



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

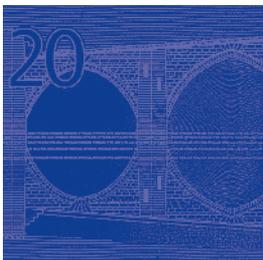
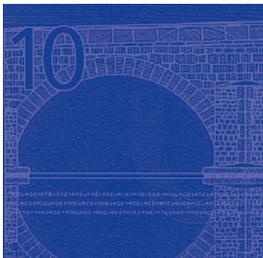
**BOLLETTINO MENSILE  
LUGLIO**





**BANCA CENTRALE EUROPEA**

**EUROSISTEMA**



## **BOLLETTINO MENSILE LUGLIO 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 4 luglio 2012.*

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

*Stampato nel mese di luglio 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 Un confronto tra l'attuale fase di ripresa e la media dei precedenti episodi di recupero in alcune economie avanzate **13**
- 2 Evoluzione recente del settore delle costruzioni nell'area dell'euro **39**
- 3 Andamenti recenti della relazione di Okun nell'area dell'euro **43**
- 4 Sfide per le finanze pubbliche derivanti dall'invecchiamento della popolazione: nuove evidenze per l'area dell'euro **47**

## ARTICOLI

Interazioni fra la politica monetaria e le politiche di bilancio all'interno di un'unione monetaria **53**

Valutazione dell'ancoraggio delle aspettative di inflazione a più lungo termine **69**

## 5 STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

### ALLEGATI

- 7 Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema
- 16 Pubblicazioni prodotte dalla Banca centrale europea
- 31 Glossario

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 5 luglio, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre i tassi di interesse di riferimento della BCE di 25 punti base. Nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria le pressioni inflazionistiche si sono attenuate ulteriormente, essendosi concretizzati alcuni rischi al ribasso individuati in precedenza per le prospettive di crescita dell'area dell'euro. Coerentemente con questo quadro, il ritmo dell'espansione monetaria di fondo rimane contenuto. Le aspettative di inflazione per l'economia dell'area continuano a essere saldamente ancorate in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. Al tempo stesso l'espansione economica resta debole nell'area dell'euro, in un contesto di maggiore incertezza che grava sul clima di fiducia.

L'Eurosistema ha attuato misure di politica monetaria convenzionali e non convenzionali, la cui combinazione ha favorito la trasmissione della politica monetaria. Tutte le misure di politica monetaria non convenzionali hanno natura temporanea e l'Eurosistema mantiene la piena capacità di assicurare la stabilità dei prezzi a medio termine intervenendo con fermezza e tempestività. A tale riguardo, il 22 giugno scorso il Consiglio direttivo ha deciso misure addizionali volte a incrementare la disponibilità delle garanzie stanziabili dalle controparti.

Per quanto concerne l'analisi economica, nell'area dell'euro la crescita trimestrale del PIL in termini reali ha ristagnato nel primo trimestre del 2012, dopo il calo dello 0,3 per cento del periodo precedente. Gli indicatori relativi al secondo trimestre segnalano un nuovo indebolimento dell'espansione economica e una maggiore incertezza. Su un orizzonte temporale più lungo, il Consiglio direttivo si attende che l'economia dell'area dell'euro registri una graduale ripresa, il cui vigore sarebbe tuttavia smorzato da una serie di fattori. In particolare, vi è l'aspettativa che la dinamica di fondo della crescita risenta delle tensioni in alcuni mercati del debito sovrano dell'area e del loro impatto sulle condizioni di credito, nonché del processo di aggiustamento

dei bilanci nei settori finanziario e non finanziario e dell'elevata disoccupazione.

I rischi che circondano le prospettive economiche per l'area dell'euro continuano a essere orientati verso il basso e riguardano, in particolare, un ulteriore acuirsi delle tensioni in diversi mercati finanziari dell'area e la loro potenziale propagazione all'economia reale di quest'ultima. I rischi al ribasso sono inoltre connessi alla possibilità di nuovi rincari dell'energia nel medio periodo.

La stima rapida dell'Eurostat indica che a giugno l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è stata pari al 2,4 per cento nell'area dell'euro, rimanendo invariata rispetto al mese precedente. Sulla base dei prezzi correnti dei contratti *future* per il petrolio, l'inflazione dovrebbe scendere ancora nel corso del 2012, per riportarsi al di sotto del 2 per cento l'anno seguente. Nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria, a fronte di una modesta crescita nell'area dell'euro e di aspettative di inflazione saldamente ancorate nel lungo termine, le pressioni di fondo sui prezzi dovrebbero restare moderate.

Tenuto conto delle decisioni assunte il 5 luglio dal Consiglio direttivo, i rischi per le prospettive sull'andamento dei prezzi rimangono sostanzialmente bilanciati nel medio periodo. I principali rischi al ribasso sono connessi all'impatto di una crescita inferiore al previsto nell'area dell'euro. I rischi al rialzo sono associati a ulteriori incrementi delle imposte indirette, dovuti all'esigenza di risanare i conti pubblici, e a rincari dell'energia superiori alle attese nel medio termine.

Per quanto riguarda l'analisi monetaria, il ritmo dell'espansione di fondo della moneta resta moderato, con una certa variabilità degli andamenti di breve periodo. Dopo il 2,5 per cento di aprile, l'incremento del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 al 2,9 di maggio, valore prossimo al 3,0 circa di marzo, riflette principalmente un'inversione dei deflussi in aprile dai depositi a vista detenuti dagli intermediari finanziari non monetari (soprattutto fondi di investimento). Oltre alla maggiore preferenza per i depositi

a scadenze più brevi, tali fattori hanno inciso sull'evoluzione di M1, il cui tasso di crescita sui dodici mesi è aumentato dall'1,8 per cento di aprile al 3,3 di maggio.

Il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti al settore privato (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) è sceso allo 0,4 per cento a maggio, dallo 0,8 di aprile. Anche i tassi di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) si sono ridotti a maggio, portandosi rispettivamente allo 0,2 e all'1,3 per cento; i flussi mensili dei prestiti alle imprese non finanziarie sono risultati negativi. La debole espansione dei prestiti riflette, in prevalenza, l'attuale situazione congiunturale, la maggiore avversione al rischio e l'aggiustamento in corso nei bilanci di famiglie e imprese, fattori che incidono sulla domanda di credito.

In prospettiva, è essenziale che le banche seguino a rafforzare, ove necessario, la propria capacità di tenuta. 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 finanziamento.

In sintesi, tenuto conto delle decisioni assunte il 5 luglio dal Consiglio direttivo, l'analisi economica indica che l'evoluzione dei prezzi dovrebbe permanere in linea con la relativa definizione di stabilità nel medio periodo. La verifica incrociata con i segnali dell'analisi monetaria conferma questo scenario.

Passando ad altre politiche, il Consiglio direttivo accoglie con favore le conclusioni del Consiglio europeo del 29 giugno scorso in cui quest'ultimo si impegna ad adottare misure per far fronte alle tensioni nei mercati finanziari, a ripristinare la fiducia e a dare nuovo impulso alla crescita. Il Consiglio direttivo condivide l'avviso che l'Unione economica e monetaria debba essere posta su una base più solida per il futuro e che una crescita sostenibile, finanze pubbliche sane e riforme strutturali volte a incrementare la competitività restano priorità economiche fondamentali. Il Consiglio direttivo esprime apprezzamento per la decisione di elaborare una tabella di marcia specifica e circoscritta nel tempo per la realizzazione di un'autentica Unione economica e monetaria. Inoltre, valuta positivamente l'iniziativa del vertice dell'area dell'euro per un meccanismo di vigilanza unico, nonché la possibilità – nel rispetto delle condizioni appropriate – di ricapitalizzare direttamente le banche, come pure il ricorso agli strumenti esistenti dell'EFSF/MES in maniera flessibile ed efficiente al fine di stabilizzare i mercati. Infine, la BCE si dichiara disponibile a svolgere la funzione di agente per l'EFSF/MES relativamente alla conduzione di operazioni di mercato.

Questo numero del Bollettino contiene due articoli: il primo analizza l'interazione tra le politiche di bilancio e la politica monetaria nell'UEM, individuando gli elementi per un affinamento del loro assetto; il secondo esamina l'evoluzione delle aspettative di inflazione di più lungo periodo nell'area dell'euro.

## ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

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

*L'economia mondiale si mantiene su una traiettoria di ripresa molto graduale e fragile. Le informazioni più recenti mostrano che la crescita è tornata a registrare un lieve indebolimento in presenza di andamenti difformi tra regioni. Nelle economie avanzate, impedimenti di natura strutturale continuano a frenare il ritmo di espansione e il clima di fiducia avrebbe subito un nuovo deterioramento nelle ultime settimane. In quelle emergenti si continuano invece a registrare tassi di crescita dell'attività molto più consistenti, sebbene anch'essi in lieve moderazione per effetto – tra l'altro – delle misure restrittive adottate in precedenza. L'inflazione a livello globale ha continuato a diminuire negli ultimi mesi sullo sfondo di un calo dei corsi delle materie prime.*

#### I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

L'economia mondiale si mantiene su una traiettoria di ripresa molto graduale e fragile. Nelle ultime settimane, le informazioni più recenti mostrano che la crescita è tornata a registrare un lieve indebolimento rispetto al primo trimestre dell'anno. Essa rimane inoltre piuttosto difforme tra paesi e regioni. In gran parte delle economie avanzate, impedimenti strutturali continuano a frenare il ritmo di espansione e il clima di fiducia avrebbe subito un nuovo deterioramento nelle ultime settimane. Ciò riflette verosimilmente, almeno in parte, una correzione meccanica dei dati estremamente positivi pubblicati nella parte precedente dell'anno, i quali potrebbero a loro volta essere riconducibili a fattori temporanei. I paesi emergenti continuano a registrare tassi di incremento dell'attività molto più elevati, fornendo pertanto un contributo maggiore alla crescita mondiale. Al tempo stesso, anche per questo gruppo il ritmo di espansione si è lievemente ridotto; ciò ha rispecchiato in parte le misure restrittive adottate in precedenza, oltre agli effetti indiretti dell'indebolimento della domanda estera.

I risultati delle ultime indagini congiunturali segnalano un nuovo rallentamento del contesto esterno all'area dell'euro. A giugno l'indice mondiale dei responsabili degli acquisti (PMI) relativo alla produzione ha subito un ulteriore lieve calo (a 50,3, da 52,1 in maggio), sullo sfondo di una flessione sia della componente relativa al settore manifatturiero, sia di quella concernente i servizi (cfr. figura 1). Mentre la prima è scesa al di sotto del valore soglia fra espansione e contrazione fissato a 50, la seconda ne è rimasta al di sopra, a indicare nell'insieme una crescita ancora moderata dell'economia mondiale. Il calo di giugno dell'indice PMI mondiale relativo alla produzione è stato associato alla diminuzione della componente calcolata escludendo l'area dell'euro, mentre l'indice relativo a quest'ultima è rimasto invariato sui livelli molto bassi.

L'inflazione a livello globale ha continuato a diminuire negli ultimi mesi, in presenza di un calo dei prezzi delle materie prime. Nell'area dell'OCSE l'inflazione al consumo sui dodici mesi è scesa al 2,1 per cento in maggio, dal 2,5 di aprile e dal massimo del 3,3 per cento di

Figura 1 PMI sulla produzione mondiale

(indice di diffusione; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Markit.

settembre 2011 (cfr. figura 2). Tale risultato riflette principalmente l'evoluzione dei prezzi dei beni energetici e alimentari. Il tasso calcolato al netto di queste due componenti è calato lievemente, all'1,9 per cento in maggio, dal 2,0 del mese precedente. Anche le economie emergenti hanno registrato un ulteriore calo generalizzato dell'inflazione, che è ad esempio scesa al 3,0 per cento in Cina e al 5,0 per cento in Brasile.

### STATI UNITI

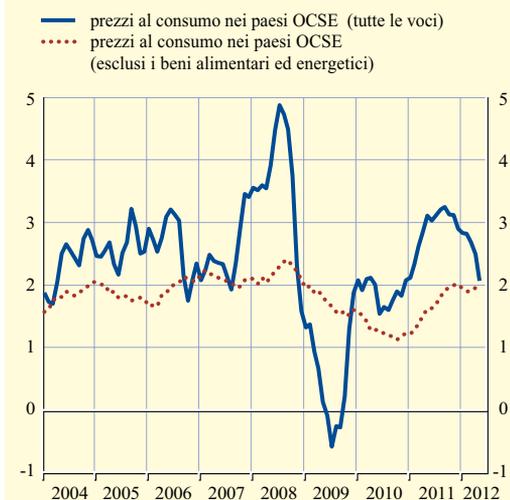
Negli Stati Uniti l'espansione economica procede a ritmi moderati. La terza stima del Bureau of Economic Analysis segnala che nel primo trimestre del 2012 il PIL in termini reali è aumentato dell'1,9 per cento in ragione d'anno (0,5 sul periodo precedente), in linea con la seconda stima, contro il 3 per cento del quarto trimestre del 2011 (cfr. figura 3). L'indebolimento va ricondotto in larga misura alla minore crescita degli investimenti fissi in settori diversi dall'edilizia residenziale e degli investimenti in scorte. L'accelerazione della spesa per consumi e delle esportazioni nel primo trimestre, pur lievemente inferiore alle stime precedenti, ha invece fornito un contributo positivo alla crescita del PIL. Queste revisioni al ribasso nella terza stima sono state compensate dalla correzione al rialzo delle costruzioni commerciali e dalla forte revisione al ribasso delle importazioni, che hanno determinato un contributo lievemente positivo delle esportazioni nette. Gli indicatori delle indagini congiunturali e i dati ad alta frequenza continuano a segnalare un'espansione moderata nel secondo trimestre del 2012. Il clima di fiducia delle imprese si è deteriorato nel secondo trimestre per i timori concernenti il contesto economico mondiale, mentre la produzione industriale ha registrato un lieve indebolimento a maggio. Più in positivo, diversi indicatori segnalano un graduale rafforzamento del settore delle abitazioni, pur da livelli estremamente bassi. I dati sull'occupazione nei primi due mesi del secondo trimestre sono stati inferiori alle attese degli analisti di mercato e il forte slancio del primo trimestre (attribuito anche alle condizioni meteorologiche favorevoli) è parso affievolirsi. Il tasso di disoccupazione è aumentato lievemente in maggio, all'8,2 per cento, riflettendo l'aumento del numero di disoccupati.

In maggio l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è diminuita ulteriormente, all'1,7 per cento, un livello significativamente inferiore al 2,3 per cento di aprile. Ciò riflette principalmente l'andamento dei costi dei prodotti energetici e la graduale moderazione dei prezzi dei beni alimentari negli ultimi mesi. Il tasso calcolato al netto di queste due componenti si è collocato al 2,3 per cento per il terzo mese consecutivo. La dinamica dell'inflazione di fondo è stata favorita dagli aumenti del costo degli alloggi, dei servizi sanitari e dell'abbigliamento.

Il 20 giugno 2012 il Federal Open Market Committee (FOMC) ha deciso di mantenere inalterato l'obiettivo per il tasso ufficiale sui Federal Funds entro un intervallo compreso tra zero e 0,25 per cento e ha previsto che le condizioni economiche dovrebbero verosimilmente giustificare valori eccezionalmente bassi del tasso almeno fino alla fine del 2014. Ha altresì deliberato di prorogare da giugno 2012 alla fine dell'anno il suo programma di estensione della scadenza media dei titoli da esso detenuti (frequentemente denominato "Operation Twist").

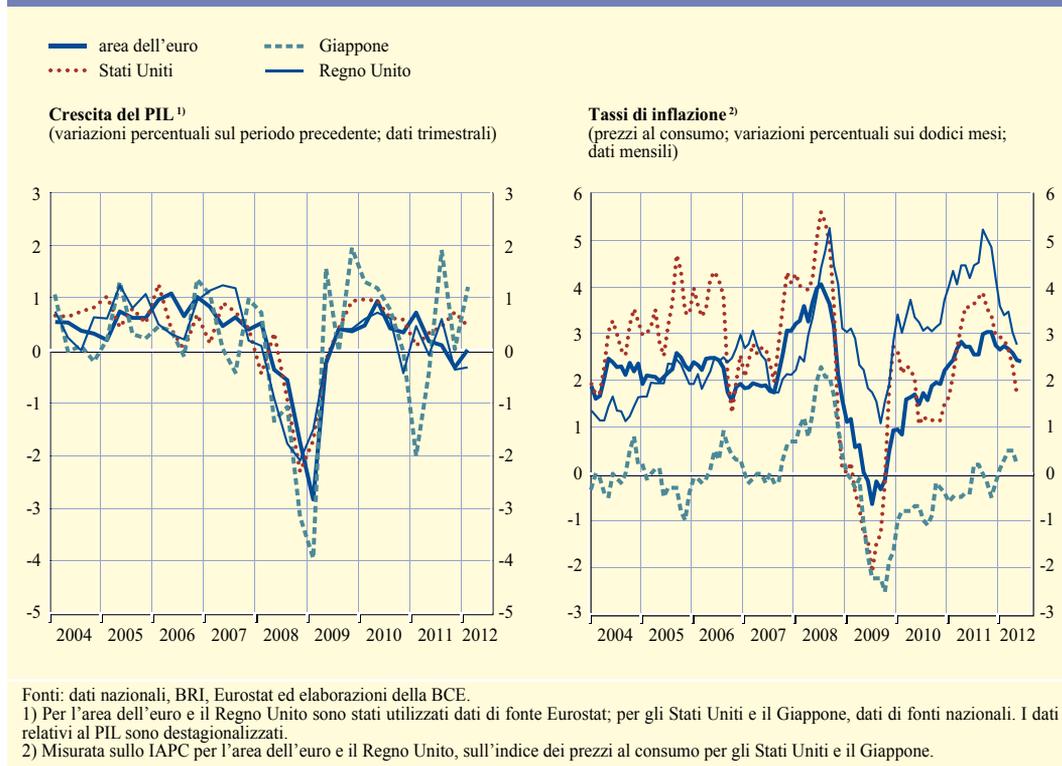
**Figura 2 Andamenti dei prezzi internazionali**

(dati mensili; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: OCSE.

Figura 3 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



## GIAPPONE

In Giappone la seconda stima preliminare dei dati di contabilità nazionale ha confermato una forte espansione dell'attività economica nel primo trimestre del 2012. La crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente è stata rivista al rialzo, all'1,2 per cento (dall'1,0 della stima precedente), per il maggior vigore degli investimenti e dei consumi privati. I risultati delle ultime indagini mostrano che il ritmo di espansione potrebbe essersi lievemente moderato nel secondo trimestre in presenza di un minore slancio del settore manifatturiero, mentre l'attività negli altri settori dell'economia dovrebbe mantenersi solida. Il PMI relativo alla produzione manifatturiera ha segnalato un ulteriore indebolimento del clima di fiducia delle imprese del settore in giugno. Ciò è avvenuto nel contesto di un rialzo dello yen e della minore crescita delle esportazioni, specialmente verso l'Asia. La produzione industriale è calata per il secondo mese consecutivo in maggio, del 3,1 per cento sul mese precedente, al pari delle esportazioni di beni in termini reali (-2,7 per cento). Al tempo stesso le importazioni (in termini reali) sono aumentate per il terzo mese consecutivo e questo ha pesato sul disavanzo commerciale, che in maggio ha registrato un ulteriore ampliamento (in valore) su base mensile destagionalizzata.

A maggio l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa allo 0,2 per cento (dallo 0,5 di aprile), riflettendo principalmente il calo dei prezzi dei beni energetici e dei televisori a schermo piatto. Il tasso calcolato al netto degli alimentari freschi è stato pari a -0,1 per cento, contro lo 0,2 del mese precedente, mentre quello ottenuto escludendo i beni alimentari ed energetici è passato da -0,3 a -0,6 per cento. Nella riunione di politica monetaria più recente, tenutasi il 15 giugno, la Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariato l'obiettivo per il tasso sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale invariato entro un intervallo compreso fra zero e 0,1 per cento.

## REGNO UNITO

Nel Regno Unito il PIL in termini reali è sceso dello 0,3 per cento sul periodo precedente nel primo trimestre del 2012. I dati più recenti sono relativamente deboli. Il volume delle esportazioni e la produzione manifatturiera sono diminuiti in aprile, mentre gli indicatori delle indagini congiunturali nel settore manifatturiero hanno segnalato un deterioramento del clima di fiducia in maggio. Il clima di fiducia del settore dei servizi è rimasto relativamente positivo, mentre quello dei consumatori si è mantenuto debole e la situazione nel mercato del lavoro ha evidenziato scarsi segnali di miglioramento. In prospettiva, è probabile che la ripresa economica acquisisca slancio solo molto gradualmente; si prevede infatti che le condizioni di credito restrittive, il processo di aggiustamento dei bilanci delle famiglie e il sostanziale inasprimento fiscale continuino ad agire da freno sulla crescita della domanda interna.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa al 2,8 per cento in maggio, dal 3 di aprile, mentre il tasso calcolato al netto dei beni energetici e dei prodotti alimentari non trasformati è rimasto invariato al 2,4 per cento. Il calo dell'inflazione misurata sull'IPC è principalmente riconducibile alla flessione dei prezzi delle materie prime. In prospettiva, l'esistenza di un margine di capacità inutilizzata e l'andamento stagnante della ripresa dell'attività economica dovrebbero contribuire a moderare le spinte inflazionistiche. Nella riunione del 7 giugno le autorità monetarie hanno lasciato inalterati il tasso corrisposto sulle riserve delle banche commerciali 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. Nella riunione del 5 luglio il Comitato di politica monetaria della Banca d'Inghilterra ha mantenuto inalterato il tasso di riferimento allo 0,5 per cento, ma ha deliberato un aumento del programma di acquisto di titoli per 50 miliardi di sterline, portandolo a 375 miliardi.

## CINA

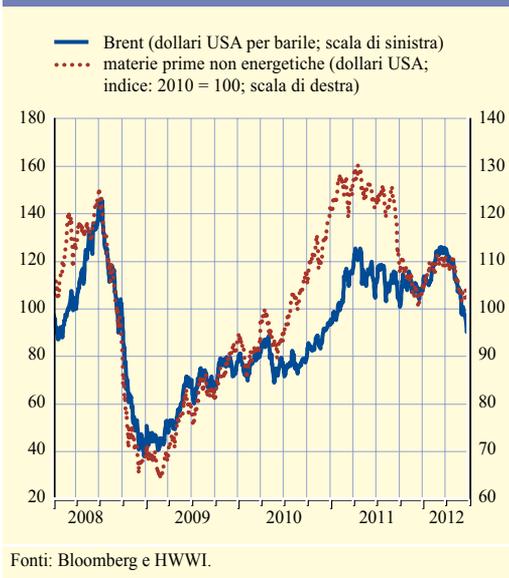
In Cina i dati più recenti confermano un rallentamento dell'attività economica. La crescita della produzione industriale si è lievemente rafforzata a maggio, ma è inferiore al primo trimestre del 2012. Anche le vendite al dettaglio hanno continuato a decelerare. Le esportazioni e le importazioni hanno registrato un incremento molto superiore al previsto in maggio e hanno quindi fatto salire lievemente l'avanzo commerciale rispetto ad aprile. Il mercato immobiliare ha evidenziato segnali incerti di stabilizzazione, in termini sia di attività di costruzione sia di prezzi delle abitazioni. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC ha continuato a scendere in maggio (al 3,0 per cento, dal 3,4 di aprile), per il calo dei prezzi dei beni alimentari, mantenendosi da febbraio inferiore all'obiettivo del 4 per cento fissato dalle autorità. Il 7 giugno la banca centrale della Repubblica popolare cinese ha ridotto i tassi di riferimento a un anno di 25 punti base e, nell'ultima riunione del 5 luglio, ha ulteriormente abbassato i tassi sui depositi di 25 punti base e quelli sui prestiti di 31 punti base. In entrambe le occasioni le autorità hanno concesso alle banche maggiore discrezionalità nella fissazione dei tassi sui prestiti e, per la prima volta, anche sui depositi. Le condizioni di liquidità interne si sono allentate a maggio, in presenza di una lieve accelerazione dei prestiti e della moneta. Il renminbi si è apprezzato solo leggermente nei confronti del dollaro statunitense in maggio, continuando a seguire la tendenza di lento apprezzamento evidenziata negli ultimi mesi.

## I.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

In giugno i corsi petroliferi sono diminuiti ancora, proseguendo l'andamento calante in atto da metà marzo. Il 26 del mese il greggio di qualità Brent veniva quotato a 90 dollari per barile, un livello che costituisce il minimo dagli inizi dell'anno e che è inferiore del 28 per cento al massimo del 14 marzo. In prospettiva, gli operatori si attendono prezzi piuttosto costanti nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti *futures* con scadenza a dicembre 2013 che si collocano a 93 dollari per barile.

I corsi del petrolio scendono da marzo, sullo sfondo delle preoccupazioni degli operatori per le prospettive di crescita dell'economia mondiale sulla scia della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro e dei rischi di un rallentamento maggiore del previsto, in particolare in Cina. La domanda mondiale di greggio è diminuita significativamente nel secondo trimestre, mentre l'offerta cresce costantemente dallo scorso anno. Ciò ha fatto aumentare il volume delle scorte, anche se parte del processo di ricostituzione potrebbe essere riconducibile a fattori stagionali. Nonostante questo riequilibrio tra la domanda e l'offerta, permangono alcuni rischi verso l'alto. Interruzioni nelle forniture riconducibili alle tensioni geopolitiche concernenti l'Iran potrebbero nello specifico determinare una nuova impennata dei prezzi, tenuto conto in particolare dei livelli attualmente bassi di capacità inutilizzata nell'OPEC.

Figura 4 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



I corsi delle materie prime non energetiche sono rimasti nell'insieme sostanzialmente stabili in giugno. Il calo di aprile e maggio è principalmente riconducibile alla flessione dei prezzi dei metalli, dovuta ai timori per le prospettive di crescita su scala mondiale. In giugno, invece, le quotazioni dei metalli sono diminuite solo lievemente e quelle delle derrate alimentari hanno registrato un aumento. Verso la fine di giugno l'indice aggregato dei prezzi in dollari delle materie prime non energetiche era superiore dell'1 per cento rispetto agli inizi dell'anno.

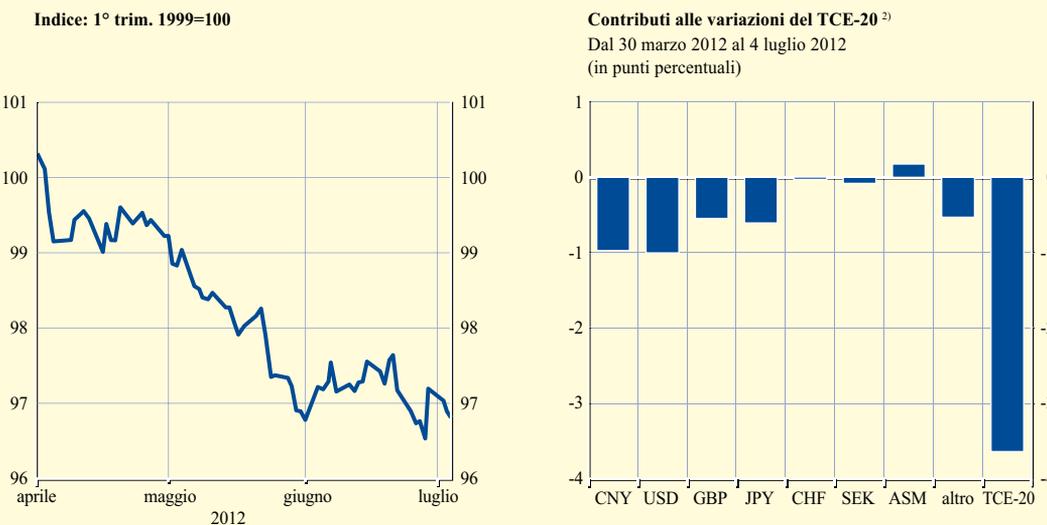
### 1.3 TASSI DI CAMBIO

Tra la fine di marzo e i primi di luglio 2012 il tasso di cambio effettivo dell'euro ha registrato un generale deprezzamento, riflettendo in larga misura l'intensificarsi dei timori per la situazione dei conti pubblici di alcuni paesi appartenenti all'area dell'euro. Il 4 luglio il tasso di cambio effettivo nominale della moneta unica – misurato rispetto alle divise dei 20 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro – era inferiore del 3,6 per cento al livello di fine marzo 2012 e del 6,4 per cento alla media del 2011 (cfr. figura 5).

In termini bilaterali, negli ultimi tre mesi l'euro ha registrato un deprezzamento rispetto a gran parte delle divise principali. Fra il 30 marzo 2012 e il 4 luglio 2012 si è costantemente indebolito sul dollaro statunitense, lo yen giapponese e la sterlina britannica (rispettivamente del 6,0, 8,5 e 3,7 per cento). Ha inoltre subito un lieve indebolimento nei confronti del franco svizzero (0,3 per cento). Nello stesso orizzonte temporale si è per lo più rafforzato sulle altre divise europee e in particolare sulla corona ceca, il leu romeno e lo zloty polacco (rispettivamente del 3,1, 2,2 e 1,3 per cento), mentre ha perso il 3,2 per cento sul fiorino ungherese (cfr. tavola 1). La volatilità di mercato, misurata in base ai prezzi delle opzioni su valute, è tornata ad aumentare rispetto ai livelli relativamente bassi dei primi di marzo e a fine maggio si collocava al di sopra delle medie storiche. Nel periodo successivo è tuttavia tornata ad allinearsi a queste ultime per gran parte dei cambi bilaterali.

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

(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.

Fra il 31 gennaio e il 2 maggio 2012 le valute all'interno degli AEC II si sono mantenute sostanzialmente stabili rispetto all'euro, su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali. Il lat lettone si è mantenuto nell'area di apprezzamento della banda di oscillazione del  $\pm 1$  per cento fissata unilateralmente.

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

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

	peso nel TCE-20	tasso di cambio al 4 luglio 2012	apprezzamento (+)/deprezzamento (-) dell'euro al 4 luglio 2012		
			da: 30 marzo 2012	2 gennaio 2012	rispetto a: media del 2011
Dollaro statunitense	16,9	1,256	-6,0	-2,9	-9,8
Sterlina britannica	14,9	0,803	-3,7	-3,8	-7,5
Renminbi cinese	18,8	7,973	-5,2	-2,2	-11,4
Yen giapponese	7,2	100,3	-8,5	0,8	-9,6
Franco svizzero	6,5	1,201	-0,3	-1,2	-2,5
Zloty polacco	6,2	4,207	1,3	-6,0	2,1
Corona svedese	4,7	8,688	-1,8	-2,7	-3,8
Corona ceca	5,0	25,50	3,1	0,0	3,7
Won sudcoreano	3,9	1,428	-5,6	-4,4	-7,3
Fiorino ungherese	3,2	285,4	-3,2	-9,2	2,1
TCEN <sup>2)</sup>		96,8	-3,6	-2,7	-6,4

Fonte: BCE.

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

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

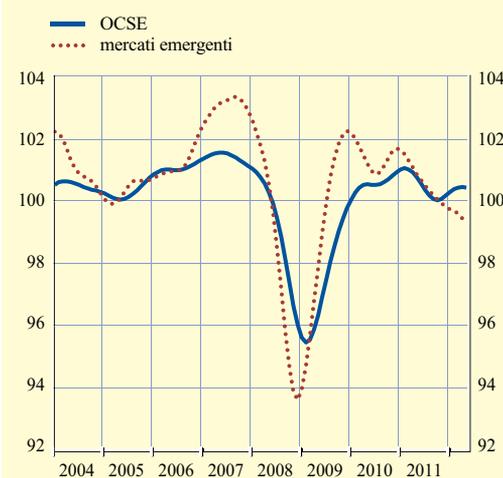
#### I.4 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

In prospettiva, gli indicatori economici sono coerenti con una debole crescita mondiale. Il PMI relativo ai nuovi ordinativi in tutti i settori è lievemente sceso in giugno (a 50,5, da 52,1 in aprile). L'indice concernente i nuovi ordinativi dall'estero è sceso a 47,0 in giugno, portandosi quindi ben al di sotto del valore soglia fra espansione e contrazione dell'economia fissato a 50; ciò non costituisce un segnale promettente per le prospettive del commercio mondiale. Inoltre, l'indicatore anticipatore composito (CLI) dell'OCSE, concepito per anticipare i punti di svolta dell'attività economica rispetto al *trend*, ha continuato ad aumentare gradualmente negli ultimi mesi. Ad aprile era superiore alla media di lungo periodo, grazie al contributo positivo di Stati Uniti e Giappone, mentre segnalava prospettive di crescita piuttosto lenta per diversi paesi europei. Per quanto concerne le economie emergenti, il CLI mostra una leggera moderazione, mentre gli indicatori del ciclo economico relativi ai paesi appartenenti all'ASEAN evidenziano segnali di tenuta. L'indicatore del clima di fiducia relativo ai consumi nell'area dell'OCSE ha altresì continuato a migliorare in maggio, pur mantenendosi su livelli piuttosto bassi. Il riquadro 1 mette brevemente a confronto l'attuale fase di ripresa di alcuni paesi avanzati con i ritmi medi di recupero registrati negli ultimi 30 anni.

Le prospettive per il contesto esterno all'area dell'euro restano soggette a un notevole grado di incertezza connesso sia alle tensioni in segmenti importanti dei mercati finanziari sia agli squilibri fiscali e globali. Inoltre, le tensioni geopolitiche in Medio Oriente rappresentano un rischio al rialzo per i prezzi petroliferi e un rischio al ribasso per l'economia mondiale.

**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.

#### Riquadro 1

##### UN CONFRONTO TRA L'ATTUALE FASE DI RIPRESA E LA MEDIA DEI PRECEDENTI EPISODI DI RECUPERO IN ALCUNE ECONOMIE AVANZATE

L'attuale ripresa, che fa seguito alla recessione più grave dalla Seconda guerra mondiale, è protratta e lenta. In alcune delle principali economie avanzate, il ritorno del PIL ai livelli massimi antecedenti la crisi è di fatto previsto solo cinque anni dopo l'inizio delle rispettive fasi di recupero. Ciò è in netto contrasto con l'esperienza delle economie emergenti, nelle quali il PIL si è già portato su livelli notevolmente superiori al picco raggiunto prima della crisi. Per chiarire ulteriormente le ragioni soggiacenti alla debolezza della ripresa in atto nelle economie avanzate, il presente riquadro prende in esame alcuni di questi paesi ponendo a confronto l'episodio attuale con la media di tutti i precedenti periodi di ripresa che li hanno interessati negli ultimi trent'anni. Esso analizza in particolare il contributo delle diverse componenti della crescita al fine di individuare la causa del "divario" tra il livello del PIL attuale e quello osservabile in una ripresa tipica.

Per diverse economie, lo scostamento rispetto al valore che ci si potrebbe attendere in un episodio tipico va ricondotto in larga misura allo scarso sostegno fornito dai consumi privati <sup>1)</sup>.

### Il grado di debolezza della ripresa attuale e il confronto con la media dei precedenti episodi di recupero

Nel quarto trimestre del 2011 il PIL dell'area dell'euro, degli Stati Uniti, del Regno Unito, del Canada e del Giappone si è collocato su un livello inferiore rispettivamente dell'1,4, 3,5, 3,0, 1,5 e 2,6 per cento a quello che avrebbe raggiunto in caso di ripresa media (come indicato dalla differenza tra le colonne e i punti della figura A) <sup>2)</sup>. Il PIL della Svizzera è invece risultato superiore.

### Le componenti del PIL alla base della debole ripresa attuale

Un'analisi del contributo delle varie componenti alla crescita del PIL mostra come nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e nel Regno Unito i consumi privati abbiano svolto un ruolo di sostegno molto inferiore nell'attuale fase di ripresa

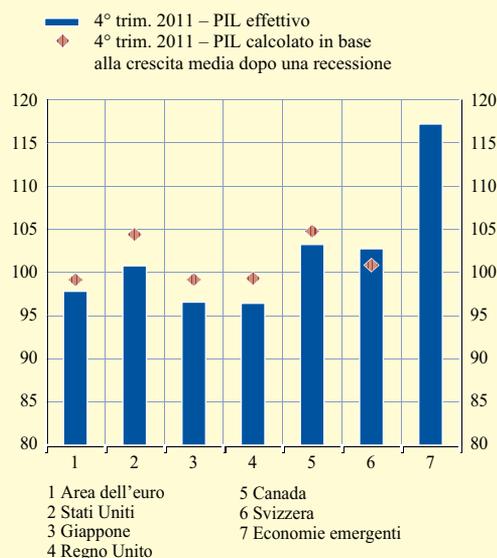
(cfr. figura B, colonne 2, 4 e 6) rispetto alla media dei precedenti periodi di recupero (cfr. figura B, colonne 1, 3 e 5). Ciò è dovuto al processo di risanamento dei bilanci delle famiglie, alla debolezza del mercato del lavoro, alle azioni di risanamento dei conti pubblici e ai livelli elevati dei prezzi dei beni energetici. In Giappone il contributo degli investimenti è minore che in una ripresa tipica, mentre quello dell'interscambio netto è maggiore (cfr. figura B, colonne 11 e 12). Sia in Canada sia in Svizzera, dove le famiglie sono state meno colpite dagli effetti della crisi finanziaria, il ruolo dei consumi privati è in linea con la media delle esperienze passate (cfr. figura B, colonne 7, 8, 9 e 10). Con riferimento al Canada si rileva come l'interscambio netto stia agendo da freno sulla crescita nell'episodio attuale, in deciso contrasto con quanto osservato nei precedenti periodi di recupero. Ciò riflette in parte la minore domanda dei principali partners commerciali del paese.

### Conclusioni

Una caratteristica saliente della ripresa in atto in alcune delle principali economie avanzate è costituita dalla sua fiacchezza, soprattutto alla luce dell'entità del rallentamento e anche nel

**Figura A L'impatto della crisi sul livello del PIL**

(indice: massimo antecedente la crisi = 100)



Fonti: Eurostat, statistiche nazionali ed elaborazioni degli esperti della BCE.

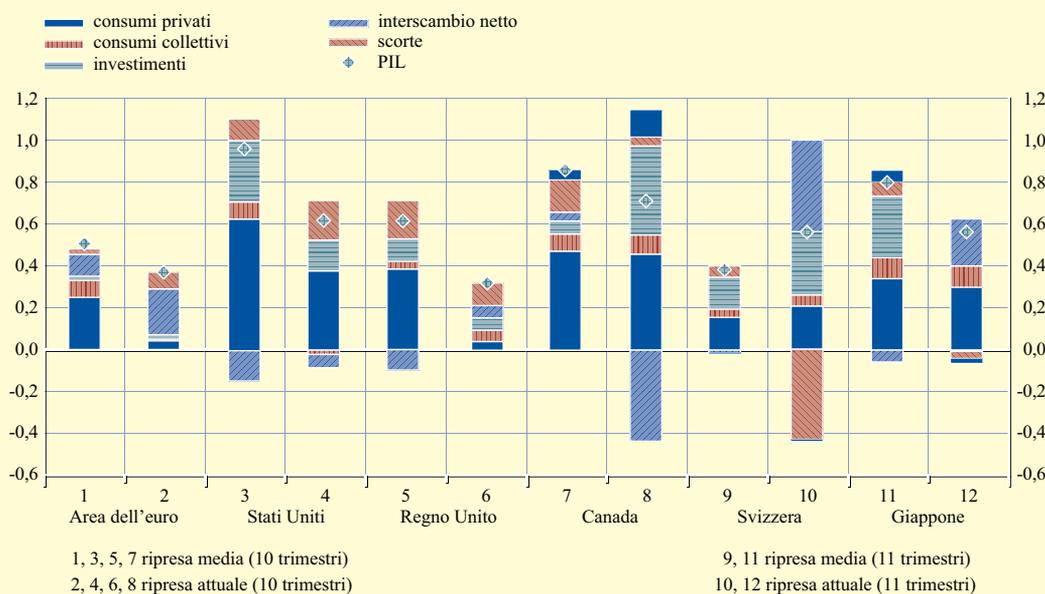
Nota: si ipotizza che la ripresa sia iniziata nel secondo trimestre del 2009 in Giappone e Svizzera e nel terzo trimestre dello stesso anno negli Stati Uniti, nell'area dell'euro, in Canada e nel Regno Unito.

1) Per una descrizione più dettagliata della ripresa nell'area dell'euro, cfr. il riquadro *L'attuale ripresa dell'area dell'euro per componenti di spesa in una prospettiva storica* nel numero di febbraio 2011 di questo Bollettino.  
 2) Il profilo della ripresa "tipica" è stato calcolato tenendo conto di tutti gli episodi di recupero osservati nell'area dell'euro, negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Canada, in Giappone e in Svizzera negli ultimi 30 anni. Per ciascuna economia è stato calcolato il tasso medio di crescita sul periodo precedente nei dieci trimestri successivi all'avvio della ripresa. La media di questi tassi medi in ciascuna fase di recupero è stata poi utilizzata per calcolare il tasso di crescita "tipico" durante un episodio di ripresa. Detti tassi medi sono stati successivamente applicati al livello del PIL all'inizio dell'attuale periodo di recupero per effettuare una proiezione del profilo della ripresa media. Gli orizzonti temporali sono stati scelti per consentire un raffronto con l'episodio attuale, iniziato dieci (per alcuni paesi, undici) trimestri fa.

confronto con la media degli episodi degli ultimi 30 anni. In quasi tutte le economie esaminate, alla fine del 2011 il reddito nazionale era inferiore a quello che ci si sarebbe potuto attendere in una ripresa tipica. In quelle più colpite dalle conseguenze economiche della crisi finanziaria, la differenza tra il PIL effettivo e il livello riferibile a una ripresa media è in larga misura riconducibile allo scarso contributo dei consumi privati.

**Figura B La ripresa in alcune delle principali economie avanzate**

(tassi di crescita medi sul trimestre precedente e contributi in punti percentuali; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat, statistiche nazionali ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il numero di trimestri utilizzato per il calcolo della media figura tra parentesi; la componente delle scorte include discrepanze statistiche.

## 2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

### 2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

*Al di là della considerevole volatilità che attualmente contraddistingue gli andamenti monetari, la crescita monetaria di fondo è rimasta moderata nel maggio 2012. La generale debolezza delle dinamiche monetarie è riflessa sul fronte del credito in una crescita persistentemente modesta dei prestiti delle IFM al settore privato. Gran parte dell'attuale debolezza dei prestiti delle IFM è riconducibile alle condizioni della domanda, sebbene in diversi paesi permangano vincoli dal lato dell'offerta. Per assicurare l'appropriato finanziamento dell'economia reale quando la domanda riprenderà, saranno necessari progressi nel risanamento dei bilanci degli enti creditizi.*

#### AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 si è ripreso portandosi al 2,9 per cento nel maggio 2012, dal 2,5 per cento di aprile, dopo essersi collocato in prossimità del 3,0 per cento di marzo (cfr. figura 7). In aprile e maggio i flussi monetari mensili sono stati caratterizzati da considerevole volatilità connessa alle transazioni temporanee tra enti creditizi e intermediari finanziari non monetari. In aggiunta, l'afflusso registrato dall'aggregato monetario ampio in maggio è stato amplificato da un elevato numero di operazioni interbancarie garantite condotte tramite controparti centrali. L'incremento del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 corretto per l'impatto delle operazioni condotte tramite controparti centrali (che si è collocato al 2,8 per cento in maggio dopo il 2,2 di aprile) è stato analogo a quello osservato nella serie della crescita complessiva di M3, a causa di un effetto base.

L'aumento dell'espansione monetaria è stato concentrato in specifici settori e componenti. Oltre alla volatilità di cui abbiamo parlato sopra, questo ha riflesso lo spostamento di fondi operato da investitori istituzionali verso le componenti più liquide di M3, sia dall'interno sia dall'esterno di M3.

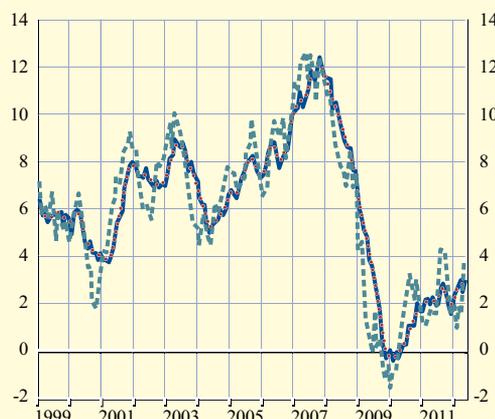
Sul fronte delle contropartite, il rafforzamento della crescita della moneta registrato in maggio si è sostanziato sia in una riduzione delle passività finanziarie a più lungo termine (al netto di capitale e riserve), principalmente per effetto di deflussi dai depositi a più lungo termine, sia in un incremento del credito alle amministrazioni pubbliche. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è diminuito ulteriormente, collocandosi allo 0,4 per cento in maggio dallo 0,8 di aprile, per effetto dei rimborsi netti effettuati nel mese. Inoltre, la posizione netta sull'estero delle IFM ha registrato un afflusso mensile in maggio, determinando un flusso cumulato meno negativo negli ultimi dodici mesi e pertanto un contributo meno negativo al tasso di crescita sui dodici mesi di M3.

Le principali attività delle IFM dell'area dell'euro sono diminuite lievemente in maggio, dopo aver fatto registrare un forte calo in aprile. La contra-

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.

zione osservata per la maggior parte delle voci di bilancio è stata moderata ed in certa misura compensata dagli incrementi delle posizioni in titoli di emittenti diversi dalle IFM e di prestiti ad altre IFM.

### PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

La ripresa del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 registrata in maggio è stata sospinta principalmente dall'inversione di operazioni temporanee effettuate in aprile tra enti creditizi e intermediari finanziari non monetari, con un impatto principalmente sui depositi *overnight*. In aggiunta, flussi positivi per i depositi *overnight* hanno continuato a essere alimentati da riallocazioni di portafoglio sia dagli altri depositi a breve termine inclusi in M3 (M2 meno M1) che dai depositi a termine a più lunga scadenza (non inclusi in M3). Pertanto, il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 si è ripreso fortemente, collocandosi al 3,3 per cento in maggio e più che compensando il calo osservato in aprile, quando era diminuito all'1,8 per cento dal 2,8 di marzo. Per contro, in maggio il tasso di incremento sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* è sceso al 2,3 per cento, dal 3,3 di aprile.

Il tasso di variazione sui dodici mesi degli strumenti negoziabili (M3 meno M2) è aumentato al 3,4 per cento in maggio, dal 2,5 di aprile, per effetto di un ampio afflusso mensile. Tale afflusso è riconducibile ad acquisti netti di quote e partecipazioni in fondi del mercato monetario, nonché a un incremento dei contratti pronti contro termine, e ha riflesso un deflusso di titoli di debito a breve termine (con scadenza fino a due anni) emessi dalle IFM compresi nel portafoglio del settore detentore di moneta. L'ampio afflusso osservato per i contratti pronti contro termine è interamente ascrivibile a operazioni interbancarie garantite condotte tramite controparti centrali. Gli enti creditizi tendono a preferire questa tipologia di operazioni interbancarie in periodi di accresciuta incertezza sui mercati finanziari, poiché riduce il rischio di controparte.

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 2,4 per cento in maggio, dal 2,0 di aprile (rimanendo tuttavia inferiore al 2,8 per cento registrato in marzo). Le famiglie hanno continuato ad apportare il maggiore contributo al tasso di crescita annuale, seguite dalle amministrazioni pubbliche e dalle società di assicurazione e fondi pensione. Tuttavia, due terzi dell'incremento mensile osservato nel tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi di M3 è attribuibile ad aumenti dei contributi degli intermediari finanziari non monetari, indotti dai fattori illustrati in precedenza.

### PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto concerne le contropartite di M3, il tasso di espansione sui dodici mesi del credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente stabile all'1,5 per cento in maggio, dopo essersi collocato all'1,4 per cento in aprile (cfr. tavola 2). Ciò ha rispecchiato un incremento del tasso di crescita sui dodici mesi del credito alle amministrazioni pubbliche (che è salito al 9,0 per cento dal 7,6 di aprile), che è stato in parte compensato da un calo del tasso di espansione sui dodici mesi del credito al settore privato (che si è collocato al -0,2 per cento in maggio dallo 0,0 di aprile).

L'aumento del tasso di crescita sui dodici mesi del credito alle amministrazioni pubbliche è riconducibile ad acquisti netti di titoli di debito pubblico da parte di IFM diverse dall'Eurosistema e ad un incremento della concessione di prestiti. Per contro, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato corretti per le cessioni e cartolarizzazioni è diminuito allo 0,4 per cento in maggio, dallo 0,8 di aprile, rispecchiando rimborsi netti mensili pari a 11 miliardi di euro (seppure questi siano stati inferiori rispetto al mese precedente). In maggio si sono registrati rimborsi netti di prestiti anche per il settore privato non finanziario, dopo un consistente afflusso in aprile.

**Tavola 2 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie**

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

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

Fonte: BCE.

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

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

Dopo un lieve aumento registrato nel mese precedente, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è sceso in maggio (portandosi allo 0,2 per cento dallo 0,6 di aprile) per effetto di rimborsi netti mensili (cfr. tavola 3), che hanno riflesso principalmente il rimborso netto di prestiti a breve termine (con periodo iniziale di determinazione del tasso fino a un anno). Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle famiglie corretti per cessioni e cartolarizzazioni ha registrato un'ulteriore lieve diminuzione (portandosi all'1,3 per cento in maggio dall'1,5 di aprile). L'afflusso mensile per il totale dei prestiti delle IFM alle famiglie è diminuito in maggio, per effetto della riduzione della componente dei mutui per l'acquisto di abitazioni, mentre i flussi per altre categorie di prestito sono rimasti trascurabili.

La debolezza dei prestiti delle IFM al settore privato non finanziario continua a riflettere sia una modesta domanda sia vincoli di offerta. Dal lato della domanda, l'attuale stadio del ciclo economico e l'accresciuta avversione al rischio continuano a esercitare un impatto avverso, rafforzato da indici di indebitamento persistentemente elevati sia per le famiglie sia per le imprese in diversi paesi dell'area dell'euro. Sul fronte dell'offerta, la disponibilità di prestiti resta limitata a causa della necessità da parte degli enti creditizi in diversi paesi dell'area dell'euro di risanare le proprie posizioni patrimoniali, al fine di coprire potenziali perdite risultanti da eccessivi prestiti erogati in passato e di rispettare i nuovi requisiti patrimoniali. Il pieno effetto delle due ORLT a tre anni sulla crescita dei prestiti – al di là dell'allentamento di eventuali vincoli all'offerta di credito derivante dai miglioramenti delle posizioni di liquidità delle IFM dell'area dell'euro – avrà verosimilmente bisogno di alcuni trimestri per manifestarsi e dipenderà da vari fattori. Questi includono il miglioramento delle prospettive economiche, i progressi nel risanamento dei bilanci che deve essere intrapreso dagli enti creditizi dell'area dell'euro e una riduzione permanente delle tensioni nei mercati del debito sovrano.

**Tavola 3 Prestiti delle IFM al settore privato**

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale <sup>1)</sup>	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					
		2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 4° trim.	2012 1° trim.	2012 apr.	2012 mag.
<b>Società non finanziarie</b>	<b>42,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>
<i>Corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni <sup>2)</sup></i>	-	1,9	2,3	2,1	0,9	0,6	0,2
Fino a un anno	24,5	1,5	4,1	3,8	0,5	0,9	0,2
Oltre un anno e fino a cinque anni	18,0	-2,8	-2,8	-2,5	-2,9	-2,2	-2,5
Oltre cinque anni	57,5	2,2	2,1	2,3	2,0	1,1	0,8
<b>Famiglie <sup>3)</sup></b>	<b>47,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,2</b>	<b>1,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>
<i>Corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni <sup>2)</sup></i>	-	3,0	2,7	2,3	1,9	1,5	1,3
Credito al consumo <sup>4)</sup>	11,8	-1,0	-2,0	-2,0	-1,8	-2,4	-1,9
Mutui per l'acquisto di abitazioni <sup>4)</sup>	72,4	4,4	4,0	3,0	1,8	1,0	0,7
Altri prestiti	15,8	2,0	2,4	1,8	0,9	0,7	0,1
<b>Società di assicurazione e fondi pensione</b>	<b>0,7</b>	<b>3,2</b>	<b>7,0</b>	<b>4,3</b>	<b>-3,0</b>	<b>-6,5</b>	<b>-6,3</b>
<b>Altri intermediari finanziari non monetari</b>	<b>10,1</b>	<b>6,0</b>	<b>3,9</b>	<b>3,3</b>	<b>1,0</b>	<b>-1,4</b>	<b>-2,1</b>

Fonte: BCE.

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

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

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

3) In base alla definizione SEC 95.

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

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) ha evidenziato un'ulteriore diminuzione, portandosi in maggio al -3,0 per cento dal -1,8 per cento del mese precedente e concorrendo così alla crescita di M3. Questo deflusso mensile piuttosto ingente (pari a 61 miliardi di euro) ha riflesso ampi flussi negativi sia per i depositi a più lungo termine sia per le consistenze di titoli di debito delle IFM a più lungo termine nel portafoglio del settore detentore di moneta. Maggio è stato il secondo mese consecutivo in cui si sono registrate emissioni nette negative di questa entità per questi titoli. Tale risultato, insieme alle emissioni nette negative di titoli di debito a breve termine, è indicativo di un utilizzo da parte delle banche dei fondi ottenuti nelle due ORLT a tre anni per sostituire obbligazioni in scadenza o riacquistare tali titoli. Il deflusso relativo ai depositi a più lungo termine è stato sospinto prevalentemente da intermediari finanziari non monetari. Benché le liquidazioni di operazioni di cartolarizzazione non comportanti cancellazione dei prestiti dal bilancio abbiano altresì svolto un ruolo in tale dinamica, questo non è stato dominante come nei mesi precedenti, pertanto è probabile che una genuina ricomposizione dei portafogli degli AIF verso depositi con scadenze più brevi abbia svolto un ruolo importante.

Le attività nette sull'estero delle IFM dell'area dell'euro hanno registrato un afflusso di 12 miliardi di euro in maggio, dopo i deflussi dei due mesi precedenti. Sui dodici mesi, la posizione netta sull'estero delle IFM dell'area dell'euro è diminuita di 36 miliardi di euro nei dodici mesi terminanti in maggio, a fronte di una flessione di 39 miliardi di euro nell'anno terminato in aprile. Pertanto, dopo aver contribuito positivamente alla crescita annuale di M3 tra il marzo 2011 e il febbraio 2012, le attività nette sull'estero hanno frenato la crescita di M3 dal marzo 2012 (cfr. figura 8).

Nel complesso, al di là della considerevole volatilità di breve periodo recentemente osservata, le dinamiche di fondo della moneta e del credito sono rimaste moderate in maggio. Per i prestiti, ciò rispecchia,

dal lato della domanda, la debolezza dell'attività economica e delle prospettive, ed è riconducibile in parte alla necessità di correggere gli elevati livelli di indebitamento presenti nelle economie di diversi paesi dell'area dell'euro. Quando la domanda riprenderà, tuttavia, dovranno essere compiuti sufficienti progressi in termini di necessario risanamento dei bilanci degli enti creditizi, al fine di assicurare una ripresa della crescita dei prestiti.

## 2.2 EMISSIONE DI TITOLI

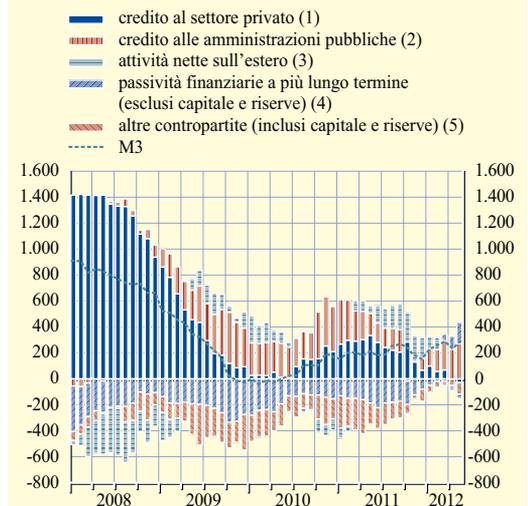
Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è stato pari al 4,4 per cento in aprile, in ribasso dal 4,8 per cento del mese precedente. Tale diminuzione è riconducibile a una minor crescita delle emissioni di titoli di debito a lungo termine, mentre le emissioni di titoli di debito a breve termine hanno subito un'ulteriore accelerazione. Una maggiore attività di emissione da parte di società non finanziarie e società finanziarie non monetarie è stata più che compensata da un minore tasso di crescita delle emissioni di titoli di debito da parte delle IFM e del settore delle amministrazioni pubbliche. Nel contempo, il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di azioni quotate è sceso all'1,4 per cento.

## TITOLI DI DEBITO

In aprile il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è diminuito al 4,4 per cento, dal 4,8 per cento del mese precedente (cfr. tavola 4). Tale diminuzione

**Figura 8 Contropartite di M3**

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



Fonte: BCE.

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

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2012 apr.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente <sup>1)</sup>					
		2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 4° trim.	2012 1° trim.	2012 mar.	2012 apr.
<b>Emissione di titoli di debito:</b>	<b>16.744</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,1</b>	<b>4,1</b>	<b>4,8</b>	<b>4,4</b>
IFM	5.610	1,1	2,0	3,3	4,6	4,8	4,2
Società finanziarie non monetarie	3.363	0,7	-0,4	-1,2	-0,4	2,0	2,8
Società non finanziarie	916	4,1	4,9	5,0	6,5	8,1	9,6
Amministrazioni pubbliche	6.855	6,9	6,6	4,9	5,8	5,7	4,8
di cui:							
Amministrazioni centrali	6.190	6,1	5,9	4,2	4,8	4,5	3,7
Altre amministrazioni pubbliche	665	15,8	14,6	13,2	16,8	17,9	15,7
<b>Emissione di azioni quotate:</b>	<b>4.099</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>
IFM	328	7,4	12,4	10,0	10,8	11,3	10,7
Società finanziarie non monetarie	292	4,2	5,0	5,2	3,6	2,8	3,1
Società non finanziarie	3.479	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2

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*.

è riconducibile a una minor crescita delle emissioni di titoli di debito a lungo termine, mentre le emissioni di titoli di debito a breve termine hanno continuato a crescere. In termini di settori, una maggiore attività di emissione da parte di società non finanziarie e società finanziarie non monetarie è stata più che compensata da un minore tasso di crescita delle emissioni di titoli di debito da parte delle IFM e del settore delle amministrazioni pubbliche.

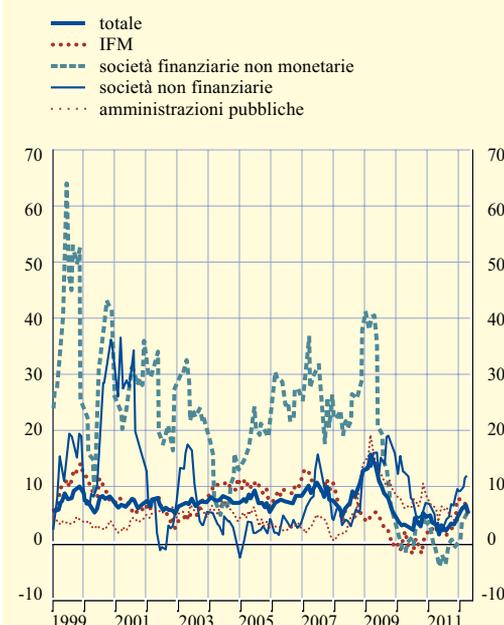
Per quanto riguarda le tipologie di scadenze, in aprile il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di titoli di debito a lungo termine è sceso al 4,2 per cento dal 4,7 del mese precedente, per effetto di una minore attività di emissione nei segmenti di mercato a tasso sia variabile che fisso. Per contro, il tasso di crescita dei titoli di debito a breve termine è ulteriormente aumentato, portandosi al 6,5 per cento in aprile dal 5,7 di marzo. Il tasso di incremento dei titoli di debito a breve termine ha evidenziato una tendenza crescente sin dal dicembre 2011 e ha acquisito maggior slancio in aprile. L'emissione di titoli di debito a breve termine è stata vigorosa sia nel settore delle IFM che in quello delle società non finanziarie in aprile.

Il tasso di crescita complessivo delle emissioni di titoli di debito in aprile cela andamenti differenti tra i diversi settori. Il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di titoli di debito è sceso al 4,2 per cento in aprile per le IFM e al 4,8 per cento per il settore delle amministrazioni pubbliche, a fronte rispettivamente del 4,8 e 5,7 per cento del mese precedente. Il rallentamento del tasso di crescita dei titoli emessi dalle IFM e dal settore delle amministrazioni pubbliche andrebbe valutato nel contesto delle accresciute tensioni nei mercati finanziari e della necessità di risanare le posizioni di bilancio. Per contro, nel caso delle società non finanziarie, il tasso di crescita sui dodici mesi è aumentato ulteriormente dall'8,1 per cento di marzo al 9,6 per cento in aprile, raggiungendo un valore molto prossimo ai livelli medi storici. L'attività di emissione delle società non finanziarie si è andata rafforzando sin dall'ultimo trimestre del 2011, forse di riflesso a una sostituzione dei prestiti bancari con il finanziamento mediante ricorso al mercato nel contesto di criteri stringenti per l'erogazione del credito. Nel caso delle società finanziarie non monetarie, il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi si è collocato al 2,8 per cento in aprile, in rialzo dal 2 per cento di marzo, mese nel quale è tornato su livelli positivi dopo esser stato negativo per 7 mesi.

Per quanto concerne gli andamenti di breve periodo, il tasso di crescita sui sei mesi, espresso in ragione d'anno e calcolato su dati destagionalizzati, indica una decelerazione dell'attività di emissione delle IFM e del settore delle amministrazioni pubbliche (cfr. figura 9). In particolare, l'emissione di titoli di debito nel settore delle IFM, che sin dalla metà del 2011 è stata vigorosa, si è in certa misura indebolita in marzo e aprile 2012. Per contro, l'emissione da parte di società non finanziarie e società finanziarie non monetarie ha registrato un modesto incremento in aprile.

**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.

## AZIONI QUOTATE

Il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti dell'area dell'euro è lievemente diminuito all'1,4 per cento in aprile, dall'1,5 del mese precedente. In particolare, il tasso di incremento sui dodici mesi delle emissioni di azioni da parte delle IFM è sceso al 10,7 per cento in aprile, dall'11,3 di marzo (cfr. figura 10). Nel contempo, il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da società non finanziarie ha registrato una lieve riduzione, di 10 punti base, allo 0,2 per cento in aprile. Per contro, il tasso di emissione di azioni quotate da parte di società finanziarie non monetarie è leggermente aumentato al 3,1 per cento dal 2,8 del mese precedente.

## 2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

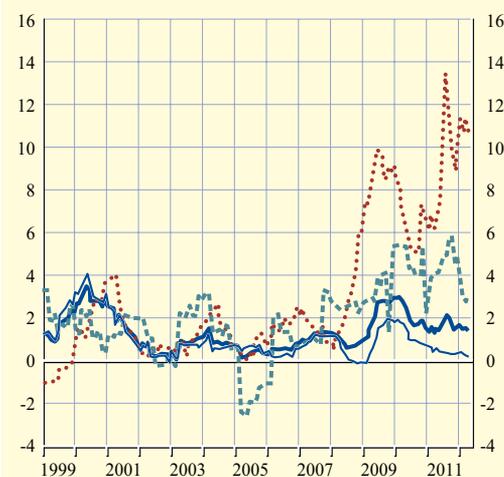
*I tassi di interesse del mercato monetario sono scesi lievemente tra l'inizio di giugno e l'inizio di luglio. Nel sesto periodo di mantenimento del 2012, iniziato il 13 giugno, l'Eonia si è mantenuto su livelli contenuti, riflettendo l'elevato eccesso di liquidità.*

Tra l'inizio di giugno e l'inizio di luglio i tassi del mercato monetario sui depositi privi di garanzia, misurati dall'Euribor, sono lievemente diminuiti. Il 4 luglio i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si sono collocati rispettivamente allo 0,37, 0,65, 0,92 e 1,21 per cento, livelli inferiori di 2 punti base a quelli osservati per ciascuna scadenza il 5 giugno. Di conseguenza, il differenziale tra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese, indicatore dell'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, è rimasto invariato a 84 punti (cfr. figura 11).

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

(tassi di crescita sui dodici mesi)

— totale  
... IFM  
- - - società finanziarie non monetarie  
— società non finanziarie

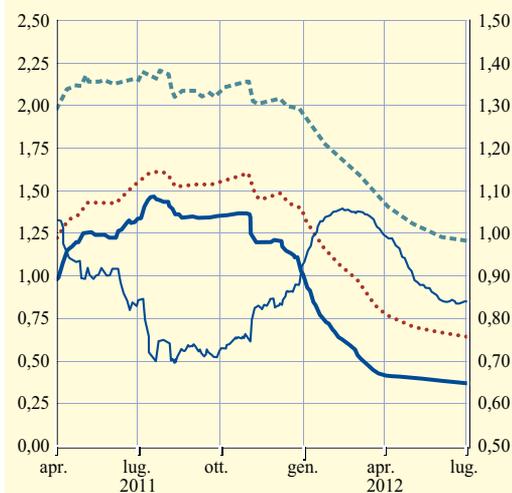


Fonte: BCE.  
Nota: i tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie.

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

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

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



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

Il 4 luglio il tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi si è collocato allo 0,21 per cento, scendendo di 6 punti base rispetto al 5 giugno. Di conseguenza, il differenziale tra l'Euribor a tre mesi e il tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi è aumentato di 4 punti base, a 43 punti base, rimanendo sostanzialmente in linea con i livelli osservati prima dell'estate 2011.

Il 4 luglio i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a settembre e dicembre 2012 e a marzo e giugno 2013 si sono collocati rispettivamente allo 0,48, 0,46, 0,46 e 0,47 per cento, evidenziando nell'ordine decrementi di 6, 7, 6 e 5 punti base rispetto ai livelli osservati il 5 giugno.

Tra il 5 e il 12 giugno, ultimo giorno del quinto periodo di mantenimento dell'anno, l'Eonia è rimasto stabile tra lo 0,34 e lo 0,31 per cento in una situazione di protratta eccedenza di liquidità. Nella parte restante del mese le oscillazioni dell'Eonia sono state estremamente contenute, 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 di liquidità in eccesso. Il 4 luglio l'Eonia si è collocato allo 0,332 per cento.

L'Eurosistema ha condotto diverse operazioni di rifinanziamento tra il 5 giugno e il 4 luglio. Nelle operazioni di rifinanziamento principali del sesto periodo di mantenimento, effettuate il 12, 19 e 26 giugno e il 3 luglio, l'Eurosistema ha allocato rispettivamente 131,7, 167,3, 180,4 e 163,6 miliardi di euro. In giugno l'Eurosistema ha condotto anche due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT), entrambe mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi: un'operazione con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento (con l'aggiudicazione di 18,9 miliardi di euro) il 12 giugno e una ORLT a tre mesi (con l'aggiudicazione di 26,3 miliardi di euro) il 27 giugno.

L'Eurosistema inoltre ha effettuato quattro operazioni di assorbimento della liquidità a una settimana il 12, 19 e 26 giugno e il 3 luglio 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 eseguiti nell'ambito del Programma per i mercati dei titoli finanziari.

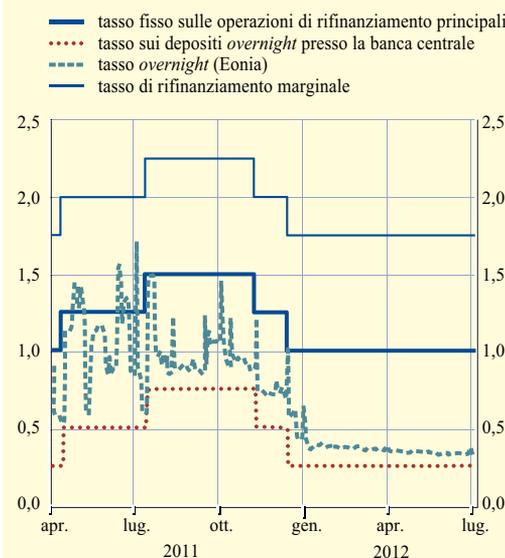
Il sesto periodo di mantenimento dell'anno, iniziato il 13 giugno, è stato caratterizzato da livelli elevati di liquidità in eccesso, con un ricorso medio giornaliero ai depositi presso la banca centrale pari a 764 miliardi di euro il 4 luglio.

## 2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

Tra la fine di maggio e gli inizi di luglio i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con rating AAA sono aumentati di circa 30 punti base, mentre negli Stati Uniti i tassi corrispondenti sono rimasti generalmente invariati. All'interno dell'area dell'euro i rendimenti

**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.

sono complessivamente saliti per gli emittenti con rating AAA, ma sono calati per gli altri paesi. L'incertezza sulla futura evoluzione dei mercati obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita di questi ultimi, è lievemente aumentata nell'area dell'euro. Gli indicatori desunti dai mercati mostrano che le aspettative di inflazione rimangono pienamente coerenti con la stabilità dei prezzi.

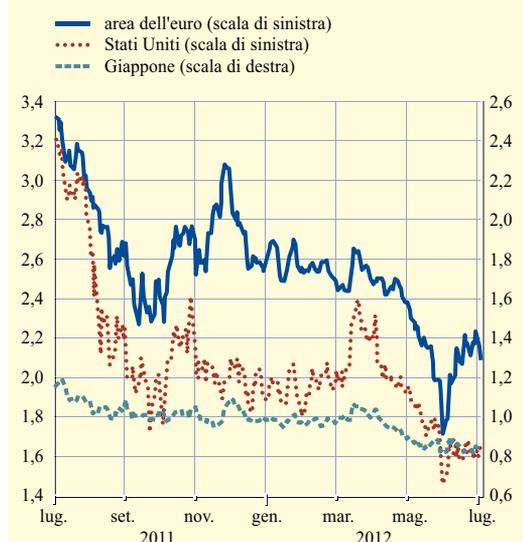
Tra la fine di maggio e il 4 luglio 2012 i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con rating AAA sono aumentati approssimativamente di 30 punti base, al 2,1 per cento circa. Negli Stati Uniti, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono rimasti invariati, collocandosi intorno all'1,6 per cento il 4 luglio. I rendimenti statunitensi hanno registrato solo lievi oscillazioni temporanee in giugno, mentre i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono aumentati nella prima metà del mese e in seguito hanno oscillato senza una tendenza chiara fino alla fine di giugno (cfr. figura 13). Nel complesso, la stabilizzazione dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine negli Stati Uniti su un livello prossimo al minimo storico dell'1,5 per cento raggiunto agli inizi di giugno ha rispecchiato la pubblicazione di dati economici contrastanti per gli Stati Uniti, evidenziando un ridimensionamento del mercato del lavoro ma anche segnali di stabilizzazione del mercato immobiliare. Il Federal Reserve System inoltre ha rivisto al ribasso le proiezioni di crescita e, come largamente atteso, ha ampliato ed esteso la cosiddetta "Operation Twist". Peraltro l'aumento complessivo dei rendimenti a lungo termine sui titoli di Stato dell'area dell'euro con rating AAA ha rispecchiato in parte un ritorno della propensione al rischio nel periodo precedente la riunione del Consiglio europeo di fine giugno, in previsione dell'annuncio di misure di politica economica volte a rafforzare la stabilità finanziaria. Un altro probabile fattore all'origine di tale aumento è stata la voce secondo cui le iniziative tese a mutualizzare il servizio del debito nell'area dell'euro potrebbero ridurre il merito di credito dei paesi con rating elevato. Il risultato della riunione del Consiglio europeo è stato accolto positivamente dagli investitori con una riduzione delle riallocazioni verso investimenti sicuri, contribuendo così all'aumento dei rendimenti sui titoli di Stato dell'area dell'euro con rating AAA nel periodo immediatamente successivo alla riunione.

A seguito delle variazioni relative dei rendimenti nelle due aree economiche, il differenziale fra i tassi di interesse nominali sui titoli di Stato decennali degli Stati Uniti e dell'area dell'euro si è ampliato nel periodo in rassegna, collocandosi a circa 50 punti base il 4 luglio. In Giappone i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono rimasti sostanzialmente invariati, portandosi allo 0,8 per cento il 4 luglio.

L'incertezza degli investitori sugli andamenti a breve termine dei mercati obbligazionari nell'area dell'euro, misurata dalla volatilità implicita nelle opzioni, è aumentata nella prima metà di giugno, per poi diminuire gradualmente fino ai livelli registrati alla fine di maggio. Negli Stati Uniti, la volatilità implicita è diminuita di circa 0,6 punti percentuali. Questi andamenti

**Figura 13 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine**

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



Fonti: Bloomberg e Thomson Reuters.

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

si sono verificati in presenza di un calo della volatilità implicita dei mercati azionari in entrambe le aree economiche.

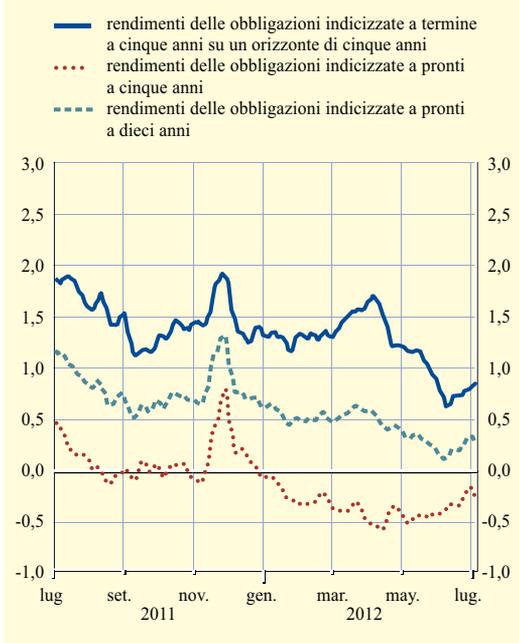
La volatilità implicita dei mercati obbligazionari è diminuita in entrambe le aree economiche (ma più marcatamente negli Stati Uniti) rispetto ai livelli massimi registrati nel novembre 2011. Nell'area dell'euro la volatilità rimane elevata in termini storici e attualmente si colloca su livelli vicini a quelli prevalenti poco prima del fallimento di Lehman Brothers, mentre negli Stati Uniti la volatilità rimane lievemente al di sotto di tali livelli massimi. In linea con la recente riduzione dell'avversione al rischio degli investitori, la domanda di attività "rifugio" (stimata dai premi di liquidità sui titoli di Stato tedeschi tuttora elevati rispetto a quelli delle obbligazioni delle agenzie) è diminuita nel periodo, a indicazione che nel complesso la fiducia sui mercati obbligazionari potrebbe essere migliorata lievemente grazie alla prospettiva di misure di politica economica volte a rafforzare la stabilità finanziaria.

Nel periodo in rassegna i differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane a dieci anni rispetto ai titoli di Stato tedeschi sono diminuiti per Belgio, Italia, Spagna, Grecia, Irlanda e Portogallo, mentre sono rimasti sostanzialmente stabili per Austria, Finlandia, Francia e Paesi Bassi. In giugno i rendimenti spagnoli hanno toccato i livelli massimi nell'area dell'euro, per poi calare alla fine del mese in presenza di una ridotta avversione al rischio. Sempre in giugno l'incertezza sulle esigenze di ricapitalizzazione del settore finanziario e sulle condizioni di finanziamento nel quadro del sostegno finanziario dell'UE hanno contribuito ad aumentare la volatilità dei rendimenti dei titoli di Stato spagnoli. Nel periodo in esame i differenziali sono scesi tra 150 e 500 punti base in Grecia, Irlanda e Portogallo. Il risultato delle elezioni in Grecia ha calmato brevemente i mercati obbligazionari, ma le dichiarazioni della coalizione di governo circa l'intenzione di rinegoziare il programma di sostegno finanziario hanno indotto ulteriori incertezze. I rendimenti obbligazionari a lungo termine dei titoli di Stato sono aumentati nei paesi dell'euro con rating AAA, mentre si sono ridotti nei paesi con minor merito di credito, probabilmente anche per il miglioramento del clima di fiducia prima della riunione del Consiglio europeo.

I rendimenti dei titoli di Stato indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro a cinque e a dieci anni sono aumentati di circa 10 punti base nel periodo in esame, collocandosi a -0,4 e a 0,2 per cento, rispettivamente, il 4 luglio. (cfr. figura 14). Il livello ancora molto contenuto dei tassi reali a lungo termine rispecchia la percezione negativa degli investitori circa le prospettive di crescita a medio termine. Riguardo alle percezioni di inflazione, il tasso di inflazione di pareggio implicito a termine nell'area dell'euro (a cinque anni su un orizzonte quinquennale) è aumentato

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

di circa 30 punti base, al 2,4 per cento, nel periodo in esame (cfr. figura 15). Il tasso desunto dagli *swap* sull'inflazione con lo stesso orizzonte temporale è rimasto sostanzialmente invariato nel periodo, collocandosi al 2,2 per cento il 4 luglio. 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 i rischi di inflazione, gli indicatori basati sul mercato indicano che le aspettative di inflazione rimangono pienamente coerenti con la stabilità dei prezzi.

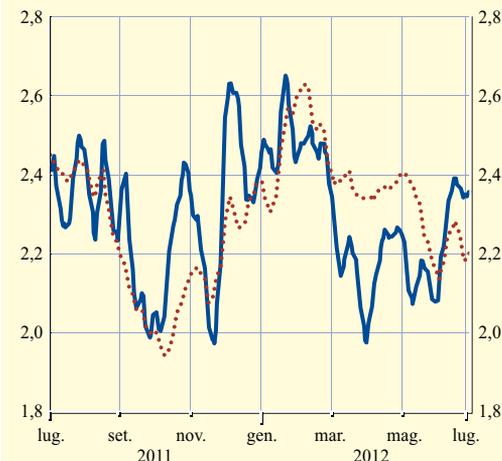
L'andamento generale dei rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con *rating* AAA può essere scomposto nelle variazioni delle aspettative sui tassi di interesse (e dei connessi premi al rischio) su diversi orizzonti (cfr. figura 16). La struttura per scadenza dei tassi a termine registrata il 4 luglio si è accentuata di 50 punti base rispetto a quella osservata alla fine di maggio.

Tra la fine di maggio e il 4 luglio i differenziali di rendimento delle obbligazioni di qualità più elevata (*investment grade*) emesse da società non finanziarie (rispetto all'indice elaborato da Merrill Lynch per i titoli di Stato dell'UEM con *rating* AAA) sono rimasti sostanzialmente stabili. Nello stesso periodo i differenziali sulle obbligazioni *investment grade* emesse da società finanziarie sono calati di circa 15 punti base per gli emittenti con *rating* AAA e AA, mentre si sono ridotti più sensibilmente per le classi di *rating* A e BBB, di circa 40 punti base. Nel complesso, la recente evoluzione dei rendimenti delle obbligazioni societarie suggerisce un lieve miglioramento delle condizioni di finanziamento tramite mercato per le imprese.

**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)

— tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte di cinque anni  
 ..... tasso *swap* indicizzato a termine a cinque anni su un orizzonte di cinque anni

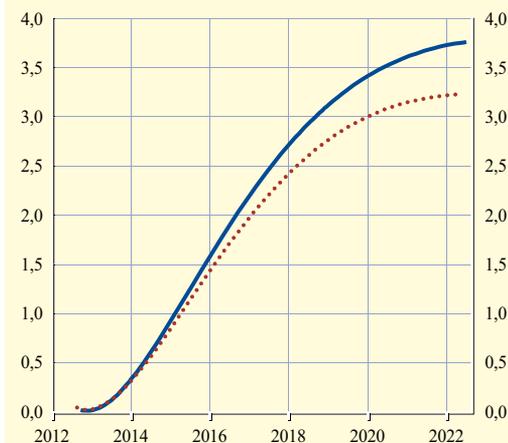


Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.  
 Note: dalla fine di agosto 2011, i tassi di inflazione di pareggio sono calcolati come media ponderata al PIL dei tassi di inflazione e di pareggio stimati separatamente per Francia e Germania. Prima di tale data, i tassi venivano calcolati confrontando 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)

— 4 luglio 2012  
 ..... 31 maggio 2012



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

## 2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

*In maggio i tassi di interesse delle IFM sui depositi hanno continuato a scendere. Sono diminuiti anche i tassi sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e i prestiti alle società non finanziarie, sia per le scadenze brevi sia per quelle lunghe. L'abbassamento dei tassi sui prestiti alle società non finanziarie è stato accompagnato da una riduzione del differenziale tra i prestiti di piccola e di grande entità, che rimane tuttavia elevato nel confronto storico.*

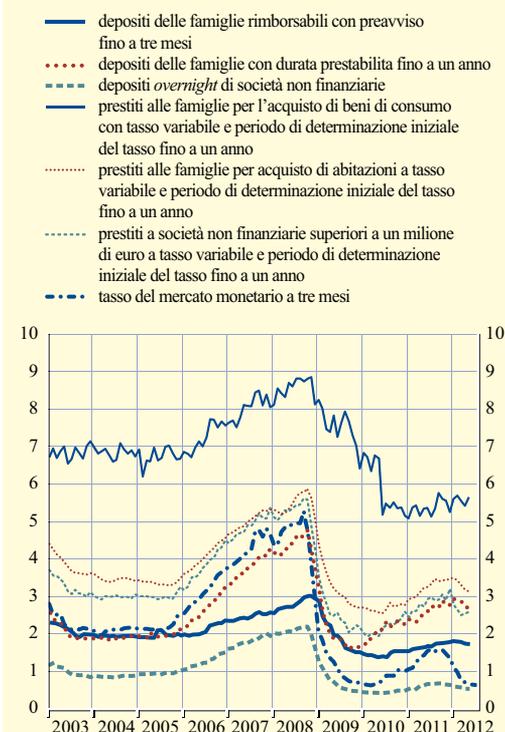
I tassi di interesse delle IFM a breve termine sui depositi hanno registrato un calo in maggio. I tassi applicati sui depositi delle famiglie con durata prestabilita fino a un anno sono scesi di 2 punti base, mentre quelli sui depositi delle società non finanziarie di pari durata sono calati di 9 punti base (cfr. figura 17).

Sempre in maggio anche i tassi di interesse delle IFM sui prestiti a breve termine sono diminuiti per la maggior parte. I tassi di interesse sugli scoperti di conto per le società non finanziarie sono calati di 3 punti base, mentre quelli sui prestiti erogati dalle IFM alle imprese con scadenza iniziale inferiore a un anno si sono ridotti di 6 punti base. La diminuzione dei tassi di interesse sui prestiti a breve termine alle imprese riflette di fatto un calo più marcato di 5 punti base, al 4,1 per cento, dei tassi di interesse sui prestiti di modesta entità (fino a 1 milione di euro) e un aumento di 3 punti base, al 2,6 per cento, dei tassi sui prestiti di importo elevato (superiori a 1 milione di euro). Pertanto, il differenziale tra i tassi di interesse delle IFM sui prestiti a breve termine di modesta entità, presumibilmente erogati a piccole imprese, e quelli sui prestiti di importo elevato, concessi presumibilmente a grandi imprese, si è ridotto lievemente in maggio. Tuttavia, il differenziale è stato pari a 156 punti base, livello elevato nel confronto storico. Sempre in maggio anche i tassi applicati dalle IFM sui mutui a breve termine alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono scesi di 6 punti base, mentre quelli sul credito al consumo, in genere abbastanza volatili, sono aumentati di 22 punti base, invertendo così il calo osservato nel mese precedente. Nel complesso, dal momento che l'Euribor è diminuito di 4 punti base nello stesso mese, il differenziale rispetto ai tassi sui prestiti a breve termine alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è sceso a 247 punti base, mentre quello rispetto ai prestiti a breve termine di importo elevato erogati alle società non finanziarie è salito a 191 punti base (figura 18).

In una prospettiva di più lungo periodo, i tassi di interesse delle IFM sui prestiti a breve termine sono diminuiti dall'inizio del 2012. Tale

**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



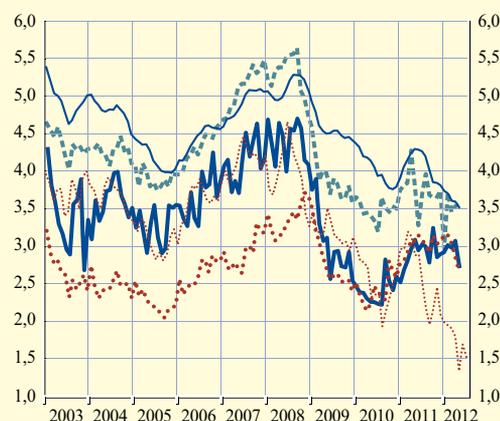
Fonte: BCE.

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).

andamento potrebbe riflettere ancora la trasmissione delle variazioni dei tassi di mercato a quelli sui prestiti bancari dopo la riduzione dei tassi d'interesse di riferimento della BCE nel novembre e dicembre 2011, nonché il miglioramento delle posizioni di liquidità delle banche, alla luce delle due ORLT a tre anni condotte nel dicembre 2011 e nel febbraio 2012, e l'ampliamento della politica dell'Eurosistema in materia di garanzie.

Quanto alle scadenze più lunghe, i tassi sui prestiti di importo elevato alle società non finanziarie sono rimasti invariati in maggio, mentre sono diminuiti quelli sui prestiti di modesta entità e quelli sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. Più specificamente, i tassi sui prestiti di importo elevato alle imprese con un periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni si sono situati al 3,6 per cento in maggio, invariati da aprile e lievemente al di sotto del livello massimo raggiunto nel febbraio 2012. Allo stesso tempo, i tassi sui prestiti di modesta entità erogati dalle IFM sono diminuiti di 12 punti base, al 4,1 per cento. Anche i tassi sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con un periodo di determinazione iniziale del tasso compreso tra cinque e dieci anni hanno registrato un calo di circa 7 punti base (cfr figura 19).

Fino ad aprile 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 nell'ambito dei flussi a favore

di investimenti sicuri. In maggio il differenziale tra i tassi a lungo termine sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (con scadenza superiore a dieci anni) e i rendimenti dei titoli di Stato a sette anni con *rating* AAA è rimasto sostanzialmente invariato a 249 punti base. Per le società non finanziarie, il differenziale corrispondente per i prestiti di importo elevato è aumentato di circa 7 punti base, portandosi a 191 punti base.

In una prospettiva di più lungo periodo, i tassi sui prestiti a lungo termine alle famiglie e quelli sui prestiti a lungo termine di importo elevato alle imprese hanno mostrato in genere una trasmissione in qualche misura incompleta e lenta. Le regolarità nelle relazioni storiche tra i tassi sui prestiti a lungo termine e i rendimenti dei titoli di Stato con *rating* AAA corrispondenti potrebbero aver subito una distorsione dovuta alle recenti tensioni connesse con la crisi del debito sovrano e alla vulnerabilità delle banche nell'area dell'euro. I differenziali tra questi tassi e i corrispondenti rendimenti sono perciò aumentati sensibilmente dall'inizio del 2012.

## 2.6 MERCATI AZIONARI

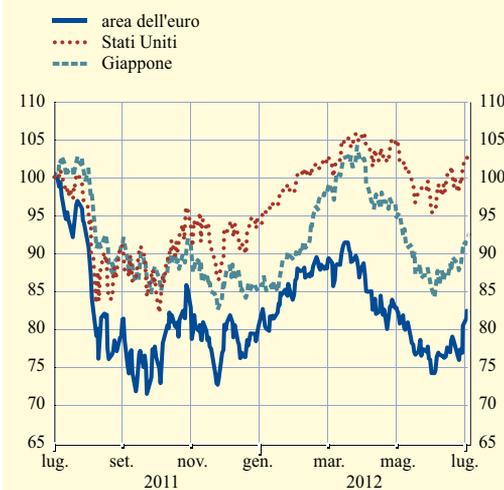
*Tra la fine di maggio e gli inizi di luglio i corsi azionari sono aumentati di circa l'8 per cento nell'area dell'euro e di circa il 5 per cento negli Stati Uniti. Il rialzo delle quotazioni azionarie nelle due principali aree economiche si è verificato alla luce delle prospettive di misure di politica economica volte a rafforzare la stabilità finanziaria nell'area dell'euro, nonché del protrarsi dell'orientamento accomodante di politica monetaria negli Stati Uniti. D'altro canto, la pubblicazione di dati che indicano un certo deterioramento delle prospettive economiche di breve periodo ha continuato a pesare sui corsi azionari. I prezzi delle azioni finanziarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti hanno registrato aumenti più marcati rispetto agli indici ampi. L'incertezza circa l'andamento dei corsi azionari, misurata dalla volatilità implicita, è diminuita in entrambe le aree economiche.*

Tra la fine di maggio e il 4 luglio i corsi azionari nell'area dell'euro, misurati dall'indice ampio Dow Jones Euro Stoxx, sono aumentati di circa l'8 per cento, mentre quelli negli Stati Uniti, misurati dall'indice Standard & Poor's 500, sono saliti di circa il 5 per cento (cfr. figura 20). Nello stesso periodo anche le quotazioni azionarie in Giappone, misurate dall'indice Nikkei 225, hanno evidenziato un incremento, pari a circa il 7 per cento.

Le dinamiche degli indici azionari nelle due principali aree economiche sono state relativamente uniformi in giugno e agli inizi di luglio. I mercati azionari non hanno evidenziato una chiara direzionalità per gran parte di giugno, segnando un rialzo solo dopo il risultato della riunione del Consiglio europeo. I mercati azionari sono stati sostenuti positivamente dal risultato delle elezioni in Grecia, dai segnali di stabilizzazione del mercato immobiliare statunitense e dalle prospettive di misure di politica

Figura 20 Indici dei corsi azionari

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



Fonte: Thomson Reuters.

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

economica volte a rafforzare la stabilità finanziaria nell'area dell'euro. I mercati azionari hanno tratto beneficio anche dall'estensione della "Operation Twist" negli Stati Uniti e dai colloqui sulle misure per la crescita tra i capi di Stato o di governo dell'UE. Dal lato negativo, i dati sull'occupazione inferiori alle attese e le revisioni al ribasso della crescita negli Stati Uniti, oltre ai timori sulla stabilità finanziaria in alcuni paesi dell'area dell'euro, hanno pesato sui corsi azionari in giugno. Verso la fine del mese il risultato della riunione del Consiglio europeo è stato accolto positivamente dagli operatori di mercato, contribuendo al rialzo delle quotazioni azionarie sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti.

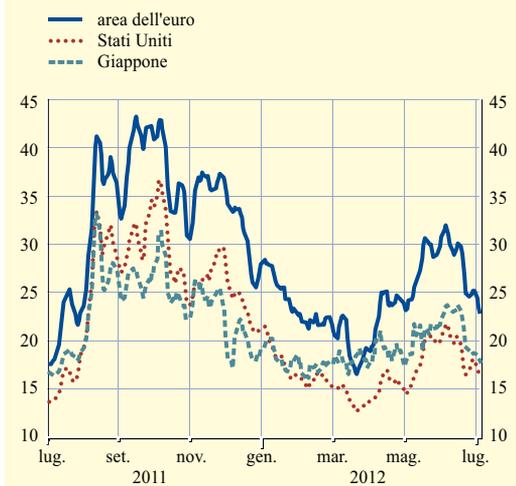
I rialzi delle quotazioni azionarie nel periodo di riferimento sono stati generalizzati nell'area dell'euro, con aumenti in tutti i principali paesi. Nel complesso dell'area il sottoindice finanziario del mercato azionario ha mostrato la tendenza a determinare le variazioni dell'indice ampio, aumentando di circa il 12 per cento nel periodo. Anche negli Stati Uniti gli aumenti sono stati determinati dal sottoindice finanziario, che ha

evidenziato un incremento del 6 per cento, a fronte di un rialzo del 4 per cento registrato dal sottoindice non finanziario. Le decisioni delle agenzie di *rating* sul declassamento di più livelli della Spagna, nonché di varie banche spagnole e istituzioni finanziarie mondiali, hanno avuto un impatto negativo ma limitato sui mercati azionari e sui sottoindici finanziari.

L'incertezza dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita, è rimasta stabile nell'area dell'euro fino a metà giugno, ma in seguito è diminuita, portandosi al 23 per cento il 4 luglio. La volatilità implicita è scesa anche negli Stati Uniti, sebbene in misura minore, al 16 per cento, e si mantiene inferiore a quella nell'area dell'euro. In entrambe le aree economiche gli attuali livelli di incertezza dei mercati azionari sono prossimi a quelli osservati agli inizi del 2012 (cfr. figura 21).

**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.

## 3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, in giugno l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è collocata al 2,4 per cento, invariata rispetto al mese precedente. Sulla base degli attuali prezzi dei contratti future sul petrolio, i tassi di inflazione dovrebbero diminuire ulteriormente nel corso del 2012 e riportarsi al di sotto del 2 per cento nel 2013. Nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria, a fronte di una crescita moderata nell'area dell'euro e di aspettative di inflazione saldamente ancorate, le pressioni di fondo sui prezzi dovrebbero rimanere contenute. I rischi per le prospettive a medio termine sull'evoluzione dei prezzi restano sostanzialmente bilanciati.

### 3.1 I PREZZI AL CONSUMO

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC si è collocata in giugno al 2,4 per cento, invariata rispetto a maggio (cfr. tavola 5). Nelle ultime settimane le quotazioni petrolifere sono diminuite marcatamente. Il minore incremento dell'inflazione della componente energetica potrebbe essere stato in parte compensato dal più forte incremento dell'inflazione degli alimentari non trasformati osservato in alcuni paesi dell'area dell'euro.

In maggio, l'ultimo mese per cui è disponibile una scomposizione ufficiale, l'inflazione misurata sullo IAPC è diminuita al 2,4 per cento, dal 2,6 di aprile. Questa flessione ha riflesso i più contenuti tassi di incremento della componente energetica e, in misura minore, di quella alimentare, solo in parte compensati da un lieve aumento dell'inflazione nei servizi. L'inflazione dei beni industriali non energetici è rimasta invariata.

Analizzando più in dettaglio le principali componenti dello IAPC, l'inflazione dei beni energetici è scesa dall'8,1 al 7,3 per cento tra aprile e maggio, per effetto di un ribasso dei prezzi dell'energia su base mensile (-1,4 per cento) che ha più che compensato un effetto base al rialzo (cfr. figura 22). In particolare, il tasso di variazione sui dodici mesi del prezzo dei carburanti per il trasporto di persone è fortemente diminuito in maggio, mentre quelli dell'elettricità e del gas sono aumentati marginalmente.

**Tavola 5 Andamenti dei prezzi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

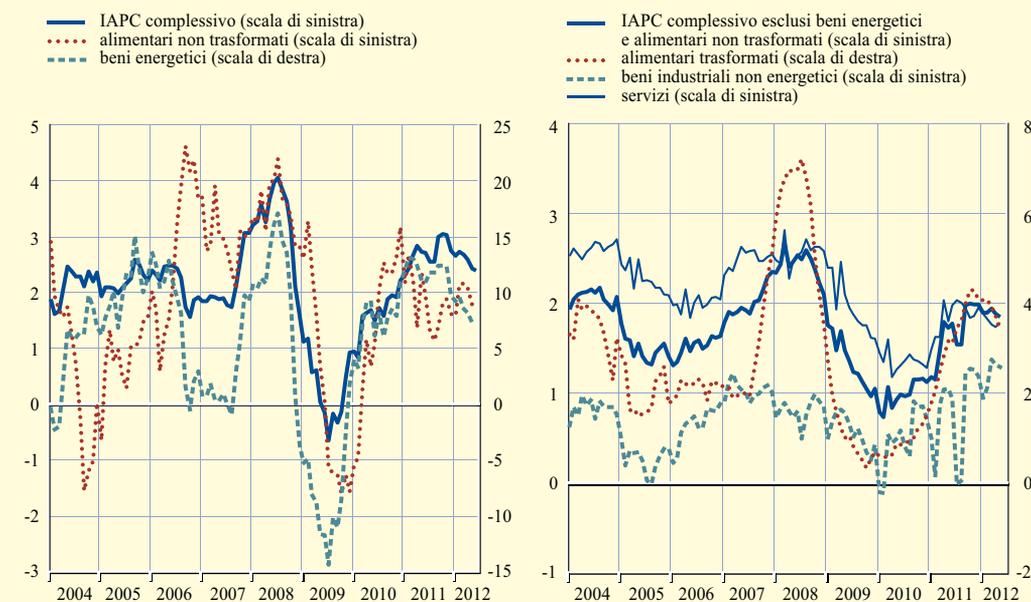
	2010	2011	2012 gen.	2012 feb.	2012 mar.	2012 apr.	2012 mag.	2012 giu.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>								
Indice complessivo <sup>1)</sup>	1,6	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6	2,4	2,4
Beni energetici	7,4	11,9	9,2	9,5	8,5	8,1	7,3	.
Alimentari non trasformati	1,3	1,8	1,6	2,2	2,2	2,1	1,8	.
Alimentari trasformati	0,9	3,3	4,1	4,1	3,9	3,7	3,4	.
Beni industriali non energetici	0,5	0,8	0,9	1,0	1,4	1,3	1,3	.
Servizi	1,4	1,8	1,9	1,8	1,8	1,7	1,8	.
<b>Altri indicatori di prezzi</b>								
Prezzi alla produzione nell'industria	2,9	5,9	3,9	3,7	3,5	2,6	2,3	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	60,7	79,7	86,2	89,7	94,2	91,4	86,0	76,4
Prezzi delle materie prime non energetiche	44,6	12,2	-4,6	-7,5	-5,2	-3,8	-0,2	0,9

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

1) Il dato sullo IAPC di giugno 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.

L'inflazione degli alimentari freschi è diminuita in maggio all'1,8 per cento, dal 2,1 di aprile, riflettendo i minori tassi di incremento di tutte le componenti. Anche l'inflazione degli alimentari trasformati si è ridotta ulteriormente al 3,4 per cento da tassi lievemente superiori al 4 per cento agli inizi dell'anno, a causa di un effetto base al ribasso. Il calo dell'inflazione degli alimentari trasformati ha rispecchiato, in particolare, minori incrementi sui dodici mesi dei prezzi di pane e cereali, nonché di latte, formaggio e uova, mentre il tabacco è rincarato allo stesso tasso di aprile.

Al netto delle componenti alimentare ed energetica, che costituiscono circa il 30 per cento del paniere dello IAPC, l'inflazione sui dodici mesi è rimasta invariata in maggio all'1,6 per cento per il terzo mese consecutivo. 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.

In maggio il tasso di variazione sui dodici mesi dei beni industriali non energetici è rimasto invariato all'1,3 per cento, mentre l'inflazione dei servizi è aumentata marginalmente, all'1,8 per cento dall'1,7 di aprile. Tale incremento è riconducibile a più elevati tassi di crescita dei prezzi dei servizi di trasporto e ricreativi, che hanno più che compensato il rallentamento osservato nei servizi di comunicazione e vari.

### 3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

In maggio l'inflazione alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è scesa al 2,3 per cento, dal 2,6 di aprile (cfr. figura 23). Il calo del tasso di incremento sui dodici mesi dell'indice complessivo ha interessato tutte le principali componenti, in particolare i prodotti energetici, gli

alimentari e i beni di consumo non alimentari. Nello stesso periodo, l'inflazione alla produzione, al netto delle costruzioni e dell'energia, è scesa dall'1,6 all'1,3 per cento.

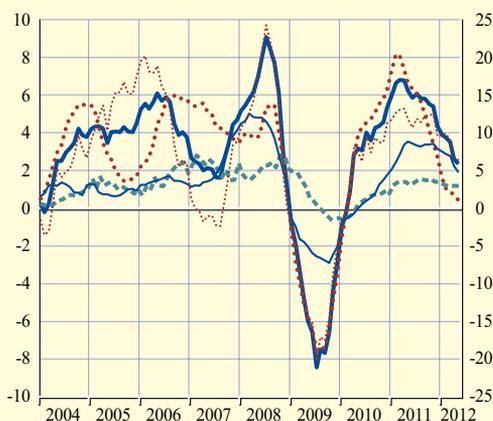
Agli stadi successivi della filiera produttiva la componente dei beni di consumo alimentari nell'inflazione alla produzione dell'area dell'euro ha continuato la graduale flessione osservata dalla seconda metà del 2011, diminuendo ulteriormente dal 3,2 per cento in aprile al 2,6 in maggio. È prevista un'ulteriore moderazione nel breve periodo a causa della risposta ritardata al calo in atto del tasso di incremento sui dodici mesi dei prezzi delle materie prime alimentari nell'UE. L'andamento potrebbe essere in parte compensato dai prezzi all'importazione delle materie prime alimentari e degli alimentari trasformati, che hanno iniziato ad aumentare nei mesi recenti. Il tasso di variazione dei beni di consumo non alimentari è sceso in maggio dallo 0,9 allo 0,7 per cento, continuando la flessione dai livelli storicamente elevati raggiunti a fine 2011. Questo calo, insieme a quello dell'inflazione all'importazione, segnala un allentamento delle pressioni all'origine sulla componente dei beni industriali non energetici dello IAPC.

In giugno gli indicatori di prezzo delle indagini per il settore industriale, che anticipano gli andamenti dell'indice dei prezzi alla produzione, sono ulteriormente diminuiti (cfr. figura 24). I dati dell'indagine della Commissione europea sulle aspettative per i prezzi di vendita hanno segnato un sensibile calo, per effetto delle significative revisioni al ribasso nel settore dei beni intermedi. Per quanto riguarda l'indice dei responsabili degli acquisti, l'indice dei prezzi dell'*output* nel settore manifatturiero è sceso in giugno al di sotto del valore soglia di 50, per la prima volta dal marzo 2010. L'indice dei prezzi degli *input* per il settore manifatturiero è bruscamente diminuito da 52,3 in maggio a 45,3 in giugno, riflettendo la flessione dei prezzi delle materie prime. Nello stesso periodo l'indice dei prezzi degli *input* nel settore dei servizi è rimasto a 54,3, mentre quello dei prezzi dell'*output* ha continuato la tendenza calante. Questi due indici si collocano attualmente su livelli decisamente inferiori alla media di lungo periodo, indicando pressioni al ribasso sui prezzi.

**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)

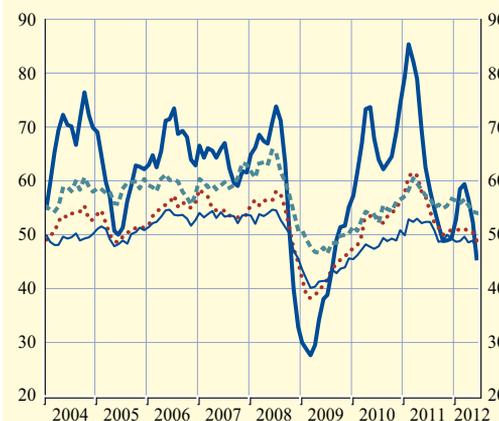


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura 24** Indagini sui prezzi alla produzione degli *input* e degli *output*

(indici di diffusione; dati mensili)

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



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

**Tavola 6 Indicatori del costo del lavoro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2010	2011	2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 4° trim.	2012 1° trim.
Retribuzioni contrattuali	1,7	2,0	2,0	1,9	2,1	2,0	2,0
Costo orario complessivo del lavoro	1,5	2,8	2,5	3,3	2,6	2,8	2,0
Redditi per occupato	1,7	2,2	2,1	2,2	2,3	2,2	1,9
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	2,5	1,3	2,2	1,3	1,2	0,9	0,4
Costo del lavoro per unità di prodotto	-0,8	0,8	-0,2	0,9	1,2	1,4	1,5

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

### 3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Gli indicatori del costo del lavoro diffusi di recente hanno mostrato alcuni segnali di moderazione delle pressioni salariali nel primo trimestre del 2012 (cfr. tavola 6 e figura 25), probabilmente per effetto della moderata attività economica e della perdurante debolezza del mercato del lavoro.

In aprile le informazioni preliminari sulle retribuzioni contrattuali confermano il quadro di un allentamento delle pressioni salariali nell'area dell'euro. Il costo orario del lavoro è sceso al 2,0 per cento nel primo trimestre del 2012, dal 2,8 del periodo precedente. Il calo è stato generalizzato a diversi settori (cfr. figura 26). I costi non salariali sono aumentati allo stesso ritmo della componente salariale dei costi orari del lavoro nell'area dell'euro.

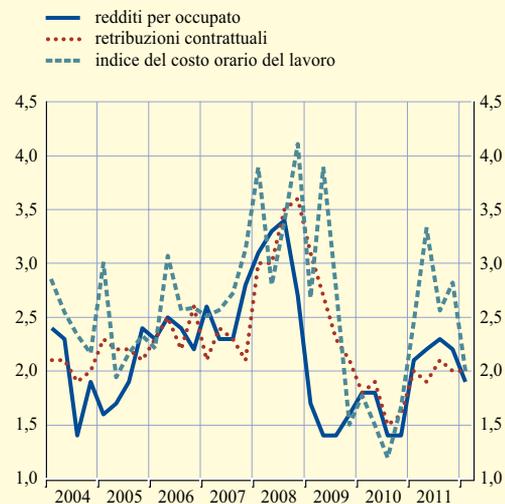
Altri indicatori salariali, come i redditi per occupato, sono aumentati del 1,9 per cento nel primo trimestre di quest'anno, in misura lievemente inferiore rispetto al trimestre precedente. Nonostante questa flessione, il costo del lavoro per unità di prodotto ha subito un forte incremento sul periodo corrispondente all'1,5 per cento nei primi tre mesi del 2012, contro l'1,4 del quarto trimestre del 2011, poiché la produttività del lavoro ha registrato un rallentamento più marcato rispetto ai redditi per occupato. In prospettiva, nel contesto di deboli condizioni del mercato del lavoro, le pressioni salariali nel complesso dovrebbero rimanere contenute.

### 3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, in giugno l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è collocata al 2,4 per cento nell'area dell'euro, invariata rispetto al mese precedente. Sulla base degli attuali prezzi dei contratti *future* sul petrolio, i tassi di inflazione dovrebbero diminuire ulteriormente nel corso del 2012 e riportarsi al di sotto del 2 per cento nel

**Figura 25 Indicatori del costo del lavoro**

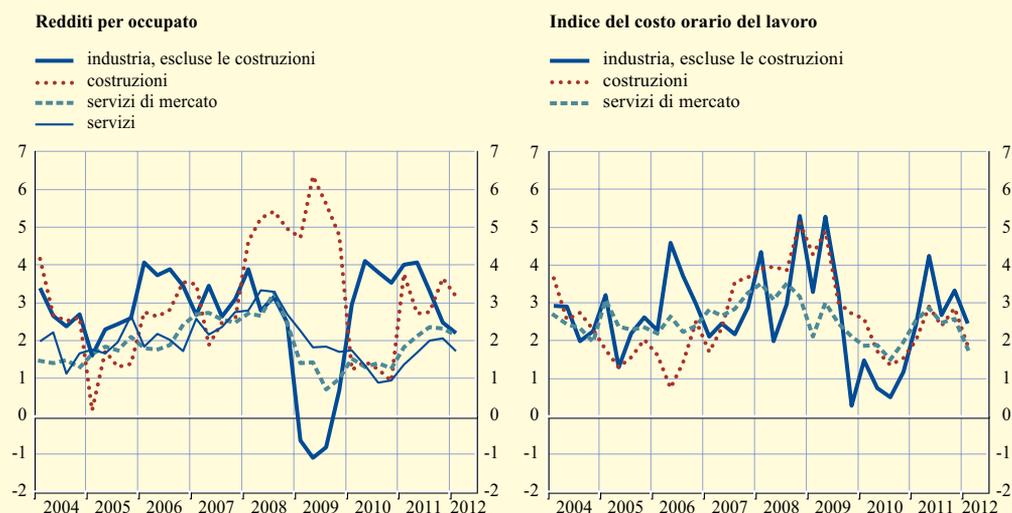
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

2013. Nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria, a fronte di una crescita moderata 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 a medio termine sull'evoluzione dei prezzi continuano a essere sostanzialmente bilanciati. Quelli al ribasso sono connessi all'impatto di una crescita più debole delle attese nell'area dell'euro, mentre quelli al rialzo riguardano un ulteriore inasprimento dell'imposizione indiretta, dovuto alla necessità di risanare i conti pubblici, nonché prezzi dei beni energetici superiori alle attese nel medio termine.

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

*Su base trimestrale il PIL dell'area dell'euro in termini reali è rimasto invariato nel primo trimestre del 2012, dopo essere diminuito dello 0,3 per cento nel trimestre precedente. Gli indicatori disponibili per il secondo trimestre segnalano un rinnovato indebolimento della crescita economica e una maggior incertezza. Su un orizzonte temporale più lungo, l'economia dell'area dell'euro dovrebbe riprendersi gradatamente, sebbene con una dinamica di fondo del prodotto frenata da vari fattori, in particolare le tensioni in alcuni mercati del debito sovrano dell'area dell'euro e il loro impatto sulle condizioni di credito, il processo di aggiustamento dei bilanci del settore finanziario e di quello non finanziario, e infine l'elevata disoccupazione. I rischi per le prospettive economiche dell'area dell'euro continuano a essere al ribasso.*

### 4.1 LE COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

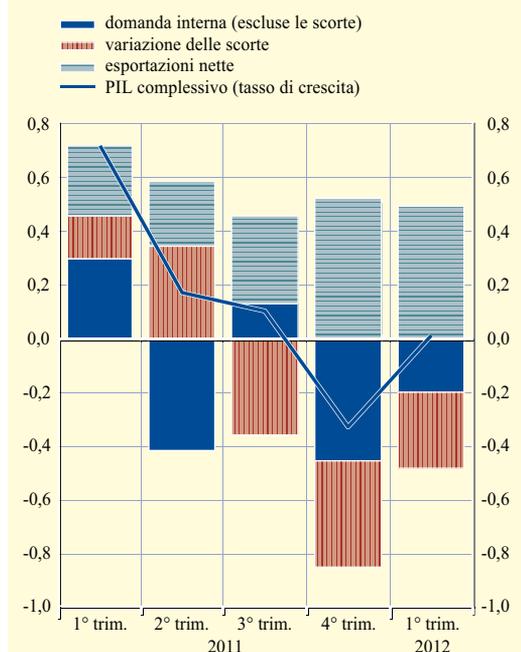
Nel primo trimestre del 2012 il PIL dell'area dell'euro in termini reali ha registrato una crescita congiunturale piatta, dopo essere diminuito dello 0,3 per cento nel trimestre precedente (cfr. figura 27). L'andamento più recente riflette di nuovo il contributo positivo fornito dall'interscambio netto, mentre la domanda interna e la variazione delle scorte hanno concorso negativamente alla crescita del PIL. Il prodotto è rimasto di oltre il 2 per cento inferiore al picco ciclico toccato prima della recessione nel primo trimestre del 2008. Al riguardo, il riquadro 1 nella Sezione 1 esamina la ripresa in atto in alcune economie avanzate, collocandola in una prospettiva storica.

Nel primo trimestre del 2012 i consumi privati sono rimasti invariati rispetto al quarto trimestre del 2011, dopo essersi contratti dello 0,5 per cento nel periodo precedente. È presumibile che il risultato del primo trimestre sia attribuibile al contributo negativo degli acquisti di automobili, controbilanciato dalla crescita positiva dei consumi di servizi e, in misura minore, di beni di consumo al dettaglio.

Per quanto riguarda il secondo trimestre, le informazioni disponibili segnalano il permanere di dinamiche moderate della spesa per consumi. Sebbene le vendite al dettaglio siano aumentate dello 0,6 per cento in maggio, nei primi due mesi del secondo trimestre si situavano tuttavia al di sotto del livello del primo trimestre dell'anno. Sempre in maggio le immatricolazioni di nuove autovetture nell'area dell'euro sono cresciute dell'1,0 per cento in termini congiunturali, annullando solo in parte il calo del 4,5 per cento segnato nel mese precedente. Nei primi due mesi del secondo trimestre le immatricolazioni si sono collocate su un livello di quasi l'1,0 per cento inferiore alla media del primo trimestre. Si tratta nondimeno di un'attenuazione della caduta rispetto ai primi tre mesi dell'anno, quando le immatricolazioni erano calate del 6,7 per cento sul periodo precedente.

**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.

I dati ricavati dalle indagini qualitative sul commercio al dettaglio per il secondo trimestre indicano una perdurante debolezza dei consumi di beni (cfr. figura 28). L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per tale settore è sceso da 46,7 nel primo trimestre a 44,3 nel secondo, segnalando un'ulteriore flessione delle vendite. Inoltre, in base all'indagine della Commissione europea, l'indice della fiducia dei consumatori è leggermente calato fra maggio e giugno. Il suo livello medio per il secondo trimestre era tuttavia analogo a quello del trimestre precedente. Tale indice, che pare essersi sostanzialmente stabilizzato dopo il netto calo nella seconda metà del 2011, rimane al di sotto della sua media di lungo periodo, segnalando pertanto una mancanza di dinamismo della spesa per consumi. L'indicatore degli acquisti di importo rilevante, rimasto stabile fra il primo e il secondo trimestre, si situa tuttora su un livello storicamente basso: i consumatori sembrano pertanto ancora cauti nelle decisioni di spesa in beni durevoli.

Nel primo trimestre del 2012 gli investimenti fissi lordi sono nettamente diminuiti, dell'1,4 per cento rispetto al periodo precedente, registrando il quarto periodo consecutivo di contrazione. La scomposizione disponibile per il primo trimestre evidenzia un calo trimestrale dell'1,6 e dell'1,1 per cento rispettivamente degli investimenti al netto delle costruzioni e di quelli in costruzioni.

La produzione industriale di beni di investimento (un indicatore degli investimenti futuri al netto delle costruzioni) si è contratta in aprile del 2,9 per cento in termini congiunturali. Nel primo trimestre del 2012 essa è risultata invariata rispetto al trimestre precedente e, in aprile, si è collocata su un livello inferiore di quasi il 2 per cento rispetto alla media del primo trimestre. Inoltre, i risultati delle indagini per il settore industriale al netto delle costruzioni (sia l'indice PMI sia l'indicatore della Commissione europea sulla fiducia delle imprese) segnalano una flessione dell'attività di investimento nel secondo trimestre. L'indicatore della fiducia delle imprese si è mantenuto inferiore alla sua media storica, mentre il PMI per il settore manifatturiero è rimasto per tutto il secondo trimestre al di sotto della soglia teorica tra espansione e contrazione fissata a 50.

In aprile la produzione nelle costruzioni si è ridotta del 2,6 per cento rispetto al mese precedente, dopo essere aumentata dell'11,4 per cento in marzo. Al contempo, nel secondo trimestre del 2012 l'indicatore della fiducia relativo al settore delle costruzioni pubblicato dalla Commissione europea ha continuato a collocarsi al di sotto della sua media storica. L'indice PMI per il settore delle costruzioni nell'area dell'euro si è situato ben al di sotto di 50 in aprile e maggio, anticipando il prolungamento della fase di debolezza (cfr. il riquadro 2 dal titolo "Andamenti recenti nel settore delle costruzioni dell'area dell'euro" per un'analisi più dettagliata).

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



Dopo la contrazione registrata nell'ultimo trimestre del 2011, i flussi commerciali dell'area dell'euro si sono stabilizzati nel primo trimestre di quest'anno. Le esportazioni sono aumentate dell'1,0 per cento sul trimestre precedente, principalmente per effetto di un rafforzamento della domanda estera mentre le importazioni hanno segnato un leggero calo (dello 0,2 per cento). Le informazioni rese disponibili successivamente fanno ritenere che nel secondo trimestre le importazioni siano rimaste deboli e le esportazioni abbiano perso slancio. In aprile sia le importazioni sia le esportazioni di beni sono calate su base mensile. Sullo sfondo della diffusa incertezza sul vigore della ripresa mondiale, i risultati delle indagini relative alle esportazioni dell'area dell'euro sono anch'essi peggiorati di recente, mettendo fine alla serie di informazioni positive sull'interscambio registrate a cavallo fra il 2011 e il 2012. Nel secondo trimestre di quest'anno il livello medio del PMI relativo ai nuovi ordinativi dall'estero si collocava ben al di sotto della media del trimestre precedente e della soglia teorica tra espansione e contrazione fissata a 50. Nel più lungo termine, ci si attende che la crescita della domanda estera e delle esportazioni dell'area dell'euro torni a recuperare terreno nella seconda metà del 2012, grazie a un rafforzamento graduale, per quanto modesto, dell'attività economica internazionale. Coerentemente con le attese per l'attività economica nell'area dell'euro, le prospettive di breve periodo per le importazioni restano piuttosto modeste.

#### 4.2 PRODOTTO PER SETTORE

Nel primo trimestre del 2012 il valore aggiunto in termini reali è diminuito dello 0,1 per cento rispetto al periodo precedente, in ragione della caduta dell'attività nel settore delle costruzioni, che ha registrato una netta contrazione dello 0,9 per cento. Per contro, il valore aggiunto è rimasto invariato sia nel settore industriale (al netto delle costruzioni) sia in quello dei servizi.

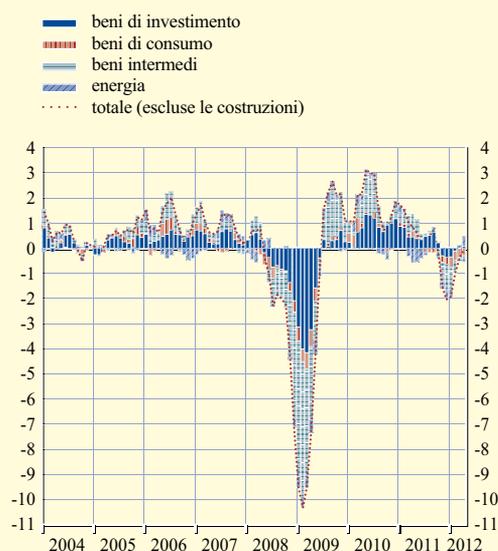
Per quanto concerne gli andamenti registrati nel secondo trimestre del 2012, in aprile la produzione industriale (al netto delle costruzioni) è calata dell'1,1 per cento sul mese precedente, dopo essersi già ridotta dello 0,1 per cento in marzo. In aprile essa si è collocata a un livello inferiore dello 0,9 per cento rispetto a quello medio del primo trimestre, segnando un ulteriore peggioramento rispetto alla flessione trimestrale dello 0,4 per cento registrata nel primo trimestre dell'anno (cfr. figura 29). Gli indicatori tratti dalle inchieste congiunturali evidenziano un indebolimento dell'attività industriale nel secondo trimestre (cfr. figura 30). Ad esempio, il PMI relativo alla produzione manifatturiera è diminuito da 49,8 a 45,2 fra il primo e il secondo trimestre, raggiungendo così un livello nettamente inferiore alla soglia di 50 che individua convenzionalmente l'espansione.

I dati più recenti confermano la protratta debolezza dell'attività nel settore delle costruzioni (cfr. il riquadro 2 per un'analisi dettagliata). In aprile la produzione del settore è calata del 2,6 per cento in termini congiunturali, dopo aver evidenziato nei due mesi precedenti ampie oscillazioni riconducibili alle condizioni meteorologiche negative in alcune aree dell'Europa. Malgrado i dati mensili negativi, la produzione nel settore delle costruzioni in aprile risultava cresciuta rispetto alla media del trimestre precedente. Le dinamiche della sua espansione di fondo, tuttavia, restano deboli: gli indicatori tratti dalle indagini segnalano infatti un'ulteriore contrazione nel settore.

Nonostante un leggero miglioramento in giugno, l'indice PMI dell'attività nel settore dei servizi è diminuito fra il primo e il secondo trimestre del 2012. Esso continua a collocarsi su livelli inferiori a 50, in linea con una crescita negativa del prodotto nel comparto nel secondo trimestre dell'anno. Altre indagini presso le imprese, come quelle condotte dalla Commissione europea, confermano sostanzialmente i risultati del PMI.

**Figura 29 Crescita della produzione industriale e contributi**

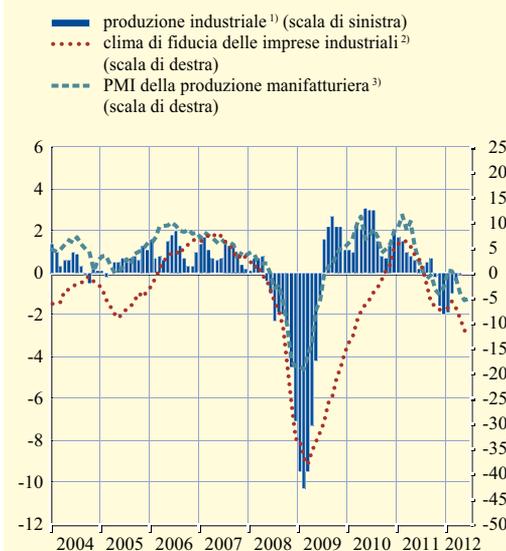
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)



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

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

(dati mensili; destagionalizzati)



Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, Markit ed elaborazioni della BCE.  
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 2**

**EVOLUZIONE RECENTE DEL SETTORE DELLE COSTRUZIONI NELL'AREA DELL'EURO**

Nell'area dell'euro l'attività nel settore delle costruzioni ha registrato una rapida espansione nel periodo che ha preceduto la crisi economica e finanziaria (cfr. figura A). Nonostante la ripresa della crescita economica alla fine del 2009, la brusca contrazione in questo comparto si è protratta e, agli inizi del 2012, non erano ancora emersi chiari segnali di stabilizzazione. Secondo i dati di contabilità nazionale, all'inizio del 2012 nell'area dell'euro l'attività e l'occupazione in questo settore erano inferiori rispettivamente del 15 e 20 per cento in confronto ai valori massimi precedenti. Il presente riquadro passa in rassegna i recenti andamenti nel settore delle costruzioni dell'area dell'euro e nei cinque maggiori paesi che ne fanno parte, nonché le prospettive per i prossimi trimestri.

La dinamica della media dell'area dell'euro dissimula andamenti divergenti tra i paesi più grandi. Durante il periodo 2004-2007 i maggiori contributi positivi all'attività nel settore in esame sono provenuti da Francia, Italia, Paesi Bassi e, soprattutto, Spagna, che hanno più che compensato la contrazione in Germania. Dal 2008 la dinamica dell'attività nel settore delle costruzioni ha subito un'inversione (cfr. figura B). L'attività si è moderata in Spagna, Italia, Paesi Bassi e, in misura minore, in Francia, mentre è stata sostanzialmente stabile in Germania, con alcuni segnali positivi più di recente. Benché agli inizi del 2011 si siano osservati segnali di stabilizzazione in

**Figura A Valore aggiunto e occupazione relativi al settore delle costruzioni nell'area dell'euro**

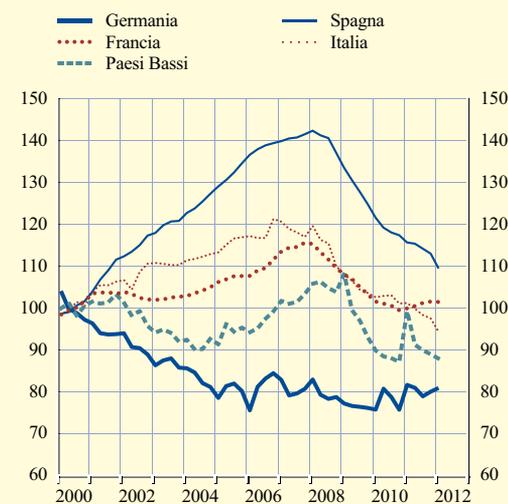
(indice: 2000 = 100; dati trimestrali, destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative; valori concatenati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura B Valore aggiunto del settore delle costruzioni in alcuni paesi dell'area dell'euro**

(indice: 2000 = 100; dati trimestrali, destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative; valori concatenati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i dati relativi ai Paesi Bassi sono soltanto destagionalizzati.

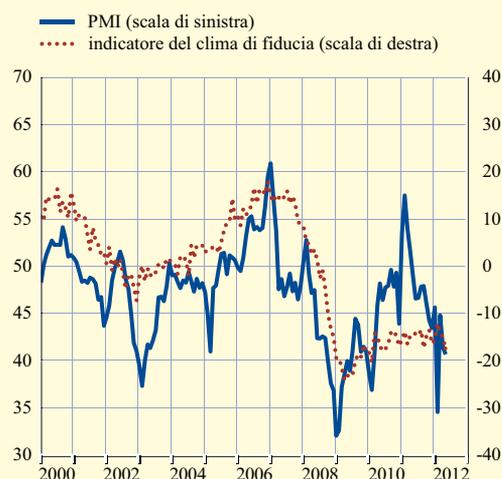
alcuni paesi, l'acuirsi della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro ha provocato una rinnovata debolezza nella seconda metà dell'anno.

I deboli andamenti nell'attività complessiva delle costruzioni si sono altresì rispecchiati negli indicatori ricavati dalle indagini. Ad esempio, nel maggio 2012 per il tredicesimo mese consecutivo l'indice dei responsabili degli acquisti (*Purchasing Managers' Index*, PMI) per il settore delle costruzioni nell'area dell'euro è stato inferiore al valore soglia di 50 (circostanza normalmente associata a una contrazione dell'attività), mettendo in evidenza la debolezza dell'attività in tale comparto (cfr. figura C). I bassi valori del PMI relativo alle costruzioni vanno tuttavia interpretati con cautela, poiché questo settore ha registrato una moderata espansione tra il 2001 e il 2005 mentre per la maggior parte di tale periodo il relativo PMI è stato inferiore a 50. Peraltro, nel maggio 2012 l'indicatore del clima di fiducia nel settore delle costruzioni per l'area dell'euro elaborato dalla Commissione europea si è collocato ancora su un livello decisamente inferiore alla media di lungo periodo, nonostante una moderata ripresa dal 2009. Anche gli indicatori anticipatori dell'attività nel settore delle costruzioni sono rimasti deboli. Dagli inizi del 2009 il numero di permessi per costruire rilasciati nell'area dell'euro e, secondo la Commissione europea, le valutazioni dei portafogli ordini da parte delle imprese di costruzione hanno registrato un lento aumento, sia pure da livelli modesti (cfr. figura D).

Il clima nel settore delle costruzioni dell'area dell'euro nel suo complesso riflette le deboli condizioni di fiducia che si osservano nei cinque maggiori paesi dell'area dell'euro, ad eccezione della Germania dove sono più positive. In tale paese, gli indicatori congiunturali dell'attività in esame sono ancora favorevoli, sulla scorta di una vivace domanda di investimenti nell'edilizia in parte riconducibile all'incertezza che caratterizza le prospettive di rendimento delle attività finanziarie. In Spagna, la domanda interna rimane debole. Nei mesi recenti si è osservata tuttavia

**Figura C PMI e indicatore del clima di fiducia per il settore delle costruzioni nell'area dell'euro**

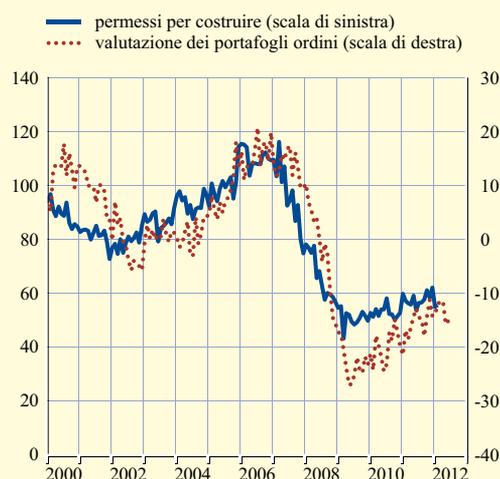
(dati mensili destagionalizzati)



Fonti: Commissione europea e Markit.  
Nota: l'indicatore di fiducia è stato normalizzato attorno alla media della serie dal 1999.

**Figura D Permessi per costruire rilasciati e valutazione dei portafogli ordini da parte delle imprese di costruzioni nell'area dell'euro**

(dati mensili destagionalizzati)



Fonti: Commissione europea ed Eurostat.  
Note: per le concessioni edilizie l'anno di base dell'indice è il 2005. La valutazione dei portafogli ordini è stata normalizzata attorno alla media della serie a partire dal 1999.

una certa stabilizzazione degli indicatori congiunturali dell'attività nel settore delle costruzioni, sebbene su livelli bassi. Nei Paesi Bassi, unitamente a una correzione dei prezzi delle abitazioni, si è avuto un rapido deterioramento degli indicatori desunti dalle indagini per il settore delle costruzioni, con una flessione su valori registrati in precedenza solo al culmine della crisi, mentre in Francia e Italia il clima di fiducia sembra essersi stabilizzato su un livello in qualche misura inferiore alla media della serie.

In prospettiva, è probabile che l'attività nel settore delle costruzioni rimanga moderata, come suggeriscono gli indicatori congiunturali. In Francia e Italia, sull'attività del settore potrebbero pesare anche i provvedimenti tesi al risanamento dei conti pubblici, come l'aumento delle imposte sugli immobili e il graduale rientro delle misure fiscali a favore degli investimenti in immobili residenziali. Inoltre, l'attività nei paesi più colpiti dalla crisi del debito sovrano potrebbe essere frenata da costi di finanziamento più elevati e da correzioni nel settore finanziario, mentre in Germania l'attività sarà favorita dai bassi costi di finanziamento.

#### 4.3 MERCATO DEL LAVORO

Le condizioni nei mercati del lavoro dell'area dell'euro sono ulteriormente peggiorate. L'occupazione è diminuita, mentre il tasso di disoccupazione ha continuato ad aumentare. Le indagini non segnalano miglioramenti per il prossimo futuro.

Nel primo trimestre del 2012 l'occupazione è calata dello 0,2 per cento su base trimestrale, dopo aver segnato flessioni di entità comparabile nei due periodi precedenti. Al tempo stesso, le ore lavorate hanno segnato un lieve recupero, crescendo dello 0,1 per cento (cfr. tavola 7). A livello settoriale e su base trimestrale, gli ultimi dati sull'occupazione riflettono ancora una volta una netta

## 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 3° trim.	2011 4° trim.	2012 1° trim.	2010	2011	2011 3° trim.	2011 4° trim.	2012 1° trim.
Totale economia	-0,6	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	0,1	0,1	-0,5	0,1
<i>di cui:</i>										
Agricoltura e pesca	-1,2	-2,4	-0,5	-0,7	-0,3	-0,4	-1,6	-0,4	-0,4	-0,3
Industria	-3,4	-1,3	-0,5	-0,6	-0,5	-1,7	-0,9	0,0	-1,2	0,1
Escluse le costruzioni	-3,1	-0,1	0,1	-0,3	-0,2	-0,6	0,5	0,5	-0,6	0,5
Costruzioni	-3,8	-3,9	-1,6	-1,5	-1,3	-3,8	-3,7	-1,0	-2,5	-0,8
Servizi	0,4	0,7	-0,1	-0,1	-0,1	0,7	0,6	0,2	-0,2	0,1
Commercio e trasporti	-0,7	0,5	-0,1	-0,5	-0,2	-0,3	0,2	0,3	-0,8	-0,1
Information and communication	-1,2	1,4	-0,5	0,3	1,0	-0,6	1,1	0,2	-0,2	1,7
Finanziari e alle imprese	-1,0	-0,1	0,1	0,0	-0,2	-0,4	0,4	0,3	-0,4	0,2
Real Estate activities	-1,0	2,3	-0,8	2,0	-0,8	0,2	1,9	0,6	0,8	-1,8
Servizi Professionali	2,0	2,5	-0,3	0,3	-0,7	2,5	2,9	0,0	0,4	-0,5
Amministrazione pubblica	1,0	0,1	0,1	-0,1	0,0	1,2	0,1	0,1	0,1	0,6
Altri servizi <sup>1)</sup>	0,8	-0,2	0,0	0,1	0,6	0,6	-0,5	0,7	0,0	0,6

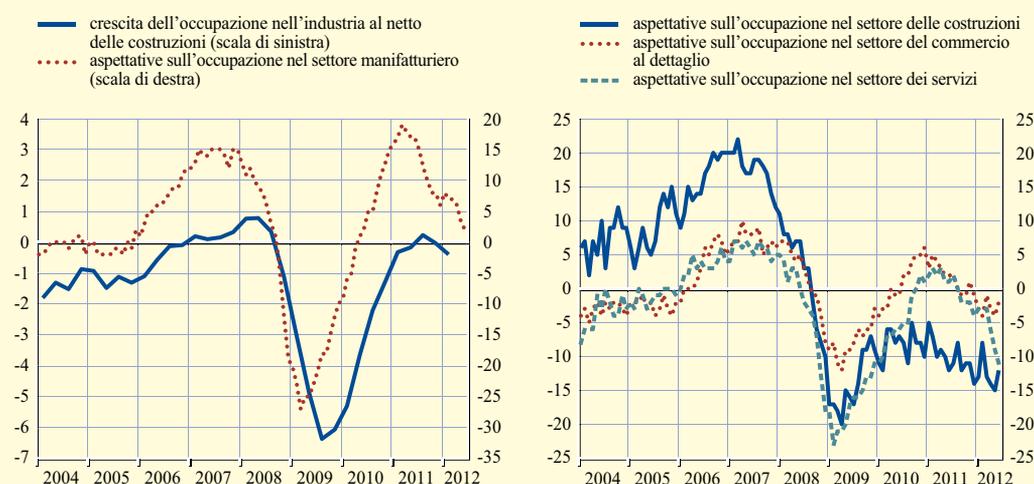
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

flessione nelle costruzioni (1,3 per cento). Il settore industriale (al netto delle costruzioni) e quello dei servizi evidenziavano invece cali meno pronunciati (0,2 e 0,1 per cento, rispettivamente). I risultati delle indagini più recenti prefigurano ulteriori cali dell'occupazione nel secondo trimestre dell'anno (cfr. figura 31).

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

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

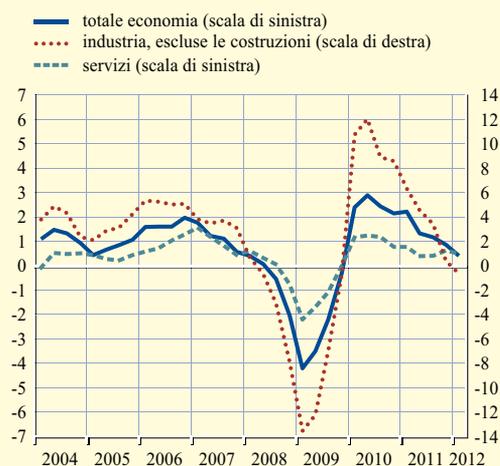


Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.

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

**Figura 32 Produttività del lavoro per occupato**

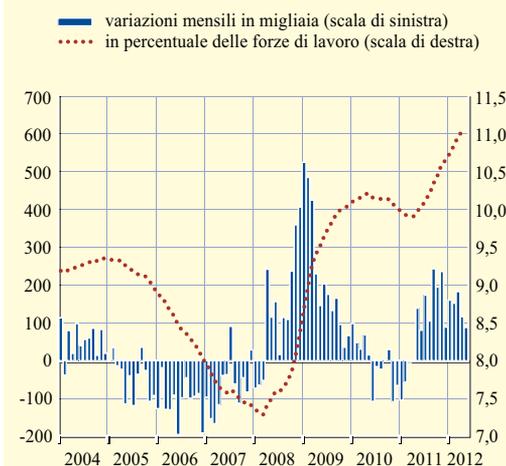
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura 33 Disoccupazione**

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Il tasso di crescita annuale della produttività per occupato ha continuato a ridursi, passando dallo 0,9 allo 0,4 per cento fra il quarto trimestre del 2011 e il primo trimestre del 2012 (cfr. figura 32). Il calo ha interessato tutti i settori, ma ha colpito soprattutto le costruzioni. Nello stesso periodo, anche la produttività per ora lavorata ha registrato una riduzione del tasso di crescita medio annuo pari a un decimo di punto percentuale, attestandosi allo 0,7 per cento. In prospettiva, i valori più recenti dell'indice di produttività desunto dall'indagine PMI segnalano un'ulteriore moderazione della crescita della produttività nel secondo trimestre del 2012.

Il tasso di disoccupazione è ulteriormente aumentato fra aprile e maggio di quest'anno, raggiungendo l'11,1 per cento, un livello superiore di 1,2 punti percentuali rispetto al picco di aprile 2011 (cfr. figura 33). I mercati del lavoro dell'area dell'euro hanno pagato un caro tributo alla crisi economica e finanziaria. Il riquadro 3 esamina gli andamenti recenti della relazione fra le variazioni nella disoccupazione e la crescita del prodotto nell'area dell'euro e nei singoli paesi.

**Riquadro 3**

**ANDAMENTI RECENTI DELLA RELAZIONE DI OKUN NELL'AREA DELL'EURO**

Dopo aver toccato il minimo dei venticinque anni precedenti al 7,3 per cento nel primo trimestre del 2008, il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro è aumentato fino al 10,9 per cento del primo trimestre del 2012. Nel presente riquadro questa recente evoluzione viene analizzata con riferimento alla relazione fra prodotto e disoccupazione (legge di Okun) al livello sia dell'intera area dell'euro sia dei singoli paesi dell'area. Si esaminano inoltre i nessi fra la relazione di Okun e gli andamenti salariali al fine di valutare in che misura le variazioni della disoccupazione osservate a partire dalla recente crisi economica e finanziaria riflettano il diverso grado di flessibilità dei salari nei vari paesi dell'area dell'euro.

## La legge di Okun per l'area dell'euro

La legge di Okun quantifica la relazione osservata fra le variazioni della crescita economica e quelle del tasso di disoccupazione. La figura A presenta la relazione di Okun per l'area dell'euro nel periodo dal primo trimestre del 1996 al primo trimestre del 2012. Dal 1996 fino all'inizio della recessione del 2008-09 i coefficienti di Okun stimati per l'area dell'euro erano generalmente prossimi a -0,4. Tuttavia, la prassi di mantenere manodopera inutilizzata (c.d. *labour hoarding*), diffusa in vari paesi dell'area e collegata in parte agli accordi per la riduzione dell'orario di lavoro, ha diminuito la reattività della disoccupazione agli andamenti del PIL<sup>1)</sup>. Più di recente, a livello aggregato di area dell'euro la reattività della disoccupazione alle dinamiche del PIL sembra essere ritornata ai livelli precedenti la crisi (cfr. i dati più recenti riportati nella figura A), e il tasso di disoccupazione ha reagito in misura maggiore alle variazioni dell'attività economica. L'andamento osservato per l'area dell'euro nel suo complesso non rende tuttavia conto delle marcate differenze riscontrate nell'aggiustamento della disoccupazione nei vari paesi dell'area.

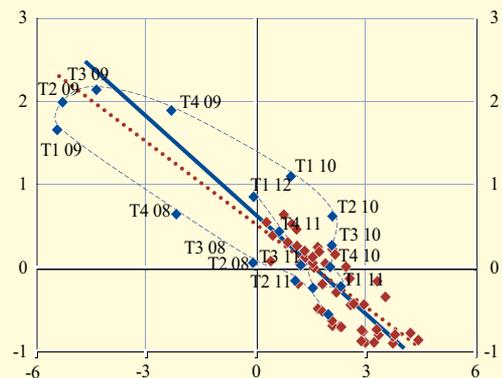
### Andamenti a livello di singoli paesi

La reattività della disoccupazione agli andamenti del PIL differisce considerevolmente fra i paesi dell'area dell'euro. La figura B evidenzia il grado di variazione fra paesi e illustra come la reattività della disoccupazione si sia modificata nel corso della crisi. La figura indica che, prima dell'inizio della recessione nel secondo trimestre del 2008, la Grecia, il Lussemburgo, Malta, l'Estonia, Cipro, l'Irlanda, l'Italia e l'Austria si caratterizzavano tutti per una reattività relativamente bassa (coefficienti di Okun superiori a -0,2), mentre la Germania, i Paesi Bassi, la Slovacchia e in particolare la Spagna evidenziavano reazioni vigorose e relativamente rapide del tasso di disoccupazione alle variazioni del PIL (coefficienti di Okun inferiori a -0,4). È probabile che queste differenze riflettano in parte le riforme strutturali del mercato del lavoro intraprese nell'ultimo gruppo di paesi nella prima parte degli anni duemila, compresi i provvedimenti di riforma delle indennità di disoccupazione (come le riforme Hartz in Germania) e la liberalizzazione delle norme a disciplina dei contratti temporanei (particolarmente diffusi in Spagna).

I paesi più lontani dalla diagonale a 45° (nella figura B) hanno registrato una variazione più significativa della relazione di Okun a partire dall'inizio della recessione nell'area dell'euro. Nei

Figura A Legge di Okun per l'area dell'euro

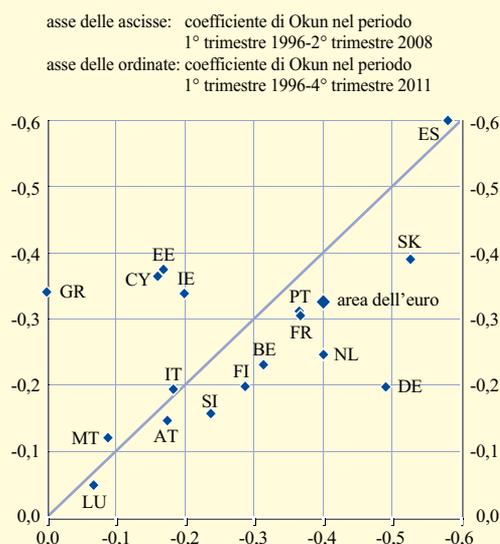
asse delle ascisse: variazioni percentuali annue nel PIL dell'area dell'euro  
asse delle ordinate: variazioni annue in punti percentuali del tasso di disoccupazione nell'area dell'euro



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Note: i rombi denotano singole rilevazioni tratte dai dati trimestrali per il periodo dal 1° trimestre del 1996 al 1° trimestre del 2012; la linea di *trend* (linea blu continua) è stimata sulla base delle rilevazioni fino al 1° trimestre del 2008 (compreso); la linea bordeaux punteggiata si basa su tutte le rilevazioni fino al 1° trimestre 2012 (compreso).

1) Cfr. anche i riquadri intitolati "La legge di Okun e i recenti andamenti del prodotto e della disoccupazione nell'area dell'euro", *Bollettino mensile*, BCE, giugno 2011, e "L'adeguamento del mercato del lavoro nell'area dell'euro", *Bollettino mensile*, BCE, marzo 2012.

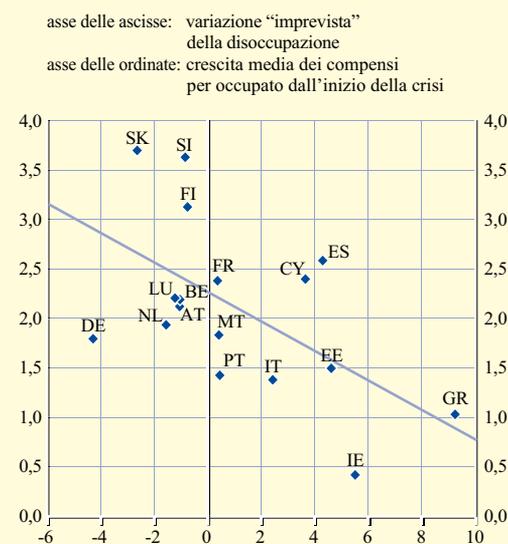
**Figura B** Variazioni recenti dei coefficienti di Okun



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Note: per ragioni di spazio la rilevazione per la Spagna è troncata. Essa va da -0,78 per il periodo precedente la recessione (1° trimestre 1996-1° trimestre 2008) a quasi l'unità (-0,98) se si include il periodo più recente (fino al 4° trimestre 2011 compreso).

**Figura C** Crescita media annua dei compensi per occupato e variazione "imprevista" della disoccupazione, 2° trimestre 2008-4° trimestre 2011

(punti percentuali; variazioni percentuali annue)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Nota: la variazione "imprevista" della disoccupazione è calcolata come differenza fra il livello effettivo della disoccupazione e quello atteso sulla base della relazione di Okun vigente prima della recessione (1° trimestre 1996-1° trimestre 2008, come nella figura B).

paesi al di sopra della diagonale la reattività della disoccupazione alle variazioni del PIL è sensibilmente aumentata; per alcuni di questi (Grecia, Cipro, Irlanda e Spagna) l'incremento riflette probabilmente le forti perdite di posti di lavoro risultanti dagli eccessivi squilibri macroeconomici accumulati negli anni precedenti la crisi. Nei paesi al di sotto della diagonale (segnatamente in Germania, Paesi Bassi e Belgio) il calo della reattività della disoccupazione è probabilmente in ampia misura il risultato degli accordi per la riduzione dell'orario di lavoro adottati in molti casi nel corso della crisi. Inoltre, i paesi dell'area dell'euro dove i costi del lavoro sono andati crescendo in modo relativamente rapido nel più lungo periodo hanno generalmente registrato aumenti più pronunciati del tasso di disoccupazione<sup>2)</sup>.

### Risposta dei salari agli aumenti della disoccupazione

Le considerevoli differenze fra paesi in termini di aggiustamento dei mercati del lavoro dall'inizio della crisi riflettono soprattutto differenze di flessibilità e assetti istituzionali dei mercati del lavoro, nonché l'entità dei progressi realizzati sul fronte delle riforme strutturali. La figura C mostra la risposta dei salari nell'area dell'euro a variazioni "impreviste" della disoccupazione (approssimate dalla differenza fra il tasso di disoccupazione effettivo e il livello di disoccupazione atteso sulla base della relazione di Okun precedente la crisi). In un mercato del lavoro

2) Questo tema è stato trattato anche all'interno del riquadro "L'adeguamento del mercato del lavoro nell'area dell'euro", *Bollettino mensile*, BCE, marzo 2012.

ben funzionante un'elevata disoccupazione dovrebbe esercitare pressioni al ribasso sui salari. Il fatto che la disoccupazione sia aumentata più del previsto in alcuni paesi (riportati a destra nella figura C) a partire dallo scoppio della crisi dovrebbe aver indotto un maggiore grado di moderazione salariale. Nel complesso, tuttavia, l'entità degli aggiustamenti è stata considerevolmente diversa. In base alla figura C, la crescita dei salari sembra essere stata più moderata della media (ossia inferiore alla linea di trend) soprattutto in Irlanda. Per contro, in altri paesi (come Cipro, Spagna e, fino a poco tempo fa, Grecia) i salari sono risultati significativamente meno reattivi ad aumenti maggiori del previsto nella disoccupazione<sup>3)</sup>.

### Conclusioni

I mercati del lavoro dell'area dell'euro hanno pagato un pesante tributo alla crisi economica e finanziaria. La diversa reazione dei tassi di disoccupazione alla crisi riflette, in parte, le considerevoli differenze esistenti fra i paesi in termini di assetti istituzionali dei mercati del lavoro, entità e impatto delle precedenti riforme strutturali e concentrazione settoriale delle perdite dei posti di lavoro. Al tempo stesso, in vari paesi la correzione al ribasso dei salari è stata modesta, e ciò malgrado l'aumento della disoccupazione, a indicazione della necessità di ulteriori riforme che favoriscano la flessibilità dei salari. In molti dei paesi più colpiti si stanno intraprendendo riforme strutturali. Tali riforme dovranno mirare anche a incoraggiare la flessibilità dei mercati del lavoro e la moderazione salariale, in modo da agevolare la riallocazione settoriale dei lavoratori in esubero, favorire la creazione di posti di lavoro e ridurre così la disoccupazione.

3) Questi risultati vanno tuttavia interpretati con cautela. In particolare, la crescita media dei salari dal 2008 cela alcune forti moderazioni registrate negli ultimi trimestri, spesso a seguito della riduzione decisa dai governi ai salari nel settore pubblico, in alcuni paesi. Inoltre, le variazioni "impreviste" della disoccupazione sono stimate sulla base della differenza fra il livello effettivo della disoccupazione e quello atteso sulla base della relazione di Okun nel periodo precedente la crisi, ma per molti paesi tale relazione presenta una valenza esplicativa solo debole. Infine, ai fini della figura C, la relazione di Okun pre-crisi è stimata per il periodo fino al primo trimestre del 2008 per tutti i paesi (le date della crisi non sono pertanto specifiche a seconda dei paesi).

## 4.4 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Gli indicatori per il secondo trimestre del 2012 segnalano un ulteriore indebolimento della crescita economica e una maggiore incertezza. Al di là del breve termine, l'economia dell'area dell'euro dovrebbe registrare una graduale ripresa, ma la sua dinamica di fondo potrebbe essere frenata da vari fattori, fra cui in particolare le tensioni in alcuni mercati del debito sovrano dell'area dell'euro e il loro impatto sulle condizioni di credito, il processo di aggiustamento dei bilanci nel settore finanziario e in quello non finanziario e l'elevata disoccupazione.

I rischi per le prospettive economiche dell'area dell'euro restano al ribasso, e riguardano segnatamente una rinnovata recrudescenza delle tensioni in vari mercati finanziari dell'area e le possibili ripercussioni per l'economia reale dell'area stessa. Sussistono inoltre rischi al ribasso collegati alla possibilità di nuovi rincari dell'energia nel medio periodo.

In una prospettiva di lungo periodo, il riquadro 4 sintetizza le principali conclusioni del rapporto sull'invecchiamento della popolazione (*Ageing Report*) per il 2012 redatto dalla Commissione europea e dal Comitato di politica economica dell'UE, nonché le sfide che gli andamenti demografici pongono per la crescita economica e le finanze pubbliche.

## Riquadro 4

**SFIDE PER LE FINANZE PUBBLICHE DERIVANTI DALL'INVECCHIAMENTO DELLA POPOLAZIONE: NUOVE EVIDENZE PER L'AREA DELL'EURO**

Assicurare la sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche nell'area dell'euro e nei paesi che ne fanno parte è un presupposto essenziale per il regolare funzionamento dell'UEM. La crisi del debito sovrano ha mostrato gli effetti negativi che ingenti squilibri di bilancio in alcuni paesi membri possono avere sulla stabilità economica e finanziaria dell'unione monetaria nel suo complesso. A tale riguardo, un importante insegnamento della crisi è che ciascun paese deve mantenere solide finanze pubbliche e favorire così la stabilità dell'UEM nel suo insieme.

In prospettiva, il processo di invecchiamento demografico rappresenta una sfida importante per la sostenibilità dei conti pubblici a lungo termine. Secondo le proiezioni, l'invecchiamento determinerà un aumento significativo dell'indice di dipendenza, definito come il rapporto tra la popolazione di età pari o superiore a 65 anni e la popolazione in età lavorativa (cioè di età compresa tra i 20 e i 64 anni). Sulla base delle proiezioni demografiche elaborate dall'Eurostat nel 2010, per l'area dell'euro l'indice di dipendenza quasi raddoppierebbe tra il 2010 e il 2060, passando dal 30,1 al 58,4 per cento, con un onere considerevole per i sistemi pensionistici e sanitari. In questo contesto, le sfide connesse all'invecchiamento devono rimanere tra le tematiche prioritarie nell'agenda di politica economica dei responsabili nazionali ed europei. Tutti i paesi dovrebbero prefiggersi l'obiettivo di ricreare margini di manovra nei bilanci, contenere la spesa connessa all'evoluzione demografica e rafforzare la crescita del prodotto potenziale, preservando così la sostenibilità delle finanze pubbliche nel lungo periodo.

Nel rapporto del 2012 sull'invecchiamento della popolazione, elaborato dalla Commissione europea e dal Comitato di politica economica dell'UE, sono state diffuse nuove proiezioni della spesa connessa all'invecchiamento fino al 2060<sup>1)</sup>. Il presente riquadro riassume i principali risultati del rapporto e le sfide per la crescita economica e la sostenibilità dei conti pubblici derivanti dall'invecchiamento.

**Evoluzione della spesa connessa all'invecchiamento demografico nel periodo 2010-2060**

Per il periodo 2010-2060 il rapporto del 2012 sull'invecchiamento della popolazione prevede un aumento della spesa pubblica strettamente connessa all'invecchiamento (cioè quella per pensioni, sanità, cure a lungo termine e istruzione) pari a 4,5 punti percentuali del PIL nel complesso dell'area dell'euro<sup>2)</sup>.

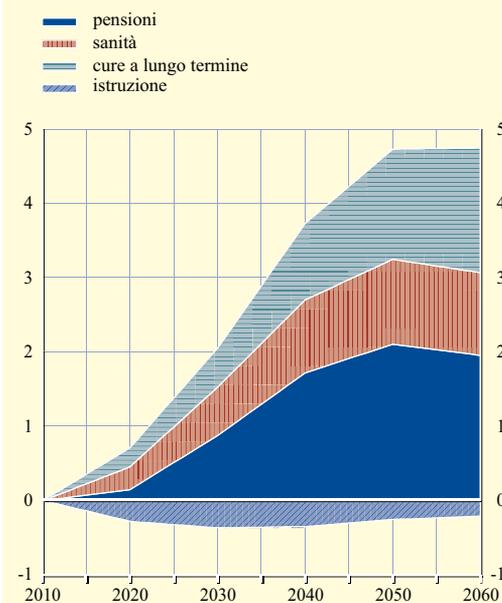
Nella figura A si riporta l'evoluzione sull'orizzonte di proiezione della variazione della spesa strettamente connessa all'invecchiamento e delle sue componenti per l'area dell'euro nello scenario di riferimento. Nel complesso, fino al 2020 è previsto un aumento relativamente modesto, mentre la dinamica peggiora significativamente tra il 2020 e il 2050. La figura rivela un interes-

1) Cfr. Commissione europea e Comitato di politica economica, "The 2012 Ageing Report – Economic and budgetary projections for the 27 EU Member States (2010-2060)", *European Economy*, 2/2012, maggio 2012.

2) Il dato fa riferimento allo scenario di riferimento. In uno scenario di rischio basato su ipotesi più prudenti circa l'assistenza sanitaria e le cure a lungo termine, l'aumento ammonterebbe a 5,3 punti percentuali di PIL.

**Figura A Aumento previsto della spesa per pensioni, sanità, cure a lungo termine e istruzione nell'area dell'euro durante il periodo 2010-2060**

(in percentuale del PIL)

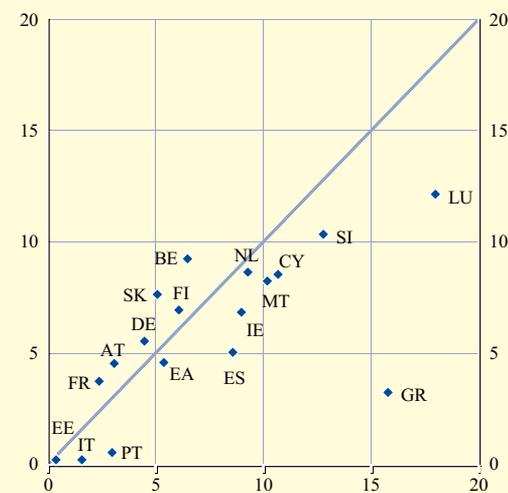


Fonti: rapporto del 2012 sull'invecchiamento della popolazione ed elaborazioni della BCE.

**Figura B Variazione prevista della spesa strettamente connessa all'invecchiamento della popolazione nel periodo 2010-2060 in base allo scenario di riferimento**

(in punti percentuali del PIL)

asse delle ascisse: rapporto del 2009 sull'invecchiamento della popolazione  
 asse delle ordinate: rapporto del 2012 sull'invecchiamento della popolazione



Fonti: rapporti del 2009 e del 2012 sull'invecchiamento della popolazione.

Note: dalle stime formulate nel 2009 per i costi complessivi dell'evoluzione demografica è stata detratta la spesa prevista per la disoccupazione, in modo da ottenere una misura dei costi strettamente connessi all'invecchiamento che possa essere comparabile con quella dell'esercizio del 2012.

sante profilo degli andamenti tendenziali delle diverse componenti. La spesa pensionistica rimane la principale determinante dell'aumento nell'orizzonte di proiezione: la sua dinamica, però, registra un'espansione più accentuata nel periodo 2020-2040, successivamente si appiattisce e inizia a diminuire verso la fine del periodo di proiezione; per la spesa sanitaria si osserva un andamento simile. Per contro, l'incremento della spesa per cure a lungo termine è relativamente trascurabile fino al 2030 e diventa molto più marcato in seguito, compensando quindi in parte il rallentamento della spesa pensionistica e sanitaria a partire dal 2040. La spesa per l'istruzione dovrebbe seguire un andamento calante fino al 2040, per poi iniziare ad aumentare gradualmente.

Nell'orizzonte di proiezione 2010-2060 si prevede che nell'area dell'euro la spesa per pensioni aumenti di 2,0 punti percentuali del PIL, mentre quella sanitaria salirebbe di 1,1 punti percentuali e la spesa per cure a lungo termine di 1,7 punti percentuali. Per contro, la spesa per l'istruzione dovrebbe diminuire lievemente, di 0,2 punti percentuali del PIL.

Rispetto all'esercizio di proiezione condotto nel 2009, quello del 2012 indica un incremento lievemente inferiore della spesa strettamente connessa all'invecchiamento nell'orizzonte temporale considerato (4,5 contro 5,4 punti percentuali del PIL; cfr. figura B). Tra i paesi dell'area dell'euro, il Lussemburgo continua a evidenziare il maggiore incremento previsto, mentre la Grecia si distingue per il miglioramento più marcato delle prospettive rispetto all'esercizio del 2009. In

Italia e Portogallo, le pressioni in esame sono attese diminuire grazie alle riforme pensionistiche. Sono previsti miglioramenti anche per Spagna, Cipro, Irlanda, Malta e Slovenia. Per contro, sei paesi dell'area dell'euro (tra cui Germania e Francia) mostrano un deterioramento delle prospettive rispetto all'esercizio del 2009, particolarmente accentuato in Belgio e Slovacchia.

Le differenze tra i due esercizi di proiezione sono ascrivibili a una serie di fattori e variano da un paese all'altro. Sebbene le ipotesi macroeconomiche del rapporto del 2012 sull'invecchiamento della popolazione siano più pessimistiche rispetto alle precedenti, per effetto in ampia misura dell'impatto della crisi economica e finanziaria, le prospettive complessive per la spesa connessa all'andamento demografico sono migliorate rispetto all'esercizio del 2009. Per vari paesi ciò è dovuto all'inclusione nelle proiezioni delle riforme pensionistiche attuate dopo la finalizzazione dell'esercizio del 2009, che hanno contribuito a una notevole riduzione dell'impatto dell'invecchiamento sulle finanze pubbliche.

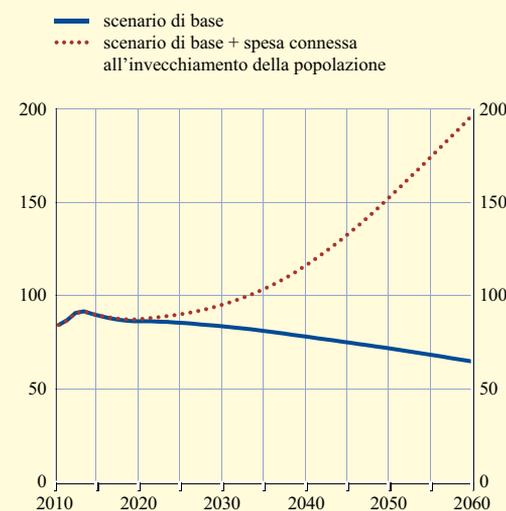
### Sfide per la sostenibilità dei conti pubblici e opzioni di riforma

Le pressioni sul bilancio derivanti dall'invecchiamento demografico sono motivo di preoccupazione da molto tempo<sup>3)</sup>. Sebbene in alcuni paesi le riforme intraprese dopo la finalizzazione del rapporto del 2009 abbiano iniziato a produrre effetti, in diversi paesi resta acuta l'esigenza di riforme tempestive e profonde. I rischi per la sostenibilità dei conti pubblici a lungo termine rimangono elevati, innanzitutto perché le passività connesse all'invecchiamento demografico richiederanno un aumento sostanziale della spesa pubblica e, in secondo luogo, perché i paesi si trovano per la maggior parte in una posizione di bilancio notevolmente più debole, con elevati rapporti tra debito e PIL dopo la crisi finanziaria.

Analizzando le pressioni di bilancio derivanti dai costi connessi all'invecchiamento in una prospettiva di lungo periodo, la figura C riporta i risultati di un'analisi convenzionale della sostenibilità del debito per l'aggregato dell'area dell'euro nel periodo 2010-2060 in uno scenario di base e in un cosiddetto scenario di invecchiamento, che tiene conto dell'impatto dei costi strettamente connessi all'andamento demografico prospettati nello scenario di riferimento del menzionato rapporto del 2012. Lo scenario di base poggia sulle previsioni di

Figura C Scenari a lungo termine per il debito aggregato dell'area dell'euro nel periodo 2010-2060

(in percentuale del PIL)



Fonti: previsioni della Commissione europea della primavera 2012 fino al 2013 ed elaborazioni della BCE.

3) L'invecchiamento demografico è stato oggetto di numerosi articoli di questo Bollettino, tra i quali si annoverano i seguenti: *Invecchiamento della popolazione e politica di bilancio nell'area dell'euro* (luglio 2000); *La necessità di riforme di vasta portata per far fronte all'invecchiamento della popolazione* (aprile 2003); *Evoluzione demografica nell'area dell'euro: previsione e conseguenze* (ottobre 2006); *Sfide per la sostenibilità dei conti pubblici nell'area dell'euro* (febbraio 2007); *Diritti delle famiglie alle prestazioni nell'ambito dei regimi pensionistici promossi dalle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro: risultati sulla base del nuovo sistema dei conti nazionali* (gennaio 2010); *La sostenibilità delle finanze pubbliche nell'area dell'euro* (aprile 2011).

primavera 2012 della Commissione europea fino al 2013. Si presume che il saldo primario strutturale rimanga costante a partire dal 2014. Lo scenario di invecchiamento è identico a quello di base tranne per quanto riguarda il saldo primario strutturale, che rispecchia le proiezioni della Commissione fino al 2013 mentre in seguito aumenta conformemente all'incremento previsto per la spesa strettamente connessa all'invecchiamento, usando il 2013 come anno di riferimento. La figura C mostra che il rapporto debito/PIL dell'area dell'euro inizierà a deviare da un percorso sostenibile attorno al 2020, se gli squilibri di bilancio relativi all'invecchiamento demografico rimangono irrisolti<sup>4</sup>.

In prospettiva, gli sforzi di riforma tesi a fronteggiare le sfide per la sostenibilità connesse all'invecchiamento della popolazione dovrebbero incentrarsi prioritariamente su alcuni settori principali. Per quanto concerne i sistemi pensionistici, le riforme dovrebbero proseguire nella direzione di un adeguamento dei parametri fondamentali al mutato contesto demografico. Molti degli schemi esistenti si basano sul principio di ripartizione, che è finanziariamente sostenibile fintantoché il numero dei contribuenti supera ampiamente quello dei beneficiari. In tali schemi, il peggioramento dell'indice di dipendenza impone contributi più elevati durante l'età lavorativa e/o prestazioni inferiori nel corso del pensionamento, posto che gli altri parametri restino immutati. Una soluzione preferibile, e più equa, consiste nell'adeguamento automatico dei principali parametri come l'età di pensionamento legale, che può essere modificata periodicamente sulla base di proiezioni aggiornate della speranza di vita e di altre dinamiche demografiche. Ciò consentirebbe di mantenere il rapporto tra contribuenti e beneficiari e quello tra contributi e pensioni su livelli sostenibili e accettabili, in un'ottica sia finanziaria sia sociale. Un meccanismo siffatto aiuterebbe inoltre i cittadini a formulare aspettative adeguate sul livello delle pensioni future, consentendo loro in questo modo di assumere decisioni informate sulle spese e sul risparmio nel corso della vita.

Un altro aspetto importante per la sostenibilità finanziaria dei regimi pensionistici esistenti è l'accumulo di sufficienti attività pensionistiche per consentire il finanziamento a capitalizzazione (parziale) delle passività pensionistiche. Si tratta di un processo lungo che esige regole chiare e la diffusione di informazioni adeguate ai cittadini sulle loro prospettive circa le prestazioni pensionistiche. Occorre notare, tuttavia, che la crisi finanziaria e del debito sovrano, nonché l'associata volatilità nei mercati finanziari hanno avuto un impatto negativo sulla redditività dei fondi pensione, con chiare ripercussioni sulla sostenibilità futura delle passività pensionistiche. Inoltre, alcuni Stati membri hanno iniziato ad attingere prima del previsto alle riserve previdenziali accumulate e spesso per ragioni non correlate al finanziamento delle passività pensionistiche. Queste iniziative comportano notevoli rischi, in quanto rappresentano un'inversione delle riforme pensionistiche precedentemente adottate che, se non viene corretta per tempo, rischia di pregiudicare la sostenibilità delle finanze pubbliche.

Mentre l'importanza di riformare i sistemi pensionistici è ampiamente nota e accettata, l'esigenza di riformare i sistemi sanitari e di cura a lungo termine ha finora suscitato meno attenzione nel dibattito pubblico. In molti paesi la spesa pubblica per la sanità e le cure a lungo termine ha registrato un brusco incremento negli ultimi dieci anni, in ampia misura per effetto dell'aumento dei costi imputabile al progresso tecnologico nella medicina, ma anche a causa di un monitorag-

4) Per maggiori ragguagli sulla struttura dell'analisi sulla sostenibilità del debito presentata in questo riquadro e per una disamina esaustiva circa lo strumento utilizzato a tal fine, cfr. l'articolo *L'analisi della sostenibilità del debito pubblico nell'area dell'euro* nel numero di aprile 2012 di questo Bollettino.

gio insufficiente della spesa. Questa tendenza dovrebbe accentuarsi negli anni a venire e indica una chiara esigenza di migliorare l'efficienza in termini di costi dei sistemi sanitari e di cura a lungo termine. Benché la riforma di questi sistemi comporti inevitabilmente scelte complesse, tra i settori principali di riforma che i governi dovrebbero affrontare senza indugio rientra, ad esempio, il miglioramento dei sistemi esistenti di *cost-sharing* in modo da promuovere l'uso efficace dei servizi sanitari e una maggiore efficienza ospedaliera<sup>5)</sup>.

Riforme strutturali attuate con determinazione nei settori summenzionati sono importanti per fronteggiare i timori dei mercati circa la sostenibilità dei conti pubblici. Oltre a ridurre i futuri oneri delle amministrazioni pubbliche, le riforme strutturali devono rafforzare la crescita del prodotto potenziale nel lungo periodo, riportando così le finanze pubbliche su un sentiero sostenibile nei paesi che presentano problemi al riguardo. Infatti, secondo il rapporto del 2012 sull'invecchiamento della popolazione, nell'area dell'euro l'evoluzione demografica prevista (unitamente all'associata riduzione delle forze di lavoro) comporterebbe, in assenza di ulteriori riforme, un calo del tasso di crescita del PIL potenziale (da quasi il 2 per cento nel 2000 all'1,6 nel 2020 e ancora all'1,4 nel 2060). Le riforme pensionistiche, un migliore funzionamento dei mercati del lavoro nonché un'accresciuta produttività sono quindi necessari per compensare gli effetti dell'invecchiamento della popolazione sulla crescita potenziale.

5) Per maggiori dettagli sulle raccomandazioni per le politiche economiche, cfr. Commissione europea e Comitato di politica economica, "Joint Report on Health Systems", *Occasional Papers*, n. 74, dicembre 2010.



## ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

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

L'economia mondiale si mantiene su una traiettoria di ripresa molto graduale e fragile. Le informazioni più recenti mostrano che la crescita è tornata a registrare un lieve indebolimento in presenza di andamenti difformi tra regioni. Nelle economie avanzate, impedimenti di natura strutturale continuano a frenare il ritmo di espansione e il clima di fiducia avrebbe subito un nuovo deterioramento nelle ultime settimane. In quelle emergenti si continuano invece a registrare tassi di crescita dell'attività molto più consistenti, sebbene anch'essi in lieve moderazione per effetto – tra l'altro – delle misure restrittive adottate in precedenza. L'inflazione a livello globale ha continuato a diminuire negli ultimi mesi sullo sfondo di un calo dei corsi delle materie prime.

#### I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

L'economia mondiale si mantiene su una traiettoria di ripresa molto graduale e fragile. Nelle ultime settimane, le informazioni più recenti mostrano che la crescita è tornata a registrare un lieve indebolimento rispetto al primo trimestre dell'anno. Essa rimane inoltre piuttosto difforme tra paesi e regioni. In gran parte delle economie avanzate, impedimenti strutturali continuano a frenare il ritmo di espansione e il clima di fiducia avrebbe subito un nuovo deterioramento nelle ultime settimane. Ciò riflette verosimilmente, almeno in parte, una correzione meccanica dei dati estremamente positivi pubblicati nella parte precedente dell'anno, i quali potrebbero a loro volta essere riconducibili a fattori temporanei. I paesi emergenti continuano a registrare tassi di incremento dell'attività molto più elevati, fornendo pertanto un contributo maggiore alla crescita mondiale. Al tempo stesso, anche per questo gruppo il ritmo di espansione si è lievemente ridotto; ciò ha rispecchiato in parte le misure restrittive adottate in precedenza, oltre agli effetti indiretti dell'indebolimento della domanda estera.

I risultati delle ultime indagini congiunturali segnalano un nuovo rallentamento del contesto esterno all'area dell'euro. A giugno l'indice mondiale dei responsabili degli acquisti (PMI) relativo alla produzione ha subito un ulteriore lieve calo (a 50,3, da 52,1 in maggio), sullo sfondo di una flessione sia della componente relativa al settore manifatturiero, sia di quella concernente i servizi (cfr. figura 1). Mentre la prima è scesa al di sotto del valore soglia fra espansione e contrazione fissato a 50, la seconda ne è rimasta al di sopra, a indicare nell'insieme una crescita ancora moderata dell'economia mondiale. Il calo di giugno dell'indice PMI mondiale relativo alla produzione è stato associato alla diminuzione della componente calcolata escludendo l'area dell'euro, mentre l'indice relativo a quest'ultima è rimasto invariato sui livelli molto bassi.

L'inflazione a livello globale ha continuato a diminuire negli ultimi mesi, in presenza di un calo dei prezzi delle materie prime. Nell'area dell'OCSE l'inflazione al consumo sui dodici mesi è scesa al 2,1 per cento in maggio, dal 2,5 di aprile e dal massimo del 3,3 per cento di

Figura 1 PMI sulla produzione mondiale

(indice di diffusione; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Markit.

settembre 2011 (cfr. figura 2). Tale risultato riflette principalmente l'evoluzione dei prezzi dei beni energetici e alimentari. Il tasso calcolato al netto di queste due componenti è calato lievemente, all'1,9 per cento in maggio, dal 2,0 del mese precedente. Anche le economie emergenti hanno registrato un ulteriore calo generalizzato dell'inflazione, che è ad esempio scesa al 3,0 per cento in Cina e al 5,0 per cento in Brasile.

### STATI UNITI

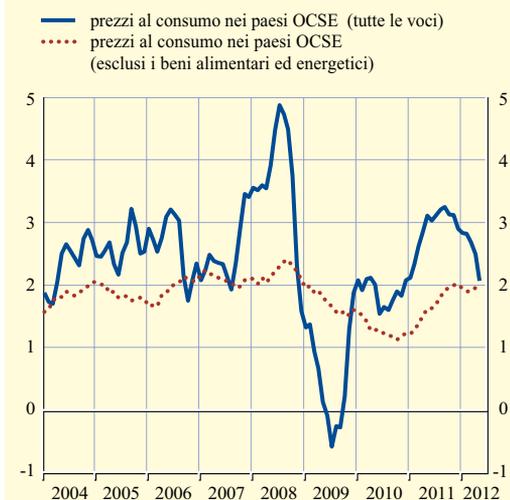
Negli Stati Uniti l'espansione economica procede a ritmi moderati. La terza stima del Bureau of Economic Analysis segnala che nel primo trimestre del 2012 il PIL in termini reali è aumentato dell'1,9 per cento in ragione d'anno (0,5 sul periodo precedente), in linea con la seconda stima, contro il 3 per cento del quarto trimestre del 2011 (cfr. figura 3). L'indebolimento va ricondotto in larga misura alla minore crescita degli investimenti fissi in settori diversi dall'edilizia residenziale e degli investimenti in scorte. L'accelerazione della spesa per consumi e delle esportazioni nel primo trimestre, pur lievemente inferiore alle stime precedenti, ha invece fornito un contributo positivo alla crescita del PIL. Queste revisioni al ribasso nella terza stima sono state compensate dalla correzione al rialzo delle costruzioni commerciali e dalla forte revisione al ribasso delle importazioni, che hanno determinato un contributo lievemente positivo delle esportazioni nette. Gli indicatori delle indagini congiunturali e i dati ad alta frequenza continuano a segnalare un'espansione moderata nel secondo trimestre del 2012. Il clima di fiducia delle imprese si è deteriorato nel secondo trimestre per i timori concernenti il contesto economico mondiale, mentre la produzione industriale ha registrato un lieve indebolimento a maggio. Più in positivo, diversi indicatori segnalano un graduale rafforzamento del settore delle abitazioni, pur da livelli estremamente bassi. I dati sull'occupazione nei primi due mesi del secondo trimestre sono stati inferiori alle attese degli analisti di mercato e il forte slancio del primo trimestre (attribuito anche alle condizioni meteorologiche favorevoli) è parso affievolirsi. Il tasso di disoccupazione è aumentato lievemente in maggio, all'8,2 per cento, riflettendo l'aumento del numero di disoccupati.

In maggio l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è diminuita ulteriormente, all'1,7 per cento, un livello significativamente inferiore al 2,3 per cento di aprile. Ciò riflette principalmente l'andamento dei costi dei prodotti energetici e la graduale moderazione dei prezzi dei beni alimentari negli ultimi mesi. Il tasso calcolato al netto di queste due componenti si è collocato al 2,3 per cento per il terzo mese consecutivo. La dinamica dell'inflazione di fondo è stata favorita dagli aumenti del costo degli alloggi, dei servizi sanitari e dell'abbigliamento.

Il 20 giugno 2012 il Federal Open Market Committee (FOMC) ha deciso di mantenere inalterato l'obiettivo per il tasso ufficiale sui Federal Funds entro un intervallo compreso tra zero e 0,25 per cento e ha previsto che le condizioni economiche dovrebbero verosimilmente giustificare valori eccezionalmente bassi del tasso almeno fino alla fine del 2014. Ha altresì deliberato di prorogare da giugno 2012 alla fine dell'anno il suo programma di estensione della scadenza media dei titoli da esso detenuti (frequentemente denominato "Operation Twist").

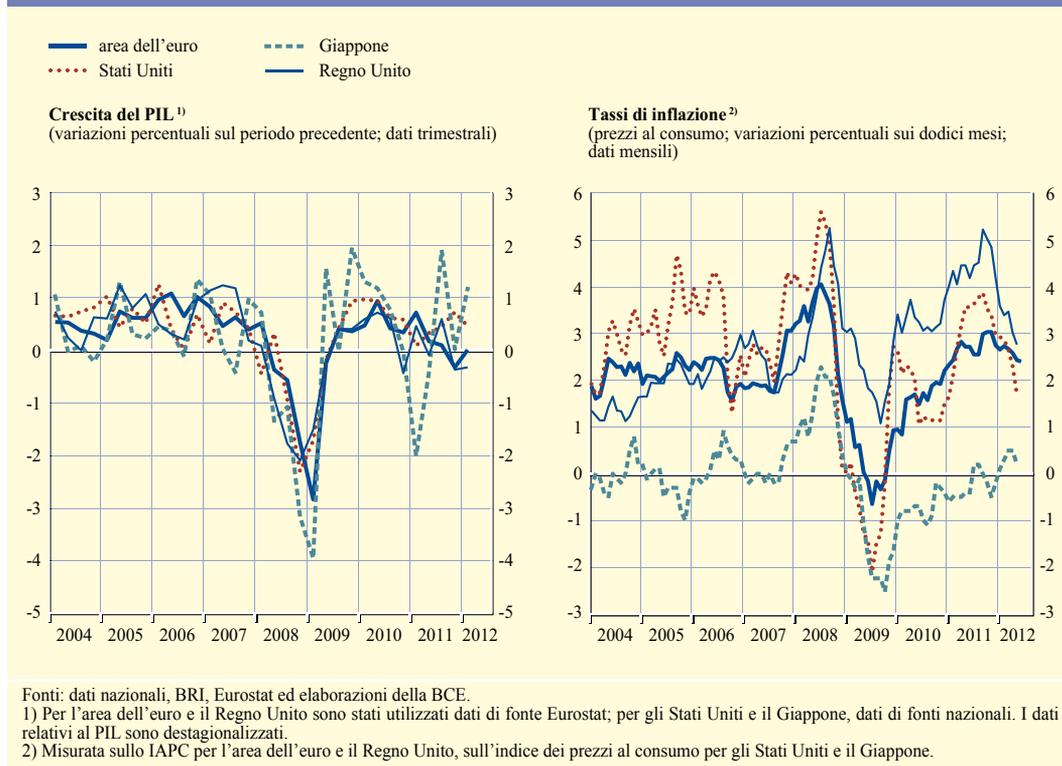
**Figura 2 Andamenti dei prezzi internazionali**

(dati mensili; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: OCSE.

Figura 3 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



## GIAPPONE

In Giappone la seconda stima preliminare dei dati di contabilità nazionale ha confermato una forte espansione dell'attività economica nel primo trimestre del 2012. La crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente è stata rivista al rialzo, all'1,2 per cento (dall'1,0 della stima precedente), per il maggior vigore degli investimenti e dei consumi privati. I risultati delle ultime indagini mostrano che il ritmo di espansione potrebbe essersi lievemente moderato nel secondo trimestre in presenza di un minore slancio del settore manifatturiero, mentre l'attività negli altri settori dell'economia dovrebbe mantenersi solida. Il PMI relativo alla produzione manifatturiera ha segnalato un ulteriore indebolimento del clima di fiducia delle imprese del settore in giugno. Ciò è avvenuto nel contesto di un rialzo dello yen e della minore crescita delle esportazioni, specialmente verso l'Asia. La produzione industriale è calata per il secondo mese consecutivo in maggio, del 3,1 per cento sul mese precedente, al pari delle esportazioni di beni in termini reali (-2,7 per cento). Al tempo stesso le importazioni (in termini reali) sono aumentate per il terzo mese consecutivo e questo ha pesato sul disavanzo commerciale, che in maggio ha registrato un ulteriore ampliamento (in valore) su base mensile destagionalizzata.

A maggio l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa allo 0,2 per cento (dallo 0,5 di aprile), riflettendo principalmente il calo dei prezzi dei beni energetici e dei televisori a schermo piatto. Il tasso calcolato al netto degli alimentari freschi è stato pari a -0,1 per cento, contro lo 0,2 del mese precedente, mentre quello ottenuto escludendo i beni alimentari ed energetici è passato da -0,3 a -0,6 per cento. Nella riunione di politica monetaria più recente, tenutasi il 15 giugno, la Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariato l'obiettivo per il tasso sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale invariato entro un intervallo compreso fra zero e 0,1 per cento.

## REGNO UNITO

Nel Regno Unito il PIL in termini reali è sceso dello 0,3 per cento sul periodo precedente nel primo trimestre del 2012. I dati più recenti sono relativamente deboli. Il volume delle esportazioni e la produzione manifatturiera sono diminuiti in aprile, mentre gli indicatori delle indagini congiunturali nel settore manifatturiero hanno segnalato un deterioramento del clima di fiducia in maggio. Il clima di fiducia del settore dei servizi è rimasto relativamente positivo, mentre quello dei consumatori si è mantenuto debole e la situazione nel mercato del lavoro ha evidenziato scarsi segnali di miglioramento. In prospettiva, è probabile che la ripresa economica acquisisca slancio solo molto gradualmente; si prevede infatti che le condizioni di credito restrittive, il processo di aggiustamento dei bilanci delle famiglie e il sostanziale inasprimento fiscale continuino ad agire da freno sulla crescita della domanda interna.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa al 2,8 per cento in maggio, dal 3 di aprile, mentre il tasso calcolato al netto dei beni energetici e dei prodotti alimentari non trasformati è rimasto invariato al 2,4 per cento. Il calo dell'inflazione misurata sull'IPC è principalmente riconducibile alla flessione dei prezzi delle materie prime. In prospettiva, l'esistenza di un margine di capacità inutilizzata e l'andamento stagnante della ripresa dell'attività economica dovrebbero contribuire a moderare le spinte inflazionistiche. Nella riunione del 7 giugno le autorità monetarie hanno lasciato inalterati il tasso corrisposto sulle riserve delle banche commerciali 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. Nella riunione del 5 luglio il Comitato di politica monetaria della Banca d'Inghilterra ha mantenuto inalterato il tasso di riferimento allo 0,5 per cento, ma ha deliberato un aumento del programma di acquisto di titoli per 50 miliardi di sterline, portandolo a 375 miliardi.

## CINA

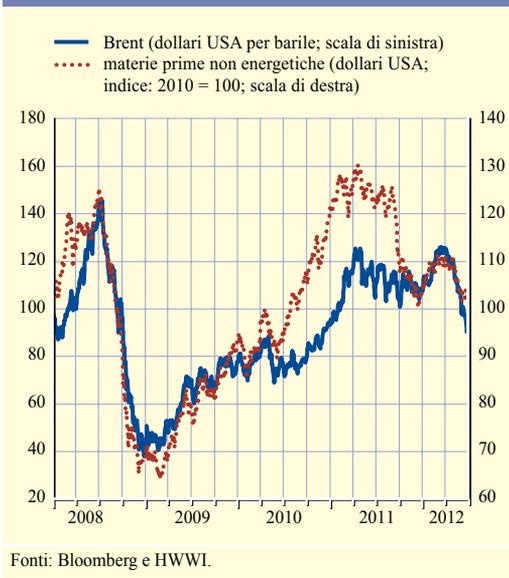
In Cina i dati più recenti confermano un rallentamento dell'attività economica. La crescita della produzione industriale si è lievemente rafforzata a maggio, ma è inferiore al primo trimestre del 2012. Anche le vendite al dettaglio hanno continuato a decelerare. Le esportazioni e le importazioni hanno registrato un incremento molto superiore al previsto in maggio e hanno quindi fatto salire lievemente l'avanzo commerciale rispetto ad aprile. Il mercato immobiliare ha evidenziato segnali incerti di stabilizzazione, in termini sia di attività di costruzione sia di prezzi delle abitazioni. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC ha continuato a scendere in maggio (al 3,0 per cento, dal 3,4 di aprile), per il calo dei prezzi dei beni alimentari, mantenendosi da febbraio inferiore all'obiettivo del 4 per cento fissato dalle autorità. Il 7 giugno la banca centrale della Repubblica popolare cinese ha ridotto i tassi di riferimento a un anno di 25 punti base e, nell'ultima riunione del 5 luglio, ha ulteriormente abbassato i tassi sui depositi di 25 punti base e quelli sui prestiti di 31 punti base. In entrambe le occasioni le autorità hanno concesso alle banche maggiore discrezionalità nella fissazione dei tassi sui prestiti e, per la prima volta, anche sui depositi. Le condizioni di liquidità interne si sono allentate a maggio, in presenza di una lieve accelerazione dei prestiti e della moneta. Il renminbi si è apprezzato solo leggermente nei confronti del dollaro statunitense in maggio, continuando a seguire la tendenza di lento apprezzamento evidenziata negli ultimi mesi.

## I.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

In giugno i corsi petroliferi sono diminuiti ancora, proseguendo l'andamento calante in atto da metà marzo. Il 26 del mese il greggio di qualità Brent veniva quotato a 90 dollari per barile, un livello che costituisce il minimo dagli inizi dell'anno e che è inferiore del 28 per cento al massimo del 14 marzo. In prospettiva, gli operatori si attendono prezzi piuttosto costanti nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti *futures* con scadenza a dicembre 2013 che si collocano a 93 dollari per barile.

I corsi del petrolio scendono da marzo, sullo sfondo delle preoccupazioni degli operatori per le prospettive di crescita dell'economia mondiale sulla scia della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro e dei rischi di un rallentamento maggiore del previsto, in particolare in Cina. La domanda mondiale di greggio è diminuita significativamente nel secondo trimestre, mentre l'offerta cresce costantemente dallo scorso anno. Ciò ha fatto aumentare il volume delle scorte, anche se parte del processo di ricostituzione potrebbe essere riconducibile a fattori stagionali. Nonostante questo riequilibrio tra la domanda e l'offerta, permangono alcuni rischi verso l'alto. Interruzioni nelle forniture riconducibili alle tensioni geopolitiche concernenti l'Iran potrebbero nello specifico determinare una nuova impennata dei prezzi, tenuto conto in particolare dei livelli attualmente bassi di capacità inutilizzata nell'OPEC.

Figura 4 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



I corsi delle materie prime non energetiche sono rimasti nell'insieme sostanzialmente stabili in giugno. Il calo di aprile e maggio è principalmente riconducibile alla flessione dei prezzi dei metalli, dovuta ai timori per le prospettive di crescita su scala mondiale. In giugno, invece, le quotazioni dei metalli sono diminuite solo lievemente e quelle delle derrate alimentari hanno registrato un aumento. Verso la fine di giugno l'indice aggregato dei prezzi in dollari delle materie prime non energetiche era superiore dell'1 per cento rispetto agli inizi dell'anno.

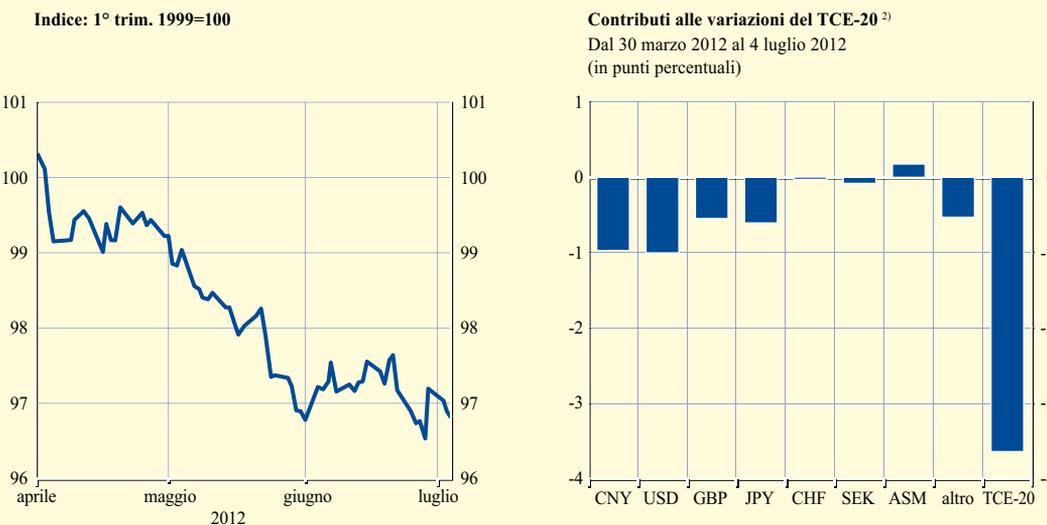
### 1.3 TASSI DI CAMBIO

Tra la fine di marzo e i primi di luglio 2012 il tasso di cambio effettivo dell'euro ha registrato un generale deprezzamento, riflettendo in larga misura l'intensificarsi dei timori per la situazione dei conti pubblici di alcuni paesi appartenenti all'area dell'euro. Il 4 luglio il tasso di cambio effettivo nominale della moneta unica – misurato rispetto alle divise dei 20 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro – era inferiore del 3,6 per cento al livello di fine marzo 2012 e del 6,4 per cento alla media del 2011 (cfr. figura 5).

In termini bilaterali, negli ultimi tre mesi l'euro ha registrato un deprezzamento rispetto a gran parte delle divise principali. Fra il 30 marzo 2012 e il 4 luglio 2012 si è costantemente indebolito sul dollaro statunitense, lo yen giapponese e la sterlina britannica (rispettivamente del 6,0, 8,5 e 3,7 per cento). Ha inoltre subito un lieve indebolimento nei confronti del franco svizzero (0,3 per cento). Nello stesso orizzonte temporale si è per lo più rafforzato sulle altre divise europee e in particolare sulla corona ceca, il leu romeno e lo zloty polacco (rispettivamente del 3,1, 2,2 e 1,3 per cento), mentre ha perso il 3,2 per cento sul fiorino ungherese (cfr. tavola 1). La volatilità di mercato, misurata in base ai prezzi delle opzioni su valute, è tornata ad aumentare rispetto ai livelli relativamente bassi dei primi di marzo e a fine maggio si collocava al di sopra delle medie storiche. Nel periodo successivo è tuttavia tornata ad allinearsi a queste ultime per gran parte dei cambi bilaterali.

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

(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.

Fra il 31 gennaio e il 2 maggio 2012 le valute all'interno degli AEC II si sono mantenute sostanzialmente stabili rispetto all'euro, su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali. Il lat lettone si è mantenuto nell'area di apprezzamento della banda di oscillazione del  $\pm 1$  per cento fissata unilateralmente.

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

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

	peso nel TCE-20	tasso di cambio al 4 luglio 2012	apprezzamento (+)/deprezzamento (-) dell'euro al 4 luglio 2012		
			da: 30 marzo 2012	2 gennaio 2012	rispetto a: media del 2011
Dollaro statunitense	16,9	1,256	-6,0	-2,9	-9,8
Sterlina britannica	14,9	0,803	-3,7	-3,8	-7,5
Renminbi cinese	18,8	7,973	-5,2	-2,2	-11,4
Yen giapponese	7,2	100,3	-8,5	0,8	-9,6
Franco svizzero	6,5	1,201	-0,3	-1,2	-2,5
Zloty polacco	6,2	4,207	1,3	-6,0	2,1
Corona svedese	4,7	8,688	-1,8	-2,7	-3,8
Corona ceca	5,0	25,50	3,1	0,0	3,7
Won sudcoreano	3,9	1,428	-5,6	-4,4	-7,3
Fiorino ungherese	3,2	285,4	-3,2	-9,2	2,1
TCEN <sup>2)</sup>		96,8	-3,6	-2,7	-6,4

Fonte: BCE.

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

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

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

In prospettiva, gli indicatori economici sono coerenti con una debole crescita mondiale. Il PMI relativo ai nuovi ordinativi in tutti i settori è lievemente sceso in giugno (a 50,5, da 52,1 in aprile). L'indice concernente i nuovi ordinativi dall'estero è sceso a 47,0 in giugno, portandosi quindi ben al di sotto del valore soglia fra espansione e contrazione dell'economia fissato a 50; ciò non costituisce un segnale promettente per le prospettive del commercio mondiale. Inoltre, l'indicatore anticipatore composito (CLI) dell'OCSE, concepito per anticipare i punti di svolta dell'attività economica rispetto al *trend*, ha continuato ad aumentare gradualmente negli ultimi mesi. Ad aprile era superiore alla media di lungo periodo, grazie al contributo positivo di Stati Uniti e Giappone, mentre segnalava prospettive di crescita piuttosto lenta per diversi paesi europei. Per quanto concerne le economie emergenti, il CLI mostra una leggera moderazione, mentre gli indicatori del ciclo economico relativi ai paesi appartenenti all'ASEAN evidenziano segnali di tenuta. L'indicatore del clima di fiducia relativo ai consumi nell'area dell'OCSE ha altresì continuato a migliorare in maggio, pur mantenendosi su livelli piuttosto bassi. Il riquadro 1 mette brevemente a confronto l'attuale fase di ripresa di alcuni paesi avanzati con i ritmi medi di recupero registrati negli ultimi 30 anni.

Le prospettive per il contesto esterno all'area dell'euro restano soggette a un notevole grado di incertezza connesso sia alle tensioni in segmenti importanti dei mercati finanziari sia agli squilibri fiscali e globali. Inoltre, le tensioni geopolitiche in Medio Oriente rappresentano un rischio al rialzo per i prezzi petroliferi e un rischio al ribasso per l'economia mondiale.

##### Riquadro 1

#### UN CONFRONTO TRA L'ATTUALE FASE DI RIPRESA E LA MEDIA DEI PRECEDENTI EPISODI DI RECUPERO IN ALCUNE ECONOMIE AVANZATE

L'attuale ripresa, che fa seguito alla recessione più grave dalla Seconda guerra mondiale, è protratta e lenta. In alcune delle principali economie avanzate, il ritorno del PIL ai livelli massimi antecedenti la crisi è di fatto previsto solo cinque anni dopo l'inizio delle rispettive fasi di recupero. Ciò è in netto contrasto con l'esperienza delle economie emergenti, nelle quali il PIL si è già portato su livelli notevolmente superiori al picco raggiunto prima della crisi. Per chiarire ulteriormente le ragioni soggiacenti alla debolezza della ripresa in atto nelle economie avanzate, il presente riquadro prende in esame alcuni di questi paesi ponendo a confronto l'episodio attuale con la media di tutti i precedenti periodi di ripresa che li hanno interessati negli ultimi trent'anni. Esso analizza in particolare il contributo delle diverse componenti della crescita al fine di individuare la causa del "divario" tra il livello del PIL attuale e quello osservabile in una ripresa tipica. Per diverse economie, lo scostamento rispetto al valore che ci si potrebbe attendere in un episodio tipico va ricondotto in larga misura allo scarso sostegno fornito dai consumi privati<sup>1)</sup>.

#### Il grado di debolezza della ripresa attuale e il confronto con la media dei precedenti episodi di recupero

Nel quarto trimestre del 2011 il PIL dell'area dell'euro, degli Stati Uniti, del Regno Unito, del Canada e del Giappone si è collocato su un livello inferiore rispettivamente dell'1,4, 3,5, 3,0, 1,5

1) Per una descrizione più dettagliata della ripresa nell'area dell'euro, cfr. il riquadro *L'attuale ripresa dell'area dell'euro per componenti di spesa in una prospettiva storica* nel numero di febbraio 2011 di questo Bollettino.

e 2,6 per cento a quello che avrebbe raggiunto in caso di ripresa media (come indicato dalla differenza tra le colonne e i punti della figura A)<sup>2)</sup>. Il PIL della Svizzera è invece risultato superiore.

### Le componenti del PIL alla base della debole ripresa attuale

Un'analisi del contributo delle varie componenti alla crescita del PIL mostra come nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e nel Regno Unito i consumi privati abbiano svolto un ruolo di sostegno molto inferiore nell'attuale fase di ripresa (cfr. figura B, colonne 2, 4 e 6) rispetto alla media dei precedenti periodi di recupero (cfr. figura B, colonne 1, 3 e 5). Ciò è dovuto al processo di risanamento dei bilanci delle famiglie, alla debolezza del mercato del lavoro, alle azioni di risanamento dei conti pubblici e ai livelli elevati dei prezzi dei beni energetici. In Giappone il contributo degli investimenti è minore che in una ripresa tipica, mentre quello dell'interscambio netto è maggiore (cfr. figura B, colonne 11 e 12). Sia in Canada sia in Svizzera, dove le famiglie sono state meno colpite dagli effetti della crisi finanziaria, il ruolo dei consumi privati è in linea con la media delle esperienze passate (cfr. figura B, colonne 7, 8, 9 e 10). Con riferimento al Canada si rileva come l'interscambio netto stia agendo da freno sulla crescita nell'episodio attuale, in deciso contrasto con quanto osservato nei precedenti periodi di recupero. Ciò riflette in parte la minore domanda dei principali partners commerciali del paese.

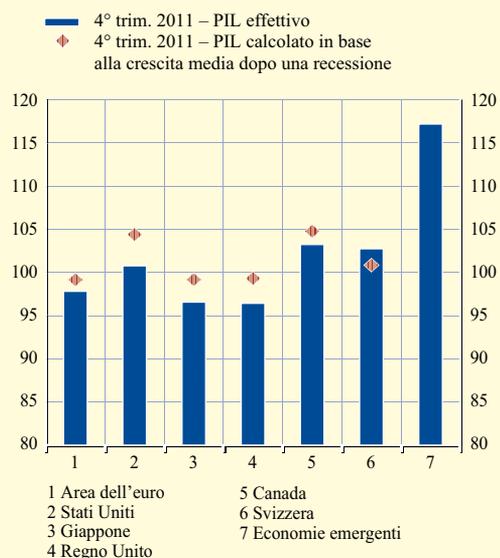
### Conclusioni

Una caratteristica saliente della ripresa in atto in alcune delle principali economie avanzate è costituita dalla sua fiacchezza, soprattutto alla luce dell'entità del rallentamento e anche nel confronto con la media degli episodi degli ultimi 30 anni. In quasi tutte le economie esaminate, alla fine del 2011 il reddito nazionale era inferiore a quello che ci si sarebbe potuto attendere in una ripresa tipica. In quelle più colpite dalle conseguenze economiche della crisi finanziaria, la differenza tra il PIL effettivo e il livello riferibile a una ripresa media è in larga misura riconducibile allo scarso contributo dei consumi privati.

2) Il profilo della ripresa "tipica" è stato calcolato tenendo conto di tutti gli episodi di recupero osservati nell'area dell'euro, negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Canada, in Giappone e in Svizzera negli ultimi 30 anni. Per ciascuna economia è stato calcolato il tasso medio di crescita sul periodo precedente nei dieci trimestri successivi all'avvio della ripresa. La media di questi tassi medi in ciascuna fase di recupero è stata poi utilizzata per calcolare il tasso di crescita "tipico" durante un episodio di ripresa. Detti tassi medi sono stati successivamente applicati al livello del PIL all'inizio dell'attuale periodo di recupero per effettuare una proiezione del profilo della ripresa media. Gli orizzonti temporali sono stati scelti per consentire un raffronto con l'episodio attuale, iniziato dieci (per alcuni paesi, undici) trimestri fa.

**Figura A L'impatto della crisi sul livello del PIL**

(indice: massimo antecedente la crisi = 100)

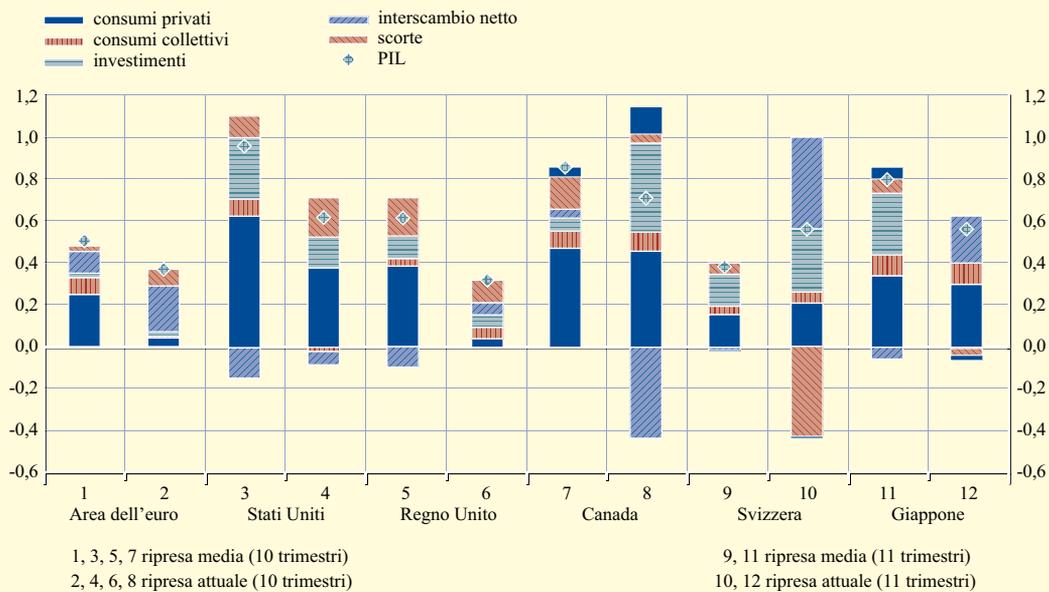


Fonti: Eurostat, statistiche nazionali ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: si ipotizza che la ripresa sia iniziata nel secondo trimestre del 2009 in Giappone e Svizzera e nel terzo trimestre dello stesso anno negli Stati Uniti, nell'area dell'euro, in Canada e nel Regno Unito.

**Figura B La ripresa in alcune delle principali economie avanzate**

(tassi di crescita medi sul trimestre precedente e contributi in punti percentuali; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat, statistiche nazionali ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il numero di trimestri utilizzato per il calcolo della media figura tra parentesi; la componente delle scorte include discrepanze statistiche.

## 2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

### 2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

*Al di là della considerevole volatilità che attualmente contraddistingue gli andamenti monetari, la crescita monetaria di fondo è rimasta moderata nel maggio 2012. La generale debolezza delle dinamiche monetarie è riflessa sul fronte del credito in una crescita persistentemente modesta dei prestiti delle IFM al settore privato. Gran parte dell'attuale debolezza dei prestiti delle IFM è riconducibile alle condizioni della domanda, sebbene in diversi paesi permangano vincoli dal lato dell'offerta. Per assicurare l'appropriato finanziamento dell'economia reale quando la domanda riprenderà, saranno necessari progressi nel risanamento dei bilanci degli enti creditizi.*

#### AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 si è ripreso portandosi al 2,9 per cento nel maggio 2012, dal 2,5 per cento di aprile, dopo essersi collocato in prossimità del 3,0 per cento di marzo (cfr. figura 7). In aprile e maggio i flussi monetari mensili sono stati caratterizzati da considerevole volatilità connessa alle transazioni temporanee tra enti creditizi e intermediari finanziari non monetari. In aggiunta, l'afflusso registrato dall'aggregato monetario ampio in maggio è stato amplificato da un elevato numero di operazioni interbancarie garantite condotte tramite controparti centrali. L'incremento del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 corretto per l'impatto delle operazioni condotte tramite controparti centrali (che si è collocato al 2,8 per cento in maggio dopo il 2,2 di aprile) è stato analogo a quello osservato nella serie della crescita complessiva di M3, a causa di un effetto base.

L'aumento dell'espansione monetaria è stato concentrato in specifici settori e componenti. Oltre alla volatilità di cui abbiamo parlato sopra, questo ha riflesso lo spostamento di fondi operato da investitori istituzionali verso le componenti più liquide di M3, sia dall'interno sia dall'esterno di M3.

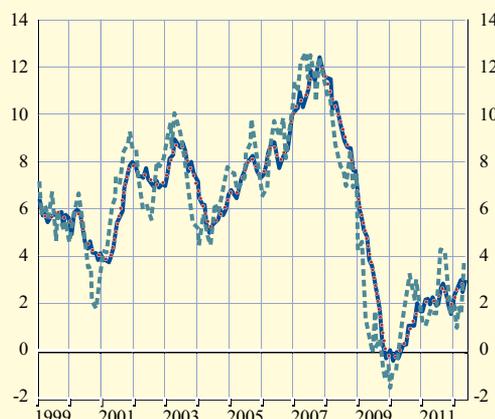
Sul fronte delle contropartite, il rafforzamento della crescita della moneta registrato in maggio si è sostanziato sia in una riduzione delle passività finanziarie a più lungo termine (al netto di capitale e riserve), principalmente per effetto di deflussi dai depositi a più lungo termine, sia in un incremento del credito alle amministrazioni pubbliche. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è diminuito ulteriormente, collocandosi allo 0,4 per cento in maggio dallo 0,8 di aprile, per effetto dei rimborsi netti effettuati nel mese. Inoltre, la posizione netta sull'estero delle IFM ha registrato un afflusso mensile in maggio, determinando un flusso cumulato meno negativo negli ultimi dodici mesi e pertanto un contributo meno negativo al tasso di crescita sui dodici mesi di M3.

Le principali attività delle IFM dell'area dell'euro sono diminuite lievemente in maggio, dopo aver fatto registrare un forte calo in aprile. La contra-

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.

zione osservata per la maggior parte delle voci di bilancio è stata moderata ed in certa misura compensata dagli incrementi delle posizioni in titoli di emittenti diversi dalle IFM e di prestiti ad altre IFM.

### PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

La ripresa del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 registrata in maggio è stata sospinta principalmente dall'inversione di operazioni temporanee effettuate in aprile tra enti creditizi e intermediari finanziari non monetari, con un impatto principalmente sui depositi *overnight*. In aggiunta, flussi positivi per i depositi *overnight* hanno continuato a essere alimentati da riallocazioni di portafoglio sia dagli altri depositi a breve termine inclusi in M3 (M2 meno M1) che dai depositi a termine a più lunga scadenza (non inclusi in M3). Pertanto, il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 si è ripreso fortemente, collocandosi al 3,3 per cento in maggio e più che compensando il calo osservato in aprile, quando era diminuito all'1,8 per cento dal 2,8 di marzo. Per contro, in maggio il tasso di incremento sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* è sceso al 2,3 per cento, dal 3,3 di aprile.

Il tasso di variazione sui dodici mesi degli strumenti negoziabili (M3 meno M2) è aumentato al 3,4 per cento in maggio, dal 2,5 di aprile, per effetto di un ampio afflusso mensile. Tale afflusso è riconducibile ad acquisti netti di quote e partecipazioni in fondi del mercato monetario, nonché a un incremento dei contratti pronti contro termine, e ha riflesso un deflusso di titoli di debito a breve termine (con scadenza fino a due anni) emessi dalle IFM compresi nel portafoglio del settore detentore di moneta. L'ampio afflusso osservato per i contratti pronti contro termine è interamente ascrivibile a operazioni interbancarie garantite condotte tramite controparti centrali. Gli enti creditizi tendono a preferire questa tipologia di operazioni interbancarie in periodi di accresciuta incertezza sui mercati finanziari, poiché riduce il rischio di controparte.

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 2,4 per cento in maggio, dal 2,0 di aprile (rimanendo tuttavia inferiore al 2,8 per cento registrato in marzo). Le famiglie hanno continuato ad apportare il maggiore contributo al tasso di crescita annuale, seguite dalle amministrazioni pubbliche e dalle società di assicurazione e fondi pensione. Tuttavia, due terzi dell'incremento mensile osservato nel tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi di M3 è attribuibile ad aumenti dei contributi degli intermediari finanziari non monetari, indotti dai fattori illustrati in precedenza.

### PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto concerne le contropartite di M3, il tasso di espansione sui dodici mesi del credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente stabile all'1,5 per cento in maggio, dopo essersi collocato all'1,4 per cento in aprile (cfr. tavola 2). Ciò ha rispecchiato un incremento del tasso di crescita sui dodici mesi del credito alle amministrazioni pubbliche (che è salito al 9,0 per cento dal 7,6 di aprile), che è stato in parte compensato da un calo del tasso di espansione sui dodici mesi del credito al settore privato (che si è collocato al -0,2 per cento in maggio dallo 0,0 di aprile).

L'aumento del tasso di crescita sui dodici mesi del credito alle amministrazioni pubbliche è riconducibile ad acquisti netti di titoli di debito pubblico da parte di IFM diverse dall'Eurosistema e ad un incremento della concessione di prestiti. Per contro, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato corretti per le cessioni e cartolarizzazioni è diminuito allo 0,4 per cento in maggio, dallo 0,8 di aprile, rispecchiando rimborsi netti mensili pari a 11 miliardi di euro (seppure questi siano stati inferiori rispetto al mese precedente). In maggio si sono registrati rimborsi netti di prestiti anche per il settore privato non finanziario, dopo un consistente afflusso in aprile.

**Tavola 2 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie**

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

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

Fonte: BCE.

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

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

Dopo un lieve aumento registrato nel mese precedente, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è sceso in maggio (portandosi allo 0,2 per cento dallo 0,6 di aprile) per effetto di rimborsi netti mensili (cfr. tavola 3), che hanno riflesso principalmente il rimborso netto di prestiti a breve termine (con periodo iniziale di determinazione del tasso fino a un anno). Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle famiglie corretti per cessioni e cartolarizzazioni ha registrato un'ulteriore lieve diminuzione (portandosi all'1,3 per cento in maggio dall'1,5 di aprile). L'afflusso mensile per il totale dei prestiti delle IFM alle famiglie è diminuito in maggio, per effetto della riduzione della componente dei mutui per l'acquisto di abitazioni, mentre i flussi per altre categorie di prestito sono rimasti trascurabili.

La debolezza dei prestiti delle IFM al settore privato non finanziario continua a riflettere sia una modesta domanda sia vincoli di offerta. Dal lato della domanda, l'attuale stadio del ciclo economico e l'accresciuta avversione al rischio continuano a esercitare un impatto avverso, rafforzato da indici di indebitamento persistentemente elevati sia per le famiglie sia per le imprese in diversi paesi dell'area dell'euro. Sul fronte dell'offerta, la disponibilità di prestiti resta limitata a causa della necessità da parte degli enti creditizi in diversi paesi dell'area dell'euro di risanare le proprie posizioni patrimoniali, al fine di coprire potenziali perdite risultanti da eccessivi prestiti erogati in passato e di rispettare i nuovi requisiti patrimoniali. Il pieno effetto delle due ORLT a tre anni sulla crescita dei prestiti – al di là dell'allentamento di eventuali vincoli all'offerta di credito derivante dai miglioramenti delle posizioni di liquidità delle IFM dell'area dell'euro – avrà verosimilmente bisogno di alcuni trimestri per manifestarsi e dipenderà da vari fattori. Questi includono il miglioramento delle prospettive economiche, i progressi nel risanamento dei bilanci che deve essere intrapreso dagli enti creditizi dell'area dell'euro e una riduzione permanente delle tensioni nei mercati del debito sovrano.

**Tavola 3 Prestiti delle IFM al settore privato**

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale <sup>1)</sup>	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					
		2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 4° trim.	2012 1° trim.	2012 apr.	2012 mag.
<b>Società non finanziarie</b>	<b>42,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>
<i>Corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni <sup>2)</sup></i>	-	1,9	2,3	2,1	0,9	0,6	0,2
Fino a un anno	24,5	1,5	4,1	3,8	0,5	0,9	0,2
Oltre un anno e fino a cinque anni	18,0	-2,8	-2,8	-2,5	-2,9	-2,2	-2,5
Oltre cinque anni	57,5	2,2	2,1	2,3	2,0	1,1	0,8
<b>Famiglie <sup>3)</sup></b>	<b>47,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,2</b>	<b>1,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>
<i>Corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni <sup>2)</sup></i>	-	3,0	2,7	2,3	1,9	1,5	1,3
Credito al consumo <sup>4)</sup>	11,8	-1,0	-2,0	-2,0	-1,8	-2,4	-1,9
Mutui per l'acquisto di abitazioni <sup>4)</sup>	72,4	4,4	4,0	3,0	1,8	1,0	0,7
Altri prestiti	15,8	2,0	2,4	1,8	0,9	0,7	0,1
<b>Società di assicurazione e fondi pensione</b>	<b>0,7</b>	<b>3,2</b>	<b>7,0</b>	<b>4,3</b>	<b>-3,0</b>	<b>-6,5</b>	<b>-6,3</b>
<b>Altri intermediari finanziari non monetari</b>	<b>10,1</b>	<b>6,0</b>	<b>3,9</b>	<b>3,3</b>	<b>1,0</b>	<b>-1,4</b>	<b>-2,1</b>

Fonte: BCE.

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

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

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

3) In base alla definizione SEC 95.

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

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) ha evidenziato un'ulteriore diminuzione, portandosi in maggio al -3,0 per cento dal -1,8 per cento del mese precedente e concorrendo così alla crescita di M3. Questo deflusso mensile piuttosto ingente (pari a 61 miliardi di euro) ha riflesso ampi flussi negativi sia per i depositi a più lungo termine sia per le consistenze di titoli di debito delle IFM a più lungo termine nel portafoglio del settore detentore di moneta. Maggio è stato il secondo mese consecutivo in cui si sono registrate emissioni nette negative di questa entità per questi titoli. Tale risultato, insieme alle emissioni nette negative di titoli di debito a breve termine, è indicativo di un utilizzo da parte delle banche dei fondi ottenuti nelle due ORLT a tre anni per sostituire obbligazioni in scadenza o riacquistare tali titoli. Il deflusso relativo ai depositi a più lungo termine è stato sospinto prevalentemente da intermediari finanziari non monetari. Benché le liquidazioni di operazioni di cartolarizzazione non comportanti cancellazione dei prestiti dal bilancio abbiano altresì svolto un ruolo in tale dinamica, questo non è stato dominante come nei mesi precedenti, pertanto è probabile che una genuina ricomposizione dei portafogli degli AIF verso depositi con scadenze più brevi abbia svolto un ruolo importante.

Le attività nette sull'estero delle IFM dell'area dell'euro hanno registrato un afflusso di 12 miliardi di euro in maggio, dopo i deflussi dei due mesi precedenti. Sui dodici mesi, la posizione netta sull'estero delle IFM dell'area dell'euro è diminuita di 36 miliardi di euro nei dodici mesi terminanti in maggio, a fronte di una flessione di 39 miliardi di euro nell'anno terminato in aprile. Pertanto, dopo aver contribuito positivamente alla crescita annuale di M3 tra il marzo 2011 e il febbraio 2012, le attività nette sull'estero hanno frenato la crescita di M3 dal marzo 2012 (cfr. figura 8).

Nel complesso, al di là della considerevole volatilità di breve periodo recentemente osservata, le dinamiche di fondo della moneta e del credito sono rimaste moderate in maggio. Per i prestiti, ciò rispecchia,

dal lato della domanda, la debolezza dell'attività economica e delle prospettive, ed è riconducibile in parte alla necessità di correggere gli elevati livelli di indebitamento presenti nelle economie di diversi paesi dell'area dell'euro. Quando la domanda riprenderà, tuttavia, dovranno essere compiuti sufficienti progressi in termini di necessario risanamento dei bilanci degli enti creditizi, al fine di assicurare una ripresa della crescita dei 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 4,4 per cento in aprile, in ribasso dal 4,8 per cento del mese precedente. Tale diminuzione è riconducibile a una minor crescita delle emissioni di titoli di debito a lungo termine, mentre le emissioni di titoli di debito a breve termine hanno subito un'ulteriore accelerazione. Una maggiore attività di emissione da parte di società non finanziarie e società finanziarie non monetarie è stata più che compensata da un minore tasso di crescita delle emissioni di titoli di debito da parte delle IFM e del settore delle amministrazioni pubbliche. Nel contempo, il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di azioni quotate è sceso all'1,4 per cento.

## TITOLI DI DEBITO

In aprile il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è diminuito al 4,4 per cento, dal 4,8 per cento del mese precedente (cfr. tavola 4). Tale diminuzione

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

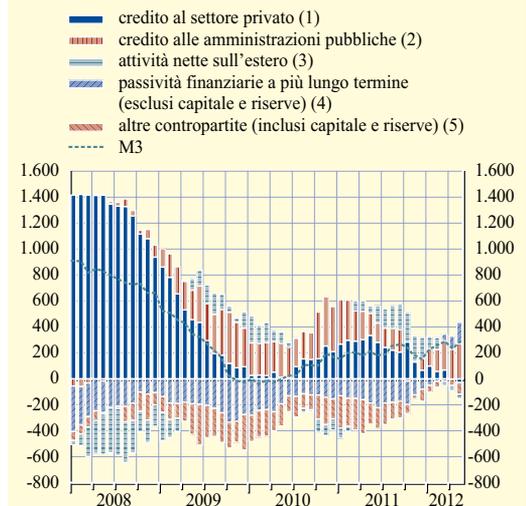
Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro)	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente <sup>1)</sup>					
		2011		2011		2012	
		2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2012 mar.	2012 apr.
<b>Emissione di titoli di debito:</b>	<b>16.744</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,1</b>	<b>4,1</b>	<b>4,8</b>	<b>4,4</b>
IFM	5.610	1,1	2,0	3,3	4,6	4,8	4,2
Società finanziarie non monetarie	3.363	0,7	-0,4	-1,2	-0,4	2,0	2,8
Società non finanziarie	916	4,1	4,9	5,0	6,5	8,1	9,6
Amministrazioni pubbliche	6.855	6,9	6,6	4,9	5,8	5,7	4,8
di cui:							
Amministrazioni centrali	6.190	6,1	5,9	4,2	4,8	4,5	3,7
Altre amministrazioni pubbliche	665	15,8	14,6	13,2	16,8	17,9	15,7
<b>Emissione di azioni quotate:</b>	<b>4.099</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>
IFM	328	7,4	12,4	10,0	10,8	11,3	10,7
Società finanziarie non monetarie	292	4,2	5,0	5,2	3,6	2,8	3,1
Società non finanziarie	3.479	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2

Fonte: BCE.

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

Figura 8 Contropartite di M3

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



Fonte: BCE.

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

è riconducibile a una minor crescita delle emissioni di titoli di debito a lungo termine, mentre le emissioni di titoli di debito a breve termine hanno continuato a crescere. In termini di settori, una maggiore attività di emissione da parte di società non finanziarie e società finanziarie non monetarie è stata più che compensata da un minore tasso di crescita delle emissioni di titoli di debito da parte delle IFM e del settore delle amministrazioni pubbliche.

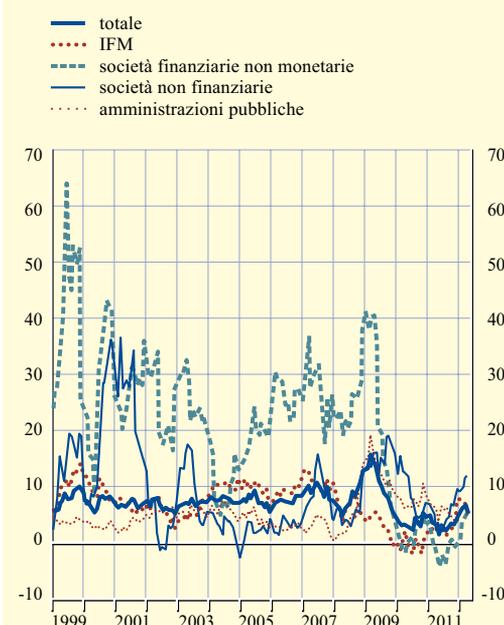
Per quanto riguarda le tipologie di scadenze, in aprile il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di titoli di debito a lungo termine è sceso al 4,2 per cento dal 4,7 del mese precedente, per effetto di una minore attività di emissione nei segmenti di mercato a tasso sia variabile che fisso. Per contro, il tasso di crescita dei titoli di debito a breve termine è ulteriormente aumentato, portandosi al 6,5 per cento in aprile dal 5,7 di marzo. Il tasso di incremento dei titoli di debito a breve termine ha evidenziato una tendenza crescente sin dal dicembre 2011 e ha acquisito maggior slancio in aprile. L'emissione di titoli di debito a breve termine è stata vigorosa sia nel settore delle IFM che in quello delle società non finanziarie in aprile.

Il tasso di crescita complessivo delle emissioni di titoli di debito in aprile cela andamenti differenti tra i diversi settori. Il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di titoli di debito è sceso al 4,2 per cento in aprile per le IFM e al 4,8 per cento per il settore delle amministrazioni pubbliche, a fronte rispettivamente del 4,8 e 5,7 per cento del mese precedente. Il rallentamento del tasso di crescita dei titoli emessi dalle IFM e dal settore delle amministrazioni pubbliche andrebbe valutato nel contesto delle accresciute tensioni nei mercati finanziari e della necessità di risanare le posizioni di bilancio. Per contro, nel caso delle società non finanziarie, il tasso di crescita sui dodici mesi è aumentato ulteriormente dall'8,1 per cento di marzo al 9,6 per cento in aprile, raggiungendo un valore molto prossimo ai livelli medi storici. L'attività di emissione delle società non finanziarie si è andata rafforzando sin dall'ultimo trimestre del 2011, forse di riflesso a una sostituzione dei prestiti bancari con il finanziamento mediante ricorso al mercato nel contesto di criteri stringenti per l'erogazione del credito. Nel caso delle società finanziarie non monetarie, il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi si è collocato al 2,8 per cento in aprile, in rialzo dal 2 per cento di marzo, mese nel quale è tornato su livelli positivi dopo esser stato negativo per 7 mesi.

Per quanto concerne gli andamenti di breve periodo, il tasso di crescita sui sei mesi, espresso in ragione d'anno e calcolato su dati destagionalizzati, indica una decelerazione dell'attività di emissione delle IFM e del settore delle amministrazioni pubbliche (cfr. figura 9). In particolare, l'emissione di titoli di debito nel settore delle IFM, che sin dalla metà del 2011 è stata vigorosa, si è in certa misura indebolita in marzo e aprile 2012. Per contro, l'emissione da parte di società non finanziarie e società finanziarie non monetarie ha registrato un modesto incremento in aprile.

**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.

## AZIONI QUOTATE

Il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti dell'area dell'euro è lievemente diminuito all'1,4 per cento in aprile, dall'1,5 del mese precedente. In particolare, il tasso di incremento sui dodici mesi delle emissioni di azioni da parte delle IFM è sceso al 10,7 per cento in aprile, dall'11,3 di marzo (cfr. figura 10). Nel contempo, il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da società non finanziarie ha registrato una lieve riduzione, di 10 punti base, allo 0,2 per cento in aprile. Per contro, il tasso di emissione di azioni quotate da parte di società finanziarie non monetarie è leggermente aumentato al 3,1 per cento dal 2,8 del mese precedente.

## 2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

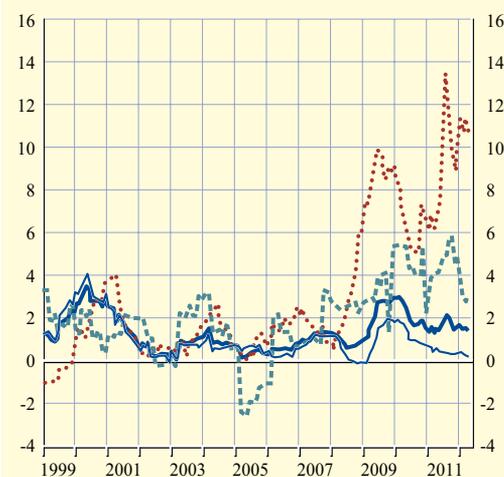
*I tassi di interesse del mercato monetario sono scesi lievemente tra l'inizio di giugno e l'inizio di luglio. Nel sesto periodo di mantenimento del 2012, iniziato il 13 giugno, l'Eonia si è mantenuto su livelli contenuti, riflettendo l'elevato eccesso di liquidità.*

Tra l'inizio di giugno e l'inizio di luglio i tassi del mercato monetario sui depositi privi di garanzia, misurati dall'Euribor, sono lievemente diminuiti. Il 4 luglio i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si sono collocati rispettivamente allo 0,37, 0,65, 0,92 e 1,21 per cento, livelli inferiori di 2 punti base a quelli osservati per ciascuna scadenza il 5 giugno. Di conseguenza, il differenziale tra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese, indicatore dell'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, è rimasto invariato a 84 punti (cfr. figura 11).

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

(tassi di crescita sui dodici mesi)

— totale  
... IFM  
- - - società finanziarie non monetarie  
— società non finanziarie

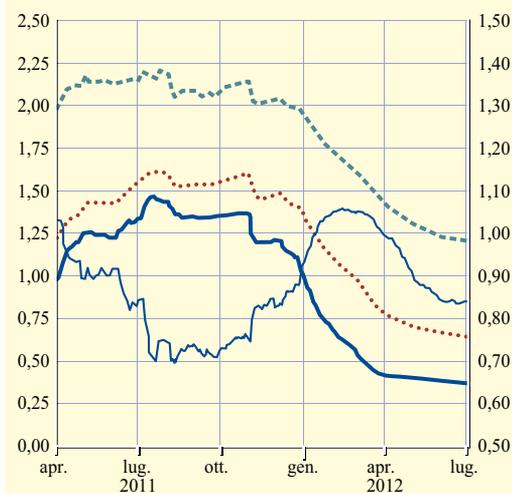


Fonte: BCE.  
Nota: i tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie.

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

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

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



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

Il 4 luglio il tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi si è collocato allo 0,21 per cento, scendendo di 6 punti base rispetto al 5 giugno. Di conseguenza, il differenziale tra l'Euribor a tre mesi e il tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi è aumentato di 4 punti base, a 43 punti base, rimanendo sostanzialmente in linea con i livelli osservati prima dell'estate 2011.

Il 4 luglio i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a settembre e dicembre 2012 e a marzo e giugno 2013 si sono collocati rispettivamente allo 0,48, 0,46, 0,46 e 0,47 per cento, evidenziando nell'ordine decrementi di 6, 7, 6 e 5 punti base rispetto ai livelli osservati il 5 giugno.

Tra il 5 e il 12 giugno, ultimo giorno del quinto periodo di mantenimento dell'anno, l'Eonia è rimasto stabile tra lo 0,34 e lo 0,31 per cento in una situazione di protratta eccedenza di liquidità. Nella parte restante del mese le oscillazioni dell'Eonia sono state estremamente contenute, 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 di liquidità in eccesso. Il 4 luglio l'Eonia si è collocato allo 0,332 per cento.

L'Eurosistema ha condotto diverse operazioni di rifinanziamento tra il 5 giugno e il 4 luglio. Nelle operazioni di rifinanziamento principali del sesto periodo di mantenimento, effettuate il 12, 19 e 26 giugno e il 3 luglio, l'Eurosistema ha allocato rispettivamente 131,7, 167,3, 180,4 e 163,6 miliardi di euro. In giugno l'Eurosistema ha condotto anche due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT), entrambe mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi: un'operazione con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento (con l'aggiudicazione di 18,9 miliardi di euro) il 12 giugno e una ORLT a tre mesi (con l'aggiudicazione di 26,3 miliardi di euro) il 27 giugno.

L'Eurosistema inoltre ha effettuato quattro operazioni di assorbimento della liquidità a una settimana il 12, 19 e 26 giugno e il 3 luglio 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 eseguiti nell'ambito del Programma per i mercati dei titoli finanziari.

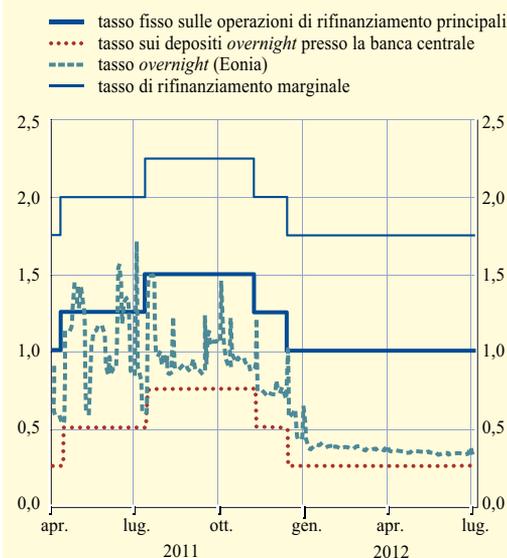
Il sesto periodo di mantenimento dell'anno, iniziato il 13 giugno, è stato caratterizzato da livelli elevati di liquidità in eccesso, con un ricorso medio giornaliero ai depositi presso la banca centrale pari a 764 miliardi di euro il 4 luglio.

## 2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

Tra la fine di maggio e gli inizi di luglio i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con rating AAA sono aumentati di circa 30 punti base, mentre negli Stati Uniti i tassi corrispondenti sono rimasti generalmente invariati. All'interno dell'area dell'euro i rendimenti

**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.

sono complessivamente saliti per gli emittenti con rating AAA, ma sono calati per gli altri paesi. L'incertezza sulla futura evoluzione dei mercati obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita di questi ultimi, è lievemente aumentata nell'area dell'euro. Gli indicatori desunti dai mercati mostrano che le aspettative di inflazione rimangono pienamente coerenti con la stabilità dei prezzi.

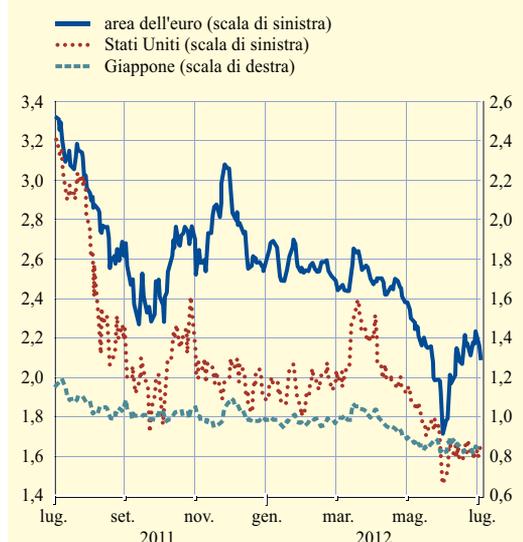
Tra la fine di maggio e il 4 luglio 2012 i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con rating AAA sono aumentati approssimativamente di 30 punti base, al 2,1 per cento circa. Negli Stati Uniti, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono rimasti invariati, collocandosi intorno all'1,6 per cento il 4 luglio. I rendimenti statunitensi hanno registrato solo lievi oscillazioni temporanee in giugno, mentre i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono aumentati nella prima metà del mese e in seguito hanno oscillato senza una tendenza chiara fino alla fine di giugno (cfr. figura 13). Nel complesso, la stabilizzazione dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine negli Stati Uniti su un livello prossimo al minimo storico dell'1,5 per cento raggiunto agli inizi di giugno ha rispecchiato la pubblicazione di dati economici contrastanti per gli Stati Uniti, evidenziando un ridimensionamento del mercato del lavoro ma anche segnali di stabilizzazione del mercato immobiliare. Il Federal Reserve System inoltre ha rivisto al ribasso le proiezioni di crescita e, come largamente atteso, ha ampliato ed esteso la cosiddetta "Operation Twist". Peraltro l'aumento complessivo dei rendimenti a lungo termine sui titoli di Stato dell'area dell'euro con rating AAA ha rispecchiato in parte un ritorno della propensione al rischio nel periodo precedente la riunione del Consiglio europeo di fine giugno, in previsione dell'annuncio di misure di politica economica volte a rafforzare la stabilità finanziaria. Un altro probabile fattore all'origine di tale aumento è stata la voce secondo cui le iniziative tese a mutualizzare il servizio del debito nell'area dell'euro potrebbero ridurre il merito di credito dei paesi con rating elevato. Il risultato della riunione del Consiglio europeo è stato accolto positivamente dagli investitori con una riduzione delle riallocazioni verso investimenti sicuri, contribuendo così all'aumento dei rendimenti sui titoli di Stato dell'area dell'euro con rating AAA nel periodo immediatamente successivo alla riunione.

A seguito delle variazioni relative dei rendimenti nelle due aree economiche, il differenziale fra i tassi di interesse nominali sui titoli di Stato decennali degli Stati Uniti e dell'area dell'euro si è ampliato nel periodo in rassegna, collocandosi a circa 50 punti base il 4 luglio. In Giappone i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono rimasti sostanzialmente invariati, portandosi allo 0,8 per cento il 4 luglio.

L'incertezza degli investitori sugli andamenti a breve termine dei mercati obbligazionari nell'area dell'euro, misurata dalla volatilità implicita nelle opzioni, è aumentata nella prima metà di giugno, per poi diminuire gradualmente fino ai livelli registrati alla fine di maggio. Negli Stati Uniti, la volatilità implicita è diminuita di circa 0,6 punti percentuali. Questi andamenti

**Figura 13 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine**

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



Fonti: Bloomberg e Thomson Reuters.

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

si sono verificati in presenza di un calo della volatilità implicita dei mercati azionari in entrambe le aree economiche.

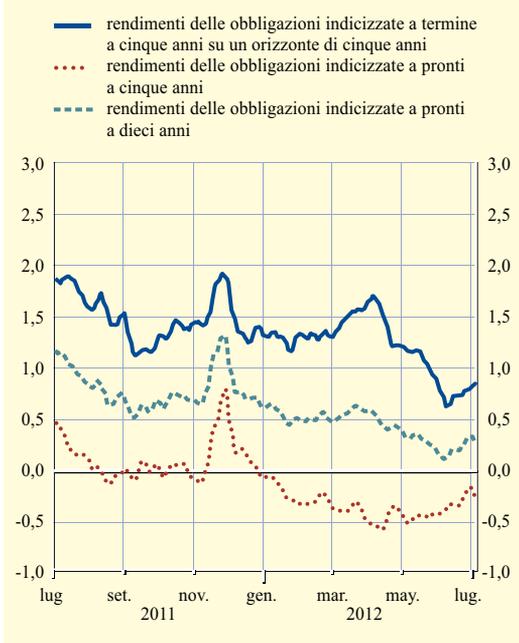
La volatilità implicita dei mercati obbligazionari è diminuita in entrambe le aree economiche (ma più marcatamente negli Stati Uniti) rispetto ai livelli massimi registrati nel novembre 2011. Nell'area dell'euro la volatilità rimane elevata in termini storici e attualmente si colloca su livelli vicini a quelli prevalenti poco prima del fallimento di Lehman Brothers, mentre negli Stati Uniti la volatilità rimane lievemente al di sotto di tali livelli massimi. In linea con la recente riduzione dell'avversione al rischio degli investitori, la domanda di attività "rifugio" (stimata dai premi di liquidità sui titoli di Stato tedeschi tuttora elevati rispetto a quelli delle obbligazioni delle agenzie) è diminuita nel periodo, a indicazione che nel complesso la fiducia sui mercati obbligazionari potrebbe essere migliorata lievemente grazie alla prospettiva di misure di politica economica volte a rafforzare la stabilità finanziaria.

Nel periodo in rassegna i differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane a dieci anni rispetto ai titoli di Stato tedeschi sono diminuiti per Belgio, Italia, Spagna, Grecia, Irlanda e Portogallo, mentre sono rimasti sostanzialmente stabili per Austria, Finlandia, Francia e Paesi Bassi. In giugno i rendimenti spagnoli hanno toccato i livelli massimi nell'area dell'euro, per poi calare alla fine del mese in presenza di una ridotta avversione al rischio. Sempre in giugno l'incertezza sulle esigenze di ricapitalizzazione del settore finanziario e sulle condizioni di finanziamento nel quadro del sostegno finanziario dell'UE hanno contribuito ad aumentare la volatilità dei rendimenti dei titoli di Stato spagnoli. Nel periodo in esame i differenziali sono scesi tra 150 e 500 punti base in Grecia, Irlanda e Portogallo. Il risultato delle elezioni in Grecia ha calmato brevemente i mercati obbligazionari, ma le dichiarazioni della coalizione di governo circa l'intenzione di rinegoziare il programma di sostegno finanziario hanno indotto ulteriori incertezze. I rendimenti obbligazionari a lungo termine dei titoli di Stato sono aumentati nei paesi dell'euro con rating AAA, mentre si sono ridotti nei paesi con minor merito di credito, probabilmente anche per il miglioramento del clima di fiducia prima della riunione del Consiglio europeo.

I rendimenti dei titoli di Stato indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro a cinque e a dieci anni sono aumentati di circa 10 punti base nel periodo in esame, collocandosi a -0,4 e a 0,2 per cento, rispettivamente, il 4 luglio. (cfr. figura 14). Il livello ancora molto contenuto dei tassi reali a lungo termine rispecchia la percezione negativa degli investitori circa le prospettive di crescita a medio termine. Riguardo alle percezioni di inflazione, il tasso di inflazione di pareggio implicito a termine nell'area dell'euro (a cinque anni su un orizzonte quinquennale) è aumentato

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

di circa 30 punti base, al 2,4 per cento, nel periodo in esame (cfr. figura 15). Il tasso desunto dagli *swap* sull'inflazione con lo stesso orizzonte temporale è rimasto sostanzialmente invariato nel periodo, collocandosi al 2,2 per cento il 4 luglio. 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 i rischi di inflazione, gli indicatori basati sul mercato indicano che le aspettative di inflazione rimangono pienamente coerenti con la stabilità dei prezzi.

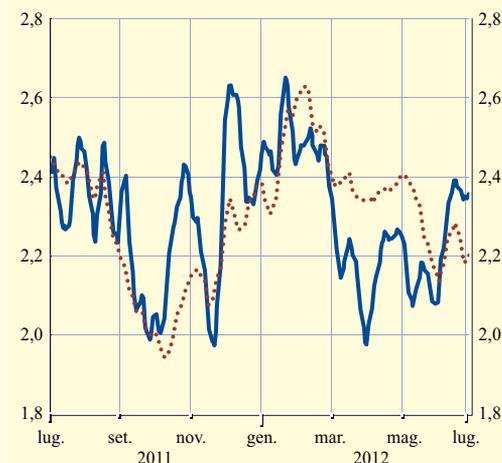
L'andamento generale dei rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con *rating* AAA può essere scomposto nelle variazioni delle aspettative sui tassi di interesse (e dei connessi premi al rischio) su diversi orizzonti (cfr. figura 16). La struttura per scadenza dei tassi a termine registrata il 4 luglio si è accentuata di 50 punti base rispetto a quella osservata alla fine di maggio.

Tra la fine di maggio e il 4 luglio i differenziali di rendimento delle obbligazioni di qualità più elevata (*investment grade*) emesse da società non finanziarie (rispetto all'indice elaborato da Merrill Lynch per i titoli di Stato dell'UEM con *rating* AAA) sono rimasti sostanzialmente stabili. Nello stesso periodo i differenziali sulle obbligazioni *investment grade* emesse da società finanziarie sono calati di circa 15 punti base per gli emittenti con *rating* AAA e AA, mentre si sono ridotti più sensibilmente per le classi di *rating* A e BBB, di circa 40 punti base. Nel complesso, la recente evoluzione dei rendimenti delle obbligazioni societarie suggerisce un lieve miglioramento delle condizioni di finanziamento tramite mercato per le imprese.

**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)

— tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte di cinque anni  
 ..... tasso *swap* indicizzato a termine a cinque anni su un orizzonte di cinque anni

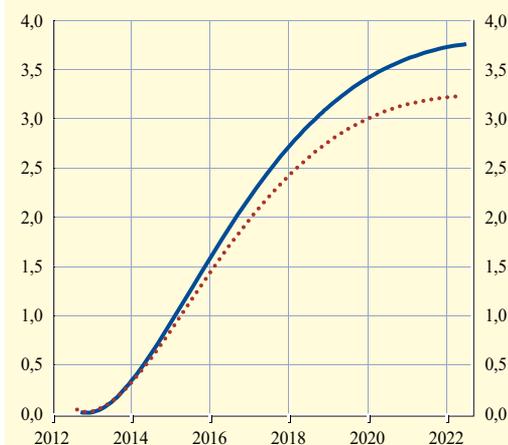


Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.  
 Note: dalla fine di agosto 2011, i tassi di inflazione di pareggio sono calcolati come media ponderata al PIL dei tassi di inflazione e di pareggio stimati separatamente per Francia e Germania. Prima di tale data, i tassi venivano calcolati confrontando 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)

— 4 luglio 2012  
 ..... 31 maggio 2012



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

## 2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

*In maggio i tassi di interesse delle IFM sui depositi hanno continuato a scendere. Sono diminuiti anche i tassi sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e i prestiti alle società non finanziarie, sia per le scadenze brevi sia per quelle lunghe. L'abbassamento dei tassi sui prestiti alle società non finanziarie è stato accompagnato da una riduzione del differenziale tra i prestiti di piccola e di grande entità, che rimane tuttavia elevato nel confronto storico.*

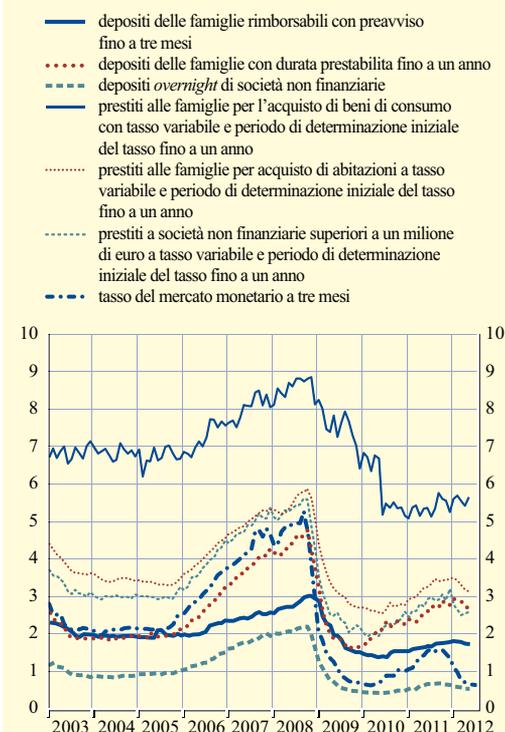
I tassi di interesse delle IFM a breve termine sui depositi hanno registrato un calo in maggio. I tassi applicati sui depositi delle famiglie con durata prestabilita fino a un anno sono scesi di 2 punti base, mentre quelli sui depositi delle società non finanziarie di pari durata sono calati di 9 punti base (cfr. figura 17).

Sempre in maggio anche i tassi di interesse delle IFM sui prestiti a breve termine sono diminuiti per la maggior parte. I tassi di interesse sugli scoperti di conto per le società non finanziarie sono calati di 3 punti base, mentre quelli sui prestiti erogati dalle IFM alle imprese con scadenza iniziale inferiore a un anno si sono ridotti di 6 punti base. La diminuzione dei tassi di interesse sui prestiti a breve termine alle imprese riflette di fatto un calo più marcato di 5 punti base, al 4,1 per cento, dei tassi di interesse sui prestiti di modesta entità (fino a 1 milione di euro) e un aumento di 3 punti base, al 2,6 per cento, dei tassi sui prestiti di importo elevato (superiori a 1 milione di euro). Pertanto, il differenziale tra i tassi di interesse delle IFM sui prestiti a breve termine di modesta entità, presumibilmente erogati a piccole imprese, e quelli sui prestiti di importo elevato, concessi presumibilmente a grandi imprese, si è ridotto lievemente in maggio. Tuttavia, il differenziale è stato pari a 156 punti base, livello elevato nel confronto storico. Sempre in maggio anche i tassi applicati dalle IFM sui mutui a breve termine alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono scesi di 6 punti base, mentre quelli sul credito al consumo, in genere abbastanza volatili, sono aumentati di 22 punti base, invertendo così il calo osservato nel mese precedente. Nel complesso, dal momento che l'Euribor è diminuito di 4 punti base nello stesso mese, il differenziale rispetto ai tassi sui prestiti a breve termine alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è sceso a 247 punti base, mentre quello rispetto ai prestiti a breve termine di importo elevato erogati alle società non finanziarie è salito a 191 punti base (figura 18).

In una prospettiva di più lungo periodo, i tassi di interesse delle IFM sui prestiti a breve termine sono diminuiti dall'inizio del 2012. Tale

**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



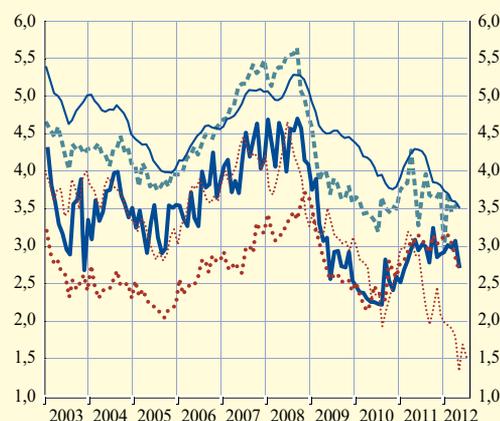
Fonte: BCE.

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).

andamento potrebbe riflettere ancora la trasmissione delle variazioni dei tassi di mercato a quelli sui prestiti bancari dopo la riduzione dei tassi d'interesse di riferimento della BCE nel novembre e dicembre 2011, nonché il miglioramento delle posizioni di liquidità delle banche, alla luce delle due ORLT a tre anni condotte nel dicembre 2011 e nel febbraio 2012, e l'ampliamento della politica dell'Eurosistema in materia di garanzie.

Quanto alle scadenze più lunghe, i tassi sui prestiti di importo elevato alle società non finanziarie sono rimasti invariati in maggio, mentre sono diminuiti quelli sui prestiti di modesta entità e quelli sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. Più specificamente, i tassi sui prestiti di importo elevato alle imprese con un periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni si sono situati al 3,6 per cento in maggio, invariati da aprile e lievemente al di sotto del livello massimo raggiunto nel febbraio 2012. Allo stesso tempo, i tassi sui prestiti di modesta entità erogati dalle IFM sono diminuiti di 12 punti base, al 4,1 per cento. Anche i tassi sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con un periodo di determinazione iniziale del tasso compreso tra cinque e dieci anni hanno registrato un calo di circa 7 punti base (cfr figura 19).

Fino ad aprile 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 nell'ambito dei flussi a favore

di investimenti sicuri. In maggio il differenziale tra i tassi a lungo termine sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (con scadenza superiore a dieci anni) e i rendimenti dei titoli di Stato a sette anni con *rating* AAA è rimasto sostanzialmente invariato a 249 punti base. Per le società non finanziarie, il differenziale corrispondente per i prestiti di importo elevato è aumentato di circa 7 punti base, portandosi a 191 punti base.

In una prospettiva di più lungo periodo, i tassi sui prestiti a lungo termine alle famiglie e quelli sui prestiti a lungo termine di importo elevato alle imprese hanno mostrato in genere una trasmissione in qualche misura incompleta e lenta. Le regolarità nelle relazioni storiche tra i tassi sui prestiti a lungo termine e i rendimenti dei titoli di Stato con *rating* AAA corrispondenti potrebbero aver subito una distorsione dovuta alle recenti tensioni connesse con la crisi del debito sovrano e alla vulnerabilità delle banche nell'area dell'euro. I differenziali tra questi tassi e i corrispondenti rendimenti sono perciò aumentati sensibilmente dall'inizio del 2012.

## 2.6 MERCATI AZIONARI

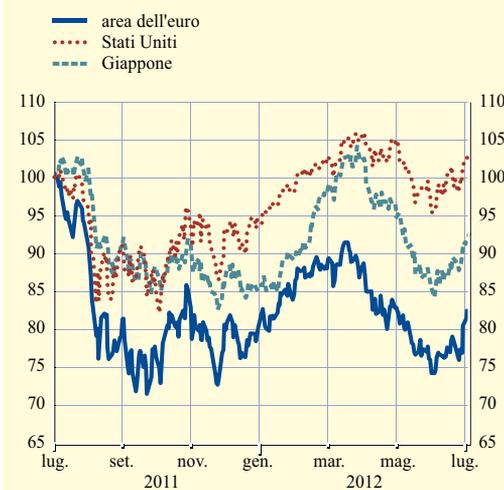
*Tra la fine di maggio e gli inizi di luglio i corsi azionari sono aumentati di circa l'8 per cento nell'area dell'euro e di circa il 5 per cento negli Stati Uniti. Il rialzo delle quotazioni azionarie nelle due principali aree economiche si è verificato alla luce delle prospettive di misure di politica economica volte a rafforzare la stabilità finanziaria nell'area dell'euro, nonché del protrarsi dell'orientamento accomodante di politica monetaria negli Stati Uniti. D'altro canto, la pubblicazione di dati che indicano un certo deterioramento delle prospettive economiche di breve periodo ha continuato a pesare sui corsi azionari. I prezzi delle azioni finanziarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti hanno registrato aumenti più marcati rispetto agli indici ampi. L'incertezza circa l'andamento dei corsi azionari, misurata dalla volatilità implicita, è diminuita in entrambe le aree economiche.*

Tra la fine di maggio e il 4 luglio i corsi azionari nell'area dell'euro, misurati dall'indice ampio Dow Jones Euro Stoxx, sono aumentati di circa l'8 per cento, mentre quelli negli Stati Uniti, misurati dall'indice Standard & Poor's 500, sono saliti di circa il 5 per cento (cfr. figura 20). Nello stesso periodo anche le quotazioni azionarie in Giappone, misurate dall'indice Nikkei 225, hanno evidenziato un incremento, pari a circa il 7 per cento.

Le dinamiche degli indici azionari nelle due principali aree economiche sono state relativamente uniformi in giugno e agli inizi di luglio. I mercati azionari non hanno evidenziato una chiara direzionalità per gran parte di giugno, segnando un rialzo solo dopo il risultato della riunione del Consiglio europeo. I mercati azionari sono stati sostenuti positivamente dal risultato delle elezioni in Grecia, dai segnali di stabilizzazione del mercato immobiliare statunitense e dalle prospettive di misure di politica

Figura 20 Indici dei corsi azionari

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



Fonte: Thomson Reuters.

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

economica volte a rafforzare la stabilità finanziaria nell'area dell'euro. I mercati azionari hanno tratto beneficio anche dall'estensione della "Operation Twist" negli Stati Uniti e dai colloqui sulle misure per la crescita tra i capi di Stato o di governo dell'UE. Dal lato negativo, i dati sull'occupazione inferiori alle attese e le revisioni al ribasso della crescita negli Stati Uniti, oltre ai timori sulla stabilità finanziaria in alcuni paesi dell'area dell'euro, hanno pesato sui corsi azionari in giugno. Verso la fine del mese il risultato della riunione del Consiglio europeo è stato accolto positivamente dagli operatori di mercato, contribuendo al rialzo delle quotazioni azionarie sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti.

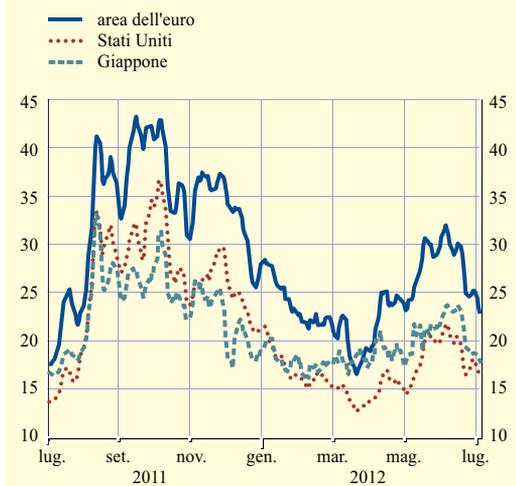
I rialzi delle quotazioni azionarie nel periodo di riferimento sono stati generalizzati nell'area dell'euro, con aumenti in tutti i principali paesi. Nel complesso dell'area il sottoindice finanziario del mercato azionario ha mostrato la tendenza a determinare le variazioni dell'indice ampio, aumentando di circa il 12 per cento nel periodo. Anche negli Stati Uniti gli aumenti sono stati determinati dal sottoindice finanziario, che ha

evidenziato un incremento del 6 per cento, a fronte di un rialzo del 4 per cento registrato dal sottoindice non finanziario. Le decisioni delle agenzie di *rating* sul declassamento di più livelli della Spagna, nonché di varie banche spagnole e istituzioni finanziarie mondiali, hanno avuto un impatto negativo ma limitato sui mercati azionari e sui sottoindici finanziari.

L'incertezza dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita, è rimasta stabile nell'area dell'euro fino a metà giugno, ma in seguito è diminuita, portandosi al 23 per cento il 4 luglio. La volatilità implicita è scesa anche negli Stati Uniti, sebbene in misura minore, al 16 per cento, e si mantiene inferiore a quella nell'area dell'euro. In entrambe le aree economiche gli attuali livelli di incertezza dei mercati azionari sono prossimi a quelli osservati agli inizi del 2012 (cfr. figura 21).

**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.

## 3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, in giugno l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è collocata al 2,4 per cento, invariata rispetto al mese precedente. Sulla base degli attuali prezzi dei contratti future sul petrolio, i tassi di inflazione dovrebbero diminuire ulteriormente nel corso del 2012 e riportarsi al di sotto del 2 per cento nel 2013. Nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria, a fronte di una crescita moderata nell'area dell'euro e di aspettative di inflazione saldamente ancorate, le pressioni di fondo sui prezzi dovrebbero rimanere contenute. I rischi per le prospettive a medio termine sull'evoluzione dei prezzi restano sostanzialmente bilanciati.

### 3.1 I PREZZI AL CONSUMO

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC si è collocata in giugno al 2,4 per cento, invariata rispetto a maggio (cfr. tavola 5). Nelle ultime settimane le quotazioni petrolifere sono diminuite marcatamente. Il minore incremento dell'inflazione della componente energetica potrebbe essere stato in parte compensato dal più forte incremento dell'inflazione degli alimentari non trasformati osservato in alcuni paesi dell'area dell'euro.

In maggio, l'ultimo mese per cui è disponibile una scomposizione ufficiale, l'inflazione misurata sullo IAPC è diminuita al 2,4 per cento, dal 2,6 di aprile. Questa flessione ha riflesso i più contenuti tassi di incremento della componente energetica e, in misura minore, di quella alimentare, solo in parte compensati da un lieve aumento dell'inflazione nei servizi. L'inflazione dei beni industriali non energetici è rimasta invariata.

Analizzando più in dettaglio le principali componenti dello IAPC, l'inflazione dei beni energetici è scesa dall'8,1 al 7,3 per cento tra aprile e maggio, per effetto di un ribasso dei prezzi dell'energia su base mensile (-1,4 per cento) che ha più che compensato un effetto base al rialzo (cfr. figura 22). In particolare, il tasso di variazione sui dodici mesi del prezzo dei carburanti per il trasporto di persone è fortemente diminuito in maggio, mentre quelli dell'elettricità e del gas sono aumentati marginalmente.

**Tavola 5 Andamenti dei prezzi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

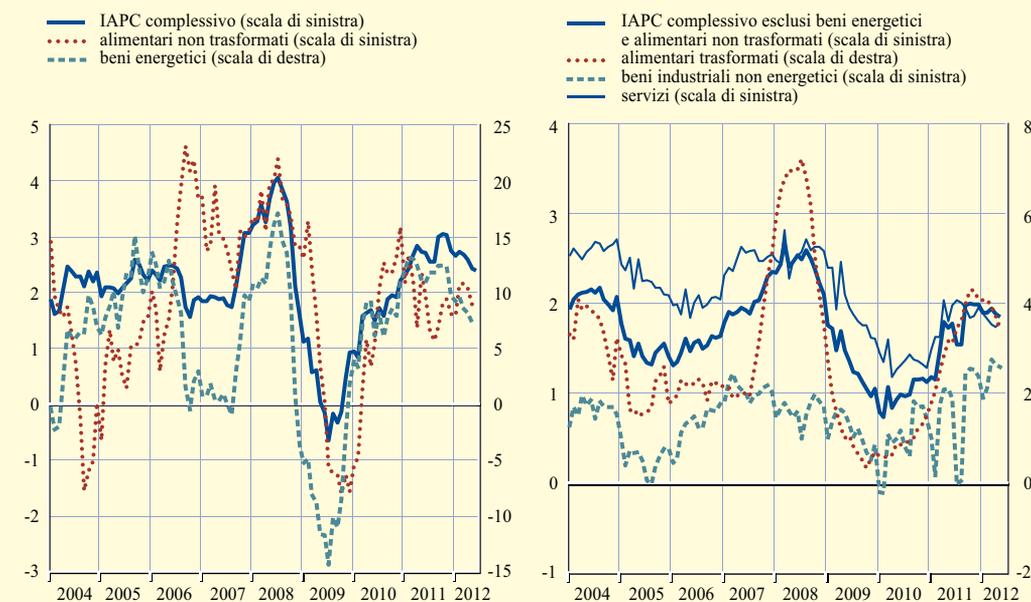
	2010	2011	2012 gen.	2012 feb.	2012 mar.	2012 apr.	2012 mag.	2012 giu.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>								
Indice complessivo <sup>1)</sup>	1,6	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6	2,4	2,4
Beni energetici	7,4	11,9	9,2	9,5	8,5	8,1	7,3	.
Alimentari non trasformati	1,3	1,8	1,6	2,2	2,2	2,1	1,8	.
Alimentari trasformati	0,9	3,3	4,1	4,1	3,9	3,7	3,4	.
Beni industriali non energetici	0,5	0,8	0,9	1,0	1,4	1,3	1,3	.
Servizi	1,4	1,8	1,9	1,8	1,8	1,7	1,8	.
<b>Altri indicatori di prezzi</b>								
Prezzi alla produzione nell'industria	2,9	5,9	3,9	3,7	3,5	2,6	2,3	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	60,7	79,7	86,2	89,7	94,2	91,4	86,0	76,4
Prezzi delle materie prime non energetiche	44,6	12,2	-4,6	-7,5	-5,2	-3,8	-0,2	0,9

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

1) Il dato sullo IAPC di giugno 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.

L'inflazione degli alimentari freschi è diminuita in maggio all'1,8 per cento, dal 2,1 di aprile, riflettendo i minori tassi di incremento di tutte le componenti. Anche l'inflazione degli alimentari trasformati si è ridotta ulteriormente al 3,4 per cento da tassi lievemente superiori al 4 per cento agli inizi dell'anno, a causa di un effetto base al ribasso. Il calo dell'inflazione degli alimentari trasformati ha rispecchiato, in particolare, minori incrementi sui dodici mesi dei prezzi di pane e cereali, nonché di latte, formaggio e uova, mentre il tabacco è rincarato allo stesso tasso di aprile.

Al netto delle componenti alimentare ed energetica, che costituiscono circa il 30 per cento del paniere dello IAPC, l'inflazione sui dodici mesi è rimasta invariata in maggio all'1,6 per cento per il terzo mese consecutivo. 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.

In maggio il tasso di variazione sui dodici mesi dei beni industriali non energetici è rimasto invariato all'1,3 per cento, mentre l'inflazione dei servizi è aumentata marginalmente, all'1,8 per cento dall'1,7 di aprile. Tale incremento è riconducibile a più elevati tassi di crescita dei prezzi dei servizi di trasporto e ricreativi, che hanno più che compensato il rallentamento osservato nei servizi di comunicazione e vari.

### 3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

In maggio l'inflazione alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è scesa al 2,3 per cento, dal 2,6 di aprile (cfr. figura 23). Il calo del tasso di incremento sui dodici mesi dell'indice complessivo ha interessato tutte le principali componenti, in particolare i prodotti energetici, gli

alimentari e i beni di consumo non alimentari. Nello stesso periodo, l'inflazione alla produzione, al netto delle costruzioni e dell'energia, è scesa dall'1,6 all'1,3 per cento.

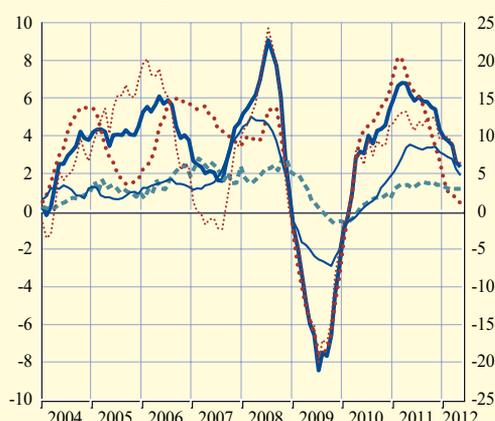
Agli stadi successivi della filiera produttiva la componente dei beni di consumo alimentari nell'inflazione alla produzione dell'area dell'euro ha continuato la graduale flessione osservata dalla seconda metà del 2011, diminuendo ulteriormente dal 3,2 per cento in aprile al 2,6 in maggio. È prevista un'ulteriore moderazione nel breve periodo a causa della risposta ritardata al calo in atto del tasso di incremento sui dodici mesi dei prezzi delle materie prime alimentari nell'UE. L'andamento potrebbe essere in parte compensato dai prezzi all'importazione delle materie prime alimentari e degli alimentari trasformati, che hanno iniziato ad aumentare nei mesi recenti. Il tasso di variazione dei beni di consumo non alimentari è sceso in maggio dallo 0,9 allo 0,7 per cento, continuando la flessione dai livelli storicamente elevati raggiunti a fine 2011. Questo calo, insieme a quello dell'inflazione all'importazione, segnala un allentamento delle pressioni all'origine sulla componente dei beni industriali non energetici dello IAPC.

In giugno gli indicatori di prezzo delle indagini per il settore industriale, che anticipano gli andamenti dell'indice dei prezzi alla produzione, sono ulteriormente diminuiti (cfr. figura 24). I dati dell'indagine della Commissione europea sulle aspettative per i prezzi di vendita hanno segnato un sensibile calo, per effetto delle significative revisioni al ribasso nel settore dei beni intermedi. Per quanto riguarda l'indice dei responsabili degli acquisti, l'indice dei prezzi dell'*output* nel settore manifatturiero è sceso in giugno al di sotto del valore soglia di 50, per la prima volta dal marzo 2010. L'indice dei prezzi degli *input* per il settore manifatturiero è bruscamente diminuito da 52,3 in maggio a 45,3 in giugno, riflettendo la flessione dei prezzi delle materie prime. Nello stesso periodo l'indice dei prezzi degli *input* nel settore dei servizi è rimasto a 54,3, mentre quello dei prezzi dell'*output* ha continuato la tendenza calante. Questi due indici si collocano attualmente su livelli decisamente inferiori alla media di lungo periodo, indicando pressioni al ribasso sui prezzi.

**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)

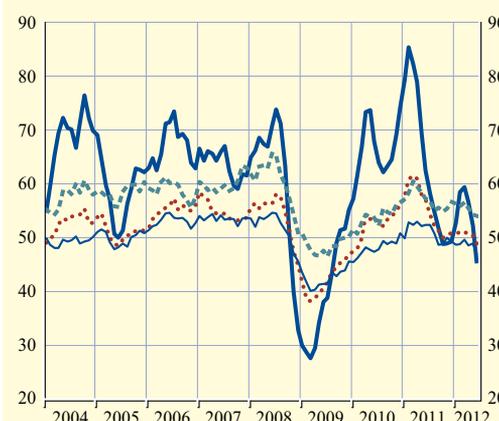


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura 24** Indagini sui prezzi alla produzione degli *input* e degli *output*

(indici di diffusione; dati mensili)

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



Fonte: Markit.

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

**Tavola 6 Indicatori del costo del lavoro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2010	2011	2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 4° trim.	2012 1° trim.
Retribuzioni contrattuali	1,7	2,0	2,0	1,9	2,1	2,0	2,0
Costo orario complessivo del lavoro	1,5	2,8	2,5	3,3	2,6	2,8	2,0
Redditi per occupato	1,7	2,2	2,1	2,2	2,3	2,2	1,9
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	2,5	1,3	2,2	1,3	1,2	0,9	0,4
Costo del lavoro per unità di prodotto	-0,8	0,8	-0,2	0,9	1,2	1,4	1,5

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

### 3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Gli indicatori del costo del lavoro diffusi di recente hanno mostrato alcuni segnali di moderazione delle pressioni salariali nel primo trimestre del 2012 (cfr. tavola 6 e figura 25), probabilmente per effetto della moderata attività economica e della perdurante debolezza del mercato del lavoro.

In aprile le informazioni preliminari sulle retribuzioni contrattuali confermano il quadro di un allentamento delle pressioni salariali nell'area dell'euro. Il costo orario del lavoro è sceso al 2,0 per cento nel primo trimestre del 2012, dal 2,8 del periodo precedente. Il calo è stato generalizzato a diversi settori (cfr. figura 26). I costi non salariali sono aumentati allo stesso ritmo della componente salariale dei costi orari del lavoro nell'area dell'euro.

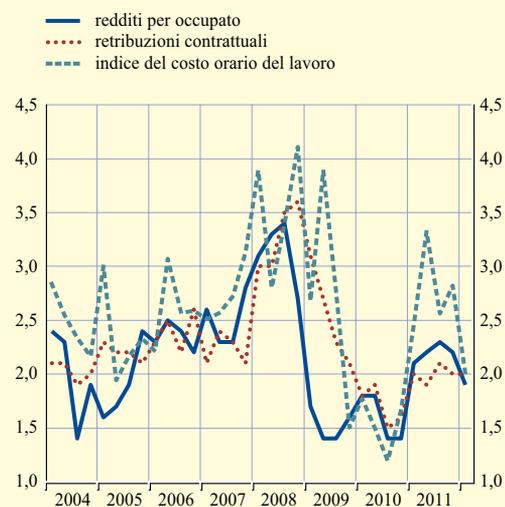
Altri indicatori salariali, come i redditi per occupato, sono aumentati del 1,9 per cento nel primo trimestre di quest'anno, in misura lievemente inferiore rispetto al trimestre precedente. Nonostante questa flessione, il costo del lavoro per unità di prodotto ha subito un forte incremento sul periodo corrispondente all'1,5 per cento nei primi tre mesi del 2012, contro l'1,4 del quarto trimestre del 2011, poiché la produttività del lavoro ha registrato un rallentamento più marcato rispetto ai redditi per occupato. In prospettiva, nel contesto di deboli condizioni del mercato del lavoro, le pressioni salariali nel complesso dovrebbero rimanere contenute.

### 3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, in giugno l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è collocata al 2,4 per cento nell'area dell'euro, invariata rispetto al mese precedente. Sulla base degli attuali prezzi dei contratti *future* sul petrolio, i tassi di inflazione dovrebbero diminuire ulteriormente nel corso del 2012 e riportarsi al di sotto del 2 per cento nel

**Figura 25 Indicatori del costo del lavoro**

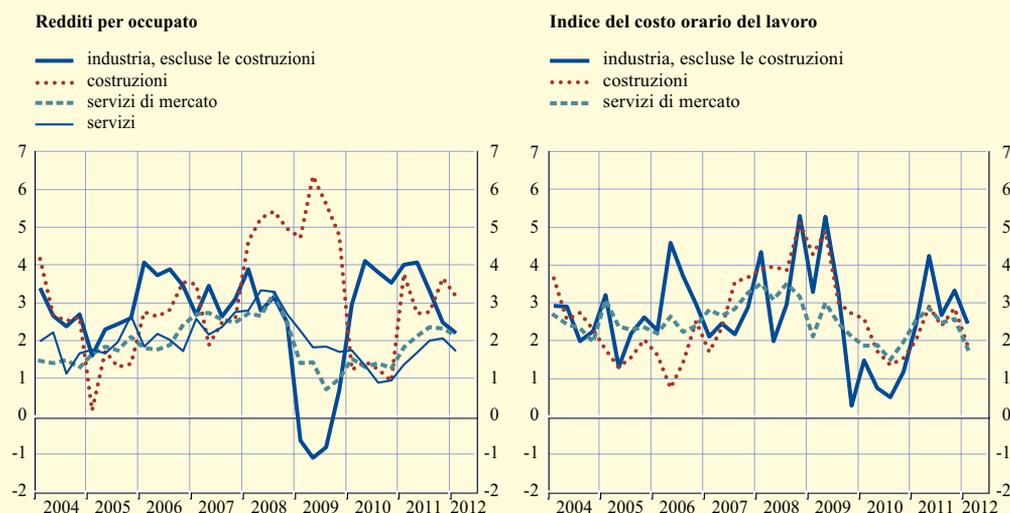
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 26 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

2013. Nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria, a fronte di una crescita moderata 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 a medio termine sull'evoluzione dei prezzi continuano a essere sostanzialmente bilanciati. Quelli al ribasso sono connessi all'impatto di una crescita più debole delle attese nell'area dell'euro, mentre quelli al rialzo riguardano un ulteriore inasprimento dell'imposizione indiretta, dovuto alla necessità di risanare i conti pubblici, nonché prezzi dei beni energetici superiori alle attese nel medio termine.

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

*Su base trimestrale il PIL dell'area dell'euro in termini reali è rimasto invariato nel primo trimestre del 2012, dopo essere diminuito dello 0,3 per cento nel trimestre precedente. Gli indicatori disponibili per il secondo trimestre segnalano un rinnovato indebolimento della crescita economica e una maggior incertezza. Su un orizzonte temporale più lungo, l'economia dell'area dell'euro dovrebbe riprendersi gradatamente, sebbene con una dinamica di fondo del prodotto frenata da vari fattori, in particolare le tensioni in alcuni mercati del debito sovrano dell'area dell'euro e il loro impatto sulle condizioni di credito, il processo di aggiustamento dei bilanci del settore finanziario e di quello non finanziario, e infine l'elevata disoccupazione. I rischi per le prospettive economiche dell'area dell'euro continuano a essere al ribasso.*

### 4.1 LE COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

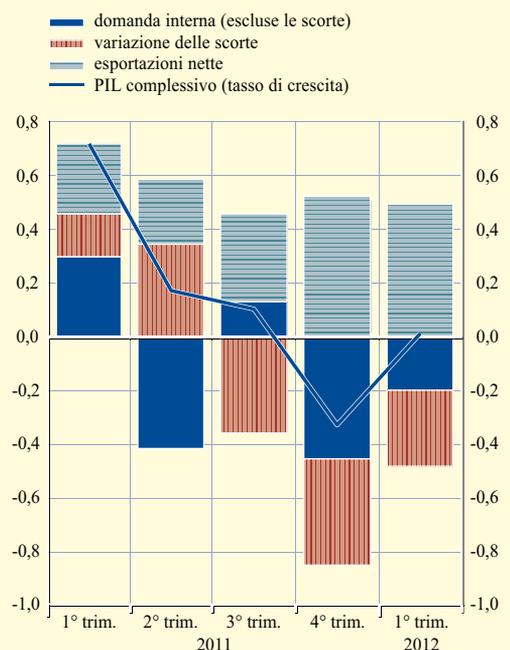
Nel primo trimestre del 2012 il PIL dell'area dell'euro in termini reali ha registrato una crescita congiunturale piatta, dopo essere diminuito dello 0,3 per cento nel trimestre precedente (cfr. figura 27). L'andamento più recente riflette di nuovo il contributo positivo fornito dall'interscambio netto, mentre la domanda interna e la variazione delle scorte hanno concorso negativamente alla crescita del PIL. Il prodotto è rimasto di oltre il 2 per cento inferiore al picco ciclico toccato prima della recessione nel primo trimestre del 2008. Al riguardo, il riquadro 1 nella Sezione 1 esamina la ripresa in atto in alcune economie avanzate, collocandola in una prospettiva storica.

Nel primo trimestre del 2012 i consumi privati sono rimasti invariati rispetto al quarto trimestre del 2011, dopo essersi contratti dello 0,5 per cento nel periodo precedente. È presumibile che il risultato del primo trimestre sia attribuibile al contributo negativo degli acquisti di automobili, controbilanciato dalla crescita positiva dei consumi di servizi e, in misura minore, di beni di consumo al dettaglio.

Per quanto riguarda il secondo trimestre, le informazioni disponibili segnalano il permanere di dinamiche moderate della spesa per consumi. Sebbene le vendite al dettaglio siano aumentate dello 0,6 per cento in maggio, nei primi due mesi del secondo trimestre si situavano tuttavia al di sotto del livello del primo trimestre dell'anno. Sempre in maggio le immatricolazioni di nuove autovetture nell'area dell'euro sono cresciute dell'1,0 per cento in termini congiunturali, annullando solo in parte il calo del 4,5 per cento segnato nel mese precedente. Nei primi due mesi del secondo trimestre le immatricolazioni si sono collocate su un livello di quasi l'1,0 per cento inferiore alla media del primo trimestre. Si tratta nondimeno di un'attenuazione della caduta rispetto ai primi tre mesi dell'anno, quando le immatricolazioni erano calate del 6,7 per cento sul periodo precedente.

**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.

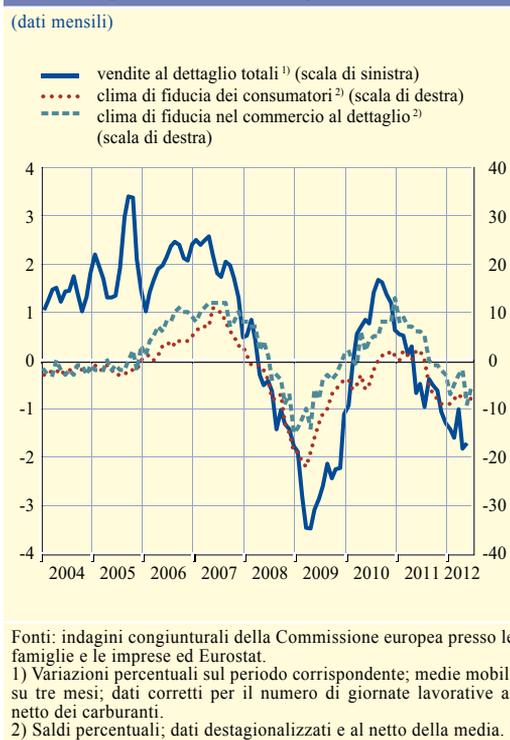
I dati ricavati dalle indagini qualitative sul commercio al dettaglio per il secondo trimestre indicano una perdurante debolezza dei consumi di beni (cfr. figura 28). L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per tale settore è sceso da 46,7 nel primo trimestre a 44,3 nel secondo, segnalando un'ulteriore flessione delle vendite. Inoltre, in base all'indagine della Commissione europea, l'indice della fiducia dei consumatori è leggermente calato fra maggio e giugno. Il suo livello medio per il secondo trimestre era tuttavia analogo a quello del trimestre precedente. Tale indice, che pare essersi sostanzialmente stabilizzato dopo il netto calo nella seconda metà del 2011, rimane al di sotto della sua media di lungo periodo, segnalando pertanto una mancanza di dinamismo della spesa per consumi. L'indicatore degli acquisti di importo rilevante, rimasto stabile fra il primo e il secondo trimestre, si situa tuttora su un livello storicamente basso: i consumatori sembrano pertanto ancora cauti nelle decisioni di spesa in beni durevoli.

Nel primo trimestre del 2012 gli investimenti fissi lordi sono nettamente diminuiti, dell'1,4 per cento rispetto al periodo precedente, registrando il quarto periodo consecutivo di contrazione. La scomposizione disponibile per il primo trimestre evidenzia un calo trimestrale dell'1,6 e dell'1,1 per cento rispettivamente degli investimenti al netto delle costruzioni e di quelli in costruzioni.

La produzione industriale di beni di investimento (un indicatore degli investimenti futuri al netto delle costruzioni) si è contratta in aprile del 2,9 per cento in termini congiunturali. Nel primo trimestre del 2012 essa è risultata invariata rispetto al trimestre precedente e, in aprile, si è collocata su un livello inferiore di quasi il 2 per cento rispetto alla media del primo trimestre. Inoltre, i risultati delle indagini per il settore industriale al netto delle costruzioni (sia l'indice PMI sia l'indicatore della Commissione europea sulla fiducia delle imprese) segnalano una flessione dell'attività di investimento nel secondo trimestre. L'indicatore della fiducia delle imprese si è mantenuto inferiore alla sua media storica, mentre il PMI per il settore manifatturiero è rimasto per tutto il secondo trimestre al di sotto della soglia teorica tra espansione e contrazione fissata a 50.

In aprile la produzione nelle costruzioni si è ridotta del 2,6 per cento rispetto al mese precedente, dopo essere aumentata dell'11,4 per cento in marzo. Al contempo, nel secondo trimestre del 2012 l'indicatore della fiducia relativo al settore delle costruzioni pubblicato dalla Commissione europea ha continuato a collocarsi al di sotto della sua media storica. L'indice PMI per il settore delle costruzioni nell'area dell'euro si è situato ben al di sotto di 50 in aprile e maggio, anticipando il prolungamento della fase di debolezza (cfr. il riquadro 2 dal titolo "Andamenti recenti nel settore delle costruzioni dell'area dell'euro" per un'analisi più dettagliata).

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



Dopo la contrazione registrata nell'ultimo trimestre del 2011, i flussi commerciali dell'area dell'euro si sono stabilizzati nel primo trimestre di quest'anno. Le esportazioni sono aumentate dell'1,0 per cento sul trimestre precedente, principalmente per effetto di un rafforzamento della domanda estera mentre le importazioni hanno segnato un leggero calo (dello 0,2 per cento). Le informazioni rese disponibili successivamente fanno ritenere che nel secondo trimestre le importazioni siano rimaste deboli e le esportazioni abbiano perso slancio. In aprile sia le importazioni sia le esportazioni di beni sono calate su base mensile. Sullo sfondo della diffusa incertezza sul vigore della ripresa mondiale, i risultati delle indagini relative alle esportazioni dell'area dell'euro sono anch'essi peggiorati di recente, mettendo fine alla serie di informazioni positive sull'interscambio registrate a cavallo fra il 2011 e il 2012. Nel secondo trimestre di quest'anno il livello medio del PMI relativo ai nuovi ordinativi dall'estero si collocava ben al di sotto della media del trimestre precedente e della soglia teorica tra espansione e contrazione fissata a 50. Nel più lungo termine, ci si attende che la crescita della domanda estera e delle esportazioni dell'area dell'euro torni a recuperare terreno nella seconda metà del 2012, grazie a un rafforzamento graduale, per quanto modesto, dell'attività economica internazionale. Coerentemente con le attese per l'attività economica nell'area dell'euro, le prospettive di breve periodo per le importazioni restano piuttosto modeste.

#### 4.2 PRODOTTO PER SETTORE

Nel primo trimestre del 2012 il valore aggiunto in termini reali è diminuito dello 0,1 per cento rispetto al periodo precedente, in ragione della caduta dell'attività nel settore delle costruzioni, che ha registrato una netta contrazione dello 0,9 per cento. Per contro, il valore aggiunto è rimasto invariato sia nel settore industriale (al netto delle costruzioni) sia in quello dei servizi.

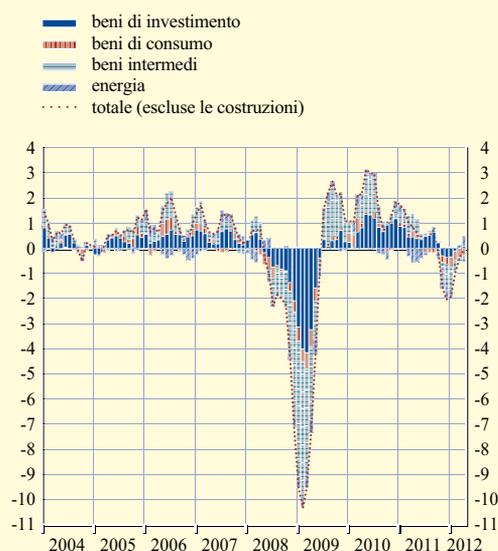
Per quanto concerne gli andamenti registrati nel secondo trimestre del 2012, in aprile la produzione industriale (al netto delle costruzioni) è calata dell'1,1 per cento sul mese precedente, dopo essersi già ridotta dello 0,1 per cento in marzo. In aprile essa si è collocata a un livello inferiore dello 0,9 per cento rispetto a quello medio del primo trimestre, segnando un ulteriore peggioramento rispetto alla flessione trimestrale dello 0,4 per cento registrata nel primo trimestre dell'anno (cfr. figura 29). Gli indicatori tratti dalle inchieste congiunturali evidenziano un indebolimento dell'attività industriale nel secondo trimestre (cfr. figura 30). Ad esempio, il PMI relativo alla produzione manifatturiera è diminuito da 49,8 a 45,2 fra il primo e il secondo trimestre, raggiungendo così un livello nettamente inferiore alla soglia di 50 che individua convenzionalmente l'espansione.

I dati più recenti confermano la protratta debolezza dell'attività nel settore delle costruzioni (cfr. il riquadro 2 per un'analisi dettagliata). In aprile la produzione del settore è calata del 2,6 per cento in termini congiunturali, dopo aver evidenziato nei due mesi precedenti ampie oscillazioni riconducibili alle condizioni meteorologiche negative in alcune aree dell'Europa. Malgrado i dati mensili negativi, la produzione nel settore delle costruzioni in aprile risultava cresciuta rispetto alla media del trimestre precedente. Le dinamiche della sua espansione di fondo, tuttavia, restano deboli: gli indicatori tratti dalle indagini segnalano infatti un'ulteriore contrazione nel settore.

Nonostante un leggero miglioramento in giugno, l'indice PMI dell'attività nel settore dei servizi è diminuito fra il primo e il secondo trimestre del 2012. Esso continua a collocarsi su livelli inferiori a 50, in linea con una crescita negativa del prodotto nel comparto nel secondo trimestre dell'anno. Altre indagini presso le imprese, come quelle condotte dalla Commissione europea, confermano sostanzialmente i risultati del PMI.

**Figura 29 Crescita della produzione industriale e contributi**

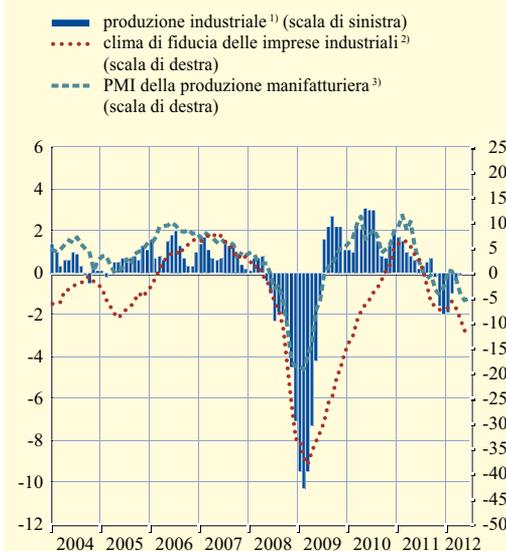
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)



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

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

(dati mensili; destagionalizzati)



Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, Markit ed elaborazioni della BCE.  
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 2**

**EVOLUZIONE RECENTE DEL SETTORE DELLE COSTRUZIONI NELL'AREA DELL'EURO**

Nell'area dell'euro l'attività nel settore delle costruzioni ha registrato una rapida espansione nel periodo che ha preceduto la crisi economica e finanziaria (cfr. figura A). Nonostante la ripresa della crescita economica alla fine del 2009, la brusca contrazione in questo comparto si è protratta e, agli inizi del 2012, non erano ancora emersi chiari segnali di stabilizzazione. Secondo i dati di contabilità nazionale, all'inizio del 2012 nell'area dell'euro l'attività e l'occupazione in questo settore erano inferiori rispettivamente del 15 e 20 per cento in confronto ai valori massimi precedenti. Il presente riquadro passa in rassegna i recenti andamenti nel settore delle costruzioni dell'area dell'euro e nei cinque maggiori paesi che ne fanno parte, nonché le prospettive per i prossimi trimestri.

La dinamica della media dell'area dell'euro dissimula andamenti divergenti tra i paesi più grandi. Durante il periodo 2004-2007 i maggiori contributi positivi all'attività nel settore in esame sono provenuti da Francia, Italia, Paesi Bassi e, soprattutto, Spagna, che hanno più che compensato la contrazione in Germania. Dal 2008 la dinamica dell'attività nel settore delle costruzioni ha subito un'inversione (cfr. figura B). L'attività si è moderata in Spagna, Italia, Paesi Bassi e, in misura minore, in Francia, mentre è stata sostanzialmente stabile in Germania, con alcuni segnali positivi più di recente. Benché agli inizi del 2011 si siano osservati segnali di stabilizzazione in

**Figura A Valore aggiunto e occupazione relativi al settore delle costruzioni nell'area dell'euro**

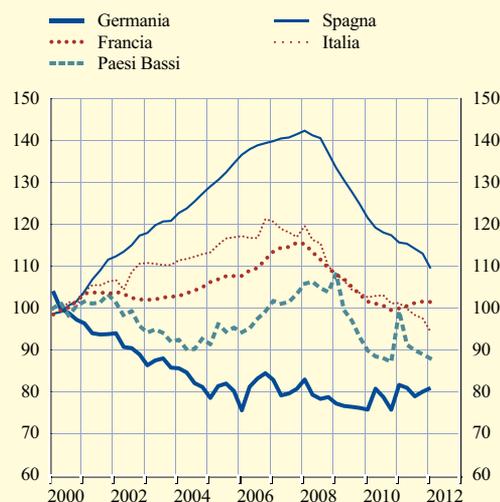
(indice: 2000 = 100; dati trimestrali, destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative; valori concatenati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura B Valore aggiunto del settore delle costruzioni in alcuni paesi dell'area dell'euro**

(indice: 2000 = 100; dati trimestrali, destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative; valori concatenati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i dati relativi ai Paesi Bassi sono soltanto destagionalizzati.

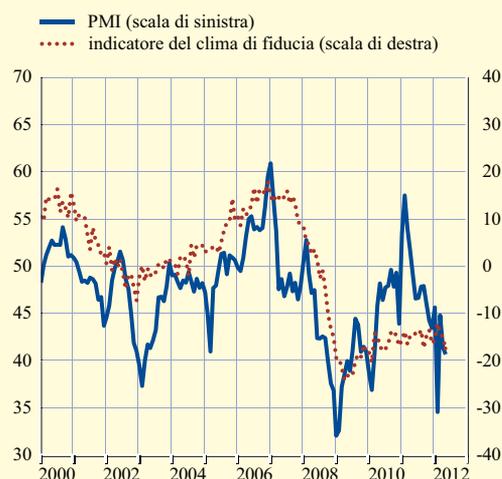
alcuni paesi, l'acuirsi della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro ha provocato una rinnovata debolezza nella seconda metà dell'anno.

I deboli andamenti nell'attività complessiva delle costruzioni si sono altresì rispecchiati negli indicatori ricavati dalle indagini. Ad esempio, nel maggio 2012 per il tredicesimo mese consecutivo l'indice dei responsabili degli acquisti (*Purchasing Managers' Index*, PMI) per il settore delle costruzioni nell'area dell'euro è stato inferiore al valore soglia di 50 (circostanza normalmente associata a una contrazione dell'attività), mettendo in evidenza la debolezza dell'attività in tale comparto (cfr. figura C). I bassi valori del PMI relativo alle costruzioni vanno tuttavia interpretati con cautela, poiché questo settore ha registrato una moderata espansione tra il 2001 e il 2005 mentre per la maggior parte di tale periodo il relativo PMI è stato inferiore a 50. Peraltro, nel maggio 2012 l'indicatore del clima di fiducia nel settore delle costruzioni per l'area dell'euro elaborato dalla Commissione europea si è collocato ancora su un livello decisamente inferiore alla media di lungo periodo, nonostante una moderata ripresa dal 2009. Anche gli indicatori anticipatori dell'attività nel settore delle costruzioni sono rimasti deboli. Dagli inizi del 2009 il numero di permessi per costruire rilasciati nell'area dell'euro e, secondo la Commissione europea, le valutazioni dei portafogli ordini da parte delle imprese di costruzione hanno registrato un lento aumento, sia pure da livelli modesti (cfr. figura D).

Il clima nel settore delle costruzioni dell'area dell'euro nel suo complesso riflette le deboli condizioni di fiducia che si osservano nei cinque maggiori paesi dell'area dell'euro, ad eccezione della Germania dove sono più positive. In tale paese, gli indicatori congiunturali dell'attività in esame sono ancora favorevoli, sulla scorta di una vivace domanda di investimenti nell'edilizia in parte riconducibile all'incertezza che caratterizza le prospettive di rendimento delle attività finanziarie. In Spagna, la domanda interna rimane debole. Nei mesi recenti si è osservata tuttavia

**Figura C PMI e indicatore del clima di fiducia per il settore delle costruzioni nell'area dell'euro**

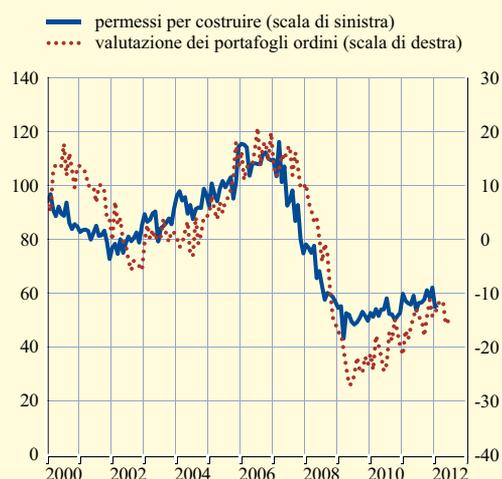
(dati mensili destagionalizzati)



Fonti: Commissione europea e Markit.  
Nota: l'indicatore di fiducia è stato normalizzato attorno alla media della serie dal 1999.

**Figura D Permessi per costruire rilasciati e valutazione dei portafogli ordini da parte delle imprese di costruzioni nell'area dell'euro**

(dati mensili destagionalizzati)



Fonti: Commissione europea ed Eurostat.  
Note: per le concessioni edilizie l'anno di base dell'indice è il 2005. La valutazione dei portafogli ordini è stata normalizzata attorno alla media della serie a partire dal 1999.

una certa stabilizzazione degli indicatori congiunturali dell'attività nel settore delle costruzioni, sebbene su livelli bassi. Nei Paesi Bassi, unitamente a una correzione dei prezzi delle abitazioni, si è avuto un rapido deterioramento degli indicatori desunti dalle indagini per il settore delle costruzioni, con una flessione su valori registrati in precedenza solo al culmine della crisi, mentre in Francia e Italia il clima di fiducia sembra essersi stabilizzato su un livello in qualche misura inferiore alla media della serie.

In prospettiva, è probabile che l'attività nel settore delle costruzioni rimanga moderata, come suggeriscono gli indicatori congiunturali. In Francia e Italia, sull'attività del settore potrebbero pesare anche i provvedimenti tesi al risanamento dei conti pubblici, come l'aumento delle imposte sugli immobili e il graduale rientro delle misure fiscali a favore degli investimenti in immobili residenziali. Inoltre, l'attività nei paesi più colpiti dalla crisi del debito sovrano potrebbe essere frenata da costi di finanziamento più elevati e da correzioni nel settore finanziario, mentre in Germania l'attività sarà favorita dai bassi costi di finanziamento.

#### 4.3 MERCATO DEL LAVORO

Le condizioni nei mercati del lavoro dell'area dell'euro sono ulteriormente peggiorate. L'occupazione è diminuita, mentre il tasso di disoccupazione ha continuato ad aumentare. Le indagini non segnalano miglioramenti per il prossimo futuro.

Nel primo trimestre del 2012 l'occupazione è calata dello 0,2 per cento su base trimestrale, dopo aver segnato flessioni di entità comparabile nei due periodi precedenti. Al tempo stesso, le ore lavorate hanno segnato un lieve recupero, crescendo dello 0,1 per cento (cfr. tavola 7). A livello settoriale e su base trimestrale, gli ultimi dati sull'occupazione riflettono ancora una volta una netta

## 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 3° trim.	2011 4° trim.	2012 1° trim.	2010	2011	2011 3° trim.	2011 4° trim.	2012 1° trim.
Totale economia	-0,6	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	0,1	0,1	-0,5	0,1
<i>di cui:</i>										
Agricoltura e pesca	-1,2	-2,4	-0,5	-0,7	-0,3	-0,4	-1,6	-0,4	-0,4	-0,3
Industria	-3,4	-1,3	-0,5	-0,6	-0,5	-1,7	-0,9	0,0	-1,2	0,1
Escluse le costruzioni	-3,1	-0,1	0,1	-0,3	-0,2	-0,6	0,5	0,5	-0,6	0,5
Costruzioni	-3,8	-3,9	-1,6	-1,5	-1,3	-3,8	-3,7	-1,0	-2,5	-0,8
Servizi	0,4	0,7	-0,1	-0,1	-0,1	0,7	0,6	0,2	-0,2	0,1
Commercio e trasporti	-0,7	0,5	-0,1	-0,5	-0,2	-0,3	0,2	0,3	-0,8	-0,1
Information and communication	-1,2	1,4	-0,5	0,3	1,0	-0,6	1,1	0,2	-0,2	1,7
Finanziari e alle imprese	-1,0	-0,1	0,1	0,0	-0,2	-0,4	0,4	0,3	-0,4	0,2
Real Estate activities	-1,0	2,3	-0,8	2,0	-0,8	0,2	1,9	0,6	0,8	-1,8
Servizi Professionali	2,0	2,5	-0,3	0,3	-0,7	2,5	2,9	0,0	0,4	-0,5
Amministrazione pubblica	1,0	0,1	0,1	-0,1	0,0	1,2	0,1	0,1	0,1	0,6
Altri servizi <sup>1)</sup>	0,8	-0,2	0,0	0,1	0,6	0,6	-0,5	0,7	0,0	0,6

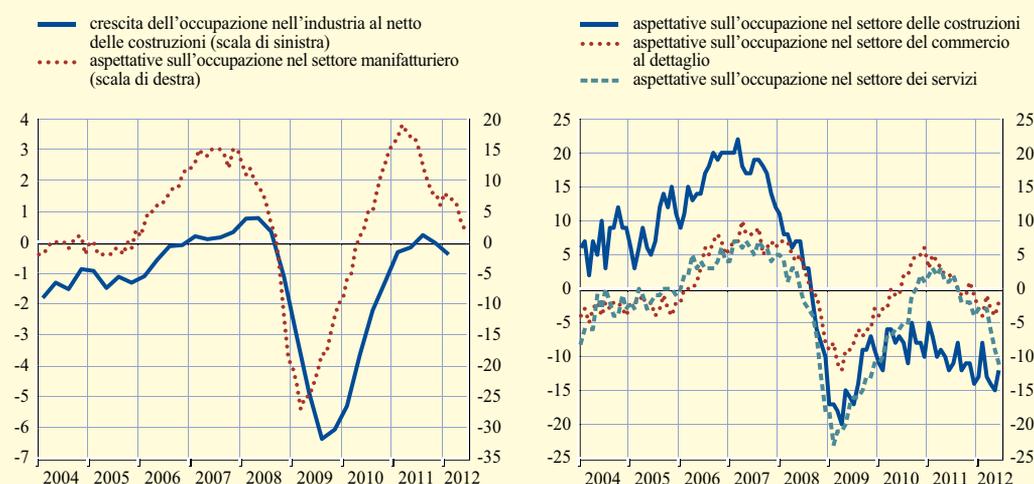
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

flessione nelle costruzioni (1,3 per cento). Il settore industriale (al netto delle costruzioni) e quello dei servizi evidenziavano invece cali meno pronunciati (0,2 e 0,1 per cento, rispettivamente). I risultati delle indagini più recenti prefigurano ulteriori cali dell'occupazione nel secondo trimestre dell'anno (cfr. figura 31).

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

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

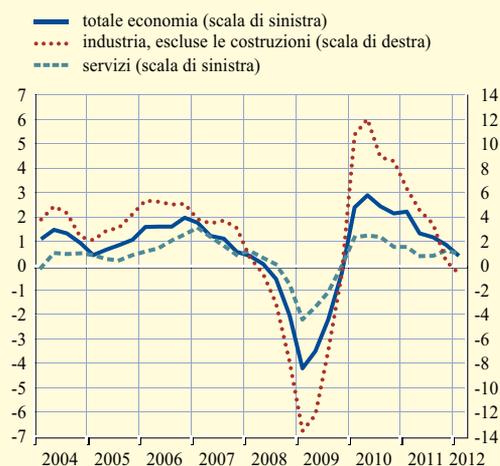


Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.

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

**Figura 32 Produttività del lavoro per occupato**

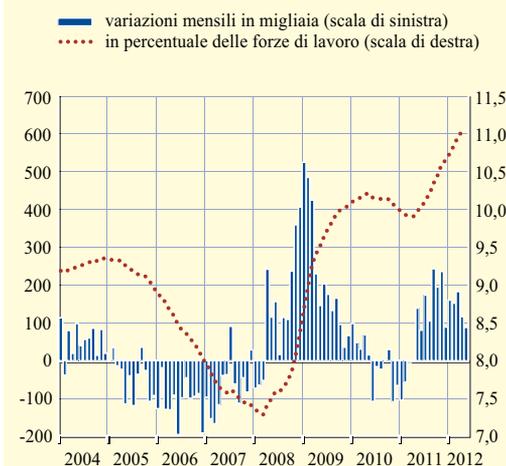
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura 33 Disoccupazione**

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Il tasso di crescita annuale della produttività per occupato ha continuato a ridursi, passando dallo 0,9 allo 0,4 per cento fra il quarto trimestre del 2011 e il primo trimestre del 2012 (cfr. figura 32). Il calo ha interessato tutti i settori, ma ha colpito soprattutto le costruzioni. Nello stesso periodo, anche la produttività per ora lavorata ha registrato una riduzione del tasso di crescita medio annuo pari a un decimo di punto percentuale, attestandosi allo 0,7 per cento. In prospettiva, i valori più recenti dell'indice di produttività desunto dall'indagine PMI segnalano un'ulteriore moderazione della crescita della produttività nel secondo trimestre del 2012.

Il tasso di disoccupazione è ulteriormente aumentato fra aprile e maggio di quest'anno, raggiungendo l'11,1 per cento, un livello superiore di 1,2 punti percentuali rispetto al picco di aprile 2011 (cfr. figura 33). I mercati del lavoro dell'area dell'euro hanno pagato un caro tributo alla crisi economica e finanziaria. Il riquadro 3 esamina gli andamenti recenti della relazione fra le variazioni nella disoccupazione e la crescita del prodotto nell'area dell'euro e nei singoli paesi.

**Riquadro 3**

**ANDAMENTI RECENTI DELLA RELAZIONE DI OKUN NELL'AREA DELL'EURO**

Dopo aver toccato il minimo dei venticinque anni precedenti al 7,3 per cento nel primo trimestre del 2008, il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro è aumentato fino al 10,9 per cento del primo trimestre del 2012. Nel presente riquadro questa recente evoluzione viene analizzata con riferimento alla relazione fra prodotto e disoccupazione (legge di Okun) al livello sia dell'intera area dell'euro sia dei singoli paesi dell'area. Si esaminano inoltre i nessi fra la relazione di Okun e gli andamenti salariali al fine di valutare in che misura le variazioni della disoccupazione osservate a partire dalla recente crisi economica e finanziaria riflettano il diverso grado di flessibilità dei salari nei vari paesi dell'area dell'euro.

## La legge di Okun per l'area dell'euro

La legge di Okun quantifica la relazione osservata fra le variazioni della crescita economica e quelle del tasso di disoccupazione. La figura A presenta la relazione di Okun per l'area dell'euro nel periodo dal primo trimestre del 1996 al primo trimestre del 2012. Dal 1996 fino all'inizio della recessione del 2008-09 i coefficienti di Okun stimati per l'area dell'euro erano generalmente prossimi a -0,4. Tuttavia, la prassi di mantenere manodopera inutilizzata (c.d. *labour hoarding*), diffusa in vari paesi dell'area e collegata in parte agli accordi per la riduzione dell'orario di lavoro, ha diminuito la reattività della disoccupazione agli andamenti del PIL<sup>1)</sup>. Più di recente, a livello aggregato di area dell'euro la reattività della disoccupazione alle dinamiche del PIL sembra essere ritornata ai livelli precedenti la crisi (cfr. i dati più recenti riportati nella figura A), e il tasso di disoccupazione ha reagito in misura maggiore alle variazioni dell'attività economica. L'andamento osservato per l'area dell'euro nel suo complesso non rende tuttavia conto delle marcate differenze riscontrate nell'aggiustamento della disoccupazione nei vari paesi dell'area.

### Andamenti a livello di singoli paesi

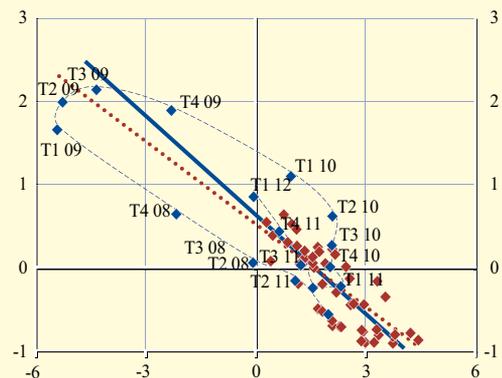
La reattività della disoccupazione agli andamenti del PIL differisce considerevolmente fra i paesi dell'area dell'euro. La figura B evidenzia il grado di variazione fra paesi e illustra come la reattività della disoccupazione si sia modificata nel corso della crisi. La figura indica che, prima dell'inizio della recessione nel secondo trimestre del 2008, la Grecia, il Lussemburgo, Malta, l'Estonia, Cipro, l'Irlanda, l'Italia e l'Austria si caratterizzavano tutti per una reattività relativamente bassa (coefficienti di Okun superiori a -0,2), mentre la Germania, i Paesi Bassi, la Slovacchia e in particolare la Spagna evidenziavano reazioni vigorose e relativamente rapide del tasso di disoccupazione alle variazioni del PIL (coefficienti di Okun inferiori a -0,4). È probabile che queste differenze riflettano in parte le riforme strutturali del mercato del lavoro intraprese nell'ultimo gruppo di paesi nella prima parte degli anni duemila, compresi i provvedimenti di riforma delle indennità di disoccupazione (come le riforme Hartz in Germania) e la liberalizzazione delle norme a disciplina dei contratti temporanei (particolarmente diffusi in Spagna).

I paesi più lontani dalla diagonale a 45° (nella figura B) hanno registrato una variazione più significativa della relazione di Okun a partire dall'inizio della recessione nell'area dell'euro. Nei

1) Cfr. anche i riquadri intitolati "La legge di Okun e i recenti andamenti del prodotto e della disoccupazione nell'area dell'euro", *Bollettino mensile*, BCE, giugno 2011, e "L'adeguamento del mercato del lavoro nell'area dell'euro", *Bollettino mensile*, BCE, marzo 2012.

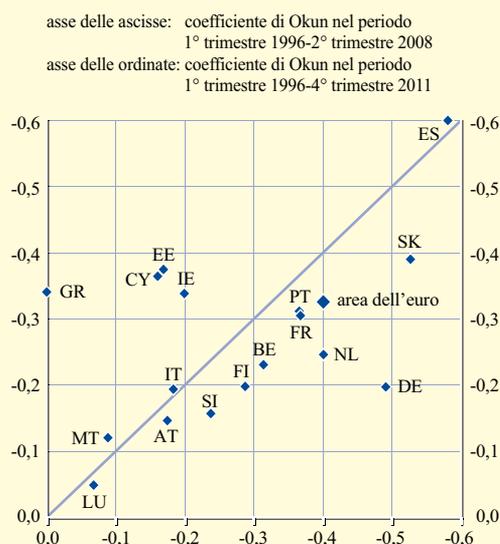
Figura A Legge di Okun per l'area dell'euro

asse delle ascisse: variazioni percentuali annue nel PIL dell'area dell'euro  
asse delle ordinate: variazioni annue in punti percentuali del tasso di disoccupazione nell'area dell'euro



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Note: i rombi denotano singole rilevazioni tratte dai dati trimestrali per il periodo dal 1° trimestre del 1996 al 1° trimestre del 2012; la linea di *trend* (linea blu continua) è stimata sulla base delle rilevazioni fino al 1° trimestre del 2008 (compreso); la linea bordeaux punteggiata si basa su tutte le rilevazioni fino al 1° trimestre 2012 (compreso).

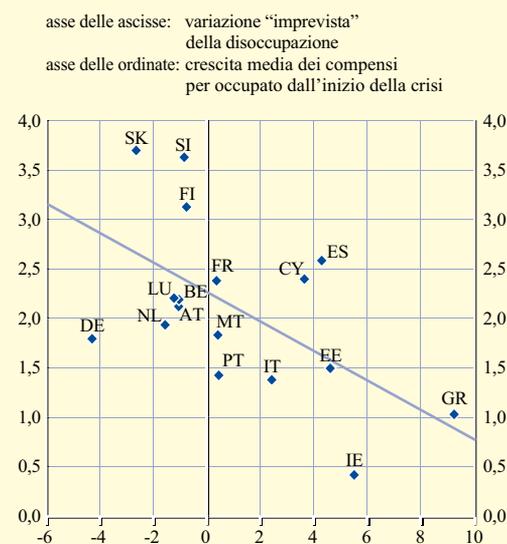
**Figura B** Variazioni recenti dei coefficienti di Okun



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Note: per ragioni di spazio la rilevazione per la Spagna è troncata. Essa va da -0,78 per il periodo precedente la recessione (1° trimestre 1996-1° trimestre 2008) a quasi l'unità (-0,98) se si include il periodo più recente (fino al 4° trimestre 2011 compreso).

**Figura C** Crescita media annua dei compensi per occupato e variazione "imprevista" della disoccupazione, 2° trimestre 2008-4° trimestre 2011

(punti percentuali; variazioni percentuali annue)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Nota: la variazione "imprevista" della disoccupazione è calcolata come differenza fra il livello effettivo della disoccupazione e quello atteso sulla base della relazione di Okun vigente prima della recessione (1° trimestre 1996-1° trimestre 2008, come nella figura B).

paesi al di sopra della diagonale la reattività della disoccupazione alle variazioni del PIL è sensibilmente aumentata; per alcuni di questi (Grecia, Cipro, Irlanda e Spagna) l'incremento riflette probabilmente le forti perdite di posti di lavoro risultanti dagli eccessivi squilibri macroeconomici accumulati negli anni precedenti la crisi. Nei paesi al di sotto della diagonale (segnatamente in Germania, Paesi Bassi e Belgio) il calo della reattività della disoccupazione è probabilmente in ampia misura il risultato degli accordi per la riduzione dell'orario di lavoro adottati in molti casi nel corso della crisi. Inoltre, i paesi dell'area dell'euro dove i costi del lavoro sono andati crescendo in modo relativamente rapido nel più lungo periodo hanno generalmente registrato aumenti più pronunciati del tasso di disoccupazione<sup>2)</sup>.

### Risposta dei salari agli aumenti della disoccupazione

Le considerevoli differenze fra paesi in termini di aggiustamento dei mercati del lavoro dall'inizio della crisi riflettono soprattutto differenze di flessibilità e assetti istituzionali dei mercati del lavoro, nonché l'entità dei progressi realizzati sul fronte delle riforme strutturali. La figura C mostra la risposta dei salari nell'area dell'euro a variazioni "impreviste" della disoccupazione (approssimate dalla differenza fra il tasso di disoccupazione effettivo e il livello di disoccupazione atteso sulla base della relazione di Okun precedente la crisi). In un mercato del lavoro

2) Questo tema è stato trattato anche all'interno del riquadro "L'adeguamento del mercato del lavoro nell'area dell'euro", *Bollettino mensile*, BCE, marzo 2012.

ben funzionante un'elevata disoccupazione dovrebbe esercitare pressioni al ribasso sui salari. Il fatto che la disoccupazione sia aumentata più del previsto in alcuni paesi (riportati a destra nella figura C) a partire dallo scoppio della crisi dovrebbe aver indotto un maggiore grado di moderazione salariale. Nel complesso, tuttavia, l'entità degli aggiustamenti è stata considerevolmente diversa. In base alla figura C, la crescita dei salari sembra essere stata più moderata della media (ossia inferiore alla linea di trend) soprattutto in Irlanda. Per contro, in altri paesi (come Cipro, Spagna e, fino a poco tempo fa, Grecia) i salari sono risultati significativamente meno reattivi ad aumenti maggiori del previsto nella disoccupazione<sup>3)</sup>.

### Conclusioni

I mercati del lavoro dell'area dell'euro hanno pagato un pesante tributo alla crisi economica e finanziaria. La diversa reazione dei tassi di disoccupazione alla crisi riflette, in parte, le considerevoli differenze esistenti fra i paesi in termini di assetti istituzionali dei mercati del lavoro, entità e impatto delle precedenti riforme strutturali e concentrazione settoriale delle perdite dei posti di lavoro. Al tempo stesso, in vari paesi la correzione al ribasso dei salari è stata modesta, e ciò malgrado l'aumento della disoccupazione, a indicazione della necessità di ulteriori riforme che favoriscano la flessibilità dei salari. In molti dei paesi più colpiti si stanno intraprendendo riforme strutturali. Tali riforme dovranno mirare anche a incoraggiare la flessibilità dei mercati del lavoro e la moderazione salariale, in modo da agevolare la riallocazione settoriale dei lavoratori in esubero, favorire la creazione di posti di lavoro e ridurre così la disoccupazione.

3) Questi risultati vanno tuttavia interpretati con cautela. In particolare, la crescita media dei salari dal 2008 cela alcune forti moderazioni registrate negli ultimi trimestri, spesso a seguito della riduzione decisa dai governi ai salari nel settore pubblico, in alcuni paesi. Inoltre, le variazioni "impreviste" della disoccupazione sono stimate sulla base della differenza fra il livello effettivo della disoccupazione e quello atteso sulla base della relazione di Okun nel periodo precedente la crisi, ma per molti paesi tale relazione presenta una valenza esplicativa solo debole. Infine, ai fini della figura C, la relazione di Okun pre-crisi è stimata per il periodo fino al primo trimestre del 2008 per tutti i paesi (le date della crisi non sono pertanto specifiche a seconda dei paesi).

## 4.4 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Gli indicatori per il secondo trimestre del 2012 segnalano un ulteriore indebolimento della crescita economica e una maggiore incertezza. Al di là del breve termine, l'economia dell'area dell'euro dovrebbe registrare una graduale ripresa, ma la sua dinamica di fondo potrebbe essere frenata da vari fattori, fra cui in particolare le tensioni in alcuni mercati del debito sovrano dell'area dell'euro e il loro impatto sulle condizioni di credito, il processo di aggiustamento dei bilanci nel settore finanziario e in quello non finanziario e l'elevata disoccupazione.

I rischi per le prospettive economiche dell'area dell'euro restano al ribasso, e riguardano segnatamente una rinnovata recrudescenza delle tensioni in vari mercati finanziari dell'area e le possibili ripercussioni per l'economia reale dell'area stessa. Sussistono inoltre rischi al ribasso collegati alla possibilità di nuovi rincari dell'energia nel medio periodo.

In una prospettiva di lungo periodo, il riquadro 4 sintetizza le principali conclusioni del rapporto sull'invecchiamento della popolazione (*Ageing Report*) per il 2012 redatto dalla Commissione europea e dal Comitato di politica economica dell'UE, nonché le sfide che gli andamenti demografici pongono per la crescita economica e le finanze pubbliche.

## Riquadro 4

**SFIDE PER LE FINANZE PUBBLICHE DERIVANTI DALL'INVECCHIAMENTO DELLA POPOLAZIONE: NUOVE EVIDENZE PER L'AREA DELL'EURO**

Assicurare la sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche nell'area dell'euro e nei paesi che ne fanno parte è un presupposto essenziale per il regolare funzionamento dell'UEM. La crisi del debito sovrano ha mostrato gli effetti negativi che ingenti squilibri di bilancio in alcuni paesi membri possono avere sulla stabilità economica e finanziaria dell'unione monetaria nel suo complesso. A tale riguardo, un importante insegnamento della crisi è che ciascun paese deve mantenere solide finanze pubbliche e favorire così la stabilità dell'UEM nel suo insieme.

In prospettiva, il processo di invecchiamento demografico rappresenta una sfida importante per la sostenibilità dei conti pubblici a lungo termine. Secondo le proiezioni, l'invecchiamento determinerà un aumento significativo dell'indice di dipendenza, definito come il rapporto tra la popolazione di età pari o superiore a 65 anni e la popolazione in età lavorativa (cioè di età compresa tra i 20 e i 64 anni). Sulla base delle proiezioni demografiche elaborate dall'Eurostat nel 2010, per l'area dell'euro l'indice di dipendenza quasi raddoppierebbe tra il 2010 e il 2060, passando dal 30,1 al 58,4 per cento, con un onere considerevole per i sistemi pensionistici e sanitari. In questo contesto, le sfide connesse all'invecchiamento devono rimanere tra le tematiche prioritarie nell'agenda di politica economica dei responsabili nazionali ed europei. Tutti i paesi dovrebbero prefiggersi l'obiettivo di ricreare margini di manovra nei bilanci, contenere la spesa connessa all'evoluzione demografica e rafforzare la crescita del prodotto potenziale, preservando così la sostenibilità delle finanze pubbliche nel lungo periodo.

Nel rapporto del 2012 sull'invecchiamento della popolazione, elaborato dalla Commissione europea e dal Comitato di politica economica dell'UE, sono state diffuse nuove proiezioni della spesa connessa all'invecchiamento fino al 2060<sup>1)</sup>. Il presente riquadro riassume i principali risultati del rapporto e le sfide per la crescita economica e la sostenibilità dei conti pubblici derivanti dall'invecchiamento.

**Evoluzione della spesa connessa all'invecchiamento demografico nel periodo 2010-2060**

Per il periodo 2010-2060 il rapporto del 2012 sull'invecchiamento della popolazione prevede un aumento della spesa pubblica strettamente connessa all'invecchiamento (cioè quella per pensioni, sanità, cure a lungo termine e istruzione) pari a 4,5 punti percentuali del PIL nel complesso dell'area dell'euro<sup>2)</sup>.

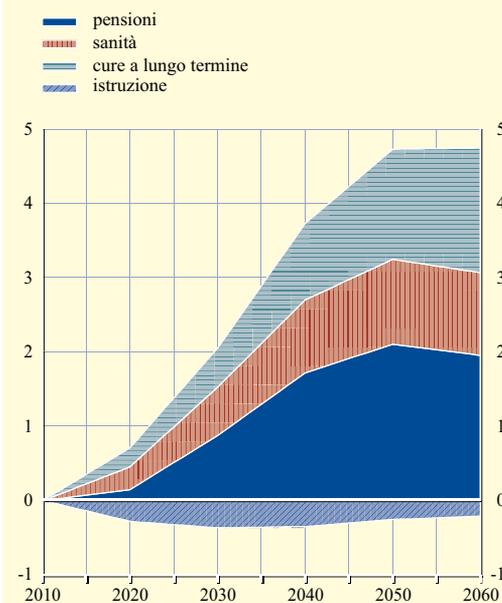
Nella figura A si riporta l'evoluzione sull'orizzonte di proiezione della variazione della spesa strettamente connessa all'invecchiamento e delle sue componenti per l'area dell'euro nello scenario di riferimento. Nel complesso, fino al 2020 è previsto un aumento relativamente modesto, mentre la dinamica peggiora significativamente tra il 2020 e il 2050. La figura rivela un interes-

1) Cfr. Commissione europea e Comitato di politica economica, "The 2012 Ageing Report – Economic and budgetary projections for the 27 EU Member States (2010-2060)", *European Economy*, 2/2012, maggio 2012.

2) Il dato fa riferimento allo scenario di riferimento. In uno scenario di rischio basato su ipotesi più prudenti circa l'assistenza sanitaria e le cure a lungo termine, l'aumento ammonterebbe a 5,3 punti percentuali di PIL.

**Figura A Aumento previsto della spesa per pensioni, sanità, cure a lungo termine e istruzione nell'area dell'euro durante il periodo 2010-2060**

(in percentuale del PIL)

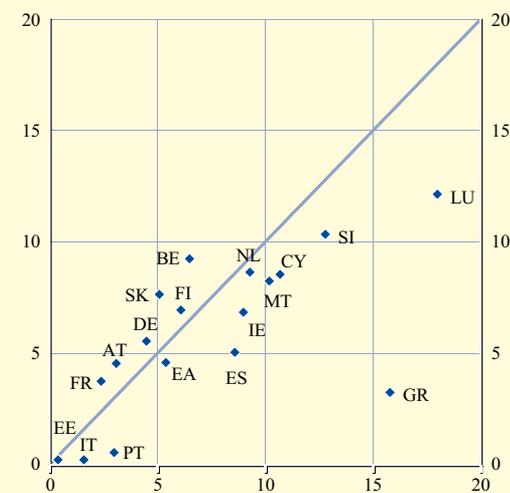


Fonti: rapporto del 2012 sull'invecchiamento della popolazione ed elaborazioni della BCE.

**Figura B Variazione prevista della spesa strettamente connessa all'invecchiamento della popolazione nel periodo 2010-2060 in base allo scenario di riferimento**

(in punti percentuali del PIL)

asse delle ascisse: rapporto del 2009 sull'invecchiamento della popolazione  
 asse delle ordinate: rapporto del 2012 sull'invecchiamento della popolazione



Fonti: rapporti del 2009 e del 2012 sull'invecchiamento della popolazione.

Note: dalle stime formulate nel 2009 per i costi complessivi dell'evoluzione demografica è stata detratta la spesa prevista per la disoccupazione, in modo da ottenere una misura dei costi strettamente connessi all'invecchiamento che possa essere comparabile con quella dell'esercizio del 2012.

sante profilo degli andamenti tendenziali delle diverse componenti. La spesa pensionistica rimane la principale determinante dell'aumento nell'orizzonte di proiezione: la sua dinamica, però, registra un'espansione più accentuata nel periodo 2020-2040, successivamente si appiattisce e inizia a diminuire verso la fine del periodo di proiezione; per la spesa sanitaria si osserva un andamento simile. Per contro, l'incremento della spesa per cure a lungo termine è relativamente trascurabile fino al 2030 e diventa molto più marcato in seguito, compensando quindi in parte il rallentamento della spesa pensionistica e sanitaria a partire dal 2040. La spesa per l'istruzione dovrebbe seguire un andamento calante fino al 2040, per poi iniziare ad aumentare gradualmente.

Nell'orizzonte di proiezione 2010-2060 si prevede che nell'area dell'euro la spesa per pensioni aumenti di 2,0 punti percentuali del PIL, mentre quella sanitaria salirebbe di 1,1 punti percentuali e la spesa per cure a lungo termine di 1,7 punti percentuali. Per contro, la spesa per l'istruzione dovrebbe diminuire lievemente, di 0,2 punti percentuali del PIL.

Rispetto all'esercizio di proiezione condotto nel 2009, quello del 2012 indica un incremento lievemente inferiore della spesa strettamente connessa all'invecchiamento nell'orizzonte temporale considerato (4,5 contro 5,4 punti percentuali del PIL; cfr. figura B). Tra i paesi dell'area dell'euro, il Lussemburgo continua a evidenziare il maggiore incremento previsto, mentre la Grecia si distingue per il miglioramento più marcato delle prospettive rispetto all'esercizio del 2009. In

Italia e Portogallo, le pressioni in esame sono attese diminuire grazie alle riforme pensionistiche. Sono previsti miglioramenti anche per Spagna, Cipro, Irlanda, Malta e Slovenia. Per contro, sei paesi dell'area dell'euro (tra cui Germania e Francia) mostrano un deterioramento delle prospettive rispetto all'esercizio del 2009, particolarmente accentuato in Belgio e Slovacchia.

Le differenze tra i due esercizi di proiezione sono ascrivibili a una serie di fattori e variano da un paese all'altro. Sebbene le ipotesi macroeconomiche del rapporto del 2012 sull'invecchiamento della popolazione siano più pessimistiche rispetto alle precedenti, per effetto in ampia misura dell'impatto della crisi economica e finanziaria, le prospettive complessive per la spesa connessa all'andamento demografico sono migliorate rispetto all'esercizio del 2009. Per vari paesi ciò è dovuto all'inclusione nelle proiezioni delle riforme pensionistiche attuate dopo la finalizzazione dell'esercizio del 2009, che hanno contribuito a una notevole riduzione dell'impatto dell'invecchiamento sulle finanze pubbliche.

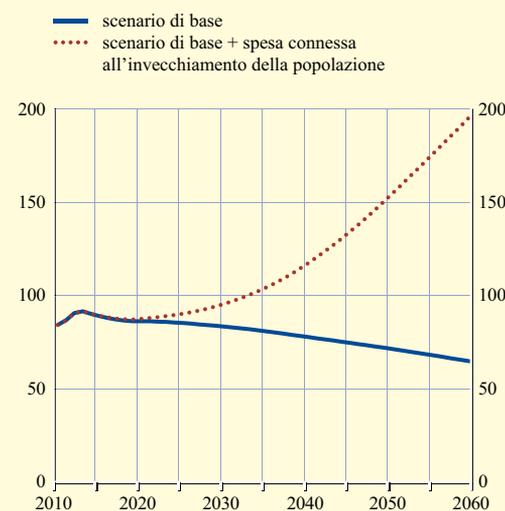
### Sfide per la sostenibilità dei conti pubblici e opzioni di riforma

Le pressioni sul bilancio derivanti dall'invecchiamento demografico sono motivo di preoccupazione da molto tempo<sup>3)</sup>. Sebbene in alcuni paesi le riforme intraprese dopo la finalizzazione del rapporto del 2009 abbiano iniziato a produrre effetti, in diversi paesi resta acuta l'esigenza di riforme tempestive e profonde. I rischi per la sostenibilità dei conti pubblici a lungo termine rimangono elevati, innanzitutto perché le passività connesse all'invecchiamento demografico richiederanno un aumento sostanziale della spesa pubblica e, in secondo luogo, perché i paesi si trovano per la maggior parte in una posizione di bilancio notevolmente più debole, con elevati rapporti tra debito e PIL dopo la crisi finanziaria.

Analizzando le pressioni di bilancio derivanti dai costi connessi all'invecchiamento in una prospettiva di lungo periodo, la figura C riporta i risultati di un'analisi convenzionale della sostenibilità del debito per l'aggregato dell'area dell'euro nel periodo 2010-2060 in uno scenario di base e in un cosiddetto scenario di invecchiamento, che tiene conto dell'impatto dei costi strettamente connessi all'andamento demografico prospettati nello scenario di riferimento del menzionato rapporto del 2012. Lo scenario di base poggia sulle previsioni di

Figura C Scenari a lungo termine per il debito aggregato dell'area dell'euro nel periodo 2010-2060

(in percentuale del PIL)



Fonti: previsioni della Commissione europea della primavera 2012 fino al 2013 ed elaborazioni della BCE.

3) L'invecchiamento demografico è stato oggetto di numerosi articoli di questo Bollettino, tra i quali si annoverano i seguenti: *Invecchiamento della popolazione e politica di bilancio nell'area dell'euro* (luglio 2000); *La necessità di riforme di vasta portata per far fronte all'invecchiamento della popolazione* (aprile 2003); *Evoluzione demografica nell'area dell'euro: previsione e conseguenze* (ottobre 2006); *Sfide per la sostenibilità dei conti pubblici nell'area dell'euro* (febbraio 2007); *Diritti delle famiglie alle prestazioni nell'ambito dei regimi pensionistici promossi dalle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro: risultati sulla base del nuovo sistema dei conti nazionali* (gennaio 2010); *La sostenibilità delle finanze pubbliche nell'area dell'euro* (aprile 2011).

primavera 2012 della Commissione europea fino al 2013. Si presume che il saldo primario strutturale rimanga costante a partire dal 2014. Lo scenario di invecchiamento è identico a quello di base tranne per quanto riguarda il saldo primario strutturale, che rispecchia le proiezioni della Commissione fino al 2013 mentre in seguito aumenta conformemente all'incremento previsto per la spesa strettamente connessa all'invecchiamento, usando il 2013 come anno di riferimento. La figura C mostra che il rapporto debito/PIL dell'area dell'euro inizierà a deviare da un percorso sostenibile attorno al 2020, se gli squilibri di bilancio relativi all'invecchiamento demografico rimangono irrisolti<sup>4</sup>.

In prospettiva, gli sforzi di riforma tesi a fronteggiare le sfide per la sostenibilità connesse all'invecchiamento della popolazione dovrebbero incentrarsi prioritariamente su alcuni settori principali. Per quanto concerne i sistemi pensionistici, le riforme dovrebbero proseguire nella direzione di un adeguamento dei parametri fondamentali al mutato contesto demografico. Molti degli schemi esistenti si basano sul principio di ripartizione, che è finanziariamente sostenibile fintantoché il numero dei contribuenti supera ampiamente quello dei beneficiari. In tali schemi, il peggioramento dell'indice di dipendenza impone contributi più elevati durante l'età lavorativa e/o prestazioni inferiori nel corso del pensionamento, posto che gli altri parametri restino immutati. Una soluzione preferibile, e più equa, consiste nell'adeguamento automatico dei principali parametri come l'età di pensionamento legale, che può essere modificata periodicamente sulla base di proiezioni aggiornate della speranza di vita e di altre dinamiche demografiche. Ciò consentirebbe di mantenere il rapporto tra contribuenti e beneficiari e quello tra contributi e pensioni su livelli sostenibili e accettabili, in un'ottica sia finanziaria sia sociale. Un meccanismo siffatto aiuterebbe inoltre i cittadini a formulare aspettative adeguate sul livello delle pensioni future, consentendo loro in questo modo di assumere decisioni informate sulle spese e sul risparmio nel corso della vita.

Un altro aspetto importante per la sostenibilità finanziaria dei regimi pensionistici esistenti è l'accumulo di sufficienti attività pensionistiche per consentire il finanziamento a capitalizzazione (parziale) delle passività pensionistiche. Si tratta di un processo lungo che esige regole chiare e la diffusione di informazioni adeguate ai cittadini sulle loro prospettive circa le prestazioni pensionistiche. Occorre notare, tuttavia, che la crisi finanziaria e del debito sovrano, nonché l'associata volatilità nei mercati finanziari hanno avuto un impatto negativo sulla redditività dei fondi pensione, con chiare ripercussioni sulla sostenibilità futura delle passività pensionistiche. Inoltre, alcuni Stati membri hanno iniziato ad attingere prima del previsto alle riserve previdenziali accumulate e spesso per ragioni non correlate al finanziamento delle passività pensionistiche. Queste iniziative comportano notevoli rischi, in quanto rappresentano un'inversione delle riforme pensionistiche precedentemente adottate che, se non viene corretta per tempo, rischia di pregiudicare la sostenibilità delle finanze pubbliche.

Mentre l'importanza di riformare i sistemi pensionistici è ampiamente nota e accettata, l'esigenza di riformare i sistemi sanitari e di cura a lungo termine ha finora suscitato meno attenzione nel dibattito pubblico. In molti paesi la spesa pubblica per la sanità e le cure a lungo termine ha registrato un brusco incremento negli ultimi dieci anni, in ampia misura per effetto dell'aumento dei costi imputabile al progresso tecnologico nella medicina, ma anche a causa di un monitorag-

4) Per maggiori ragguagli sulla struttura dell'analisi sulla sostenibilità del debito presentata in questo riquadro e per una disamina esaustiva circa lo strumento utilizzato a tal fine, cfr. l'articolo *L'analisi della sostenibilità del debito pubblico nell'area dell'euro* nel numero di aprile 2012 di questo Bollettino.

gio insufficiente della spesa. Questa tendenza dovrebbe accentuarsi negli anni a venire e indica una chiara esigenza di migliorare l'efficienza in termini di costi dei sistemi sanitari e di cura a lungo termine. Benché la riforma di questi sistemi comporti inevitabilmente scelte complesse, tra i settori principali di riforma che i governi dovrebbero affrontare senza indugio rientra, ad esempio, il miglioramento dei sistemi esistenti di *cost-sharing* in modo da promuovere l'uso efficace dei servizi sanitari e una maggiore efficienza ospedaliera<sup>5)</sup>.

Riforme strutturali attuate con determinazione nei settori summenzionati sono importanti per fronteggiare i timori dei mercati circa la sostenibilità dei conti pubblici. Oltre a ridurre i futuri oneri delle amministrazioni pubbliche, le riforme strutturali devono rafforzare la crescita del prodotto potenziale nel lungo periodo, riportando così le finanze pubbliche su un sentiero sostenibile nei paesi che presentano problemi al riguardo. Infatti, secondo il rapporto del 2012 sull'invecchiamento della popolazione, nell'area dell'euro l'evoluzione demografica prevista (unitamente all'associata riduzione delle forze di lavoro) comporterebbe, in assenza di ulteriori riforme, un calo del tasso di crescita del PIL potenziale (da quasi il 2 per cento nel 2000 all'1,6 nel 2020 e ancora all'1,4 nel 2060). Le riforme pensionistiche, un migliore funzionamento dei mercati del lavoro nonché un'accresciuta produttività sono quindi necessari per compensare gli effetti dell'invecchiamento della popolazione sulla crescita potenziale.

5) Per maggiori dettagli sulle raccomandazioni per le politiche economiche, cfr. Commissione europea e Comitato di politica economica, "Joint Report on Health Systems", *Occasional Papers*, n. 74, dicembre 2010.



# INTERAZIONI FRA LA POLITICA MONETARIA E LE POLITICHE DI BILANCIO ALL'INTERNO DI UN'UNIONE MONETARIA



*Nell'Unione economica e monetaria (UEM) la responsabilità per la politica monetaria è affidata alla Banca centrale europea, mentre le politiche di bilancio restano di competenza dei singoli Stati membri dell'Unione europea. Il Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (di seguito, il "Trattato"), assieme alle disposizioni aggiuntive sull'interazione fra politica monetaria e politiche fiscali, mira a salvaguardare il valore della moneta unica e stabilire i requisiti per le politiche di bilancio nazionali.*

*La crisi finanziaria ha evidenziato come le minacce per la stabilità finanziaria possano esercitare un'enorme influenza sia sulla politica monetaria sia su quella di bilancio. Possono in particolare esistere interazioni negative tra l'instabilità finanziaria e la debolezza dei conti pubblici, che costituiscono una grave sfida per la politica monetaria. L'esistenza di mercati obbligazionari volatili e illiquidi, aggiunta alle difficoltà del mercato bancario, mettono infatti a repentaglio l'ordinato funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Per contrastare l'impatto sfavorevole dell'instabilità fiscale e finanziaria su tale meccanismo, l'Eurosistema ha fatto ricorso a una serie di misure non convenzionali di politica monetaria durante la crisi.*

*Con la crisi sono emerse varie debolezze nelle politiche di bilancio nazionali e nella governance economica dell'UEM. In primo luogo, gli incentivi e le regole per la conduzione di solide politiche macroeconomiche, fiscali e di salvaguardia della stabilità finanziaria si sono rivelati inadeguati. In secondo luogo, l'assenza di un quadro di riferimento per la prevenzione, l'individuazione e la correzione degli squilibri macroeconomici ha costituito un chiaro limite dell'UEM. In terzo luogo, la mancanza di un quadro esplicito a tutela della stabilità finanziaria e per la gestione delle crisi nell'area dell'euro ha reso difficile un rapido ed efficiente contenimento del contagio tra mercati.*

*Assieme a una politica monetaria orientata alla stabilità, politiche rigorose di bilancio e di salvaguardia della stabilità finanziaria costituiscono un importante fondamento per la crescita sostenibile e l'occupazione nell'area dell'euro. La gestione delle carenze individuate e l'ordinato funzionamento dell'UEM presuppongono quindi un quadro di riferimento per le politiche migliorate, in grado di: 1) mantenere una politica monetaria orientata verso la stabilità dei prezzi; 2) fornire maggiori garanzie di finanze pubbliche e politiche economiche sostenibili; 3) includere disposizioni esplicite per assicurare la stabilità finanziaria e la gestione delle crisi. I primi passi verso una revisione dell'assetto di governance economica dell'UEM e del quadro di riferimento in materia di regolamentazione e vigilanza finanziaria sono già stati compiuti. Risulta essenziale garantire una rapida attuazione e un'efficiente applicazione delle nuove regole<sup>1)</sup>*

## I INTRODUZIONE

L'UEM si basa su un quadro istituzionale peculiare, che comprende una politica monetaria unica e politiche di bilancio molteplici con finalità e funzioni chiaramente specificate. Per quanto concerne la prima, il Trattato affida all'Eurosistema il chiaro obiettivo primario di mantenere la stabilità dei prezzi nell'insieme dell'area dell'euro. Con riferimento alle seconde, nonostante l'esistenza di un quadro formale per il coordinamento e la definizione dei requisiti delle

politiche di bilancio nei diversi paesi, è responsabilità delle autorità nazionali assicurare l'impegno a finanze pubbliche sane.

La politica monetaria unica e le politiche di bilancio nazionali interagiscono in vari modi. Una politica monetaria affidabile e orientata verso la stabilità favorisce ad esempio attese di inflazione stabile e premi per il rischio di inflazione bassi,

1) L'articolo si fonda sulle informazioni disponibili al 12 giugno 2012.

due condizioni che contribuiscono a limitare il livello e la volatilità dei tassi di interesse a lungo termine. Ciò influisce a sua volta in senso positivo sui costi di finanziamento delle amministrazioni pubbliche. Le politiche di bilancio incidono a loro volta sulla politica monetaria tramite effetti dal lato sia della domanda (che potrebbero esercitare un impatto diretto sulle prospettive di inflazione), sia dell'offerta (per esempio attraverso i regimi fiscali o l'influenza sui tassi di interesse a lungo termine mediante l'emissione di debito pubblico).

La politica fiscale e quella monetaria dovrebbero idealmente rafforzarsi a vicenda. La crisi del debito sovrano nell'area dell'euro attesta tuttavia il contrario, vale a dire che finanze pubbliche insostenibili e livelli elevati di debito possono intralciare la conduzione di una politica monetaria orientata alla stabilità. Di fatto, l'esperienza maturata negli ultimi anni ha sfortunatamente evidenziato come la debolezza dei conti pubblici possa innescare un circolo vizioso che genera tensioni nel sistema finanziario. Il deterioramento delle posizioni di bilancio induce a una revisione del prezzo del debito sovrano e questo influisce negativamente sul sistema finanziario attraverso l'esposizione delle banche ai titoli di Stato. Ciò determina a sua volta ripercussioni negative a livello macroeconomico, indebolendo ulteriormente sia i conti pubblici sia i mercati finanziari. Queste interconnessioni sfavorevoli incidono poi sulla politica monetaria: mercati delle obbligazioni sovrane sia volatili sia illiquide e sistemi bancari instabili mettono infatti a repentaglio l'ordinato funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

In tale contesto, il presente articolo intende far nuova luce sull'interazione fra la politica monetaria e le politiche di bilancio nell'area dell'euro tenendo conto della nuova dimensione rappresentata dal nesso fra gli andamenti fiscali e quelli finanziari<sup>2)</sup>. La seconda sezione richiama l'assetto istituzionale dell'UEM a partire dal lavoro preparatorio antecedente il 1999. La terza esamina la politica monetaria e le politiche di bilancio nell'area dell'euro prima dello scoppio

della crisi finanziaria, analizzando l'evoluzione dei conti pubblici dei singoli Stati membri ed evidenziando le carenze della *governance* di bilancio. La quarta illustra l'interazione esistente tra finanze pubbliche, stabilità finanziaria e politica monetaria. La quinta fotografa la situazione attuale in termini di misure adottate per affrontare le carenze del quadro per la *governance* economica e riformare la regolamentazione e la vigilanza del sistema finanziario. La sesta sezione conclude.

## 2 L'ASSETTO ISTITUZIONALE DELL'UEM

Esiste un ampio consenso, basato sull'esperienza storica e gli studi accademici, circa il fatto che la stabilità di una moneta presuppone non soltanto l'indipendenza della banca centrale e l'impegno della stessa a preservare la stabilità dei prezzi, ma anche l'impegno delle autorità di bilancio ad assicurare la solidità delle finanze pubbliche<sup>3)</sup>. Bilanci insostenibili e livelli eccessivi di debito ostacolano di fatto la crescita nel lungo periodo, poiché incidono sui tassi di interesse a lungo termine e potrebbero quindi esercitare un'indebita pressione sulle banche centrali a monetizzare il debito pubblico. Quando è stato concepito l'assetto istituzionale dell'UEM, esisteva in effetti la chiara consapevolezza del fatto che posizioni di bilancio insostenibili possono interferire con l'ordinata conduzione di una politica mo-

2) Per una precedente trattazione del rapporto esistente fra la politica monetaria e le politiche di bilancio nell'area dell'euro, cfr. gli articoli *Una sola politica monetaria e numerose politiche di bilancio: come assicurare il regolare funzionamento dell'UEM* e *La relazione tra la politica monetaria e le politiche di bilancio nell'area dell'euro*, rispettivamente nei numeri di luglio 2008 e febbraio 2003 di questo Bollettino.

3) Cfr., ad esempio, Goodfriend, M., "How the world achieved consensus on monetary policy", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 21, n. 4, 2007, pagg. 47-68. Per una descrizione generale dei diversi aspetti dell'interazione fra la politica monetaria e la politica di bilancio nella letteratura accademica, cfr. ad esempio Walsh, C.E., *Monetary theory and policy*, capitolo 4, terza edizione, MIT Press, 2010. Come dimostrato, ad esempio, da Sargent, T.J., "The ends of four big inflations", in Hall, R.E. (a cura di), *Inflation: Causes and Effects*, University of Chicago Press, 1982, pagg. 41-98, sono stati osservati dei periodi di inflazione quando banche centrali non indipendenti si sono piegate alle esigenze di bilancio e hanno finanziato il disavanzo pubblico attraverso la creazione di moneta.

netaria unica. Come dichiarato nel Rapporto Delors <sup>4)</sup> “[una moneta unica] comporterebbe una politica monetaria unica e richiederebbe un grado elevato di compatibilità delle politiche economiche [...], specificamente in ambito di finanze pubbliche” e “[i]n particolare, politiche nazionali di bilancio non coordinate e divergenti comprometterebbero la stabilità monetaria [...]” <sup>5)</sup>.

I padri fondatori dell'UEM erano ben consci del fatto che gli incentivi a condurre politiche di bilancio sostenibili sono più deboli all'interno di un'unione monetaria. Il Rapporto Delors ricorda che “[...] per qualche tempo l'accesso a un grande mercato dei capitali potrebbe addirittura agevolare il finanziamento degli squilibri economici” <sup>6)</sup>. Ciò si riferisce al fatto che, in un'unione monetaria contraddistinta da una piena integrazione dei mercati dei capitali, governi e operatori privati possono attingere a un mercato allargato del risparmio per soddisfare il loro fabbisogno di finanziamento. Un maggiore ricorso all'indebitamento pubblico da parte di un singolo paese determinerebbe quindi una crescita solo moderata dei costi di finanziamento in questo contesto, mentre darebbe origine a rialzi maggiori dei rendimenti obbligazionari se il paese in questione disponesse di un *pool* più ridotto di capitali a livello locale. L'eliminazione del rischio di cambio e la percezione della possibilità che, nello scenario peggiore, l'unione si accolli le passività dei singoli membri indebolisce chiaramente gli incentivi per l'adozione di politiche di bilancio prudenti. Di conseguenza, l'assetto generale delle politiche all'interno dell'UEM è stato definito in modo da salvaguardare il valore della moneta unica e contrastare al tempo stesso gli eventuali effetti collaterali avversi sugli incentivi al mantenimento di finanze pubbliche sane.

Il quadro di riferimento prevede una chiara separazione delle responsabilità: la definizione e l'attuazione della politica monetaria sono demandate all'Eurosistema, mentre le politiche di bilancio rientrano in ultima istanza tra le responsabilità dei governi nazionali. La Banca centrale europea (BCE) è un'istituzione indipendente, il cui obiettivo primario è mantenere la stabilità dei

prezzi (cfr. gli articoli 127, paragrafo 1, e 130 del Trattato). Nel contempo, gli Stati membri sono tenuti a evitare disavanzi pubblici eccessivi (cfr. l'articolo 126, paragrafo 1, del Trattato).

Sebbene il fatto che i mercati finanziari avrebbero penalizzato l'aumento del disavanzo e del debito pubblico richiedendo rendimenti maggiori sui titoli di Stato fosse stato in linea di principio previsto, il Rapporto Delors aveva già segnalato come tali mercati da soli potessero costituire degli strumenti imperfetti per l'incoraggiamento di politiche di bilancio nazionali disciplinate: “L'esperienza insegna che la percezione degli operatori non offre necessariamente segnali forti e convincenti [...]. Anziché determinare un graduale adeguamento dei costi di finanziamento, le valutazioni di mercato circa il merito di credito dei mutuatari ufficiali tendono a subire brusche modifiche e determinano la chiusura dell'accesso al mercato. I vincoli imposti dalle forze di mercato potrebbero agire in modo troppo lento e debole ovvero eccessivamente improvviso e dirompente” <sup>7)</sup>.

Si è posta pertanto l'esigenza di rafforzare gli incentivi per il perseguimento di politiche di bilancio prudenti stabilendo regole e impegni espliciti ai sensi del Trattato <sup>8)</sup>. In primo luogo, in virtù del divieto di finanziamento monetario del debito pubblico (cfr. l'articolo 123 del Trattato), la BCE e le banche centrali nazionali (BCN) degli Stati membri dell'Unione europea (UE) non possono essere utilizzate come fonti di finanziamento di-

4) Nel giugno del 1988 il Consiglio europeo ha istituito il Comitato per lo studio dell'Unione economica e monetaria (“Comitato Delors”), incaricandolo di studiare e proporre delle misure concrete per la realizzazione di un'unione economica e monetaria. Il risultante Rapporto sull'unione economica e monetaria (“Rapporto Delors”) ha rappresentato, in sostanza, un piano concreto per l'introduzione dell'UEM.

5) Cfr. *Report on economic and monetary union in the European Community (“Delors Report”)*, 1989, pagg. 13 e 19.

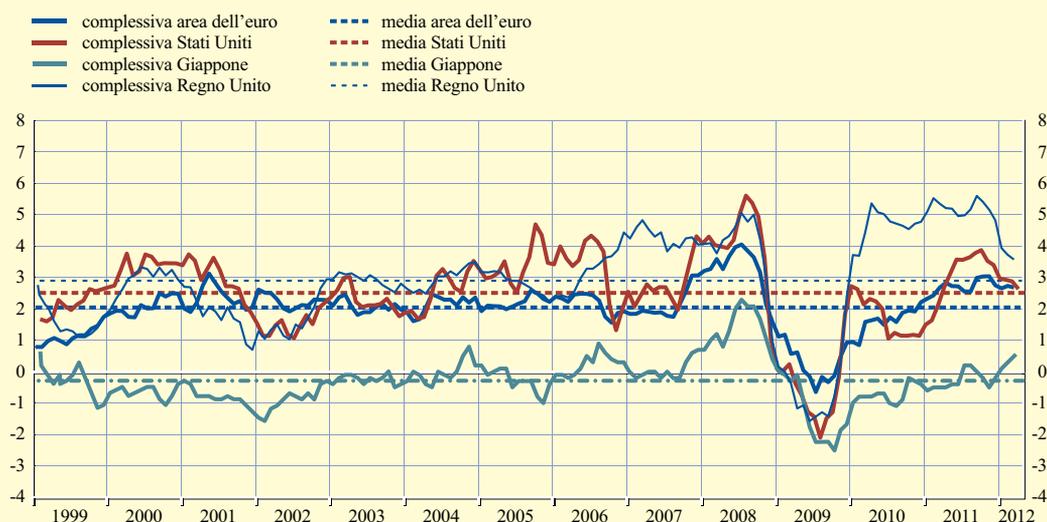
6) *ibid.*, pag. 20.

7) *ibid.*, pag. 20.

8) Per una delle prime analisi della logica alla base del Patto di stabilità e crescita, sia come tentativo di rafforzare la dominanza monetaria nel contesto dell'interazione strategica fra autorità monetarie e di bilancio sia come sostituto parziale di una comune cultura della stabilità, cfr. Artis, M. e Winkler, B. “The Stability Pact: Safeguarding the Credibility of the European Central Bank”, *National Institute Economic Review*, vol. 163, n. 1, gennaio 1998, pagg. 87-98.

**Figura 1 Inflazione nelle maggiori economie industriali**

(variazioni percentuali annue)



Fonti: Eurostat, BRI ed elaborazioni della BCE.

Note: i tassi di inflazione sono calcolati come variazioni sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro, dell'indice dei prezzi al consumo per tutti i consumatori urbani (IPC-U) per gli Stati Uniti e dell'indice dei prezzi al consumo (IPC) complessivo per il Giappone e il Regno Unito. I dati non sono destagionalizzati.

retto<sup>9)</sup>. In secondo luogo, per il divieto di accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie da parte del settore pubblico (cfr. l'articolo 124 del Trattato)<sup>10)</sup>, viene esclusa la possibilità di prestito forzato a condizioni specificate dallo Stato. In terzo luogo, con il divieto di salvataggio finanziario (cfr. l'articolo 125 del Trattato), l'UE e i singoli Stati membri non possono farsi carico degli impegni assunti da un qualsiasi Stato membro<sup>11)</sup>. In quarto luogo, e molto importante, regole di bilancio esplicite associate all'idea di reciproco controllo da parte degli altri Stati membri e sanzioni sono state introdotte nell'articolo 126 (paragrafi da 2 a 14) del Trattato e rafforzate dal Patto di stabilità e crescita.

Oltre a tenere debito conto dei potenziali conflitti derivanti dall'interazione tra la politica monetaria e le politiche di bilancio, questo quadro offre anche degli orientamenti quanto alla divisione dei compiti fra le autorità di bilancio e le banche centrali nelle fasi di instabilità finanziaria. Il contributo dell'Eurosistema alla stabilità finanziaria si limita all'offerta di liquidità alle sue controparti, mentre gli interventi in materia di politiche, vi-

gilanza e regolamentazione sono chiaramente di competenza delle autorità nazionali<sup>12)</sup>.

### 3 LA POLITICA MONETARIA E LE POLITICHE DI BILANCIO PRIMA DELLA CRISI

Conformemente al suo mandato, la BCE conduce la politica monetaria per l'area dell'euro

- 9) Le istituzioni creditizie pubbliche possono tuttavia mutare fondi direttamente dall'Eurosistema nel contesto dell'offerta di liquidità per l'assolvimento degli obblighi di riserva e sono considerate alla stessa stregua di quelle private.
- 10) È consentito l'accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie a fini di vigilanza e regolamentazione prudenziale.
- 11) I prestiti erogati dall'UE o da uno o più Stati membri a un altro Stato membro non violano la clausola di divieto di salvataggio finanziario.
- 12) Ciò implica tuttavia che, in alcuni paesi appartenenti all'area dell'euro, la BCN svolga un ruolo nella vigilanza bancaria. L'articolo 127, paragrafo 5, del Trattato afferma di fatto che il "SEBC contribuisce ad una buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti autorità per quanto riguarda la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario". Cfr. anche l'articolo 3, paragrafo 3, del Protocollo (n. 4) sullo Statuto del sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea.

in linea con l'obiettivo primario di assicurare la stabilità dei prezzi e di conseguenza contribuire alla generale stabilità del contesto macroeconomico. L'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) all'interno dell'area dell'euro si è collocata in media al 2,04 per cento nel periodo compreso fra gennaio 1999 e l'inizio della crisi finanziaria ad agosto 2007 (cfr. figura 1)<sup>13</sup>. Le attese di inflazione erano ben ancorate attorno a livelli coerenti con l'obiettivo del Consiglio direttivo della BCE di mantenere l'inflazione nell'area dell'euro inferiore ma prossima al 2 per cento nel medio periodo. Rispetto alle altre economie avanzate del mondo, dopo l'introduzione della moneta unica l'area dell'euro ha registrato tassi di inflazione non soltanto bassi ma anche piuttosto stabili e accompagnati da un livello contenuto di volatilità macroeconomica (cfr. figura 2).

Al tempo stesso, tuttavia, il quadro esistente per la *governance* economica non ha evitato l'accumulo di consistenti squilibri nel settore sia pubblico sia privato all'interno dell'area dell'euro. Tale andamento potrebbe essere stato favorito da un contesto di maggiore integrazione dei mercati finanziari, bassa volatilità macroeconomica, assenza di rischi di cambio e accesso a un ampio *pool* comune di risparmio da parte delle amministrazioni pubbliche e degli operatori privati.

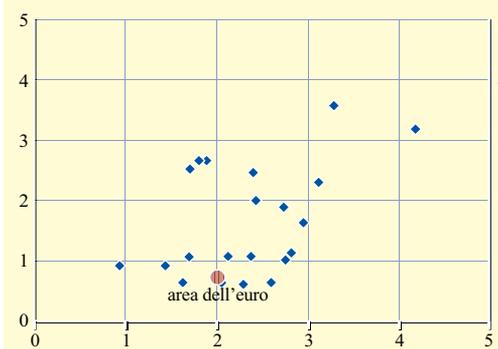
Per quanto concerne gli andamenti di bilancio nell'area dell'euro nel periodo antecedente alla Terza fase dell'UEM, è stato osservato un miglioramento significativo della posizione di bilancio dei primi 11 paesi che hanno aderito all'area. Ciò ha riflesso i considerevoli sforzi di risanamento posti in essere da gran parte degli Stati membri dell'UE che intendevano adottare la moneta unica<sup>14</sup>. Anche il calo dei tassi di interesse ha aiutato i vari paesi a ridurre i rispettivi disavanzi fiscali nel periodo in questione.

Tuttavia, nella fase di espansione economica del 1999-2000, gran parte degli Stati membri dell'UE appartenenti all'area dell'euro non ha colto l'opportunità di ridimensionare ulteriormente gli squilibri dei propri conti pubblici e accumulare sufficienti risorse di bilancio “di

**Figura 2 Volatilità dell'inflazione e del prodotto nei paesi dell'OCSE e dell'area dell'euro**

(dati annuali 1999-2011; punti percentuali)

asse delle ascisse: deviazione standard del prodotto  
asse delle ordinate: deviazione standard dell'inflazione



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati relativi all'inflazione riguardano l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) e quelli concernenti il PIL si riferiscono alla crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente. Il campione è composto dai membri e dai paesi partner dell'OCSE (esclusi gli Stati membri dell'UE appartenenti all'area dell'euro) e dai paesi dell'area dell'euro.

riserva”. Durante la fase di rallentamento economico iniziata nel 2001, un numero crescente di paesi dell'area ha subito un deterioramento delle finanze pubbliche e ha accumulato disavanzi eccessivi. Nel 2003 il rapporto disavanzo/PIL in sei paesi sui dodici che allora componevano l'area dell'euro, oltre che la media dell'area, era superiore al valore di riferimento del 3 per cento. Il peggioramento delle posizioni di bilancio in quel periodo e la crescente riluttanza a seguire regole e procedure concordate hanno indebolito la credibilità dell'assetto dell'UE per le politiche di bilancio. Invece di insistere per una rigorosa attuazione delle regole, è stato deciso di riformare il Patto di stabilità e crescita nel 2005. Le riforme hanno nell'insieme accresciuto il margine di discrezionalità nell'applicazione delle procedure<sup>15</sup>. All'epoca, il Consiglio direttivo della BCE ha espresso il

13) L'inflazione media misurata sullo IAPC nell'area dell'euro dal 1999 è pari al 2,05 per cento. L'ultima osservazione ai fini di questo calcolo risale a maggio 2012.

14) Tra il 1991 e il 1998 il disavanzo pubblico aggregato medio dei paesi che hanno aderito per primi all'area dell'euro è sceso da circa il 5 a poco oltre il 2 per cento del PIL.

15) Cfr. l'articolo *I dieci anni del Patto di stabilità e crescita* nel numero di ottobre 2008 di questo Bollettino.

## Indicatori di finanza pubblica

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	Rapporto saldo di bilancio/PIL				Rapporto debito pubblico/PIL				Rapporto debito pubblico/PIL			
	1998	Variazione 1998-2007	Variazione 2007-2010	2011	1998	Variazione 1998-2007	Variazione 2007-2010	2011	1998	Variazione 1998-2007	Variazione 2007-2010	2011
Belgio	-0,9	0,9	-3,8	-3,7	117,2	-33,2	12,0	98,0	7,3	-3,4	-0,5	3,3
Germania	-2,3	2,6	-4,5	-1,0	60,5	4,7	17,9	81,2	3,4	-0,6	-0,3	2,7
Estonia	-0,7	3,1	-2,1	1,0	6,0	-2,3	3,0	6,0	0,5	-0,4	0,0	0,1
Irlanda	2,4	-2,3	-31,2	-13,1	53,0	-28,2	67,6	108,2	3,3	-2,3	2,1	3,4
Grecia	-3,9	-2,6	-3,9	-9,1	95,4	12,0	37,5	165,3	8,2	-3,7	1,2	6,9
Spagna	-3,0	4,9	-11,3	-8,5	64,2	-27,9	25,0	68,5	4,2	-2,6	0,3	2,4
Francia	-2,6	-0,1	-4,3	-5,2	59,5	4,7	18,1	85,8	3,3	-0,6	-0,3	2,6
Italia	-2,7	1,0	-3,0	-3,9	114,2	-11,2	15,5	120,1	7,9	-2,9	-0,4	4,9
Cipro	-4,2	7,7	-8,8	-6,3	59,2	-0,4	2,7	71,6	3,1	0,0	-0,8	2,5
Lussemburgo	3,4	0,3	-4,5	-0,6	7,1	-0,4	12,4	18,2	0,4	-0,2	0,2	0,5
Malta	-9,9	7,6	-1,4	-2,7	53,4	8,8	7,2	72,0	3,2	0,1	-0,3	3,1
Paesi Bassi	-0,9	1,1	-5,3	-4,7	65,7	-20,4	17,6	65,2	4,7	-2,5	-0,2	2,0
Austria	-2,4	1,5	-3,6	-2,6	64,4	-4,2	11,7	72,2	3,6	-0,8	-0,1	2,6
Portogallo	-3,9	0,7	-6,7	-4,2	50,3	18,0	25,1	107,8	3,1	-0,2	-0,1	3,9
Slovenia	-2,4	2,3	-6,0	-6,4	23,1	-0,1	15,7	47,6	2,2	-0,9	0,4	2,0
Slovacchia	-5,3	3,5	-5,9	-4,8	34,5	-4,9	11,5	43,3	2,5	-1,1	0,0	1,6
Finlandia	1,6	3,7	-7,8	-0,5	48,4	-13,2	13,2	48,6	3,5	-2,1	-0,4	1,1
<b>Area dell'euro</b>	<b>-2,3</b>	<b>1,6</b>	<b>-5,6</b>	<b>-4,1</b>	<b>72,8</b>	<b>-6,5</b>	<b>19,2</b>	<b>88,0</b>	<b>4,5</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>3,1</b>

Fonti: Commissione europea ed *European Economic Forecast – Spring 2012* della Commissione europea.

Note: i livelli del 1998 e del 2011 sono espressi in percentuale del PIL. Le variazioni nei periodi 1998-2007 e 2007-2010 sono espresse in punti percentuali. Per quanto concerne le variazioni del rapporto saldo di bilancio/PIL, un valore positivo (negativo) riflette un miglioramento (peggiore) del saldo di bilancio.

timore che tali modifiche potessero rendere il quadro di riferimento dell'UE per le politiche di bilancio più complesso e meno trasparente e che questo potesse pertanto ridurre la capacità dello stesso di agevolare il conseguimento di posizioni di bilancio solide da parte degli Stati membri dell'UE appartenenti all'area dell'euro<sup>16)</sup>.

Il nuovo assetto è stato messo alla prova solo con lo scoppio della crisi finanziaria. Negli anni successivi alla riforma del Patto di stabilità e crescita, la maggioranza dei paesi dell'area ha registrato un miglioramento significativo delle proprie posizioni di bilancio: nel 2007 il disavanzo dell'area dell'euro è sceso allo 0,7 per cento del PIL, il livello più basso dall'introduzione della moneta unica (cfr. la tavola). Tuttavia, in gran parte dei casi il miglioramento ha costituito per lo più il risultato di andamenti economici favorevoli piuttosto che di politiche concrete di risanamento dei conti pubblici. La posizione strutturale di bilancio dell'area era quindi molto più debole e il disavanzo strutturale, vale a dire il

disavanzo nominale corretto per l'impatto del ciclo economico e delle misure *una tantum*, restava pari al 2,0 per cento del PIL. Inoltre, nel 2007 il rapporto debito/PIL dell'area dell'euro si collocava attorno al 66 per cento, inferiore di appena 6 punti percentuali circa al livello osservato al momento dell'introduzione dell'euro nel 1999. Si registravano altresì differenze sostanziali tra paesi in termini di fondamentali di bilancio.

Il mancato raggiungimento di posizioni di bilancio sostenibili prima della crisi può essere ricondotto a due principali debolezze istituzionali. In primo luogo, il meccanismo preventivo del Patto di stabilità e crescita riformato non era applicato appieno e solo alcuni paesi erano in linea con il loro obiettivo di bilancio di medio periodo o rispettavano i requisiti minimi di aggiustamento necessari per raggiungerlo. In secondo

16) Cfr. la dichiarazione del Consiglio direttivo della BCE del 21 marzo 2005 in merito alla relazione del Consiglio Ecofin sul miglioramento dell'attuazione del Patto di stabilità e crescita.

luogo, la procedura per i disavanzi eccessivi non era applicata con rigore ai paesi che superavano il valore di riferimento del 3 per cento del PIL, nel senso che non venivano imposte sanzioni. Inoltre, i mercati finanziari non fornivano gli incentivi necessari ad assicurare la disciplina di bilancio. Fino agli inizi del 2008 i tassi di interesse applicati alle emissioni di debito pubblico dei diversi paesi erano molto simili, nonostante le differenze in termini di posizione di bilancio (cfr. figura 3). Ciò riduceva gli incentivi ad adottare strategie di risanamento più ambiziose.

Per quanto concerne il settore privato, diversi paesi dell'area dell'euro evidenziavano sia squilibri correnti ampi e persistenti sia aumenti del costo del lavoro per unità di prodotto e questo comportava perdite di competitività<sup>17)</sup>. La maggiore leva finanziaria del settore privato era inoltre accompagnata in alcuni casi da una forte espansione del mercato immobiliare e in alcune economie si sono concentrati diversi squilibri macroeconomici: il rapporto di indebitamento delle società non finanziarie e delle famiglie è ad esempio aumentato notevolmente nei paesi che presentavano disavanzi correnti, mentre si è mantenuto sostanzialmente stabile in quelli in

avanzo. Inoltre, l'aumento della leva del settore non finanziario nei paesi in disavanzo è di norma avvenuto di pari passo con una forte espansione di quella delle banche<sup>18)</sup>. I suddetti andamenti si sono inseriti nel contesto di un quadro di riferimento per la *governance* che non prevedeva alcun meccanismo di monitoraggio e prevenzione dell'accumulo di tali squilibri macroeconomici e non sono stati affrontati da politiche di bilancio, strutturali o finanziarie a livello nazionale.

In sostanza, diversi paesi dell'area dell'euro si sono trovati a dover affrontare la crisi finanziaria con fondamentali di bilancio tutt'altro che perfetti e, in alcuni casi, anche con considerevoli squilibri del settore privato.

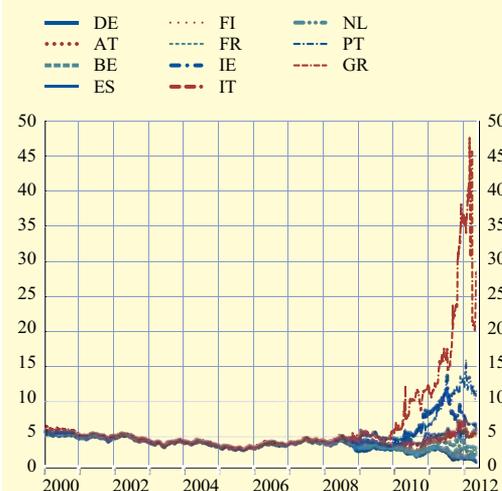
#### 4 LA POLITICA MONETARIA E LE POLITICHE DI BILANCIO IN UN CONTESTO DI INSTABILITÀ FINANZIARIA

La crisi finanziaria mondiale iniziata nell'estate del 2007 si è intensificata nell'autunno del 2008 ed è stata seguita dalla più grave recessione globale degli ultimi decenni. Come risposta alla rilevanza della crisi, i governi e le banche centrali di tutto il mondo hanno introdotto misure ufficiali spesso senza precedenti per dimensioni o portata.

Nell'area dell'euro l'Eurosistema ha reagito alla crisi finanziaria con una combinazione di misure convenzionali e non convenzionali. Le prime hanno dato origine a significative riduzioni dei tassi di interesse nel 2008 e nel 2009, mentre le seconde hanno assunto la forma di un maggiore sostegno al credito a favore del sistema bancario. Nel periodo 2007-09 tale soste-

**Figura 3 Rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni in alcuni paesi dell'area dell'euro**

(valori percentuali)



Fonte: Thomas Reuters Datastream.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce al 22 maggio 2012.

17) Per un'analisi degli andamenti del costo del lavoro nei paesi dell'area dell'euro tra il 1999 e il 2007, cfr. l'articolo *Il monitoraggio dell'andamento del costo del lavoro nei paesi dell'area dell'euro* nel numero di novembre 2008 di questo Bollettino.

18) Cfr. l'articolo "Sectoral balances and euro area financial integration", *Financial Integration in Europe*, BCE, aprile 2012. La leva finanziaria delle banche viene misurata utilizzando le attività e le passività nozionali. Per definizione, la dinamica dell'indice di leva nozionale non è influenzata dalle variazioni dei prezzi delle attività.

gno è consistito in: 1) un'offerta illimitata di liquidità a tasso fisso alle banche dell'area in tutte le operazioni di rifinanziamento a fronte di garanzie adeguate; 2) un allungamento della scadenza massima delle operazioni di rifinanziamento a dodici mesi invece dei tre del periodo precedente la crisi; 3) un ampliamento dell'elenco delle attività stanziabili in garanzia; 4) l'immissione di liquidità in valuta estera (in particolare dollari statunitensi); 5) acquisti definitivi di obbligazioni garantite (*covered bond*). Nello specifico, le misure non convenzionali integravano un quadro operativo che era già "ampio" rispetto agli altri esistenti a livello internazionale in quanto permetteva sostanzialmente a tutte le istituzioni creditizie di ottenere finanziamenti a fronte di una gamma estesa di garanzie.

Tutti questi provvedimenti avevano lo scopo di mitigare gli effetti avversi delle disfunzioni dei mercati monetari sulla situazione di liquidità delle banche solvibili nell'area dell'euro e, in ultima istanza, sulle condizioni del mercato creditizio e i tassi di interesse a più lungo termine. Essi hanno pertanto contribuito a sostenere il flusso di credito a imprese e famiglie e contrastare i rischi per la stabilità dei prezzi.

Le risposte sul piano delle politiche governative a livello nazionale sono consistite non soltanto in interventi di stimolo fiscale (concordati a livello di UE) ma anche in misure di sostegno al settore finanziario<sup>19</sup>). Assieme al forte calo del prodotto e all'azione degli stabilizzatori automatici in un'economia in fase di contrazione, ciò ha fatto salire rapidamente il disavanzo pubblico e il debito in rapporto al PIL.

Come mostra la tavola, nel periodo 2007-10 l'incidenza del saldo di bilancio e del debito pubblico sul PIL è aumentata rispettivamente di 5,6 e quasi 20 punti percentuali. Il deterioramento delle finanze pubbliche e le deboli prospettive economiche hanno fatto ampliare notevolmente i differenziali delle obbligazioni sovrane, in quanto gli investitori hanno iniziato a mutare opinione circa la solidità dei conti pubblici e le prospettive di crescita di determi-

nati paesi. Non è tuttavia da escludere che, in certi periodi, la reazione di tali differenziali sia stata in qualche misura eccessiva. Si tratta esattamente del rischio già riconosciuto nel Rapporto Delors, in cui si osservava che "la percezione dei mercati circa il merito di credito dei mutuatari ufficiali tende a modificarsi repentinamente" e che i "vincoli imposti dalle forze di mercato potrebbero agire in modo troppo lento e debole oppure eccessivamente improvviso e dirompente".

Per gran parte dei paesi dell'area dell'euro, il primo forte ampliamento dei differenziali delle obbligazioni sovrane nell'autunno del 2008 è stato attribuito a un "trasferimento del rischio" dal sistema finanziario al settore pubblico<sup>20</sup>) dopo il tracollo di Lehman Brothers a settembre dello stesso anno. Le reazioni dei singoli paesi alla crisi finanziaria, che sono in particolare consistite nell'introduzione di varie forme di garanzie pubbliche e misure di salvataggio per il settore finanziario, hanno ridotto la rischiosità percepita delle banche. A loro volta, i detentori di obbligazioni hanno iniziato ad accettare rendimenti più bassi sui titoli bancari e richiedere interessi più alti sul debito sovrano. A ciò si è aggiunta una generale rivalutazione e ridefinizione del prezzo del rischio nei mercati finanziari, che ha dato origine a un ulteriore allargamento generalizzato dei differenziali sulle obbligazioni pubbliche dell'area dell'euro. Nei

19) Tali interventi hanno assorbito in totale il 5,2 per cento del PIL dell'area dell'euro nel periodo 2008-11 (cfr. la tavola 1 nell'articolo *L'analisi della sostenibilità del debito pubblico nell'area dell'euro* nel numero di aprile 2012 di questo Bollettino). Per una descrizione generale delle misure di sostegno al settore finanziario, cfr. ad esempio Petrovic, A. e Tutsch, R., "National rescue measures in response to the current financial crisis", *Legal Working Paper Series*, n. 8, BCE, luglio 2009 o Stolz, S.M. e Wedow, M., "Extraordinary measures in extraordinary times – public measures in support of the financial sector in the EU and the United States", *Occasional Paper Series*, n. 117, BCE, luglio 2010. Cfr. anche Van Riet, A. (a cura di), "Euro area fiscal policies and the crisis", *Occasional Paper Series*, n. 109, BCE, aprile 2010.

20) Cfr., ad esempio: Attinasi, M.-G., Checherita-Westphal, C. e Nickel, C., "What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-09?", *Public Finance and Management*, vol. 10, n. 4, 2010, pagg. 595-645; Ejsing, J. e Lemke, W., "The Janus-headed salvation – sovereign and bank credit risk premia during 2008-09", *Economics Letters*, vol. 110, n. 1, 2011, pagg. 28-31.

mesi successivi questi ultimi sono aumentati ancora e le notizie relative ai singoli paesi, con i loro effetti sulle percezioni riguardo alla sostenibilità dei conti pubblici, hanno svolto un ruolo sempre più rilevante nella definizione dei premi per il rischio di credito sovrano<sup>21)</sup>.

È apparso presto chiaro come i prezzi dei titoli di Stato non costituissero esclusivamente un barometro per la misurazione del rischio di credito e di liquidità intrinseco in tali strumenti. Essi stessi esercitavano invece un forte impatto su altri segmenti dei mercati finanziari e sull'economia reale, oltre che sulla politica monetaria. Il loro calo ha finito per pesare notevolmente sui bilanci bancari poiché, a parità di altre condizioni, una minore valutazione del debito pubblico riduce il merito di credito delle banche e accresce il costo del finanziamento sul mercato per le stesse. Assieme al “trasferimento del rischio” iniziale dal settore finanziario a quello dei titoli sovrani, l'impatto negativo dei prezzi di questi ultimi ha portato a compimento il primo circolo vizioso fra i mercati delle obbligazioni pubbliche e il settore finanziario.

Con l'ulteriore dispiegarsi della crisi, è proseguita la spirale negativa. Le banche con vincoli di finanziamento connessi all'indebolimento dei bilanci hanno inasprito i criteri per l'erogazione del credito<sup>22)</sup>. Le conseguenti ripercussioni sfavorevoli sull'economia reale hanno gravato sulle finanze pubbliche, poiché gli stabilizzatori automatici hanno reagito alla fase congiunturale negativa e le banche in difficoltà hanno necessitato di un ulteriore sostegno. Riflettendo questo circolo vizioso, la valutazione del rischio di credito degli emittenti sovrani e quella dei mutuatari bancari sono diventate strettamente connesse (cfr. figura 4).

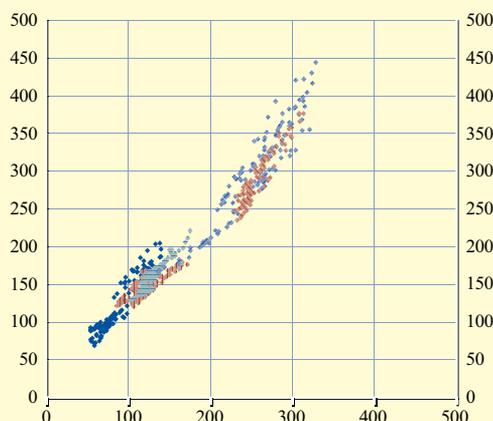
Oltre alle interazioni avverse tra i mercati del debito sovrano e il settore bancario, c'è stato probabilmente un effetto di contagio fra i mercati del debito pubblico dell'area dell'euro. In senso ampio, si verifica un contagio quando aumenti “idiosincratici” (vale a dire, intrinsecamente connessi a fattori nazionali) dei rendimenti obbligazionari in un paese determinano

**Figura 4 Premi sui credit default swap sovrani e bancari nell'area dell'euro**

(punti base)

asse delle ascisse: credit default swap sovrani  
asse delle ordinate: credit default swap bancari

- ◆ 1° sem. 2010
- ◆ 2° sem. 2010
- ◆ 1° sem. 2011
- ◆ 2° sem. 2011
- ◆ 1° sem. 2012



Fonti: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni della BCE.  
Note: le ultime osservazioni si riferiscono al 30 aprile 2012. I premi sui credit default swap (CDS) sovrani per l'area dell'euro vengono calcolati come media ponderata dei premi sui CDS a cinque anni di 11 Stati membri dell'UE appartenenti all'area utilizzando come pesi le quote nel capitale della BCE. I paesi inclusi sono: Germania, Francia, Italia, Spagna, Paesi Bassi, Portogallo, Belgio, Austria, Finlandia, Slovacchia e Irlanda. I premi sui CDS bancari sono ottenuti come media semplice dei valori riferiti a dieci grandi banche dell'area dell'euro. Ciascun punto rappresenta la coppia di premi (sui CDS sovrani e sui CDS bancari) in una determinata data di ogni semestre.

in un altro paese degli andamenti analoghi che non riflettono variazioni dei suoi fondamentali. Gli Stati membri soggetti al contagio sono pertanto esposti a un'externalità, o “costo sociale”, poiché devono corrispondere tassi di interesse più elevati sul loro debito come unica conseguenza di effetti di propagazione avversi non connessi alle variabili di fondo. Benché il contagio sia difficile da rilevare sul piano sia concettuale sia quantitativo, esistono evidenze descrittive e basate su modelli del fatto che i rendimenti hanno reagito in misura eccessiva e

21) Cfr., ad esempio, il riquadro “Common trends in euro area sovereign credit default swap premia”, *Financial Stability Review*, BCE, giugno 2011.

22) Cfr., ad esempio, 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.

superiore alla reazione normale dei mercati alle variazioni dei fondamentali durante la crisi del debito sovrano nell'area dell'euro<sup>23)</sup>.

Agli inizi di maggio 2010 le tensioni nei mercati del debito pubblico di alcuni paesi dell'area hanno raggiunto nuovi massimi e si sono propagate ad altri segmenti del settore finanziario. È stato in particolare osservato un deterioramento significativo delle condizioni di liquidità nel mercato monetario *overnight* e a più lungo termine, che ha probabilmente riflesso il maggior rischio di controparte tra le banche. Questa grave compromissione del normale funzionamento del mercato interbancario ha messo a repentaglio un elemento essenziale per le prime fasi del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. In ultima analisi, era a rischio la capacità stessa delle banche di fornire credito all'economia reale. Date le circostanze, la BCE ha introdotto una serie di misure non convenzionali. Tra queste figura il Programma per i mercati dei titoli finanziari (*Securities Markets Programme*, SMP)<sup>24)</sup>, che prevede interventi dell'Eurosistema neutrali dal punto di vista della liquidità nei mercati dei titoli di debito pubblici e privati dell'area dell'euro per garantire spessore e liquidità a segmenti affetti da distorsioni e ripristinare il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

Dopo la decisione dei capi di Stato o di governo dell'area dell'euro di ricorrere al coinvolgimento del settore privato per la Grecia, le tensioni nei mercati del debito sovrano sono tornate ad aumentare nell'estate del 2011. Ciò ha creato alle banche dell'area crescenti difficoltà di accesso ai mercati del finanziamento e ha di conseguenza ostacolato il flusso di credito alle famiglie e alle imprese non finanziarie dell'area<sup>25)</sup>. Per contrastare le gravi perturbazioni del processo di intermediazione creditizia e assicurare nel tempo l'efficace trasmissione della politica monetaria della BCE all'economia reale, nella seconda metà del 2011 la Banca ha reintrodotta e ampliato una serie di misure monetarie non convenzionali<sup>26)</sup>. Infine, a dicembre 2011 il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato misure aggiuntive di sostegno al prestito bancario e alla liquidità

nel mercato monetario dell'area dell'euro. In particolare, ha deciso di condurre due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a tre anni e opzione di rimborso anticipato dopo un anno. L'effetto di tali misure è ancora all'esame, ma un'analisi preliminare di queste due ORLT indica che hanno contribuito a migliorare le condizioni di finanziamento delle banche e quindi a rimuovere gli ostacoli all'offerta di credito all'economia reale<sup>27)</sup>.

Una particolare sfida per la politica monetaria nella definizione delle misure non convenzionali è stata costituita dall'eterogeneità delle condizioni di finanziamento nei paesi dell'area dell'euro, la quale era aumentata notevolmente durante la crisi. Tutti i provvedimenti sono stati improntati al mandato di mantenere la stabilità dei prezzi nell'insieme dell'area dell'euro; ciò nonostante, come era naturale e auspicabile, alcune misure non convenzionali hanno avuto effetti difformi nei vari paesi. Ad esempio, il grado di utilizzo dell'offerta di liquidità a lungo termine è variato a seconda della situazione dei rispettivi sistemi bancari.

23) Cfr., ad esempio, il discorso "Sovereign contagion in Europe" tenuto da José Manuel González-Páramo, membro del Comitato esecutivo della BCE, a Londra il 25 novembre 2011 e l'articolo "The euro area sovereign crisis: monitoring spillovers and contagion", *Research Bulletin*, n. 14, BCE, autunno 2011.

24) Cfr. il riquadro *Andamenti dei mercati finanziari agli inizi di maggio* nel numero di giugno 2010 di questo Bollettino.

25) Cfr. *Euro area bank lending survey*, riquadro 1, BCE, gennaio 2012.

26) Tra cui: 1) la reintroduzione delle operazioni a più lungo termine, una con scadenza di circa sei mesi condotta ad agosto 2011 e successivamente due supplementari con scadenza di circa 12 e 13 mesi effettuate a ottobre 2011; 2) l'attuazione incisiva del Programma per i mercati dei titoli finanziari (*Securities Market Programme*) ad agosto 2011; 3) tre operazioni supplementari finalizzate all'immissione di liquidità in dollari statunitensi con scadenza di circa tre mesi che hanno coperto la fine dell'anno (settembre 2011), una misura decisa in coordinamento con altre importanti banche centrali; 4) la decisione di estendere l'applicazione della procedura di asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi a tutte le operazioni di rifinanziamento aggiudicate fino ad almeno la prima metà del 2012; 5) un nuovo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite; 6) azioni coordinate con altre banche centrali intese a migliorare la capacità di fornire al sistema finanziario globale un sostegno di liquidità attraverso accordi per lo scambio reciproco di liquidità (linee di *swap*).

27) Cfr. il riquadro *L'impatto delle due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre anni* nel numero di marzo 2012 di questo Bollettino.

## 5 INIZIATIVE IN CORSO SUL PIANO DELLE POLITICHE

Gli anni della crisi hanno nell'insieme portato alla luce diverse carenze sia delle politiche nazionali sia della *governance* economica dell'UE, oltre che dei regimi di vigilanza e regolamentazione del settore finanziario. In primo luogo, il quadro di riferimento per la *governance* delle finanze pubbliche si è dimostrato inadeguato a promuovere la disciplina di bilancio nei singoli paesi. Più nello specifico, il meccanismo preventivo e quello correttivo del Patto di stabilità e crescita non hanno costituito dei deterrenti efficaci contro l'accumulo di squilibri fiscali. In secondo luogo, i mercati finanziari non hanno fornito i necessari segnali aggiuntivi dell'esigenza di mantenere posizioni di bilancio solide. In terzo luogo, è mancato un meccanismo efficace di contrasto all'accumulo di squilibri potenzialmente pericolosi nel settore privato. Come ha rivelato la crisi, questi ultimi possono rapidamente tradursi in debito pubblico e quindi esacerbare gli squilibri del settore sovrano. In quarto luogo, un aumento dei rischi per la sostenibilità delle finanze di un paese può determinare una ridefinizione del prezzo dei suoi titoli di Stato che può provocare conseguenze negative per il settore finanziario dell'area dell'euro e ripercussioni avverse sui mercati del debito sovrano di altri paesi nell'osservata assenza di un quadro di riferimento per le politiche in grado di prevenire questi effetti di contagio. Infine, se la fonte e le varie ripercussioni della crisi finanziaria erano forse quasi impossibili da prevedere, una migliore vigilanza micro e macroprudenziale avrebbe potuto evidenziare in una fase più precoce determinati rischi per il settore finanziario dell'area dell'euro.

La crisi ha offerto degli insegnamenti a livello sia nazionale sia dell'UE. I governi hanno avviato un processo di risanamento dei conti pubblici e riforme strutturali. Nell'UE, è in corso una revisione dell'assetto di *governance* economica e del quadro di riferimento per la vigilanza e la regolamentazione del settore finanziario. A ciò si aggiunge l'introduzione di barriere protettive (*firewall*) sulla base di un quadro per la gestione delle crisi inteso ad affrontare l'instabilità finanziaria ed

evitare il contagio nell'area dell'euro. Tutte queste iniziative sono ancora in corso, ma in diversi ambiti sono già stati compiuti dei progressi.

In primo luogo, dal 2010 i paesi dell'area dell'euro hanno iniziato a interrompere le misure di stimolo fiscale e attuare interventi di risanamento. In concomitanza con una ripresa del PIL (dopo i tassi di crescita negativi del 2008 e 2009), il disavanzo di bilancio dell'area dell'euro nel suo insieme è lievemente diminuito nel 2011. I singoli paesi hanno tuttavia ottenuto risultati significativamente diversi e, secondo le previsioni economiche formulate dalla Commissione europea nella primavera del 2012, 11 su 17 registravano ancora un disavanzo superiore al 3 per cento del PIL nel 2011. Il processo di riequilibrio dei conti pubblici esercita indubbiamente un impatto favorevole e significativo sulla crescita e l'occupazione nel lungo periodo. Il suo potenziale effetto di freno sull'attività economica a breve termine dipende per intensità da fattori quali la composizione delle misure di risanamento. Di fatto, le strategie di riequilibrio risultano di norma più efficaci e sostenibili se si concentrano sul lato della spesa.

In secondo luogo, sono state varate diverse iniziative intese a ripristinare la disciplina di bilancio e promuovere la competitività. Tra queste figura una serie di nuove misure legislative (ad esempio, il "*six pack*" e il "*two pack*") che dovrebbero rafforzare il meccanismo sia preventivo sia correttivo del Patto di stabilità e crescita, migliorare la sorveglianza fiscale e prevenire l'accumulo di squilibri macroeconomici. Inoltre, quasi tutti gli Stati membri dell'UE hanno firmato il Trattato sulla stabilità, il coordinamento e la *governance* nell'Unione economica e monetaria, che nella sezione relativa ai conti pubblici (il "patto di bilancio") impone alle parti contraenti di introdurre nell'ordinamento nazionale norme sul pareggio di bilancio e meccanismi di correzione automatica<sup>28</sup>). Sono stati inoltre adottati altri provvedimenti volti ad ac-

28) Cfr. anche l'articolo *Un patto di bilancio per un'unione economica e monetaria rafforzata* nel numero di maggio 2012 di questo Bollettino.

creocere la competitività e la convergenza delle economie nazionali (per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro). Adeguate riforme strutturali del mercato del lavoro e di quello dei beni e servizi possono di fatto influire positivamente e in tempi

relativamente rapidi sulla crescita e l'occupazione e possono quindi contribuire anche a mitigare l'eventuale impatto negativo delle misure di risanamento dei conti pubblici sull'attività economica nel breve periodo.

#### Riquadro I

### IL NUOVO QUADRO DI RIFERIMENTO DELL'UE PER LA GOVERNANCE ECONOMICA

Per affrontare le carenze dell'assetto istituzionale dell'Unione economica e monetaria (UEM) in termini di politiche di bilancio e macroeconomiche, sono state adottate o sono in via di definizione diverse misure importanti. Esse mirano a migliorare sostanzialmente le regole dell'UEM in materia di conti pubblici e agevolare il ripristino della disciplina fiscale necessaria per l'ordinato funzionamento dell'UEM. Dovrebbero inoltre rafforzare ulteriormente la dimensione economica dell'UEM e di conseguenza promuovere una maggiore integrazione tra le economie dell'area dell'euro.

A dicembre 2011 è entrato in vigore un pacchetto di sei nuovi atti legislativi, il cosiddetto “*six pack*”, avente lo scopo di colmare le principali lacune del quadro di riferimento per la *governance* economica e delle finanze pubbliche descritte nel testo principale di questo articolo<sup>1)</sup>. Per quanto riguarda le regole di bilancio, il *six pack* rafforza il meccanismo sia preventivo sia correttivo del Patto di stabilità e crescita e in questo senso si prefigge fra l'altro di: 1) assegnare maggiore rilevanza al monitoraggio del debito pubblico e della sostenibilità dei conti pubblici; 2) accrescere l'automaticità della procedura per i disavanzi eccessivi, riducendo gli spazi per considerazioni politiche; 3) migliorare l'osservanza delle regole introducendo sanzioni finanziarie tempestive e graduali per i paesi dell'area dell'euro che non le rispettano; 4) definire con maggiore chiarezza il percorso di aggiustamento che gli Stati membri dell'UE devono seguire per ridurre in misura sufficiente i rispettivi disavanzi pubblici. È importante notare come il *six pack* includa una nuova procedura per il monitoraggio e la prevenzione dell'accumulo degli squilibri macroeconomici che non figurava nel quadro vigente prima della crisi. La Commissione europea è chiamata ad avvalersi di un quadro di valutazione (*scoreboard*) composto da diversi indicatori che riguardano ad esempio i saldi correnti, il costo del lavoro per unità di prodotto e i prezzi delle abitazioni per individuare l'emergere di squilibri e fornire raccomandazioni appropriate sul piano delle politiche. Come il Patto di stabilità e crescita, anche questa procedura è dotata di un meccanismo preventivo e di uno correttivo. Gli Stati membri dell'UE appartenenti all'area dell'euro che non rispettano le regole sono passibili di ammenda.

Per migliorare la vigilanza complessiva sulle politiche economiche nazionali, il *six pack* introduce formalmente il “Semestre europeo”. Corredato da un calendario che allinea le tempistiche di tutti gli elementi della sorveglianza – comprese le politiche fiscali, macroeconomiche e strutturali – il Semestre europeo si prefigge lo scopo principale di assicurare un'analisi e una valutazione congiunta di tutte le politiche nazionali nonostante l'esistenza di procedure separate sotto il profilo sia giuridico sia operativo. Il nuovo approccio è stato applicato per la prima volta nel 2011.

1) Per una trattazione più approfondita e una valutazione degli elementi di *governance* contenuti nel “*six pack*”, cfr. l'articolo *La riforma della governance economica nell'area dell'euro: elementi essenziali* nel numero di marzo 2011 di questo Bollettino.

Come forma di impegno politico ad alto livello verso un ulteriore rafforzamento del coordinamento economico, anche in ambiti di competenza nazionale, a marzo 2011 tutti gli Stati membri dell'UE appartenenti all'area dell'euro assieme a sei paesi che non ne fanno parte<sup>2)</sup> hanno firmato il Patto euro plus avente lo scopo di favorire la competitività e la convergenza delle economie nazionali. I leader dell'area dell'euro esaminano gli obiettivi concreti su base annuale e la Commissione europea ne sorveglia l'attuazione.

È presto emersa con chiarezza la necessità per i paesi dell'area dell'euro di adottare altri provvedimenti, in aggiunta al *six pack*, sia per migliorare la sorveglianza delle politiche economiche sia per promuovere la stabilità finanziaria nell'area dell'euro e mitigare il rischio di contagio.

A novembre 2011 la Commissione europea ha proposto due regolamenti rivolti nello specifico all'area dell'euro e noti come "*two pack*". In fase di completamento, dovrebbero entrare in vigore nell'autunno del 2012. Il primo mira a rafforzare la vigilanza sui conti pubblici, in particolare attraverso la valutazione *ex ante* delle proposte per i piani di bilancio nazionali da parte della Commissione. Se le proposte non sono considerate in linea con i requisiti del Patto di stabilità e crescita, la Commissione può richiederne la modifica. La Commissione sorveglia altresì molto attentamente l'attuazione in corso d'anno dei piani di bilancio dei paesi che presentano disavanzi eccessivi e, ove necessario, formula ulteriori raccomandazioni. Il secondo regolamento propone una maggiore sorveglianza per i paesi dell'area che registrano o rischiano di registrare problemi di stabilità finanziaria. Sta alla Commissione decidere se sottoporre un determinato paese a una sorveglianza rafforzata che comporta, fra l'altro, un monitoraggio più rigoroso dei conti pubblici e l'obbligo di condurre delle prove di stress nel settore bancario in cooperazione con l'Autorità bancaria europea (*European Banking Authority*, EBA). Missioni esplorative della Commissione, di concerto con la BCE, contribuiranno all'eventuale formulazione di raccomandazioni per ulteriori misure correttive.

L'elemento più recente della riforma del quadro di riferimento per la *governance* economica è costituito dal Trattato sulla stabilità, il coordinamento e la *governance* nell'Unione economica e monetaria firmato a marzo 2012 da tutti gli Stati membri dell'UE esclusi il Regno Unito e la Repubblica Ceca. In particolare, la parte fiscale del Trattato (nota come "Patto di bilancio") è essenziale per assicurare la disciplina delle finanze pubbliche in quanto impone ai paesi firmatari di inserire nei rispettivi ordinamenti nazionali norme sul pareggio di bilancio e un meccanismo di correzione automatica<sup>3)</sup>.

La riforma del quadro di riferimento per la *governance* economica costituisce nell'insieme un primo passo importante verso il consolidamento delle fondamenta dell'UEM. In prospettiva, il successo delle nuove regole dipenderà in misura essenziale dal rigore con cui saranno attuate e fatte rispettare.

2) I sei Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro che hanno firmato il Patto euro plus sono: Bulgaria, Danimarca, Lettonia, Lituania, Polonia e Romania.

3) Ulteriori informazioni sul patto di bilancio sono contenute nell'articolo *Un patto di bilancio per un'Unione economica e monetaria rafforzata* nel numero di maggio 2012 di questo Bollettino.

In terzo luogo, sono allo studio miglioramenti delle procedure per la rilevazione e il trattamento dei rischi per la stabilità finanziaria. In questo contesto risulta essenziale l'attuale revisione dello schema di regolamentazione finanziaria internazionale con la supervisione del *Financial Stability Board*. Ciò ha portato finora al varo

del quadro di Basilea III con nuovi requisiti patrimoniali e di liquidità per le banche e, a livello di UE, all'introduzione di un sistema di vigilanza prudenziale più integrato. Il Sistema europeo di vigilanza finanziaria (*European System of Financial Supervision*, ESFS) comprende il Comitato europeo per il rischio sistemico

(*European Systemic Risk Board*, ESRB) per l'aspetto macroprudenziale e le tre autorità europee di vigilanza finanziaria (*European Supervisory Authorities*, ESA) – l'Autorità bancaria europea (*European Banking Authority*, EBA), l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*, EIOPA) e l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (*European Securities and Markets Authority*, ESMA) – sul piano microprudenziale. Sono stati compiuti progressi graduali verso l'adozione di un *corpus* di regole comuni che dovrebbe promuovere il coordinamento fra le autorità nazionali di vigilanza e la convergenza fra le prassi nazionali in materia.

Infine, i miglioramenti della *governance* economica e del quadro per la vigilanza e la regolamentazione del settore finanziario sono stati integrati dall'introduzione di barriere protettive intesa a fronteggiare le minacce per la stabilità finanziaria e il rischio di contagio tra mercati in modo rapido ed efficace. Ciò appare particolarmente degno di nota, poiché il precedente assetto non prevedeva strumenti per la gestione delle crisi. In questo contesto, il Dispositivo europeo per la stabilità finanziaria (*European Financial Stability Facility*, EFSF) e il Meccanismo europeo di stabilità (*European Stability Mechanism*, ESM) che lo ha sostituito costituiscono importanti aggiunte all'architettura dell'UEM<sup>29</sup>). Nonostante i progressi significativi già compiuti, restano da affrontare alcune questioni importanti e in particolare le misure di salvaguardia della stabilità finanziaria nell'area dell'euro. Il livello attuale di integrazione finanziaria rende essenziale il miglioramento della rete di sicurezza finanziaria transfrontaliera. Come primo passo verso l'introduzione di un regime più unificato per la ripresa e la risoluzione delle banche, la Commissione europea ha recentemente adottato una proposta che include una serie armonizzata di strumenti di prevenzione, misure di intervento precoce, meccanismi di risoluzione e un quadro per la cooperazione fra le autorità nazionali, senza tuttavia prevedere alcuna forma di accentramento<sup>30</sup>). La creazione di un'unica autorità europea competente in materia di risoluzione rappresen-

terebbe tuttavia un vero cambiamento per la rete di sicurezza finanziaria che rifletterebbe il grado di integrazione finanziaria nell'UEM. Sotto il controllo e la responsabilità di tale organismo, che sarebbe dotato degli strumenti necessari a sostenere efficacemente la stabilità finanziaria, risulterebbe possibile sfruttare appieno le sinergie fra un regime sovranazionale di assicurazione dei depositi e un fondo sovranazionale di risoluzione.

Una *governance* economica più efficace e un migliore quadro per la stabilità finanziaria potrebbero nel loro insieme contribuire a interrompere il pericoloso circolo vizioso venutosi a creare tra il debito sovrano e il settore finanziario. Se i governi si dimostreranno all'altezza della responsabilità di assicurare una gestione prudente dei conti pubblici, e se il nuovo quadro di riferimento per la *governance* sarà attuato in modo coerente, gli investitori ritroveranno la fiducia e i prezzi dei titoli di Stato si adegueranno di conseguenza. Un ritorno a livelli di redditività sostenibili e a profili patrimoniali e di liquidità solidi renderà le banche meno vulnerabili alla volatilità nel settore finanziario e alle variazioni nella valutazione delle attività, comprese quelle connesse alle disponibilità di obbligazioni pubbliche. Il tempo necessario per realizzare questo scenario ideale dipenderà tuttavia dalla rapidità e dalla completezza dell'attuazione del quadro previsto.

## 6 CONCLUSIONI

A meno di un decennio dal suo avvio, l'UEM è stata colpita dalle turbolenze finanziarie internazionali e ha successivamente vissuto una crisi interna del debito sovrano. Al di là delle lezioni applicabili a livello mondiale, gli anni della crisi hanno anche fornito degli insegnamenti importanti ma dolorosi circa le lacune nella struttura dell'UEM e l'insufficiente attuazione delle regole sul piano delle politiche. Il quadro di riferimento

29) Cfr., ad esempio, gli articoli *Il nuovo quadro UE di gestione e risoluzione delle crisi finanziarie* e *Il meccanismo europeo di stabilità* nel numero di luglio 2011 di questo Bollettino.

30) Cfr. il comunicato stampa della Commissione europea IP/12/570 del 6 giugno 2012.

per la *governance* economica non ha assicurato la disciplina di bilancio nei paesi dell'area dell'euro, né ha permesso di individuare e correggere tempestivamente l'accumulo di squilibri macroeconomici. Inoltre, l'interazione pericolosa fra le tensioni sui conti pubblici e le minacce per il sistema finanziario ha costituito un fenomeno nuovo (almeno in termini di portata) e davvero destabilizzante.

Sono già stati compiuti dei passi decisivi verso l'introduzione di un migliore assetto di *governance* economica nell'area dell'euro, volto a garantire la disciplina di bilancio e accrescere la competitività dei paesi membri. Parallelamente, è in corso una revisione del quadro per la vigilanza e la regolamentazione del settore finanziario, inteso a rafforzare la tenuta di quest'ultimo. Infine, sono state erette barriere protettive comprendenti strumenti di gestione delle crisi. Tali barriere hanno lo scopo di salvaguardare ulteriormente la stabilità finanziaria, fronteggiando in particolare il rischio di contagio tra paesi e tra segmenti diversi del mercato finanziario.

I principi che guidano la politica monetaria - vale a dire il mandato di stabilità dei prezzi, la codificazione dell'indipendenza della banca centrale e il divieto di finanziamento monetario - assieme alla strategia di politica monetaria e al quadro operativo hanno funzionato bene e hanno permesso di conseguire risultati positivi in termini di stabilità dei prezzi sia prima che durante la crisi. Inoltre, il quadro ha fornito alla BCE un grado di flessibilità sufficiente a permetterle di agire durante la crisi finanziaria.

Tuttavia, l'evoluzione della crisi finanziaria in una crisi del debito sovrano e del settore bancario negli ultimi due o tre anni ha posto la politica monetaria dell'area dell'euro di fronte a diverse sfide. Essa ha dovuto far fronte al deterioramento delle finanze pubbliche e alla volatilità dei mercati del debito sovrano, a diverse minacce per la stabilità finanziaria e al circolo vizioso innescatosi fra le tensioni nel settore delle obbligazioni pubbliche e le difficoltà del settore bancario. Come reazione, l'Eurosistema ha dovuto introdurre tutta una serie di misure nuove e non convenzionali per affrontare i problemi di liquidità nei mercati interbancari

e le disfunzioni nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

Questa interazione potenzialmente conflittuale fra la politica monetaria, le politiche di bilancio e la stabilità finanziaria costituisce un "triangolo" problematico che aggiunge un terzo polo al "bipolarismo" tipico delle relazioni di influenza reciproca tra politica monetaria e fiscale. Sia le riforme del quadro di riferimento per la *governance* economica richiamate in precedenza sia la ridefinizione del sistema finanziario possono attenuare tali tensioni. Il ritorno a conti pubblici sani permetterà di affrontare alla radice le tensioni emerse nel periodo recente sui mercati del debito sovrano. Assieme a una migliore vigilanza e regolamentazione del sistema finanziario e alle barriere protettive già introdotte, ciò contribuirà a evitare il pericoloso circolo vizioso rappresentato dall'interazione fra le tensioni nel mercato dei titoli pubblici e l'instabilità finanziaria che ha contraddistinto la crisi del debito sovrano nell'area dell'euro.

Se le riforme saranno in grado di promuovere la disciplina di bilancio, ridurre gli squilibri macroeconomici e salvaguardare la stabilità finanziaria, la politica monetaria non dovrà affrontare esternalità negative provenienti da altri ambiti nell'intento di mantenere la stabilità dei prezzi. La buona riuscita delle misure adottate dipenderà tuttavia, in ultima analisi, dalla velocità e dalla portata della loro attuazione, dal modo in cui saranno applicate e - quel che è più importante - dall'impegno dei governi nazionali a rispettare le regole concordate e attuare le riforme promesse sul piano delle politiche.

Il successo di tutte queste azioni si tradurrà in un migliore quadro di riferimento per l'UEM, in un sistema finanziario più forte e concentrato sul suo compito fondamentale di finanziare l'economia reale, in conti pubblici sani governati da una disciplina di bilancio e in una politica monetaria che continuerà a mantenere la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro. In ultima istanza, politiche di bilancio sane e una politica monetaria comune orientata verso la stabilità si rafforzerebbero a vicenda e fornirebbero le basi per una crescita economica sostenibile nell'area dell'euro.



# VALUTAZIONE DELL'ANCORAGGIO DELLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE A PIÙ LUNGO TERMINE



*Il monitoraggio delle aspettative di inflazione a più lungo termine aiuta a misurare la percezione generale circa l'impegno di una banca centrale a mantenere la stabilità dei prezzi. Ciò riveste particolare importanza nei periodi di shock considerevoli al contesto economico e finanziario nonché durante i processi di forte correzione che ne conseguono, come si è potuto osservare negli ultimi anni. In tale contesto, il presente articolo passa in rassegna l'evoluzione delle aspettative di inflazione a più lungo termine per l'area dell'euro fornite dalle indagini degli istituti di previsione nonché di quelle ricavate dagli strumenti dei mercati finanziari. Durante la crisi finanziaria e del debito sovrano degli ultimi anni, i livelli delle aspettative di inflazione a più lungo termine hanno continuato a oscillare entro un intervallo piuttosto ristretto, senza evidenziare segnali di variazioni sistematiche in una o l'altra direzione. Al contempo i livelli sono stati caratterizzati da una maggiore incertezza rispetto agli anni passati. Nondimeno, le evidenze presentate in questo articolo suggeriscono nel complesso un saldo ancoraggio della percezione generale circa l'impegno della BCE a mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento in un orizzonte di medio termine, anche in un periodo di così eccezionale incertezza.*

## I INTRODUZIONE

La dinamica delle aspettative di inflazione a più lungo termine svolge un ruolo importante nelle attività di monitoraggio e valutazione delle banche centrali, perché un loro saldo ancoraggio è essenziale per il funzionamento del meccanismo di trasmissione monetaria. Se gli operatori economici dovessero convincersi che l'inflazione finirà per non essere in linea con l'obiettivo della banca centrale, modificherebbero le decisioni in materia di fissazione dei prezzi e dei salari, accrescendo il rischio di spirali dei prezzi che si autoalimentano. A tale riguardo, la relazione tra aspettative di inflazione e inflazione può agire in entrambe le direzioni: l'inflazione effettiva, se registra sistematicamente uno scostamento dall'obiettivo della banca centrale, può mettere a repentaglio l'ancoraggio delle aspettative, mentre aspettative di inflazione disancorate possono contribuire allo scostamento dell'inflazione effettiva da tale obiettivo. Un saldo ancoraggio delle aspettative è pertanto un indicatore del successo e della credibilità di una politica monetaria orientata alla stabilità dei prezzi.

La BCE segue con attenzione le aspettative di inflazione a più lungo termine desunte dalle indagini e dagli strumenti dei mercati finanziari. A tale proposito si considerano le aspettative a più lungo termine anziché a più breve<sup>1)</sup> perché l'inflazione su un orizzonte di breve termine può essere fortemente influenzata da eventuali

shock derivanti dalla dinamica dei prezzi delle materie prime o da variazioni delle imposte indirette. Tali shock non possono essere contrastati dalla politica monetaria entro orizzonti temporali brevi e possono quindi comportare una notevole variabilità dell'inflazione.

Per contro, le attese di inflazione a più lungo termine dovrebbero costituire una misura che riflette le attese circa la credibilità della politica monetaria. Il monitoraggio delle aspettative a più lungo termine è particolarmente importante in periodi di forti shock al contesto economico e finanziario. A tale riguardo, il periodo a partire dall'autunno 2008 è un esempio particolarmente significativo. Il fallimento Lehman e la connessa crisi finanziaria hanno innescato la più profonda recessione dalla seconda guerra mondiale e, unitamente alle più recenti tensioni in alcuni mercati del debito sovrano dell'area dell'euro, ciò ha dato origine a processi di aggiustamento di straordinaria entità. Tali forti reazioni a livello macroeconomico potrebbero provocare negli operatori di mercato una maggiore incertezza circa le prospettive per l'inflazione rispetto a periodi di normalità.

In questo contesto, le sezioni 2 e 3 del presente articolo passano in rassegna l'andamento delle

1) Per un'analisi delle aspettative di inflazione a più breve termine nell'area dell'euro, cfr. l'articolo *Le attese di inflazione nell'area dell'euro: rassegna degli andamenti recenti* nel numero di febbraio 2011 di questo Bollettino.

misure delle aspettative di inflazione a lungo termine per l'area dell'euro desunte dalle indagini e dal mercato, con particolare riferimento al periodo post-Lehman. Le dinamiche sono analizzate sotto vari aspetti, quali il livello dell'inflazione attesa e la sua evoluzione nel tempo, ma anche l'incertezza che lo può caratterizzare in un dato momento. La sezione 4 trae le conclusioni.

## 2 INDICATORI DELLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE A PIÙ LUNGO TERMINE BASATI SULLE INDAGINI

Una fonte principale di indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine basati sulle indagini è la *Survey of Professional Forecasters* (SPF) condotta dalla BCE con frequenza trimestrale, che raccoglie sia previsioni puntuali sia distribuzioni di probabilità dell'inflazione attesa su un orizzonte quinquennale<sup>2)</sup>. Anche Consensus Economics e MJEconomics (*Euro Zone Barometer*) pubblicano previsioni puntuali di inflazione su un orizzonte di vari anni, sebbene queste indagini presentino alcune differenze rispetto all'SPF riguardo al periodo di riferimento e alla frequenza di rilevazione dei dati<sup>3)</sup>.

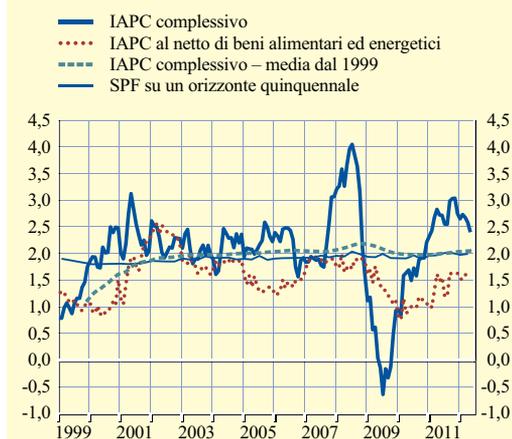
### 2.1 LIVELLO MEDIO DELLE ATTESE DI INFLAZIONE

Dal 1999 l'inflazione misurata sullo IAPC ha mostrato occasionalmente forti variazioni, per effetto in particolare dell'impatto degli shock dei prezzi delle materie prime sui prodotti energetici e alimentari considerati nell'indice (cfr. figura 1). Tuttavia, anche escludendo queste componenti volatili, l'inflazione armonizzata ha evidenziato alcune oscillazioni nel tempo.

Ciò nondimeno, la media del tasso di inflazione armonizzata sul periodo corrispondente nel periodo tra il dicembre 1999 e ciascuno dei mesi successivi si è mantenuta in un intervallo piuttosto ristretto attorno al 2 per cento. Questa misura evidenzia come l'inflazione media sia stata in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi durante l'unione monetaria.

**Figura 1** Inflazione a più lungo termine ed evoluzione dell'inflazione attesa

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

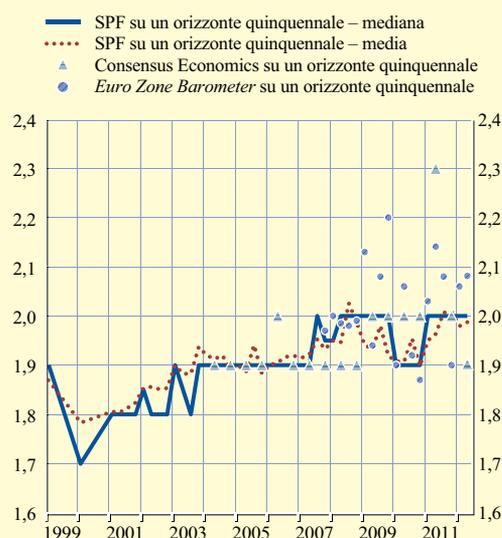
Nota: la serie dello IAPC medio è calcolato come la media del tasso di inflazione sul periodo corrispondente nel periodo tra il dicembre 1999 e ogni mese successivo. Nel 1999 e nel 2000 l'SPF ha raccolto le aspettative di inflazione su un orizzonte quinquennale solo nel primo trimestre. La rilevazione più recente risale ad aprile 2012.

A tale proposito, risulta evidente che le attese di inflazione a più lungo termine mostrano un allineamento notevolmente maggiore con le medie di più lungo periodo di quanto non accada con le variazioni nel più breve periodo dell'inflazione effettiva. A partire dal 2001, da quando cioè le aspettative a più lungo termine dell'SPF sono diventate disponibili con regolarità, il livello medio (previsioni puntuali per l'inflazione su un orizzonte quinquennale) ha oscillato in un intervallo ristretto tra l'1,80 e il 2,03 per cento.

- 2) Per una descrizione dettagliata dell'SPF, cfr. Bowles, C. et al., *The ECB survey of professional forecasters (SPF) – A review after eight years' experience*, Occasional Paper della BCE, n. 59, aprile 2007.
- 3) L'*Euro Zone Barometer* e l'indagine di Consensus Economics riportano previsioni a più lungo termine con frequenza rispettivamente trimestrale e semestrale. L'SPF chiede di indicare le attese a più lungo termine in ciascuna edizione trimestrale. L'orizzonte di riferimento per le previsioni a più lungo termine è esteso di un anno nell'edizione di gennaio dell'*Eurozone Barometer*, mentre ciò avviene solo nella seconda metà dell'anno per l'indagine di Consensus Economics e l'SPF. Gli orizzonti di previsione più lontani coperti dall'SPF e dall'*Euro Zone Barometer* sono quelli rispettivamente a cinque e quattro anni, mentre l'orizzonte dell'indagine di Consensus Economics si spinge oltre i cinque anni, comprendendo il periodo da sei a dieci anni.

**Figura 2 Aspettative di inflazione a più lungo termine desunte da varie indagini**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: BCE, Consensus Economics ed Euro Zone Barometer.  
Nota: nel 1999 e nel 2000 l'SPF ha raccolto le aspettative di inflazione su un orizzonte quinquennale solo nel primo trimestre.

L'evoluzione del livello medio delle aspettative di inflazione a più lungo termine rilevate dall'SPF può essere scomposta in tre grandi fasi (cfr. figura 2). La prima attiene a una lieve variazione al rialzo nel periodo precedente al 2003. Questa è coincisa con un graduale innalzamento dai bassi livelli osservati all'inizio dell'unione monetaria sia dell'inflazione armonizzata complessiva, sia di quella al netto delle componenti volatili. La fase si è conclusa a metà 2003, forse anche per effetto del fatto che all'epoca fu specificato che, nell'ambito della definizione della BCE di stabilità dei prezzi quale aumento annuo dello IAPC inferiore al 2 per cento nel medio periodo, il Consiglio direttivo si prefigge di mantenere l'inflazione su livelli "inferiori" ma "prossimi" al 2 per cento. Questo chiarimento ha probabilmente offerto un ancoraggio più preciso per le aspettative del settore privato.

La seconda fase tra metà 2003 e metà 2007 è stata di sostanziale stabilità dell'inflazione attesa nel più lungo periodo, con valori attorno al menzionato livello inferiore ma prossimo al 2 per cento. Tale fase ha coinciso con un periodo

in cui la dinamica dell'inflazione complessiva e di quella armonizzata al netto dei beni alimentari ed energetici è stata relativamente stabile.

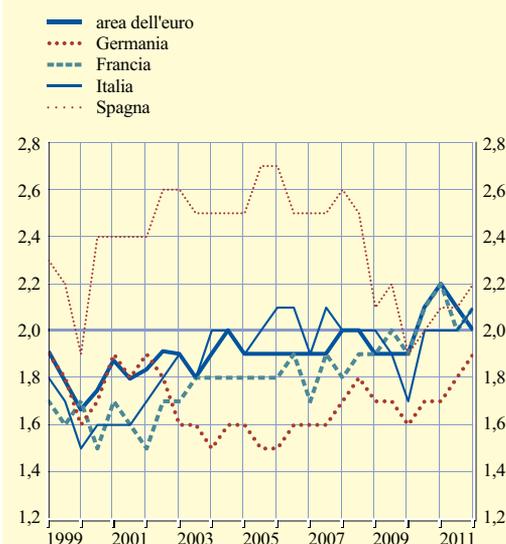
Da metà 2007 l'inflazione attesa ha registrato di nuove variazioni lievemente più accentuate. A tale andamento sono corrisposte oscillazioni particolarmente ampie nell'inflazione effettiva dovute a shock mondiali riguardanti i prezzi delle materie prime<sup>4)</sup>, alla dinamica della crescita a livello internazionale, nonché a un contesto macroeconomico, fiscale e finanziario generalmente più incerto. La media delle aspettative di inflazione a più lungo termine nell'SPF ha toccato un massimo del 2,03 per cento nel terzo trimestre del 2008, è diminuita all'1,90 per cento nel 2009 ed è poi nuovamente risalita al 2,0 per cento circa a partire dalla seconda metà del 2011. La mediana delle previsioni puntuali, che risente in misura inferiore di valori anomali nelle singole risposte dell'indagine, ha mostrato in genere una variazione in qualche misura più contenuta rispetto alla media, ma ha segnato anch'essa oscillazioni a partire da metà 2007.

Come si evince dalla figura 2, le previsioni puntuali medie nelle diverse indagini del settore privato sono state in genere molto prossime una all'altra. Tuttavia, le previsioni a più lungo termine di Consensus Economics e dell'*Euro Zone Barometer* hanno anche mostrato una maggiore variabilità negli anni recenti rispetto al periodo precedente al fallimento Lehman. Quando si confrontano le variazioni di tali medie da un'edizione all'altra delle indagini, è importante osservare che la figura 2 riporta i dati dell'indagine di Consensus Economics e dell'*Euro Zone Barometer* con un decimale: questi, a causa degli arrotondamenti, possono quindi indicare variazioni più o meno accentuate rispetto all'SPF, dati i ristretti intervalli in cui si muovono le aspettative di inflazione a più lungo termine. Inoltre, nel confrontare i livelli medi tra le varie indagini, alcune differenze

4) Nel luglio 2008, il prezzo del petrolio ha toccato un massimo di quasi 150 dollari statunitensi al barile ed è poi sceso nel dicembre dello stesso anno a livelli inferiori ai 40 dollari al barile.

**Figura 3** Aspettative di inflazione a più lungo termine per l'area dell'euro e le maggiori economie che ne fanno parte

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: Consensus Economics.  
Nota: la rilevazione più recente risale ad aprile 2012.

nel grado di variazione da un'edizione all'altra possono essere ricondotte all'impatto dei valori anomali o dei cambiamenti nella composizione del gruppo degli intervistati. Il numero relativamente elevato di partecipanti all'SPF rispetto alle altre indagini (circa 45, in media, per la domanda relativa alle aspettative di inflazione a più lungo termine) dovrebbe far sì che la media nell'indagine SPF sia meno influenzata in termini di affidabilità da valori anomali o da variazioni della composizione del gruppo rispetto ad altre indagini.

Il fatto che le aspettative di inflazione per il complesso dell'area dell'euro siano oscillate in un intervallo ristretto attorno al 2 per cento nasconde alcune differenze tra i paesi dell'area (cfr. figura 3). I dati di Consensus Economics (disponibili solo con un decimale per il tasso di inflazione medio su un orizzonte tra sei e dieci anni) per le quattro maggiori economie dell'area dell'euro indicano sia medie diverse sia maggiori variazioni nei livelli medi delle aspettative a più lungo termine. Ad esempio, le attese per la Germania hanno oscillato intorno all'1,7 per

cento e non hanno mai registrato valori superiori all'1,9 per cento, mentre per la Francia sono state in genere più elevate rispetto alla Germania; per la Spagna si sono collocate su livelli significativamente più elevati rispetto ad altri grandi paesi dell'area dell'euro e alla media dell'area dell'euro fino all'inizio della crisi nel 2008. L'andamento rispecchia probabilmente il periodo di *boom* dei primi dieci anni di unione monetaria, dimostratosi ora insostenibile. Dopo l'inizio della crisi il livello medio delle aspettative di inflazione a più lungo termine sono nettamente diminuite per la Spagna, mentre per la Germania hanno evidenziato un lieve incremento. Nel complesso, ciò comporta negli anni recenti una maggiore convergenza delle aspettative di inflazione a più lungo termine verso la media dell'area dell'euro per i paesi che ne fanno parte, fenomeno normale nel più lungo periodo per un'unione monetaria.

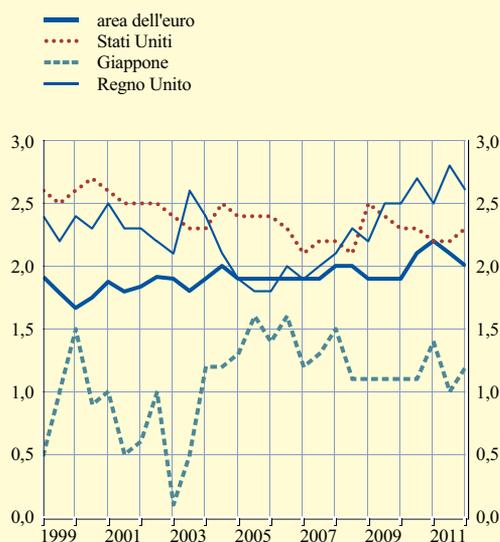
Si sono anche osservate differenze tra le aspettative di inflazione a più lungo termine per il complesso dell'area dell'euro e quelle per altre economie avanzate (cfr. figura 4). Queste differenze riguardano sia il livello di inflazione attesa a più lungo termine sia la sua evoluzione nel tempo. Il livello medio per l'area dell'euro secondo l'indagine di Consensus Economics è stato generalmente inferiore rispetto a Stati Uniti e Regno Unito e ha anche oscillato in un intervallo più ristretto<sup>5)</sup>. Dall'inizio della crisi a fine 2008 il differenziale di livello si è ridotto rispetto agli Stati Uniti, ma si è ampliato nei confronti del Regno Unito, dove le aspettative hanno evidenziato un ampio aumento negli anni recenti.

Le differenze di livello e di evoluzione possono ricondursi alla natura del campione, ma possono anche riflettere la precisione delle definizioni degli obiettivi di politica monetaria. A tale riguardo, la maggior parte delle banche centrali forniscono ora una quantificazione dei

5) Si possono trarre identiche conclusioni dal raffronto delle aspettative di inflazione a più lungo termine per l'area dell'euro con quelle per Stati Uniti e Regno Unito in base alle rispettive indagini di istituti di previsione a cura della Federal Reserve Bank of Philadelphia e della Bank of England.

**Figura 4 Aspettative di inflazione a più lungo termine per l'area dell'euro, gli Stati Uniti, il Regno Unito e il Giappone**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: Consensus Economics.

Nota: la rilevazione più recente risale ad aprile 2012.

propri obiettivi di stabilità dei prezzi in grado di fungere da ancoraggio alle aspettative di inflazione a più lungo termine. Benché la Federal Reserve per molto tempo non abbia definito in termini quantitativi il proprio obiettivo di stabilità dei prezzi, nel dicembre 2011 il Federal Open Market Committee del Federal Reserve Board ha specificato che un'inflazione, misurata sull'indice dei prezzi della spesa per consumi personali, pari al 2 per cento nel lungo periodo sarebbe quella più in linea con il mandato statutario della Federal Reserve. Nel dicembre 2003 la Bank of England ha fissato il proprio obiettivo di inflazione al 2,0 per cento medio nel tempo, sulla base della misura dell'indice dei prezzi al consumo<sup>6</sup>. Nel febbraio 2012 la Banca del Giappone ha integrato nel proprio quadro di politica monetaria un obiettivo di stabilità dei prezzi per il medio-lungo termine: l'obiettivo è definito come un intervallo positivo pari o inferiore al 2 per cento in termini di tasso di variazione sui dodici mesi dell'indice dei prezzi al consumo, mentre l'obiettivo specifico è fissato al momento all'1 per cento allo scopo di superare la deflazione e conseguire una crescita

sostenibile con prezzi stabili. È degno di nota il fatto che l'inflazione attesa nell'area dell'euro sembri relativamente prossima all'obiettivo di stabilità dei prezzi se confrontata sul piano internazionale. Questa conclusione emerge anche dall'indagine sulle aspettative di inflazione condotta da J.P. Morgan (*J.P. Morgan Inflation Expectations Survey*)<sup>7</sup>, la quale dimostra che dal 2009 in media la percentuale di partecipanti che si attendevano un'inflazione a medio termine prossima all'obiettivo di politica monetaria è stata superiore al 50 per cento per l'area dell'euro, contro il 30 per cento circa per Regno Unito e Stati Uniti.

Nel complesso, la moderata variazione delle aspettative medie di inflazione a più lungo termine per l'area dell'euro, rispetto sia all'evoluzione dell'inflazione effettiva sia alle altre economie, indica un loro ancoraggio relativamente solido a partire dal 1999. Tuttavia, la maggiore variabilità delle aspettative osservata negli anni recenti segnala l'esigenza di seguire con attenzione questi andamenti in futuro.

## 2.2 INCERTEZZA INSITA NEL LIVELLO DI INFLAZIONE ATTESA

L'ancoraggio relativamente solido della media delle aspettative di inflazione a più lungo termine rilevate dall'SPF può sempre celare incertezze circa tale livello aggregato. L'SPF offre due modalità principali per valutarne l'entità.

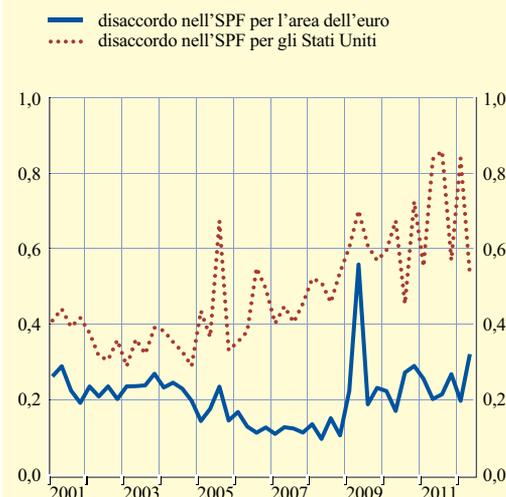
In primo luogo, l'incertezza è riscontrabile nel disaccordo tra gli intervistati circa il livello di inflazione a più lungo termine. Nell'SPF tale disaccordo, misurato dalla deviazione standard delle singole previsioni puntuali, si

6) Ciò corrisponde al precedente obiettivo del 2,5 per cento definito in termini di indice dei prezzi al dettaglio al netto degli interessi sui mutui (RPIX), obiettivo simmetrico introdotto nel 1997.

7) Lanciata nel luglio 2009 e rivolta agli operatori dei mercati finanziari, questa indagine è condotta tre volte all'anno e verte sulle aspettative per l'area dell'euro, gli Stati Uniti, il Regno Unito, il Giappone e l'Australia. Vi si chiede, tra l'altro, di indicare le aspettative di inflazione a medio termine (su un orizzonte tra due e cinque anni) a fronte dell'obiettivo della rispettiva banca centrale.

**Figura 5 Disaccordo tra le aspettative di inflazione a più lungo termine nell'area dell'euro e negli Stati Uniti**

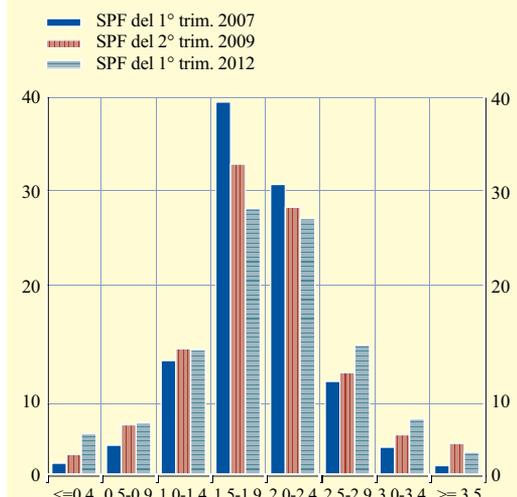
(deviazione standard delle stime puntuali)



Fonti: Banca centrale europea e Federal Reserve Bank of Philadelphia.  
 Nota: la rilevazione più recente per l'SPF della BCE e per l'SPF statunitense risale al secondo trimestre del 2012.

**Figura 6 Distribuzione della probabilità aggregata delle aspettative di inflazione a più lungo termine in alcune edizioni dell'SPF**

(probabilità in percentuale)



Fonte: BCE.

è collocato prevalentemente nell'intervallo tra 0,1 e 0,3 punti percentuali (cfr. figura 5). Solo nel secondo trimestre del 2009 si è osservata nella serie un'impennata occasionale, che ha tuttavia rispecchiato alcune risposte estreme fornite da un numero circoscritto di partecipanti. Tale impennata ha avuto luogo quando l'economia dell'area dell'euro si trovava in recessione e i rischi al ribasso per la stabilità dei prezzi erano in aumento. Il grado di disaccordo è diminuito nuovamente nel periodo successivo, ma è rimasto in qualche misura superiore agli anni immediatamente precedenti la crisi. Per contro, la *Survey of Professional Forecasters* condotta dalla Federal Reserve Bank of Philadelphia mostra che, negli Stati Uniti, il disaccordo circa il livello di inflazione a più lungo termine non solo è stato più elevato rispetto all'area dell'euro, ma ha anche evidenziato un andamento al rialzo negli anni recenti<sup>8)</sup>.

In secondo luogo, l'incertezza può rispecchiarsi nella distribuzione di probabilità che i partecipanti all'SPF forniscono insieme alle stime

puntuali. Queste probabilità sono espresse in percentuale e denotano la probabilità che le rilevazioni future dell'inflazione a più lungo termine ricadano entro determinati intervalli. Quanto più piatta è la distribuzione, tanto più è probabile secondo gli intervistati che si osservino dati diversi dalla loro previsione centrale per l'inflazione a più lungo termine. Sulla base di queste singole distribuzioni di probabilità, si può ricavare una distribuzione di probabilità "aggregata" calcolando la media della probabilità assegnata dai partecipanti a ciascun intervallo specifico. Questa distribuzione di probabilità aggregata presenta in genere una configurazione stabile: la probabilità più alta è attribuita agli intervalli tra l'1,5 e l'1,9 per cento e tra il 2,0 e il 2,4 per cento (cfr. figura 6). Dal confronto dei risultati dell'indagine del

8) I dati per gli Stati Uniti si riferiscono alle aspettative per il tasso di incremento medio dell'indice dei prezzi al consumo (IPC) nei prossimi dieci anni. Il grado più elevato e il diverso andamento del disaccordo negli ultimi anni negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro restano validi anche se corretti per i differenti livelli delle aspettative di inflazione a più lungo termine nelle due economie.

primo trimestre del 2007 e quelli del secondo trimestre del 2009 emerge che la distribuzione di probabilità si è in qualche misura appiattita dall'inizio della crisi, fenomeno che potrebbe essersi addirittura leggermente accentuato nelle edizioni più recenti dell'indagine.

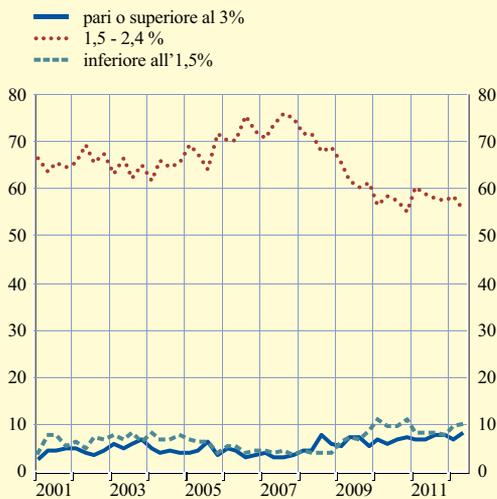
Se si raggruppano queste probabilità aggregate in intervalli più ampi si osserva che la probabilità attribuita a un valore dell'inflazione a più lungo termine compreso tra l'1,5 e il 2,4 per cento è al momento lievemente superiore al 60 per cento: è quindi diminuita sensibilmente dall'inizio della crisi finanziaria (cfr. figura 7). Allo stesso tempo, le probabilità attribuite a un'inflazione effettiva a più lungo termine inferiore all'1 per cento e pari o superiore al 3 per cento sono salite quasi al 10 per cento negli anni recenti per entrambi questi intervalli estremi. Ciò conferma ancora una volta che la distribuzione si è appiattita in qualche misura a partire dalla crisi, con un'assegnazione di maggiori probabilità alle code della distribuzione stessa.

Il quadro di distribuzioni più piatte e quindi di una maggiore incertezza associata alle previsioni puntuali trova conferma nell'analisi delle deviazioni standard riguardanti le distribuzioni di probabilità. A tale proposito, l'incertezza aggregata è data dalla deviazione standard della distribuzione di probabilità aggregata (cfr. figura 8), mentre l'incertezza individuale corrisponde alla deviazione standard media delle singole distribuzioni di probabilità. Entrambe queste misure hanno iniziato ad aumentare moderatamente durante il 2008 e hanno continuato questo andamento fino a fine 2010. Da allora, l'incertezza delle prospettive di inflazione a più lungo termine è rimasta su livelli relativamente elevati.

Nel complesso, i risultati dell'SPF indicano pertanto che il livello medio dell'inflazione attesa è caratterizzato da incertezza e che questa è lievemente aumentata negli ultimi anni. Ciò avvalorava ancora una volta la conclusione secondo la quale occorre seguire con attenzione tali aspettative.

**Figura 7** Probabilità che l'inflazione effettiva ricada entro diversi intervalli nel lungo termine

(probabilità in percentuale)



Fonte: BCE.  
Nota: la rilevazione più recente risale al secondo trimestre del 2012.

**Figura 8** Incertezza riguardante le aspettative di inflazione a più lungo termine desunta dall'SPF

(punti percentuali)



Fonte: BCE.  
Nota: l'incertezza aggregata corrisponde alla deviazione standard della distribuzione di probabilità aggregata, mentre l'incertezza individuale alla deviazione standard media delle distribuzioni di probabilità individuali. La rilevazione più recente risale al secondo trimestre del 2012.

### 3 MISURE DELL'INFLAZIONE ATTESA A PIÙ LUNGO TERMINE BASATE SUL MERCATO

Gli indicatori per le aspettative di inflazione a più lungo termine desunti dal mercato sono ricavati da strumenti indicizzati all'inflazione, in particolare titoli di Stato di questa tipologia, ma anche derivati quali gli *swap* indicizzati all'inflazione. Poiché sono disponibili in tempo reale e a elevata frequenza, sono in linea di principio più indicati per valutare in tempo reale la nuova evoluzione delle aspettative di inflazione rispetto alle misure basate sulle indagini. Tuttavia, le misure fondate sul mercato sono al contempo maggiormente soggette a volatilità e a distorsioni dovute ai premi al rischio.

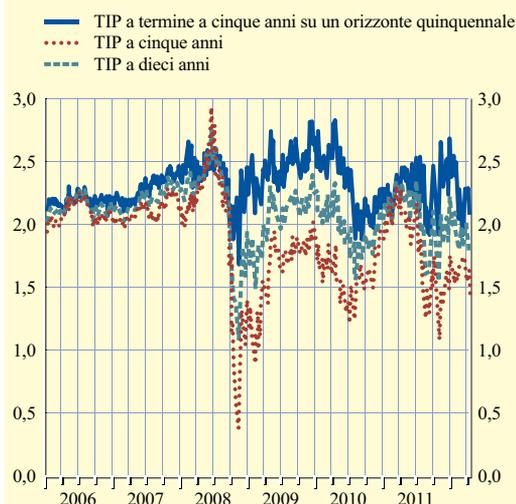
#### 3.1 ASPETTATIVE DI INFLAZIONE DESUNTE DAI MERCATI FINANZIARI

Le informazioni giornaliere sull'inflazione attesa sono desunte dai prezzi di mercato dei prodotti finanziari indicizzati allo IAPC dell'area dell'euro al netto dei tabacchi. La BCE utilizza le obbligazioni indicizzate all'inflazione emesse dai soggetti sovrani tedesco e francese e gli *swap* sull'inflazione. I tassi di inflazione di pareggio (TIP) corrispondono alla differenza tra i rendimenti sui titoli nominali e quelli su titoli indicizzati comparabili aventi la medesima scadenza <sup>9)</sup>. Il livello dei TIP fornisce informazioni sull'inflazione attesa alla scadenza del titolo. I TIP tuttavia comprendono anche premi al rischio che riflettono l'incertezza sull'inflazione effettiva in futuro, nonché variazioni connesse alle condizioni di scambio dei titoli.

Le misure a pronti dei tassi di inflazione di pareggio sono molto più volatili di quelle a termine a più lunga scadenza, in quanto dovrebbero anche riflettere shock dell'inflazione nel più breve periodo (cfr. figura 9). Ad esempio, il TIP a pronti a cinque anni misura l'inflazione media attesa per i prossimi cinque anni e coglie quindi le attese di deviazioni temporanee dell'inflazione dall'obiettivo della BCE, ad esempio sulla scorta di shock petroliferi.

Figura 9 Tassi di inflazione di pareggio nell'area dell'euro

(punti percentuali)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nota: i tassi sono destagionalizzati. La rilevazione più recente risale al 9 maggio 2012.

Per tenere sotto osservazione le attese di inflazione a più lungo termine, uno degli indicatori più idonei è il TIP a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale. Esso misura l'inflazione attesa per un periodo di cinque anni che inizierà tra cinque anni e pertanto non è influenzato da shock a breve termine quanto i TIP a pronti. Di conseguenza, è rimasto ad esempio molto più stabile nel periodo post-Lehman rispetto ai tassi di pareggio a pronti a cinque e dieci anni. Lo stesso vale per i tassi sugli *swap* indicizzati all'inflazione a cinque anni su un orizzonte quinquennale (cfr. figura 10).

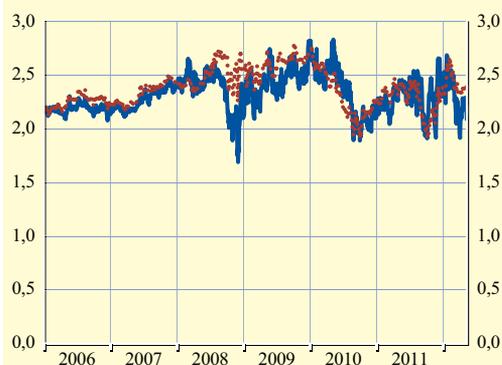
Un'altra informazione importante ricavabile dalla figura 10 è che prima dello scoppio della crisi finanziaria, queste misure a termine delle aspettative di inflazione nel più lungo periodo erano rimaste relativamente stabili appena sopra

<sup>9)</sup> Nel 2011 la BCE ha cambiato il metodo per stimare i tassi di inflazione di pareggio per l'area dell'euro al fine di ridurre le distorsioni derivanti dall'ampliamento dei differenziali tra i rendimenti sui titoli di Stato tedeschi e francesi; cfr. il riquadro *La stima dei rendimenti reali e dei tassi di inflazione di pareggio dopo la recente intensificazione della crisi del debito sovrano* nel numero di dicembre 2011 di questo Bollettino.

**Figura 10** Aspettative di inflazione a termine a lunga scadenza per l'area dell'euro

(punti percentuali)

— TIP a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale  
 ..... tasso *swap* indicizzato all'inflazione a cinque anni su un orizzonte quinquennale



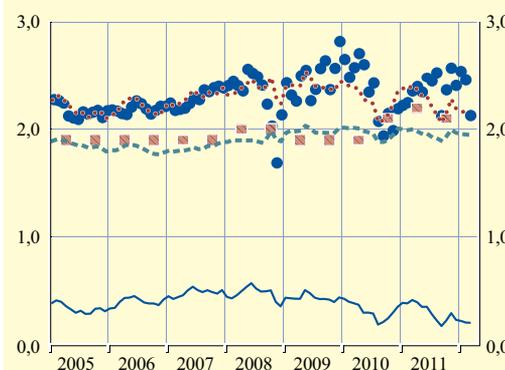
Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nota: i tassi corrispondono ai tassi di inflazione a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale. I tassi basati sui titoli di Stato sono destagionalizzati. La rilevazione più recente risale al 9 maggio 2012.

**Figura 11** Contributi, in base al modello, delle aspettative di inflazione, dei premi al rischio e degli effetti di disturbo sulle rilevazioni al TIP a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale

(punti percentuali)

● TIP a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale, rilevato  
 ..... TIP a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale, basato sul modello  
 - - - - - inflazione attesa  
 — premio per il rischio di inflazione  
 ■ previsioni di inflazione su orizzonte compreso tra sei e dieci anni raccolte da Consensus Economics



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Nota: il modello si fonda su quello descritto in Garcia, J.A. e T. Werner, *Inflation risks and inflation risk premia*, Working Paper della BCE, n. 1162, marzo 2010. La rilevazione più recente risale al marzo 2012.

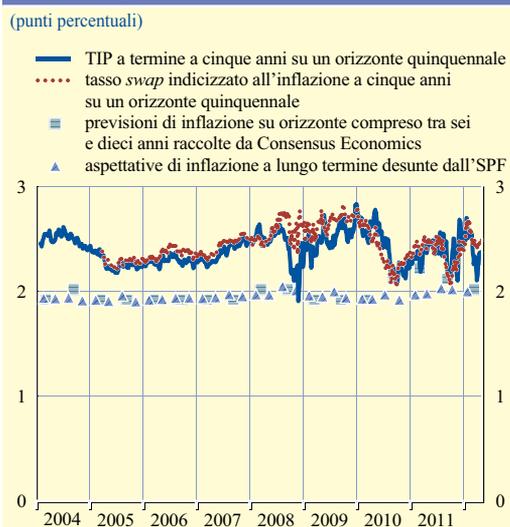
al 2 per cento. In seguito, tuttavia, le misure desunte dai mercati sono state più variabili, analogamente a quelle basate sulle indagini.

In questo contesto, una valutazione del livello e della volatilità delle misure dell'inflazione attesa basate sul mercato deve tenere conto dei premi al rischio ivi incorporati. Questi premi, benché non osservabili, possono essere calcolati con modelli che scompongono i prezzi di mercato in aspettative di inflazione "pure" e premi al rischio di inflazione. Il modello usato nella figura 11 è un modello di struttura per scadenze dei rendimenti nominali e reali, che comprende informazioni sull'inflazione effettiva nonché su quella attesa ricavata dalle indagini<sup>10</sup>. Dal confronto tra i tassi di inflazione di pareggio osservati e quelli basati sul modello emerge che i residui del modello sono aumentati durante la crisi. Ciò è dovuto all'accresciuta volatilità durante i periodi di tensione nei mercati. Guardando oltre questi effetti, la scompo-

sizione basata sul modello suggerisce che le aspettative di inflazione "pure" sono rimaste relativamente stabili e prossime al 2 per cento (cfr. figura 11). Pertanto, sebbene solitamente le misure delle aspettative di inflazione desunte dal mercato siano superiori a quelle basate sulle indagini a causa dei premi al rischio di inflazione, l'analisi effettuata sulla base del modello mostra che la correzione per questi premi determina un maggiore allineamento tra le due misure (cfr. figura 12).

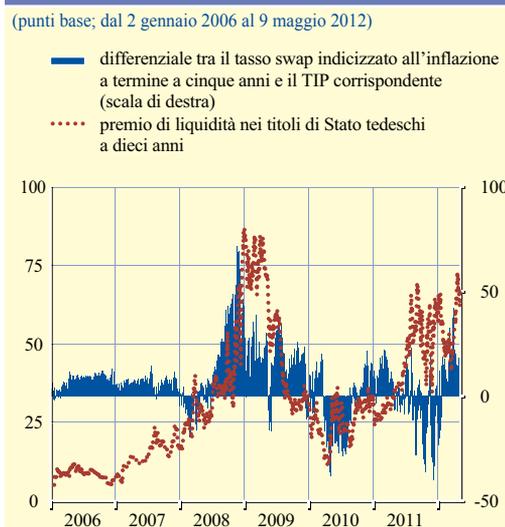
10) Per una descrizione del modello, cfr. Garcia, J.A. e T. Werner, *Inflation risks and inflation risk premia*, Working Paper della BCE, n. 1162, marzo 2010. La Bank of England e il Federal Reserve System si avvalgono di modelli analoghi. Per una loro descrizione, cfr. Joyce, M., A. Lasaosa, I. Stevens e M. Tong (2010), *Extracting inflation expectations and inflation risk premia from the term structure. A joint model of the UK nominal and real curves*, Working Paper della Bank of England, n. 360, nonché Kim, D.H. e J.H. Wright (2005), *An Arbitrage-Free Three Factor Term Structure Model and the Recent Behavior of Long-Term Yields and Distant-Horizon Forward Rates*, FEDS Working Paper, Federal Reserve Board.

**Figura 12 Misure delle attese di inflazione nell'area dell'euro basate sul mercato e sulle indagini**



Fonti: Reuters, BCE e Consensus Economics.  
Nota: i tassi sono destagionalizzati. La rilevazione più recente risale al 9 maggio 2012.

**Figura 13 Premio di liquidità e discrepanza tra inflazione di pareggio e tassi *swap***



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i tassi sottostanti al differenziale fanno riferimento ai tassi di inflazione a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale. I tassi basati sui titoli di Stato sono destagionalizzati. Il premio di liquidità è dato dal differenziale tra i rendimenti sulle obbligazioni delle agenzie tedesche con garanzia governativa (emesse dal Kreditanstalt für Wiederaufbau) e i titoli di Stato tedeschi. La metodologia poggia su Ejsing J., M. Grothe e O. Grothe, Liquidity and credit risk premia in government bond yields, Working Paper della BCE, n. 1440, giugno 2012. La rilevazione più recente risale al 9 maggio 2012.

### 3.2 VOLATILITÀ DELLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE DESUNTE DAL MERCATO A FRONTE DELLE TURBOLENZE

Nel periodo precedente al fallimento Lehman le differenze tra le misure implicite nei titoli di Stato e negli *swap* erano relativamente modeste in quanto le operazioni di arbitraggio in condizioni di mercato normali legano questi due mercati. Tuttavia, il mercato degli *swap* indicizzati all'inflazione e quello dei titoli di Stato analoghi presentano alcune differenze; spesso coinvolgono operatori di mercato diversi e possono pertanto seguire un'evoluzione divergente, soprattutto in periodi di tensione quando i canali dell'arbitraggio non funzionano efficientemente, come è successo in più occasioni a partire dal 2008. Occorre pertanto tenere sotto osservazione i segnali concernenti la valutazione dell'inflazione attesa desunti da entrambi questi mercati.

Le differenze di livello dell'inflazione attesa ricavate dai mercati dei titoli di Stato e degli *swap* in-

dicizzati all'inflazione si manifestano spesso durante periodi di notevoli fughe verso investimenti sicuri e verso la liquidità a favore dei titoli di Stato che, avvantaggiando in gran parte i mercati delle obbligazioni nominali, vanno a incidere sui tassi di inflazione di pareggio. Nella figura 13 si riscontra che la discrepanza tra i TIP a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale e i tassi corrispondenti desunti dagli *swap* sull'inflazione è correlata a un indicatore del premio di liquidità nel mercato tedesco dei titoli di Stato nominali, calcolato come differenziale tra le obbligazioni delle agenzie coperte da garanzie governative e i titoli di Stato nominali tedeschi<sup>11)</sup>.

Nel complesso, la volatilità delle misure delle aspettative di inflazione desunte dal mercato dipende quindi dalle condizioni generali nei mer-

11) Per una documentazione su tali effetti nei mercati obbligazionari dell'area dell'euro durante la crisi, cfr. il riquadro *Nuove evidenze sui premi per il rischio di credito e per la liquidità incorporati in alcuni rendimenti sovrani dell'area dell'euro* nel numero di settembre 2009 di questo Bollettino.

cati finanziari più ampi. Le tensioni nei mercati degli strumenti indicizzati all'inflazione sono strettamente correlate agli indicatori di liquidità, di volatilità dei mercati e di rischio. Inoltre, durante la crisi sarebbe altresì aumentata la reattività nel breve periodo delle misure dell'inflazione attesa desunte dal mercato a fattori economici imprevisti (cfr. riquadro 1).

**Riquadro 1**

**EVENT STUDY SULLA REATTIVITÀ DEGLI INDICATORI DELL'INFLAZIONE ATTESA BASATI SUL MERCATO AGLI ANNUNCI MACROECONOMICI**

Le aspettative di inflazione basate sul mercato sono desunte da prodotti finanziari indicizzati all'inflazione, scambiati a elevata frequenza. Queste misure pertanto riflettono con rapidità le nuove informazioni a disposizione degli operatori di mercato. Il presente riquadro analizza la reazione a breve termine degli indicatori delle aspettative di inflazione per l'area dell'euro basati sul mercato alla pubblicazione di notizie macroeconomiche inattese.

La presente analisi verte su dieci importanti annunci di rilevanza economica che riguardano i prezzi e l'attività reale nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. Il fattore di sorpresa corrisponde alla differenza tra il dato effettivo e la mediana delle aspettative degli analisti prima della sua divulgazione raccolte da Bloomberg. I movimenti giornalieri dei TIP a pronti e a termine e i tassi sugli *swap* indicizzati all'inflazione vengono regrediti sul fattore di sorpresa degli annunci economici <sup>1)</sup>. Le tavole A e B riportano i risultati di tale elaborazione. Poiché nei mercati effi-

**Tavola A Reattività degli indicatori di inflazione attesa desunti dal mercato durante gli anni 2004-2007**

(coefficienti di regressione; stime in punti base; dal 1° febbraio 2004 al 31 dicembre 2007)

Dato pubblicato	TIP a cinque anni	TIP a dieci anni	TIP a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale	Swap a cinque anni	Swap a dieci anni	Swap a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale
<i>Eurozone Services Purchasing Managers' Index</i>	-1	0	1	0	0	-1
<i>Eurozone Flash HICP</i>	6***	3***	3	8***	4***	1
<i>Eurozone GDP Constant Prices</i>	0	2	2	10***	7	4
<i>Eurozone Manufacturing Purchasing Managers' Index</i>	0	0	1	-1	0	0
<i>German Import Prices</i>	1	1	1	0	1	1
<i>IFO Germany Business Climate</i>	0	0	0	0	0	0
<i>US Purchasing Managers' Index</i>	0***	0	0	0	0**	0*
<i>US Producer Price Index</i>	0	0*	1	1**	1	1
Prima dichiarazione di disoccupazione negli Stati Uniti (in decine di migliaia)	1	-1	-1	-1	-1	0
Dipendenti del settore non agricolo negli Stati Uniti (variazione netta, in decine di migliaia)	0	0	0	0	0	0

Fonti: Bloomberg, Xetra ed elaborazioni della BCE.

Nota: \*, \*\* e \*\*\* denotano una significatività statistica del 10%, 5% e 1% utilizzando test t "a due code".

1) Per tenere conto dell'eteroschedasticità è applicata una metodologia GARCH(1,1).

cienti la reazione dovrebbe essere rapida, l'analisi si incentra sulle variazioni giornaliere degli indicatori dell'inflazione attesa basati sul mercato alla data dell'annuncio. Per tenere conto dei cambiamenti osservati durante la crisi finanziaria in relazione al funzionamento dei mercati dei prodotti indicizzati, l'analisi comprende due periodi di durata analoga: il periodo precedente alla crisi dal 2004 al 2007 e quello a partire dal 2008.

I risultati suggeriscono che nel periodo pre-crisi i mercati per i prodotti finanziari indicizzati hanno reagito in misura significativa agli annunci economici solo in rari casi<sup>2)</sup>. Le aspettative di inflazione a pronti mostrano una maggiore reattività rispetto alle misure a termine, risultato positivo in quanto le aspettative a pronti dovrebbero riflettere gli andamenti nel prossimo futuro e quindi reagire anche a shock economici transitori. Per contro, se la politica monetaria è credibile, ci si attende che le aspettative di inflazione a termine a più lunga scadenza siano meno sensibili alle variazioni temporanee del ciclo economico.

Dalla tavola B emerge che le variazioni giornaliere degli indicatori delle aspettative di inflazione durante la crisi sono riconducibili a un numero maggiore di variabili, soprattutto per le misure ricavate dal mercato degli *swap*. I risultati per i due periodi indicano che soprattutto le misure dell'inflazione attesa a pronti a lungo termine hanno evidenziato una reazione più accentuata nell'ultimo sottocampione. Il fatto che, nel complesso, dopo lo scoppio della crisi finanziaria le notizie abbiano avuto un effetto maggiore sulle misure dell'inflazione attesa basate sul mercato riflette con ogni probabilità l'accresciuta valutazione dei premi al rischio di inflazione tra gli

**Tavola B Reattività degli indicatori di inflazione attesa desunti dal mercato a partire dal 2008**

(coefficienti di regressione; stime in punti base; dal 1° febbraio 2004 al 31 dicembre 2007)

Dato pubblicato	TIP a cinque anni	TIP a dieci anni	TIP a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale	Swap a cinque anni	Swap a dieci anni	Swap a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale
<i>Eurozone Services Purchasing Managers' Index</i>	2	2	1	0	0	0
<i>Eurozone Flash HICP</i>	10*	5	-1	9***	6***	2
<i>Eurozone GDP Constant Prices</i>	-3	0	9	6	6	6
<i>Eurozone Manufacturing Purchasing Managers' Index</i>	1	1	-2	4***	3***	3***
<i>German Import Prices</i>	1	2**	4***	0	1	2***
<i>IFO Germany Business Climate</i>	0	0	-1	0	0	0
<i>US Purchasing Managers' Index</i>	0	0	0	0	0***	0
<i>US Producer Price Index</i>	1	1	1	1	1*	1
Prima dichiarazione di disoccupazione negli Stati Uniti (in decine di migliaia)	-4	-2	0	-3	-2	-2
Dipendenti del settore non agricolo negli Stati Uniti (variazione netta, in decine di migliaia)	1	0	-1	1***	1***	1

Fonti: Bloomberg, Xetra ed elaborazioni della BCE.

Nota: \*, \*\* e \*\*\* denotano una significatività statistica del 10%, 5% e 1% utilizzando test t "a due code".

2) L'entità dei coefficienti corrisponde, salvo diversa indicazione, alla variazione in punti base a fronte di un fattore di sorpresa di una unità nel livello dell'indicatore economico. I coefficienti di regressione sono arrotondati.

operatori di mercato. Nondimeno, resta valida la conclusione secondo cui i tassi a termine sono influenzati in misura decisamente inferiore dalle notizie economiche rispetto ai tassi a pronti, segnale confortante per la credibilità della politica monetaria.

Questa analisi è su un *event study*; i risultati valutano l'impatto delle notizie economiche sulle misure dell'inflazione attesa nel giorno dell'annuncio e, per esempio, non mostrano se gli effetti sugli indicatori siano stati provocati da variazioni delle aspettative di inflazione o da fattori afferenti ai mercati dei prodotti indicizzati, come un incremento dei premi per il rischio di liquidità. Analogamente, le regressioni non rivelano direttamente se le reazioni siano transitorie oppure abbiano un effetto persistente. Pertanto, i risultati di questa analisi empirica andrebbero interpretati con cautela.

#### 4 CONCLUSIONI

L'evidenza che si ricava dalle misure delle aspettative di inflazione per l'area dell'euro sulla base delle indagini e del mercato suggerisce che tali aspettative sono rimaste piuttosto saldamente ancorate. Ciò vale per periodi in cui l'andamento dell'inflazione effettiva ha risentito fortemente della dinamica dei prezzi delle materie prime, ma anche a fronte della crisi finanziaria e del debito sovrano degli ultimi anni. Allo stesso tempo, sebbene il livello delle aspettative di inflazione a più lungo termine abbia continuato a oscillare entro un intervallo relativamente ristretto attorno al 2 per cento, si è osservata un'incertezza in qualche misura maggiore riguardo a questo livello dall'inizio della crisi nel 2008. Il fenomeno rispecchia probabilmente le notevoli turbolenze sul piano finanziario, dei conti pubblici e macroeconomico associate alla crisi e ai mercati

processi di correzione economica in risposta a dette circostanze.

In un contesto simile è indispensabile preservare il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a più lungo termine. Il riquadro 2 illustra nuovamente questo concetto sulla base di un modello strutturale. Nell'area dell'euro il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione non ha solamente aiutato ad assicurare la stabilità dei prezzi, ma anche a contenere le ricadute della crisi finanziaria e del connesso rallentamento dell'attività economica. La rimarchevole stabilità delle aspettative di inflazione a più lungo termine testimonia la credibilità dell'impegno della BCE teso ad assicurare la stabilità dei prezzi e i buoni risultati conseguiti a tale riguardo dall'avvio della politica monetaria unica nel 1999. Al contempo, l'elevata incertezza degli anni recenti indica la necessità di continuare a tenere sotto stretta osservazione queste aspettative in futuro.

#### Riquadro 2

##### CONSEGUENZE DI UN DISANCORAGGIO DELLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE A PIÙ LUNGO TERMINE SECONDO UN MODELLO STRUTTURALE

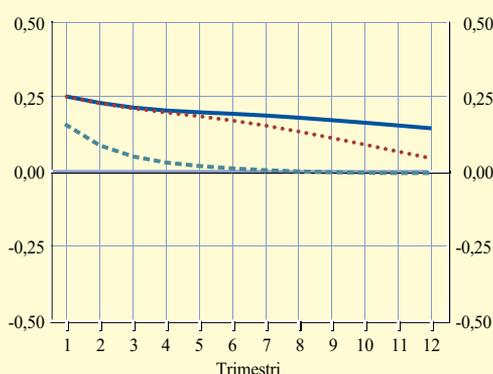
Un disancoraggio delle aspettative di inflazione a più lungo termine pregiudicherebbe la capacità della banca centrale di mantenere la stabilità dei prezzi e provocherebbe una più diffusa instabilità macroeconomica. Sulla base del nuovo modello dell'area (*New Area-Wide Model*, NAWM)<sup>1)</sup> della BCE, il presente riquadro illustra le conseguenze economiche di uno spostamento verso l'alto delle aspettative a più lungo termine. Tale circostanza è simulata da uno

1) Cfr. Christoffel, K., G. Coenen e A. Warne, *The New Area-Wide Model of the euro area: A micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis*, Working Paper della BCE, n. 944, ottobre 2008.

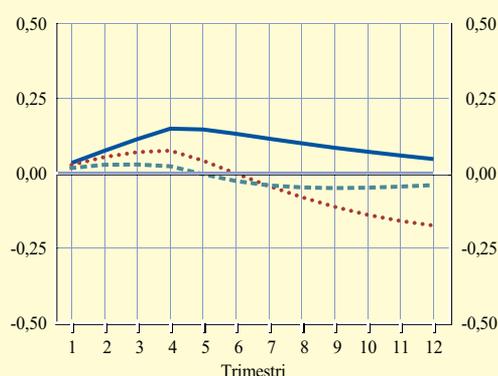
## Impatto di una variazione al rialzo delle aspettative di inflazione a più lungo termine e ruolo della politica monetaria

- variazione al rialzo delle aspettative di inflazione
- ... con una politica compensativa e aspettative "disattente"
- ... con una politica compensativa e aspettative "attente"

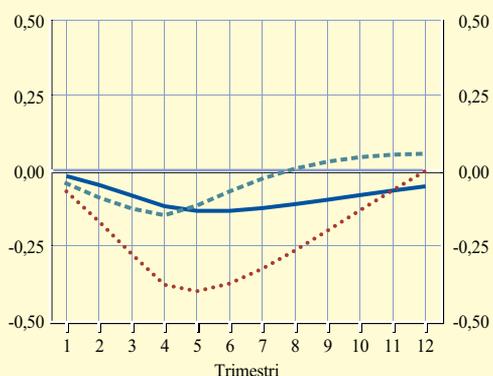
**a) Obiettivo percepito per la stabilità dei prezzi**  
(tassi in ragione d'anno, deviazioni dallo scenario di base, punti percentuali)



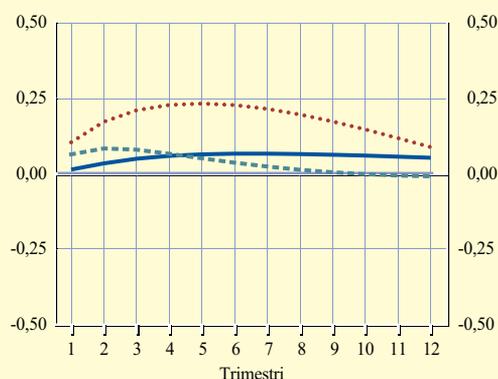
**b) Inflazione al consumo**  
(tassi sul periodo corrispondente, deviazioni dallo scenario di base, punti percentuali)



**c) Crescita del PIL in termini reali**  
(tassi sul periodo corrispondente, deviazioni dallo scenario di base, punti percentuali)



**d) Tasso di interesse nominale a breve termine**  
(tassi in ragione d'anno, deviazioni dallo scenario di base, punti percentuali)



Fonti: simulazioni basate sul NAWM.

shock alle percezioni del settore privato circa l'obiettivo di stabilità dei prezzi della banca centrale, mentre rimane immutato l'obiettivo effettivo.

I diagrammi della figura ritraggono gli effetti che uno shock *una tantum* di 25 punti base alle percezioni degli operatori circa l'obiettivo di stabilità dei prezzi eserciterebbe sull'obiettivo percepito, sull'inflazione al consumo, sulla crescita del PIL in termini reali e sul tasso di interesse<sup>2)</sup>. Si

2) Per una trattazione più approfondita e maggiori dettagli sulla modellizzazione delle aspettative di inflazione mediante l'applicazione del metodo adottato nel presente riquadro, cfr. Gürkaynak, R.S., A.T. Levin, A.N. Marder ed E.T. Swanson (2007), "Inflation targeting and the anchoring of inflation expectations in the Western Hemisphere", *Economic Review*, pp. 25-47, Federal Reserve Bank of San Francisco.

ipotizza che prima dello shock tutte le variabili siano pari ai valori di lungo periodo, rappresentati nella figura dalle linee dello zero.

L'illustrazione basata sul modello concerne tre reazioni distinte di politica monetaria: 1) la banca centrale si attiene alle regole della funzione di reazione del tasso di interesse previste dal modello<sup>3)</sup>; 2) la banca centrale reagisce anche al disancoraggio delle aspettative di inflazione rispondendo alle deviazioni dell'obiettivo percepito di stabilità dei prezzi dall'obiettivo effettivo; 3) la banca centrale, oltre ad adottare il comportamento descritto in 2), cerca di influenzare direttamente la formulazione delle aspettative nel settore privato mediante un'efficace comunicazione delle proprie intenzioni.

Partendo dal caso 1), l'obiettivo percepito per la stabilità dei prezzi aumenta immediatamente di 25 punti base (linea continua blu) in risposta allo shock sottostante. Questo incremento dell'obiettivo percepito induce le imprese *forward-looking* a correggere i propri prezzi al rialzo, mentre le famiglie chiedono salari più elevati. A causa della riduzione implicita del reddito reale di quest'ultimo settore e dell'incremento del costo del lavoro, la domanda aggregata e l'occupazione si contraggono. Sulla scorta di queste reazioni del settore privato, l'inflazione al consumo sul periodo corrispondente gradualmente aumenta con un effetto massimo di pressoché 15 punti base dopo un anno circa. La crescita sul periodo corrispondente del PIL in termini reali diminuisce in misura analoga, registrando un minimo dopo quattro o cinque trimestri. In base alla funzione di reazione del modello, la banca centrale alza moderatamente il tasso di interesse in risposta a questi andamenti dell'inflazione e del prodotto. In assenza di ulteriori shock, l'obiettivo percepito per la stabilità dei prezzi si riporta lentamente verso lo scenario di base, poiché gli operatori del settore privato correggono progressivamente le percezioni inappropriate quando osservano che l'inflazione al consumo rimane al di sotto dell'obiettivo percepito.

Il ritorno estremamente lento allo scenario di base potrebbe indurre la banca centrale a reagire direttamente sulle errate percezioni del settore privato. Una risposta di politica monetaria compensativa, come ipotizzato nel caso 2), determina un incremento più marcato del tasso di interesse (linea rossa punteggiata) e, di conseguenza, si accentua il calo del PIL reale, mentre l'inflazione al consumo è inferiore rispetto all'ipotesi in cui non sia stato adottato un approccio compensativo. In assenza di un impatto diretto sulle aspettative di inflazione del settore privato, ossia nel caso di aspettative "disattente", l'obiettivo percepito per la stabilità dei prezzi subisce una correzione molto lenta e rimane prossimo ai valori osservati nel caso 1) fino a circa cinque trimestri dallo shock. A quel punto l'inflazione al consumo è scesa abbastanza perché la risposta compensativa di politica monetaria abbia un significativo effetto di inversione sull'obiettivo percepito per la stabilità dei prezzi.

Poiché gli operatori del settore privato nel caso 2) non considerano la possibilità che le loro percezioni circa l'obiettivo di stabilità dei prezzi differiscano dall'obiettivo effettivo, un effetto importante della reazione della banca centrale alle errate percezioni risiede nel fatto che la risposta di politica monetaria è più incisiva che nel caso 1); pertanto, il tasso di interesse effettivo è considerevolmente più elevato di quello che gli operatori del settore privato avevano previsto. Come si riscontra nel caso 2), questo disallineamento tra la politica monetaria effettiva e attesa può avere notevoli ripercussioni sull'economia. Tuttavia, se la banca centrale riesce a comunicare le proprie intenzioni con chiarezza ed efficacia, è presumibile che le errate percezioni del settore privato si correggano più rapidamente. Tale caso 3) corrisponde a una risposta di politica

3) La funzione di reazione della banca centrale nel NAWM è convenzionale e comprende l'inflazione al consumo, l'obiettivo effettivo di stabilità dei prezzi e la crescita del PIL in termini reali. Per informazioni, cfr. Christoffel, K., G. Coenen e A. Warne, op. cit.

monetaria compensativa con aspettative “attente” (linea verde tratteggiata), in base alla quale gli operatori privati riconoscono il disallineamento tra politica monetaria effettiva e attesa in una fase iniziale e correggono le errate percezioni di conseguenza.

La figura mostra che nel caso 3) l’impatto diretto dello shock di fondo sull’obiettivo percepito di stabilità dei prezzi è notevolmente inferiore: quest’ultimo si riporta sull’obiettivo effettivo dopo circa un anno. Le conseguenze per l’inflazione al consumo e la crescita del PIL in termini reali nonché per il tasso di interesse effettivo sono pertanto molto più favorevoli. Grazie all’efficace combinazione di “parole e fatti”, la politica monetaria della banca centrale sarebbe quindi in grado di prevenire i rischi di un innalzamento dell’inflazione attesa.

# STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO





# INDICE <sup>1)</sup>

## TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

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

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

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

---

#### Segni convenzionali nelle tavole

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



## TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

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

#### 1. Andamenti monetari e tassi di interesse<sup>1)</sup>

	M1 <sup>2)</sup>	M2 <sup>2)</sup>	M3 <sup>2)3)</sup>	M3 <sup>2)3)</sup> media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche <sup>2)</sup>	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM <sup>2)</sup>	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor; valori percentuali in ragione d'anno; valori medi)	Tassi a pronti a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno; fine periodo) <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8
2010	8,5	1,8	0,5	-	0,6	4,2	0,81	3,36
2011	2,0	2,3	2,2	-	2,4	0,9	1,39	2,65
2011 3° trim.	1,4	2,3	2,4	-	2,5	0,5	1,56	2,48
4° trim.	1,9	2,1	2,2	-	2,1	-0,4	1,50	2,65
2012 1° trim.	2,3	2,5	2,4	-	0,9	0,3	1,04	2,60
2° trim.	.	.	.	.	.	.	0,69	2,32
2012 gen.	2,1	2,3	2,3	2,2	1,2	-0,2	1,22	2,67
feb.	2,6	2,8	2,7	2,7	0,8	0,4	1,05	2,59
mar.	2,8	3,0	3,0	2,7	0,6	2,2	0,86	2,60
apr.	1,8	2,5	2,5	2,8	0,2	3,1	0,74	2,47
mag.	3,3	2,9	2,9	.	-0,1	.	0,68	1,89
giu.	.	.	.	.	.	.	0,66	2,32

#### 2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro<sup>5)</sup>

	IAPC <sup>1)</sup>	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	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	2,0	7,3	76,7	-0,6	10,1
2011	2,7	5,9	2,8	1,5	3,5	80,3	0,1	10,2
2011 3° trim.	2,7	5,9	2,5	1,3	3,9	80,0	0,2	10,2
4° trim.	2,9	5,1	2,8	0,7	-0,2	79,7	-0,2	10,6
2012 1° trim.	2,7	3,7	2,0	0,0	-1,6	79,8	-0,4	10,9
2012 gen.	2,7	3,9	-	-	-1,8	79,8	-	10,8
feb.	2,7	3,7	-	-	-1,6	-	-	10,8
mar.	2,7	3,5	-	-	-1,5	-	-	11,0
apr.	2,6	2,6	-	-	-2,4	79,7	-	11,0
mag.	2,4	2,3	-	-	.	-	-	11,1
giu.	2,4	.	-	-	.	-	-	.

#### 3. Statistiche sull'estero

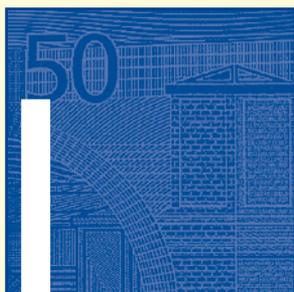
(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)			Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Posizione patrimoniale netta sull'estero (in percentuale del PIL)	Debito estero lordo (in percentuale del PIL)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-20 <sup>6)</sup> (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti e di portafoglio				Nominale	Reale (IPC)	
2010	-0,4	15,1	51,2	591,2	-13,4	120,3	103,6	101,6	1,3257
2011	7,6	4,6	157,1	667,1	-12,1	120,5	103,4	100,7	1,3920
2011 3° trim.	4,4	2,8	15,8	646,6	-13,1	122,4	103,5	100,6	1,4127
4° trim.	39,9	14,3	-59,1	667,1	-12,1	120,5	102,1	99,4	1,3482
2012 1° trim.	-5,0	1,9	-66,3	671,3	.	.	99,5	96,9	1,3108
2° trim.	.	.	.	.	.	.	98,2	95,9	1,2814
2012 gen.	-10,0	-9,2	-49,8	702,4	.	.	98,9	96,3	1,2905
feb.	-4,0	2,3	16,0	696,4	.	.	99,6	97,2	1,3224
mar.	9,1	8,8	-32,5	671,3	.	.	99,8	97,3	1,3201
apr.	2,0	6,0	-14,8	679,7	.	.	99,5	97,1	1,3162
mag.	.	.	.	695,7	.	.	98,0	95,7	1,2789
giu.	.	.	.	.	.	.	97,2	94,8	1,2526

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

	1 giugno 2012	8 giugno 2012	15 giugno 2012	22 giugno 2012	29 giugno 2012
<b>Oro e crediti in oro</b>	432.703	432.702	432.701	432.701	433.779
<b>Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	243.598	244.526	246.521	246.984	260.867
<b>Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	49.077	49.069	48.160	48.933	51.856
<b>Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	17.590	16.616	17.612	18.295	17.455
<b>Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	1.115.517	1.185.060	1.206.289	1.240.525	1.260.858
Operazioni di rifinanziamento principali	51.176	119.370	131.747	167.253	180.378
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	1.063.629	1.063.629	1.071.547	1.071.547	1.079.725
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	710	1.949	2.979	1.470	706
Crediti connessi a scarti di garanzia	1	112	17	255	48
<b>Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	250.592	189.547	191.721	186.432	186.363
<b>Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	605.113	605.665	603.316	602.442	602.322
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	280.823	281.242	280.219	280.340	281.046
Altri titoli	324.290	324.423	323.097	322.102	321.276
<b>Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche</b>	30.583	30.583	30.587	30.587	30.092
<b>Altre attività</b>	257.820	255.914	250.398	250.994	258.637
<b>Attività totali</b>	<b>3.002.593</b>	<b>3.009.684</b>	<b>3.027.305</b>	<b>3.057.892</b>	<b>3.102.227</b>

#### 2. Passività

	1 giugno 2012	8 giugno 2012	15 giugno 2012	22 giugno 2012	29 giugno 2012
<b>Banconote in circolazione</b>	884.875	888.613	891.508	890.327	893.740
<b>Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	1.091.700	1.088.326	1.105.241	1.084.056	1.105.531
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	94.017	87.070	150.901	97.022	116.654
Depositi <i>overnight</i>	784.973	788.218	741.191	775.263	772.855
Depositi a tempo determinato	212.000	212.000	212.000	210.500	210.500
Operazioni temporanee di <i>fine tuning</i>	0	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	710	1.039	1.149	1.271	5.522
<b>Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	3.399	3.913	3.947	3.843	3.714
<b>Certificati di debito</b>	0	0	0	0	0
<b>Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	129.026	124.720	119.105	161.354	158.474
<b>Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	116.419	129.600	138.772	149.718	149.908
<b>Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	5.491	4.006	2.872	2.944	3.291
<b>Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	9.279	9.890	10.149	8.786	9.552
<b>Contropartite dei DSP dell'FMI</b>	54.716	54.716	54.716	54.716	56.886
<b>Altre passività</b>	222.881	220.707	215.805	216.955	225.543
<b>Rivalutazioni</b>	399.445	399.445	399.445	399.445	409.840
<b>Capitale e riserve</b>	85.363	85.747	85.748	85.748	85.748
<b>Passività totali</b>	<b>3.002.593</b>	<b>3.009.684</b>	<b>3.027.305</b>	<b>3.057.892</b>	<b>3.102.227</b>

Fonte: BCE.

**1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE**

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

	Con effetto dal <sup>1)</sup>	Depositi <i>overnight</i> presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale	
				Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile	Variazione	Livello	Variazione
		Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Livello	Livello			
		Livello	Variazione	Livello	Livello	Variazione	Livello	Variazione
		1	2	3	4	5	6	7
1999	1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
	4 <sup>2)</sup>	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
	22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
	9 apr.	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
	5 nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000	4 feb.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
	17 mar.	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
	28 apr.	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
	9 giu.	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
	28 <sup>3)</sup>	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
	1 set.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
	6 ott.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001	11 mag.	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
	31 ago.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
	18 set.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
	9 nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002	6 dic.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003	7 mar.	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
	6 giu.	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005	6 dic.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006	8 mar.	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
	15 giu.	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
	9 ago.	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
	11 ott.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
	13 dic.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007	14 mar.	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
	13 giu.	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008	9 lug.	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
	8 ott.	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
	9 <sup>4)</sup>	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
	15 <sup>5)</sup>	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...
	12 nov.	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
	10 dic.	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75
2009	21 gen.	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	...
	11 mar.	0,50	-0,50	1,50	-	-0,50	2,50	-0,50
	8 apr.	0,25	-0,25	1,25	-	-0,25	2,25	-0,25
	13 mag.	0,25	...	1,00	-	-0,25	1,75	-0,50
2011	13 apr.	0,50	0,25	1,25	-	0,25	2,00	0,25
	13 lug.	0,75	0,25	1,50	-	0,25	2,25	0,25
	9 nov.	0,50	-0,25	1,25	-	-0,25	2,00	-0,25
	14 dic.	0,25	-0,25	1,00	-	-0,25	1,75	-0,25
2012	11 lug.	0,00	-0,25	0,75	-	-0,25	1,50	-0,25

Fonte: BCE.

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

### 1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante procedura d'asta <sup>1), 2)</sup>

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

#### 1. Operazioni di rifinanziamento principali e a lungo termine<sup>3)</sup>

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso		Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Operazioni di rifinanziamento principali									
2012 28 mar.	61.078	81	61.078	1,00	-	-	-	-	7
4 apr.	62.625	80	62.625	1,00	-	-	-	-	7
11	55.362	82	55.362	1,00	-	-	-	-	7
18	51.775	85	51.775	1,00	-	-	-	-	7
25	46.369	82	46.369	1,00	-	-	-	-	7
2 mag.	34.420	77	34.420	1,00	-	-	-	-	7
9	39.287	80	39.287	1,00	-	-	-	-	7
16	42.988	84	42.988	1,00	-	-	-	-	7
23	37.852	84	37.852	1,00	-	-	-	-	7
30	51.176	87	51.176	1,00	-	-	-	-	7
6 giu.	119.370	96	119.370	1,00	-	-	-	-	7
13	131.747	94	131.747	1,00	-	-	-	-	7
20	167.253	101	167.253	1,00	-	-	-	-	7
27	180.378	105	180.378	1,00	-	-	-	-	7
4 lug.	163.629	92	163.629	1,00	-	-	-	-	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine									
2012 26 gen.	19.580	54	19.580	1,00	-	-	-	-	91
15 feb.	14.325	18	14.325	1,00	-	-	-	-	28
1 mar.	6.496	30	6.496	1,00	-	-	-	-	91
1 <sup>5)6)</sup>	529.531	800	529.531	-	-	-	-	-	1.092
14	9.754	19	9.754	1,00	-	-	-	-	28
29 <sup>5)</sup>	25.127	48	25.127	1,00	-	-	-	-	91
11 apr.	11.389	20	11.389	1,00	-	-	-	-	28
26 <sup>5)</sup>	21.338	39	21.338	-	-	-	-	-	91
9 mag.	12.988	20	12.988	1,00	-	-	-	-	35
31 <sup>5)</sup>	8.307	33	8.307	-	-	-	-	-	91
13 giu.	18.905	21	18.905	1,00	-	-	-	-	28
28 <sup>5)</sup>	26.295	50	26.295	-	-	-	-	-	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 <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2012 28 mar.	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
11	Raccolta di depositi a tempo determinato	365.273	66	214.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
18	Raccolta di depositi a tempo determinato	438.325	75	214.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
25	Raccolta di depositi a tempo determinato	411.451	70	214.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
2 mag.	Raccolta di depositi a tempo determinato	389.405	58	214.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
9	Raccolta di depositi a tempo determinato	441.270	74	214.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
16	Raccolta di depositi a tempo determinato	468.092	75	214.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
23	Raccolta di depositi a tempo determinato	459.846	70	212.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
30	Raccolta di depositi a tempo determinato	420.004	66	212.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
6 giu.	Raccolta di depositi a tempo determinato	420.651	71	212.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
13	Raccolta di depositi a tempo determinato	318.560	72	212.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
20	Raccolta di depositi a tempo determinato	387.534	66	210.500	-	-	1,00	0,26	0,26	7
27	Raccolta di depositi a tempo determinato	288.426	62	210.500	-	-	1,00	0,26	0,26	7
4 lug.	Raccolta di depositi a tempo determinato	398.078	73	210.500	-	-	1,00	0,26	0,26	7

Fonte: BCE.

- Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della sezione 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.
- Con effetto a partire da aprile 2002, le operazioni di *split tender*, ovvero quelle operazioni aventi scadenza a una settimana ed effettuate mediante procedure d'asta standard parallelamente a una operazione di rifinanziamento principale, vengono classificate come operazioni di rifinanziamento principale.
- L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti. L'8 ottobre 2008 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali sarebbero state condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Il 4 marzo 2010 la BCE ha deciso di tornare a utilizzare la procedura d'asta a tasso variabile nelle operazioni regolari di finanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi a partire dall'operazione aggiudicata il 28 aprile 2010 e regolata il giorno successivo.
- Nelle operazioni di creazione (assorbimento) di liquidità, il tasso marginale si riferisce al tasso più basso (più alto) al quale le richieste sono state accettate.
- 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.
- A distanza di un anno, le controparti avranno l'opzione di rimborsare una quota qualsiasi della liquidità loro assegnata nell'operazione, purché ciò avvenga nel giorno di regolamento di una operazione di rifinanziamento principale.

**1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità**

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

**1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva**

Aggregato soggetto a riserva nel periodo: (fine periodo)	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva positivo <sup>1)</sup>		Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi a vista e depositi con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso oltre 2 anni	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni
	1	2	3	4	5	6
2007	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9
2008	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7
2009	18.318,2	9.808,5	760,4	2.475,7	1.170,1	4.103,5
2010	18.948,1	9.962,6	644,3	2.683,3	1.335,4	4.322,5
2011 dic.	18.970,0	9.790,9	687,7	2.781,2	1.303,5	4.406,8
2012 gen.	19.111,4	9.901,1	684,7	2.784,2	1.343,8	4.397,7
feb.	19.090,1	9.870,4	700,9	2.768,7	1.356,6	4.393,6
mar.	19.178,8	9.981,7	725,5	2.758,8	1.336,0	4.376,8
apr.	19.172,4	10.013,5	726,5	2.736,0	1.349,9	4.346,5

**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
2012 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	109,6	4,3	0,0	1,00
8 mag.	105,2	110,5	5,3	0,0	1,00
12 giu.	106,6	110,8	4,2	0,0	1,00
10 lug.	106,9	.	.	.	.

**3. Liquidità**

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema											
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità <sup>2)</sup>	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità <sup>3)</sup>	Banconote in circolazione	Conti delle amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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
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
10 apr.	667,6	56,4	1.093,4	3,0	280,6	771,3	215,8	871,2	146,3	-13,3	109,6	1.752,1
8 mag.	659,3	47,0	1.088,7	1,0	281,3	771,4	214,0	872,7	137,1	-28,5	110,5	1.754,6
12 giu.	656,8	58,1	1.071,0	1,6	281,1	770,8	212,8	880,8	117,8	-24,2	110,8	1.762,3

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 <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

#### 1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività <sup>3)</sup>
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2010	3.212,4	1.566,8	18,6	0,9	1.547,3	573,6	425,4	9,4	138,7	-	18,6	684,1	8,0	361,4
2011	4.700,4	2.728,5	18,0	1,0	2.709,5	717,2	556,9	10,9	149,5	-	20,3	779,2	8,1	447,0
2011 4° trim.	4.700,4	2.728,5	18,0	1,0	2.709,5	717,2	556,9	10,9	149,5	-	20,3	779,2	8,1	447,0
2012 1° trim.	5.238,2	3.289,9	18,0	1,0	3.270,9	744,4	578,0	10,6	155,9	-	21,0	774,4	8,1	400,5
2012 feb.	4.821,7	2.789,0	18,0	1,0	2.770,0	738,0	578,0	11,2	148,8	-	21,0	803,2	8,0	462,4
mar.	5.238,2	3.289,9	18,0	1,0	3.270,9	744,4	578,0	10,6	155,9	-	21,0	774,4	8,1	400,5
apr.	5.252,9	3.345,0	17,4	1,0	3.326,6	738,3	572,2	10,9	155,2	-	21,0	789,8	8,1	350,8
mag. <sup>(p)</sup>	5.424,4	3.500,7	17,4	1,0	3.482,3	732,6	566,3	11,0	155,2	-	20,5	811,1	8,1	351,5
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	33.537,3	18.480,8	1.160,5	11.159,5	6.160,7	4.765,3	1.395,8	1.517,8	1.851,6	50,2	1.212,2	4.253,0	232,5	4.543,3
2011 4° trim.	33.537,3	18.480,8	1.160,5	11.159,5	6.160,7	4.765,3	1.395,8	1.517,8	1.851,6	50,2	1.212,2	4.253,0	232,5	4.543,3
2012 1° trim.	33.782,9	18.629,6	1.137,5	11.161,2	6.330,9	4.964,4	1.528,3	1.517,1	1.919,1	60,5	1.231,5	4.258,4	220,9	4.417,4
2012 feb.	33.722,6	18.478,0	1.141,0	11.163,5	6.173,5	4.936,8	1.500,4	1.529,6	1.906,9	55,8	1.223,1	4.211,7	224,8	4.592,3
mar.	33.782,9	18.629,6	1.137,5	11.161,2	6.330,9	4.964,4	1.528,3	1.517,1	1.919,1	60,5	1.231,5	4.258,4	220,9	4.417,4
apr.	33.886,1	18.619,6	1.142,1	11.154,5	6.323,0	4.935,5	1.527,3	1.510,7	1.897,6	60,8	1.242,1	4.266,1	221,5	4.540,4
mag. <sup>(p)</sup>	34.814,1	18.638,9	1.143,2	11.173,8	6.322,0	4.943,9	1.546,5	1.511,4	1.885,9	62,0	1.226,5	4.387,2	221,8	5.333,7

#### 2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>4)</sup>	Obbligazioni <sup>5)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività <sup>3)</sup>
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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	4.700,4	913,7	2.609,0	63,8	12,1	2.533,1	-	0,0	481,2	285,3	411,1
2011 4° trim.	4.700,4	913,7	2.609,0	63,8	12,1	2.533,1	-	0,0	481,2	285,3	411,1
2012 1° trim.	5.238,2	894,8	3.219,6	136,0	9,2	3.074,4	-	0,0	508,8	208,1	406,9
2012 feb.	4.821,7	892,1	2.752,7	135,6	12,4	2.604,6	-	0,0	526,3	241,2	409,4
mar.	5.238,2	894,8	3.219,6	136,0	9,2	3.074,4	-	0,0	508,8	208,1	406,9
apr.	5.252,9	898,8	3.212,9	100,7	10,6	3.101,6	-	0,0	517,4	212,9	410,9
mag. <sup>(p)</sup>	5.424,4	908,1	3.324,0	110,4	9,9	3.203,8	-	0,0	522,0	255,9	414,5
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	33.537,3	-	17.266,3	195,5	10.752,0	6.318,9	570,5	5.008,2	2.230,6	3.803,0	4.658,6
2011 4° trim.	33.537,3	-	17.266,3	195,5	10.752,0	6.318,9	570,5	5.008,2	2.230,6	3.803,0	4.658,6
2012 1° trim.	33.782,9	-	17.468,5	192,5	10.805,4	6.470,7	559,1	5.066,5	2.259,7	3.938,6	4.490,4
2012 feb.	33.722,6	-	17.283,6	206,6	10.776,6	6.300,4	545,2	5.042,4	2.263,4	3.834,6	4.753,4
mar.	33.782,9	-	17.468,5	192,5	10.805,4	6.470,7	559,1	5.066,5	2.259,7	3.938,6	4.490,4
apr.	33.886,1	-	17.489,7	189,1	10.807,6	6.493,0	566,4	5.037,7	2.248,5	3.975,6	4.568,2
mag. <sup>(p)</sup>	34.814,1	-	17.562,7	206,9	10.810,7	6.545,1	584,4	5.025,0	2.250,2	4.031,1	5.360,7

Fonte: BCE.

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

**2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro <sup>1)</sup>**  
(miliardi di euro; dati di fine periodo per le consistenze; transazioni nel periodo)

**1. Attività**

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività <sup>2)</sup>
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze</b>											
2010	25.756,7	12.267,4	1.240,4	11.027,0	3.487,7	1.949,7	1.538,1	800,4	5.005,6	231,5	3.964,1
2011	26.767,0	12.339,0	1.178,5	11.160,5	3.481,4	1.952,7	1.528,7	739,6	5.032,2	240,6	4.934,1
2011 4° trim.	26.767,0	12.339,0	1.178,5	11.160,5	3.481,4	1.952,7	1.528,7	739,6	5.032,2	240,6	4.934,1
2012 1° trim.	26.737,2	12.317,7	1.155,5	11.162,2	3.633,9	2.106,2	1.527,6	755,9	5.032,8	229,0	4.768,0
2012 feb.	26.940,8	12.323,4	1.158,9	11.164,5	3.619,2	2.078,4	1.540,8	745,3	5.014,9	232,8	5.005,2
mar.	26.737,2	12.317,7	1.155,5	11.162,2	3.633,9	2.106,2	1.527,6	755,9	5.032,8	229,0	4.768,0
apr.	26.828,5	12.315,0	1.159,5	11.155,5	3.621,1	2.099,5	1.521,6	767,0	5.055,9	229,6	4.840,0
mag. <sup>(p)</sup>	27.783,8	12.335,3	1.160,6	11.174,8	3.635,3	2.112,8	1.522,5	751,6	5.198,3	229,9	5.633,4
<b>Transazioni</b>											
2010	577,2	412,8	206,3	206,5	137,9	140,4	-2,5	5,7	-112,5	2,3	130,8
2011	1.027,2	55,5	-58,6	114,1	132,0	150,1	-18,1	-29,9	-37,2	8,0	898,7
2011 4° trim.	-258,2	-103,0	13,8	-116,8	80,2	41,3	38,9	-8,9	-173,4	3,6	-56,7
2012 1° trim.	107,3	0,9	-22,1	23,0	152,8	149,8	3,0	19,3	69,0	-12,4	-121,8
2012 feb.	41,7	-36,4	-16,3	-20,2	52,7	46,8	5,9	-1,4	18,5	-5,5	13,8
mar.	-175,0	-1,7	-2,8	1,1	23,3	35,4	-12,1	12,6	33,2	-3,7	-238,7
apr.	128,1	-1,4	7,0	-8,4	-8,7	-3,5	-5,2	20,8	-12,8	0,6	129,5
mag. <sup>(p)</sup>	835,6	6,4	0,8	5,6	29,4	28,8	0,5	-9,2	23,7	0,3	785,1

**2. Passività**

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle amministrazioni centrali	Depositi di altre amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>3)</sup>	Obbligazioni <sup>4)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività <sup>2)</sup>	Eccesso di passività tra IFM rispetto alle attività
<b>Consistenze</b>										
2010	25.756,7	808,6	264,2	10.535,1	552,4	2.822,9	2.022,6	4.372,0	4.350,2	28,6
2011	26.767,0	857,5	259,3	10.764,1	520,3	3.007,1	2.218,9	4.088,4	5.069,7	-18,3
2011 4° trim.	26.767,0	857,5	259,3	10.764,1	520,3	3.007,1	2.218,9	4.088,4	5.069,7	-18,3
2012 1° trim.	26.737,2	844,9	328,5	10.814,6	498,6	2.991,6	2.271,9	4.146,7	4.897,3	-56,7
2012 feb.	26.940,8	842,5	342,2	10.789,1	489,4	2.986,7	2.290,9	4.075,8	5.162,8	-38,6
mar.	26.737,2	844,9	328,5	10.814,6	498,6	2.991,6	2.271,9	4.146,7	4.897,3	-56,7
apr.	26.828,5	847,6	289,8	10.818,1	505,6	2.985,0	2.269,8	4.188,5	4.979,0	-55,0
mag. <sup>(p)</sup>	27.783,8	856,3	317,2	10.820,6	522,4	2.983,8	2.276,8	4.287,0	5.775,1	-55,3
<b>Transazioni</b>										
2010	577,2	38,6	11,8	331,6	-98,5	39,5	99,6	-26,2	145,4	35,3
2011	1.027,2	49,1	-0,8	173,9	-29,1	50,8	137,8	-199,4	891,8	-46,7
2011 4° trim.	-258,2	26,4	-2,2	-31,7	-6,6	-48,7	47,0	-115,1	-104,4	-22,8
2012 1° trim.	107,3	-12,4	69,3	57,4	6,0	-1,2	18,3	130,7	-150,9	-9,8
2012 feb.	41,7	-0,4	23,2	21,7	2,1	6,1	-0,1	-3,0	-32,3	24,4
mar.	-175,0	2,4	-13,8	24,2	9,7	6,9	10,1	59,4	-250,7	-23,3
apr.	128,1	2,7	-36,3	-5,2	9,8	-13,6	4,2	13,4	152,4	0,8
mag. <sup>(p)</sup>	835,6	8,7	27,5	13,1	13,3	-33,8	18,5	10,7	801,0	-23,4

Fonte: BCE.

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

## 2.3 Statistiche monetarie <sup>1)</sup>

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

### 1. Aggregati monetari <sup>2)</sup> e loro contropartite

	M1		M2		M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro			Attività nette sull'estero <sup>3)</sup>
	M1	M2-M1	M2	M3-M2	M3				Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Prestiti	Per memoria: prestiti corretti per vendite e cartolarizzazioni <sup>4)</sup>	
<b>Consistenze</b>												
2010	4.702,1	3.707,3	8.409,4	1.130,5	9.539,9	-	7.276,6	3.216,8	13.384,8	11.048,7	-	619,5
2011	4.785,8	3.804,8	8.590,6	1.149,7	9.740,3	-	7.681,4	3.157,5	13.449,0	11.183,1	-	929,7
2011 4° trim.	4.785,8	3.804,8	8.590,6	1.149,7	9.740,3	-	7.681,4	3.157,5	13.449,0	11.183,1	-	929,7
2012 1° trim.	4.848,3	3.877,3	8.725,6	1.155,8	9.881,5	-	7.662,0	3.258,8	13.473,3	11.182,9	-	904,5
2012 feb.	4.818,6	3.866,3	8.684,9	1.142,2	9.827,1	-	7.727,0	3.235,7	13.475,6	11.192,0	-	933,5
mar.	4.848,3	3.877,3	8.725,6	1.155,8	9.881,5	-	7.662,0	3.258,8	13.473,3	11.182,9	-	904,5
apr.	4.794,0	3.900,2	8.694,2	1.139,2	9.833,4	-	7.664,5	3.246,1	13.414,2	11.163,4	-	898,6
mag. <sup>4)</sup>	4.872,5	3.884,6	8.757,1	1.153,6	9.910,7	-	7.645,2	3.262,8	13.423,6	11.165,9	-	941,2
<b>Transazioni</b>												
2010	195,9	-10,0	185,9	-23,8	162,2	-	249,9	347,0	210,0	207,7	264,6	-85,7
2011	77,6	76,4	154,0	-6,5	147,4	-	213,8	90,1	67,1	114,9	141,3	162,1
2011 4° trim.	3,9	-11,3	-7,4	-70,9	-78,3	-	-12,3	70,3	-59,6	-65,2	-28,5	-51,8
2012 1° trim.	65,8	74,0	139,8	28,4	168,1	-	-31,3	98,5	52,7	21,2	30,5	-29,1
2012 feb.	30,4	31,0	61,4	15,5	76,9	-	-12,2	27,7	-0,2	-11,1	-7,8	18,0
mar.	29,0	10,9	39,9	16,0	55,9	-	-36,1	31,3	4,3	-5,8	-4,7	-2,2
apr.	-55,9	19,1	-36,7	-11,7	-48,5	-	-3,9	-6,5	-50,6	-21,1	-21,8	-13,4
mag. <sup>4)</sup>	72,0	-19,7	52,3	34,1	86,4	-	-42,4	31,8	1,5	-11,2	-10,8	11,7
<b>Variazioni percentuali</b>												
2010	4,4	-0,3	2,3	-2,1	1,7	1,8	3,6	12,0	1,6	1,9	2,4	-85,7
2011	1,7	2,1	1,8	-0,7	1,5	1,9	2,9	3,0	0,5	1,0	1,3	162,1
2011 4° trim.	1,7	2,1	1,8	-0,7	1,5	1,9	2,9	3,0	0,5	1,0	1,3	162,1
2012 1° trim.	2,8	3,2	3,0	3,7	3,0	2,7	1,3	7,4	0,5	0,6	1,2	-33,8
2012 feb.	2,6	3,0	2,8	1,9	2,7	2,7	2,1	5,6	0,4	0,8	1,2	93,0
mar.	2,8	3,2	3,0	3,7	3,0	2,7	1,3	7,4	0,5	0,6	1,2	-33,8
apr.	1,8	3,3	2,5	2,5	2,5	2,8	0,7	7,6	0,0	0,2	0,8	-39,1
mag. <sup>4)</sup>	3,3	2,3	2,9	3,4	2,9	.	-0,1	9,0	-0,2	-0,1	0,4	-35,6

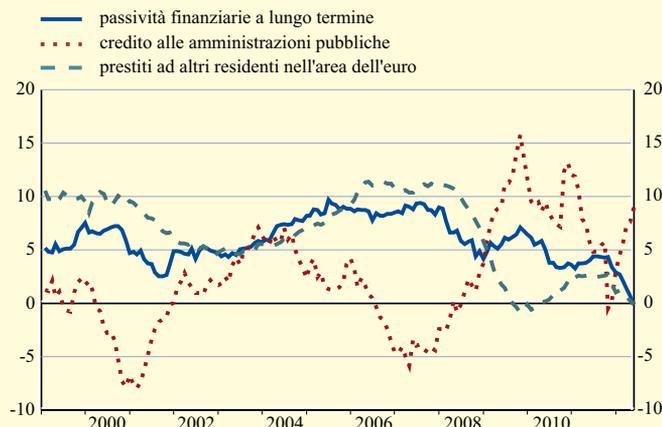
### F1 Aggregati monetari <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



### F2 Contropartite <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

**2.3 Statistiche monetarie <sup>1)</sup>**

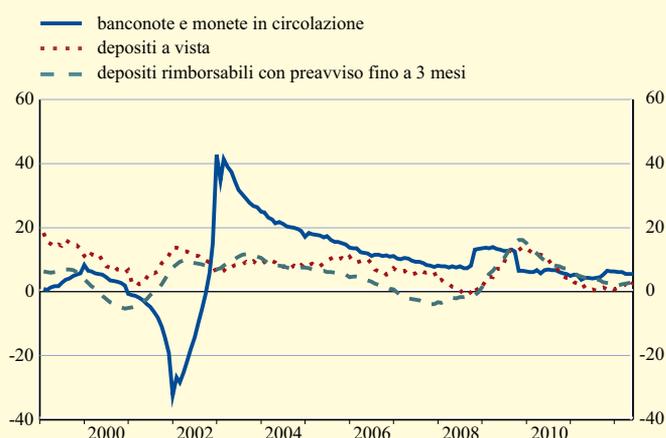
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

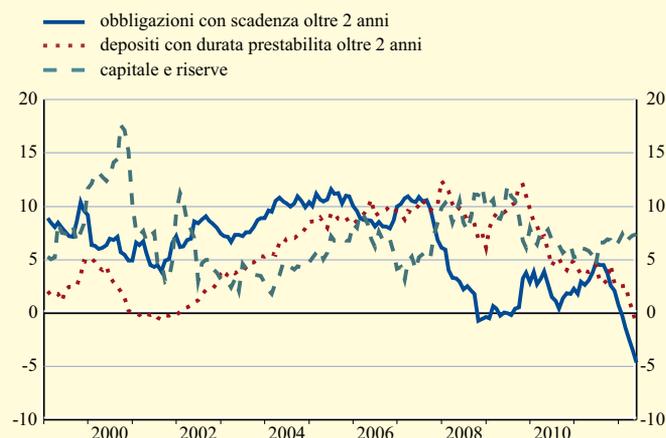
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze</b>											
2010	794,0	3.908,2	1.794,7	1.912,6	438,6	568,7	123,1	2.719,0	118,9	2.432,1	2.006,6
2011	843,2	3.942,6	1.846,3	1.958,4	407,7	535,4	206,6	2.821,7	115,4	2.543,8	2.200,5
2011 4° trim.	843,2	3.942,6	1.846,3	1.958,4	407,7	535,4	206,6	2.821,7	115,4	2.543,8	2.200,5
2012 1° trim.	847,8	4.000,5	1.901,4	1.975,9	417,8	497,6	240,5	2.749,5	113,1	2.522,4	2.277,0
2012 feb.	852,6	3.966,0	1.897,7	1.968,6	437,0	487,7	217,5	2.774,3	114,0	2.550,8	2.287,9
mar.	847,8	4.000,5	1.901,4	1.975,9	417,8	497,6	240,5	2.749,5	113,1	2.522,4	2.277,0
apr.	850,1	3.943,9	1.917,3	1.983,0	411,2	498,6	229,4	2.752,1	113,8	2.511,7	2.287,0
mag. <sup>(p)</sup>	856,7	4.015,8	1.887,6	1.997,0	422,5	512,5	218,6	2.755,9	113,1	2.483,2	2.293,0
<b>Transazioni</b>											
2010	36,5	159,5	-122,1	112,1	96,3	-101,6	-18,5	59,9	-14,1	107,9	96,2
2011	49,4	28,2	39,7	36,6	-9,8	-29,9	33,2	19,6	-2,5	61,6	135,1
2011 4° trim.	11,2	-7,3	-8,0	-3,3	-99,3	6,2	22,1	-45,5	-3,0	8,8	27,4
2012 1° trim.	4,8	61,0	55,1	18,8	10,0	-10,0	28,4	-52,3	-3,2	-17,9	42,0
2012 feb.	2,8	27,7	20,6	10,4	5,5	-3,4	13,5	-19,8	-1,5	4,9	4,2
mar.	-4,8	33,8	3,6	7,3	-19,3	10,5	24,9	-24,7	-0,8	-28,8	18,2
apr.	2,2	-58,1	12,1	7,0	-9,3	3,8	-6,2	-9,3	0,7	-11,5	16,3
mag. <sup>(p)</sup>	6,6	65,5	-33,6	13,9	35,4	10,5	-11,8	-27,6	-0,7	-31,7	17,6
<b>Variazioni percentuali</b>											
2010	4,8	4,3	-6,4	6,2	28,3	-15,2	-13,6	2,3	-10,6	4,7	5,2
2011	6,2	0,7	2,2	1,9	-2,3	-5,2	24,0	0,8	-2,1	2,5	6,7
2011 4° trim.	6,2	0,7	2,2	1,9	-2,3	-5,2	24,0	0,8	-2,1	2,5	6,7
2012 1° trim.	5,5	2,2	3,9	2,5	4,3	-3,1	20,2	-2,5	-5,2	1,2	7,0
2012 feb.	6,2	1,8	3,9	2,3	4,3	-5,4	21,8	-1,4	-4,4	2,6	6,6
mar.	5,5	2,2	3,9	2,5	4,3	-3,1	20,2	-2,5	-5,2	1,2	7,0
apr.	5,5	1,0	3,9	2,7	-0,7	-1,6	21,5	-3,5	-4,6	0,2	7,3
mag. <sup>(p)</sup>	5,5	2,9	1,6	3,0	-1,3	1,6	21,3	-4,6	-5,1	-1,1	7,4

**F3 Componenti degli aggregati monetari <sup>1)</sup>**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)


**F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine <sup>1)</sup>**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

## 2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM <sup>1), 2)</sup>

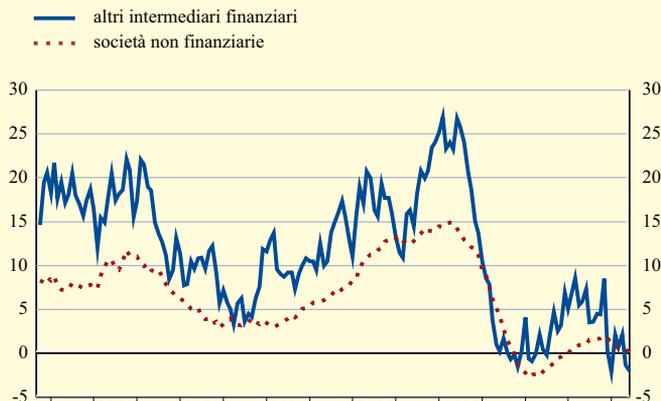
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari		Società non finanziarie			Famiglie <sup>3)</sup>				
	Totale	Totale	Totale	Prestiti corretti per cessioni e cartolarizzazioni <sup>4)</sup>	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti	
												Prestiti corretti per cessioni e cartolarizzazioni <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze</b>												
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	1.138,6	4.722,6	-	1.146,7	860,9	2.714,9	5.230,8	-	625,9	3.777,6	827,3
2011 4° trim.	91,1	1.138,6	4.722,6	-	1.146,7	860,9	2.714,9	5.230,8	-	625,9	3.777,6	827,3
2012 1° trim.	88,0	1.153,3	4.699,8	-	1.136,5	848,1	2.715,3	5.241,7	-	620,6	3.792,7	828,4
2012 feb.	84,2	1.161,5	4.709,8	-	1.141,9	849,6	2.718,3	5.236,6	-	623,9	3.782,8	829,8
mar.	88,0	1.153,3	4.699,8	-	1.136,5	848,1	2.715,3	5.241,7	-	620,6	3.792,7	828,4
apr.	81,3	1.131,2	4.702,3	-	1.151,9	846,9	2.703,4	5.248,6	-	620,0	3.799,0	829,6
mag. <sup>4)</sup>	82,2	1.132,8	4.698,5	-	1.149,9	844,7	2.703,9	5.252,4	-	621,2	3.801,5	829,7
<b>Transazioni</b>												
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	-23,3	58,3	64,0	22,0	-20,7	57,0	78,6	99,2	-11,9	84,7	5,7
2011 4° trim.	-4,5	-9,4	-32,5	-30,1	-26,9	-8,3	2,7	-18,8	15,8	-1,5	-11,7	-5,6
2012 1° trim.	-2,9	17,4	-9,6	-6,5	-6,9	-8,7	6,0	16,2	22,0	-2,5	16,3	2,4
2012 feb.	-3,5	-4,4	-2,5	-0,6	-2,7	-2,0	2,1	-0,7	0,8	-1,9	1,9	-0,7
mar.	3,8	-8,3	-7,9	-7,0	-5,3	-0,2	-2,4	6,6	6,3	-2,0	10,1	-1,5
apr.	-6,7	-28,0	7,0	7,1	17,8	-0,6	-10,2	6,6	5,8	-1,6	7,3	0,9
mag. <sup>4)</sup>	1,1	-3,9	-9,9	-8,9	-4,8	-1,5	-3,6	1,5	1,0	1,4	0,8	-0,7
<b>Variazioni percentuali</b>												
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	-2,0	1,2	1,4	2,0	-2,3	2,2	1,5	1,9	-1,9	2,3	0,7
2011 4° trim.	1,6	-2,0	1,2	1,4	2,0	-2,3	2,2	1,5	1,9	-1,9	2,3	0,7
2012 1° trim.	-0,2	2,3	0,3	0,5	-0,4	-2,9	1,6	0,6	1,7	-2,1	1,1	0,7
2012 feb.	-8,3	0,8	0,6	0,7	0,1	-3,2	2,0	1,2	1,8	-1,9	1,7	0,8
mar.	-0,2	2,3	0,3	0,5	-0,4	-2,9	1,6	0,6	1,7	-2,1	1,1	0,7
apr.	-6,5	-1,4	0,4	0,6	0,9	-2,2	1,1	0,5	1,5	-2,4	1,0	0,7
mag. <sup>4)</sup>	-6,3	-2,1	0,1	0,2	0,2	-2,5	0,8	0,3	1,3	-1,9	0,7	0,1

### F5 Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

### F6 Prestiti alle famiglie <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



**2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM <sup>1), 2)</sup>**

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

**2. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie**

	Società di assicurazione e fondi pensione				Altri intermediari finanziari					Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale				Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
					Pronti contro termine con controparti centrali								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Consistenze</b>													
2011	83,4	63,7	6,3	13,4	1.114,8	155,6	579,1	213,4	322,4	4.720,3	1.138,9	860,9	2.720,5
2011 4° trim.	83,4	63,7	6,3	13,4	1.114,8	155,6	579,1	213,4	322,4	4.720,3	1.138,9	860,9	2.720,5
2012 1° trim.	86,1	67,5	5,4	13,2	1.144,5	184,8	589,7	220,7	334,2	4.699,3	1.136,9	849,0	2.713,4
2012 mar.	86,1	67,5	5,4	13,2	1.144,5	184,8	589,7	220,7	334,2	4.699,3	1.136,9	849,0	2.713,4
apr.	81,6	63,0	5,4	13,2	1.135,6	176,7	577,6	220,1	337,9	4.703,1	1.154,6	847,1	2.701,4
mag. <sup>(p)</sup>	84,6	65,8	5,5	13,2	1.144,7	181,4	581,9	221,1	341,7	4.703,7	1.153,6	846,5	2.703,6
<b>Transazioni</b>													
2011	1,9	2,8	1,1	-2,0	-24,1	12,8	-19,7	-10,3	5,9	57,1	21,1	-20,7	56,6
2011 4° trim.	-15,0	-15,2	1,0	-0,8	-56,2	-22,6	-54,9	4,4	-5,7	-31,5	-33,8	-9,0	11,3
2012 1° trim.	3,0	3,9	-0,9	0,0	32,4	29,1	12,9	7,5	12,1	-7,9	1,3	-7,7	-1,5
2012 mar.	3,4	4,1	-0,8	0,1	2,5	2,0	-3,5	-2,4	8,5	-9,5	-6,5	1,4	-4,5
apr.	-4,5	-4,6	0,0	0,0	-14,8	-11,2	-16,9	-1,0	3,1	8,4	20,1	-1,4	-10,3
mag. <sup>(p)</sup>	3,1	3,1	0,1	0,0	3,6	6,1	2,8	-1,2	2,1	-5,5	-3,8	0,2	-1,8
<b>Variazioni percentuali</b>													
2011	2,1	3,9	21,7	-13,3	-2,1	8,9	-3,2	-4,9	1,9	1,2	1,9	-2,3	2,1
2011 4° trim.	2,1	3,9	21,7	-13,3	-2,1	8,9	-3,2	-4,9	1,9	1,2	1,9	-2,3	2,1
2012 1° trim.	-0,3	1,2	-0,6	-7,6	2,1	34,4	0,0	3,8	5,0	0,3	-0,4	-2,9	1,6
2012 mar.	-0,3	1,2	-0,6	-7,6	2,1	34,4	0,0	3,8	5,0	0,3	-0,4	-2,9	1,6
apr.	-6,7	-7,3	4,6	-7,8	-1,4	18,4	-6,9	3,4	6,3	0,4	0,9	-2,2	1,1
mag. <sup>(p)</sup>	-6,4	-6,9	3,1	-7,4	-2,1	10,3	-7,5	2,0	5,8	0,1	0,3	-2,5	0,8

**3. Prestiti alle famiglie <sup>3)</sup>**

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti				
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Consistenze</b>														
2011	5.241,1	628,1	140,9	183,8	303,5	3.784,4	14,5	56,7	3.713,3	828,5	419,8	141,2	87,5	599,9
2011 4° trim.	5.241,1	628,1	140,9	183,8	303,5	3.784,4	14,5	56,7	3.713,3	828,5	419,8	141,2	87,5	599,9
2012 1° trim.	5.231,3	617,9	136,1	180,1	301,7	3.787,1	14,0	56,6	3.716,4	826,3	417,4	141,8	85,9	598,6
2012 mar.	5.231,3	617,9	136,1	180,1	301,7	3.787,1	14,0	56,6	3.716,4	826,3	417,4	141,8	85,9	598,6
apr.	5.234,2	618,3	137,2	180,1	301,0	3.789,5	14,0	56,8	3.718,6	826,4	418,6	140,0	85,7	600,7
mag. <sup>(p)</sup>	5.240,8	619,2	137,5	180,4	301,4	3.793,3	14,1	56,8	3.722,4	828,4	417,6	140,5	86,4	601,5
<b>Transazioni</b>														
2011	79,1	-11,9	-3,7	-6,4	-1,8	85,2	-0,2	2,7	82,7	5,8	8,8	-8,0	-2,5	16,3
2011 4° trim.	-14,1	-1,0	2,1	-2,0	-1,0	-8,8	0,3	0,4	-9,5	-4,4	10,2	-6,4	-0,1	2,2
2012 1° trim.	-4,4	-7,4	-4,5	-2,1	-0,8	3,9	-0,4	0,1	4,2	-1,0	-2,6	0,9	-1,0	-0,8
2012 mar.	4,7	0,2	-1,5	0,1	1,5	6,7	0,1	0,2	6,4	-2,2	-1,5	-1,4	-0,1	-0,7
apr.	2,6	-0,6	0,5	0,0	-1,0	3,4	0,0	0,4	3,0	-0,2	-1,4	-0,8	-0,1	0,7
mag. <sup>(p)</sup>	4,3	1,1	0,3	0,3	0,5	2,1	0,1	-0,1	2,1	1,1	-0,9	0,0	0,4	0,6
<b>Variazioni percentuali</b>														
2011	1,5	-1,9	-2,5	-3,4	-0,6	2,3	-1,7	5,0	2,3	0,7	2,1	-5,4	-2,9	2,8
2011 4° trim.	1,5	-1,9	-2,5	-3,4	-0,6	2,3	-1,7	5,0	2,3	0,7	2,1	-5,4	-2,9	2,8
2012 1° trim.	0,6	-2,1	-1,7	-3,7	-1,3	1,1	1,1	5,2	1,0	0,7	2,0	-4,2	-2,1	2,3
2012 mar.	0,6	-2,1	-1,7	-3,7	-1,3	1,1	1,1	5,2	1,0	0,7	2,0	-4,2	-2,1	2,3
apr.	0,5	-2,4	-1,1	-3,8	-2,1	1,0	0,9	5,5	0,9	0,6	1,7	-3,3	-0,7	1,8
mag. <sup>(p)</sup>	0,3	-1,9	-0,8	-3,7	-1,3	0,7	0,7	4,5	0,7	0,1	1,0	-3,5	-0,7	1,1

Fonte: BCE.

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

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

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

## 2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM <sup>1), 2)</sup>

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

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
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	1.160,5	349,0	221,7	568,1	21,7	3.020,8	2.022,6	998,3	62,4	935,9
2011 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.	1.160,5	349,0	221,7	568,1	21,7	3.020,8	2.022,6	998,3	62,4	935,9
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	1.137,5	321,9	224,0	567,4	24,0	3.004,9	1.996,0	1.007,8	59,6	948,3
<b>Transazioni</b>										
2010	207,2	156,3	14,9	24,1	11,9	6,3	8,3	-2,3	0,6	-2,9
2011	-58,0	-45,7	-0,4	11,4	-23,6	15,9	-26,1	42,0	12,9	29,1
2011 2° trim.	-36,5	-13,0	-6,5	-2,1	-14,9	44,5	21,8	22,7	6,1	16,6
3° trim.	-7,1	-3,3	0,6	-2,0	-2,4	65,9	59,6	6,3	1,4	5,0
4° trim.	13,8	4,9	1,2	10,6	-3,2	-150,7	-107,7	-43,1	-1,4	-41,6
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	-22,1	-26,8	-1,7	3,8	2,7	40,1	15,2	23,8	-2,0	25,8
<b>Variazioni percentuali</b>										
2010	20,6	67,1	7,1	4,6	35,1	0,6	0,5	-0,1	0,8	-0,2
2011	-4,8	-11,5	-0,2	2,1	-52,2	0,7	-1,1	4,4	26,6	3,2
2011 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	28,9	0,2	1,8	-43,3	5,2	4,0	7,4	24,6	6,4
4° trim.	-4,8	-11,5	-0,2	2,1	-52,2	0,7	-1,1	4,4	26,6	3,2
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	-4,4	-10,6	-2,8	1,8	-42,4	0,1	-0,4	1,0	7,5	0,6

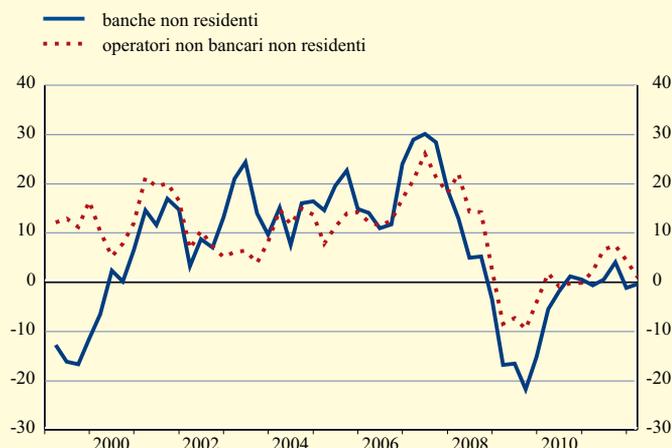
### F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



### F8 Prestiti ai non residenti nell'area dell'euro <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

## 2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM <sup>1), 2)</sup>

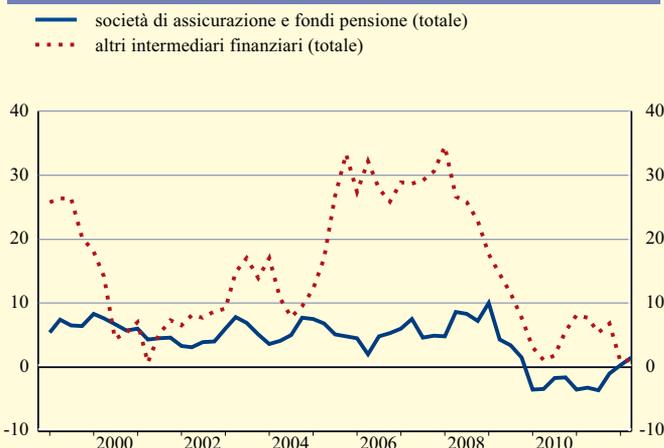
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari							
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	con controparti centrali
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>Consistenze</b>															
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	704,0	92,1	79,9	512,4	4,0	0,2	15,5	2.220,9	390,0	284,9	1.190,9	14,7	0,5	339,9	260,0
2011 4° trim.	704,0	92,1	79,9	512,4	4,0	0,2	15,5	2.220,9	390,0	284,9	1.190,9	14,7	0,5	339,9	260,0
2012 1° trim.	711,3	98,4	86,8	504,6	4,5	0,2	16,9	2.211,1	420,1	265,9	1.148,9	15,5	0,4	360,4	275,9
2012 feb.	721,4	107,0	87,1	506,7	4,2	0,2	16,1	2.250,7	408,2	277,4	1.175,9	14,1	0,3	374,7	286,2
mar.	711,3	98,4	86,8	504,6	4,5	0,2	16,9	2.211,1	420,1	265,9	1.148,9	15,5	0,4	360,4	275,9
apr.	718,6	105,9	87,7	503,6	4,7	0,2	16,5	2.200,9	405,1	269,7	1.141,1	15,1	0,5	369,3	280,7
mag. <sup>(p)</sup>	709,7	104,0	86,5	501,7	5,4	0,2	11,9	2.187,4	414,8	264,9	1.112,7	14,3	0,3	380,4	290,5
<b>Transazioni</b>															
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	1,9	11,7	4,2	-14,2	1,1	-0,1	-0,9	19,9	28,9	-29,1	16,4	3,9	0,1	-0,3	5,5
2011 4° trim.	-8,5	3,6	-5,2	-6,4	0,1	0,0	-0,7	-98,7	4,7	-23,7	19,1	3,3	0,1	-102,1	-79,6
2012 1° trim.	7,9	6,4	6,7	-7,1	0,5	0,0	1,4	-6,7	31,1	-18,2	-40,8	0,8	-0,2	20,6	15,5
2012 feb.	2,1	-2,0	3,8	-2,3	0,1	0,0	2,4	-1,3	-6,9	2,5	-11,4	0,1	0,0	14,4	15,6
mar.	-10,3	-8,7	-0,4	-2,2	0,3	0,0	0,7	-40,3	11,7	-11,7	-27,3	1,4	0,0	-14,4	-10,3
apr.	7,0	7,6	0,3	-0,8	0,2	0,0	-0,3	-14,4	-15,6	3,6	-8,6	-0,2	0,1	6,3	2,2
mag. <sup>(p)</sup>	-6,5	-1,9	-1,4	-1,9	0,7	0,0	-2,1	3,6	7,3	-6,3	-32,1	-0,9	-0,2	35,7	34,5
<b>Variazioni percentuali</b>															
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	-2,7	43,3	-	-5,2	0,9	8,1	-9,3	1,4	36,1	-	-0,2	2,1
2011 4° trim.	0,3	14,4	5,6	-2,7	43,3	-	-5,2	0,9	8,1	-9,3	1,4	36,1	-	-0,2	2,1
2012 1° trim.	1,5	17,9	14,8	-3,8	43,3	-	18,9	1,1	11,8	-13,2	-1,0	31,5	-	8,1	14,6
2012 feb.	2,2	25,8	14,4	-3,6	38,3	-	4,2	2,5	7,9	-9,7	2,1	26,8	-	8,0	13,5
mar.	1,5	17,9	14,8	-3,8	43,3	-	18,9	1,1	11,8	-13,2	-1,0	31,5	-	8,1	14,6
apr.	1,1	23,4	10,3	-3,9	14,4	-	-3,8	-1,3	6,0	-14,3	-2,6	37,0	-	5,5	12,5
mag. <sup>(p)</sup>	1,2	21,4	15,5	-4,1	35,0	-	-7,8	-2,3	10,1	-17,4	-4,8	19,7	-	5,2	8,3

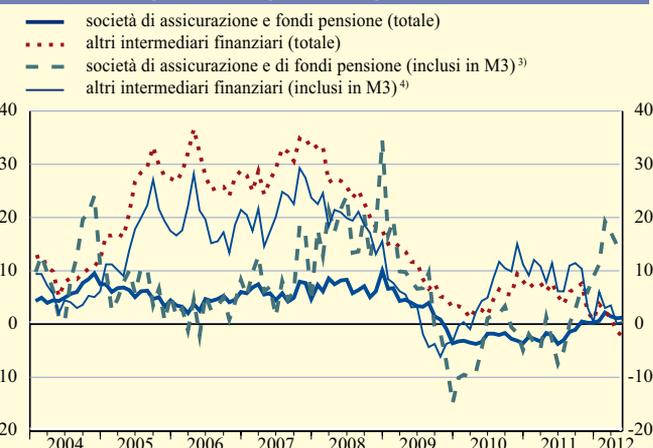
### F9 Depositi totali per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



### F10 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM <sup>1), 2)</sup>

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

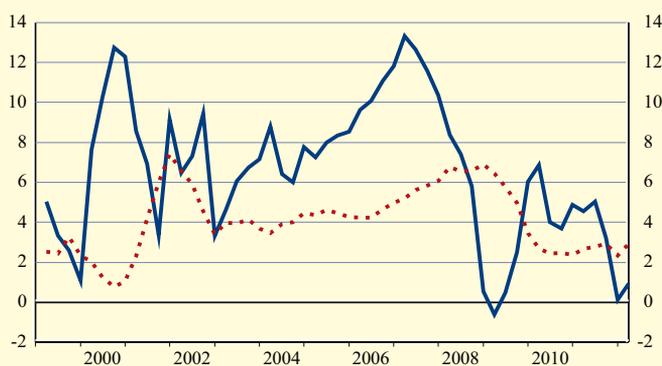
### 2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie <sup>3)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze														
2010	1.670,7	1.036,4	455,5	87,2	75,8	1,5	14,2	5.739,1	2.244,5	901,0	665,0	1.788,5	110,3	29,8
2011	1.685,9	1.044,1	453,5	97,7	72,3	2,0	16,3	5.894,0	2.255,7	948,3	723,7	1.837,0	106,7	22,7
2011 4° trim.	1.685,9	1.044,1	453,5	97,7	72,3	2,0	16,3	5.894,0	2.255,7	948,3	723,7	1.837,0	106,7	22,7
2012 1° trim.	1.663,6	1.019,5	451,6	100,6	76,0	2,2	13,8	5.945,1	2.223,2	995,4	736,9	1.864,7	105,0	19,9
2012 feb.	1.628,9	989,8	448,5	100,3	74,1	2,1	14,1	5.919,2	2.218,2	982,2	734,0	1.858,4	105,6	20,8
mar.	1.663,6	1.019,5	451,6	100,6	76,0	2,2	13,8	5.945,1	2.223,2	995,4	736,9	1.864,7	105,0	19,9
apr.	1.650,1	1.012,5	442,6	102,2	77,0	1,8	14,0	5.968,5	2.246,5	992,3	738,8	1.868,2	105,0	17,6
mag. <sup>4)</sup>	1.661,2	1.031,7	430,8	102,3	79,5	1,7	15,2	5.961,4	2.243,9	983,5	741,0	1.872,4	104,3	16,3
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	2,3	3,5	-2,7	8,7	-7,3	0,4	-0,5	134,3	7,4	42,6	50,5	43,5	-2,6	-7,0
2011 4° trim.	21,6	46,5	-17,2	0,8	-6,5	0,3	-2,4	56,7	14,4	25,9	13,7	15,1	-1,3	-11,2
2012 1° trim.	-20,7	-23,1	-2,8	4,3	3,2	0,2	-2,4	52,4	-32,0	47,2	13,6	29,0	-2,6	-2,8
2012 feb.	-0,8	-2,8	-0,5	3,0	0,3	0,1	-0,9	16,5	-10,3	15,8	7,1	6,8	-1,2	-1,7
mar.	34,4	29,5	2,9	0,3	1,9	0,0	-0,3	25,8	4,8	13,3	2,9	6,3	-0,7	-0,9
apr.	-13,7	-6,8	-9,1	1,6	0,8	-0,4	0,1	22,0	22,1	-3,1	1,8	3,5	0,1	-2,3
mag. <sup>4)</sup>	7,3	16,0	-12,8	0,6	2,5	-0,1	1,1	-9,3	-3,4	-10,1	2,2	4,1	-0,7	-1,3
Variazioni percentuali														
2010	4,9	4,1	5,3	11,2	11,4	-10,1	-12,8	2,4	3,8	-9,9	9,7	6,8	-11,7	-20,2
2011	0,1	0,3	-0,6	9,9	-9,3	29,0	-5,2	2,3	0,3	4,7	7,5	2,4	-2,4	-23,6
2011 4° trim.	0,1	0,3	-0,6	9,9	-9,3	29,0	-5,2	2,3	0,3	4,7	7,5	2,4	-2,4	-23,6
2012 1° trim.	0,9	1,8	-1,8	12,0	-6,5	3,5	-4,0	2,9	0,0	9,6	7,3	2,8	-4,8	-36,6
2012 feb.	0,8	1,2	-0,5	11,0	-8,7	0,6	4,2	2,5	-0,4	7,8	7,4	2,6	-4,0	-32,8
mar.	0,9	1,8	-1,8	12,0	-6,5	3,5	-4,0	2,9	0,0	9,6	7,3	2,8	-4,8	-36,6
apr.	-0,1	1,0	-3,3	11,6	-5,5	-13,1	-20,2	2,8	-0,2	9,4	6,7	2,8	-4,0	-45,8
mag. <sup>4)</sup>	0,1	2,8	-6,4	10,3	-1,9	-16,0	-27,0	2,7	0,4	8,2	5,9	3,0	-4,7	-52,5

### F11 Depositi totali per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

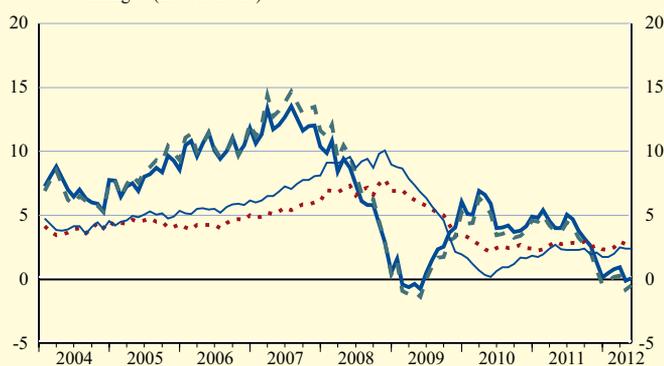
— società non finanziarie (totale)  
 ..... famiglie (totale)



### F12 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

— società non finanziarie (totale)  
 ..... famiglie (totale)  
 - - - società non finanziarie (inclusi in M3) <sup>4)</sup>  
 - - - famiglie (inclusi in M3) <sup>5)</sup>



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

## 2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM <sup>1), 2)</sup>

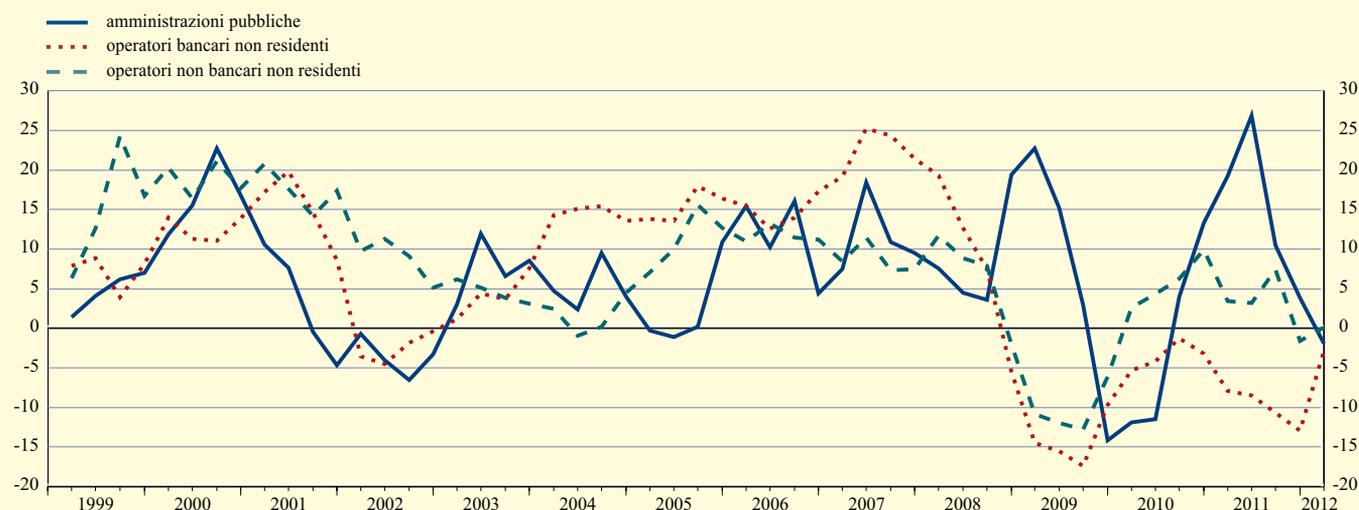
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2010	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3.488,8	2.492,0	996,9	45,9	950,9
2011	442,7	195,5	48,6	113,5	85,2	3.153,0	2.175,4	977,5	44,3	933,2
2011 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	3.343,0	2.295,3	1.047,7	50,0	997,7
4° trim.	442,7	195,5	48,6	113,5	85,2	3.153,0	2.175,4	977,5	44,3	933,2
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	466,7	192,5	65,0	113,4	95,9	3.311,7	2.328,6	981,4	54,8	926,6
<b>Transazioni</b>										
2010	49,9	47,4	4,3	-5,0	2,9	0,8	-83,9	84,7	7,5	77,1
2011	16,9	3,3	0,6	2,3	10,6	-334,6	-318,0	-16,7	-2,1	-14,6
2011 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	0,6	-49,1	49,7	1,4	48,3
4° trim.	-22,3	-15,9	-5,9	2,1	-2,5	-234,1	-151,5	-82,6	-6,2	-76,4
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	24,6	-2,9	16,5	0,5	10,9	190,3	176,9	11,7	11,1	0,6
<b>Variazioni percentuali</b>										
2010	13,3	32,2	9,9	-4,4	4,1	0,3	-3,2	9,9	12,7	9,6
2011	3,9	1,3	1,3	2,1	14,3	-9,7	-13,0	-1,6	-4,3	-1,5
2011 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.	3,9	1,3	1,3	2,1	14,3	-9,7	-13,0	-1,6	-4,3	-1,5
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	-1,9	-18,3	23,5	4,8	21,2	-1,9	-2,9	0,1	30,0	-1,2

### F13 Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

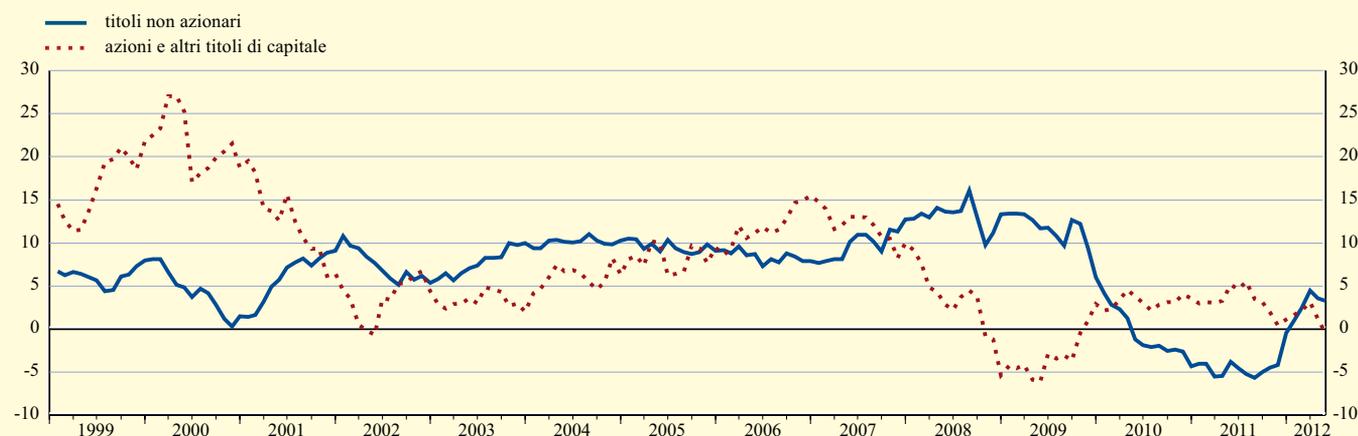
## 2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM <sup>1), 2)</sup>

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze</b>												
2010	5.991,2	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	5.697,8	1.763,8	87,8	1.373,0	22,9	1.489,5	28,3	932,5	1.507,6	485,7	726,5	295,4
2011 4° trim.	5.697,8	1.763,8	87,8	1.373,0	22,9	1.489,5	28,3	932,5	1.507,6	485,7	726,5	295,4
2012 1° trim.	5.919,5	1.821,1	98,0	1.496,2	32,1	1.492,2	24,9	955,1	1.526,6	489,4	742,2	295,0
2012 feb.	5.862,2	1.815,9	91,0	1.469,4	31,0	1.506,0	23,6	925,4	1.515,5	491,5	731,6	292,4
mar.	5.919,5	1.821,1	98,0	1.496,2	32,1	1.492,2	24,9	955,1	1.526,6	489,4	742,2	295,0
apr.	5.871,6	1.798,9	98,6	1.494,2	33,0	1.486,8	23,9	936,0	1.535,0	488,8	753,3	292,8
mag. <sup>(p)</sup>	5.897,8	1.783,9	102,0	1.511,8	34,7	1.486,7	24,8	953,9	1.517,7	488,1	738,4	291,1
<b>Transazioni</b>												
2010	-270,8	-167,1	-6,9	42,8	-2,0	10,1	-14,8	-132,9	54,4	28,2	5,2	20,9
2011	-25,9	45,4	8,0	-4,4	5,5	-19,9	0,4	-60,9	17,2	60,1	-31,5	-11,4
2011 4° trim.	75,1	66,4	0,5	-14,6	-0,2	36,5	2,3	-15,9	-8,0	5,2	-9,5	-3,6
2012 1° trim.	253,1	60,1	13,0	135,4	10,7	5,3	-1,8	30,5	30,8	11,7	19,3	-0,2
2012 feb.	93,3	31,2	3,7	38,9	8,0	5,7	0,1	5,8	-3,9	0,6	-1,4	-3,1
mar.	48,6	1,3	6,4	39,5	1,5	-12,6	1,2	11,4	18,3	2,2	12,6	3,4
apr.	-54,5	-23,6	-0,9	1,9	0,5	-4,2	-1,4	-26,8	20,4	0,8	20,6	-1,0
mag. <sup>(p)</sup>	11,6	-13,3	-0,5	28,4	-0,4	0,6	-0,2	-3,0	-8,2	1,6	-9,3	-0,6
<b>Variazioni percentuali</b>												
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	-0,4	2,7	7,8	-0,4	33,8	-1,3	0,8	-6,2	1,1	13,8	-4,1	-3,7
2011 4° trim.	-0,4	2,7	7,8	-0,4	33,8	-1,3	0,8	-6,2	1,1	13,8	-4,1	-3,7
2012 1° trim.	4,5	7,6	23,0	8,9	56,4	1,2	-12,9	-4,4	3,1	16,2	-2,4	-1,7
2012 feb.	2,5	6,1	19,1	5,0	63,9	0,1	-12,3	-6,1	2,2	15,6	-3,8	-2,0
mar.	4,5	7,6	23,0	8,9	56,4	1,2	-12,9	-4,4	3,1	16,2	-2,4	-1,7
apr.	3,6	7,3	16,8	8,3	61,6	0,4	-7,5	-6,6	1,2	16,0	-4,8	-4,3
mag. <sup>(p)</sup>	3,3	6,2	5,5	9,8	60,7	0,6	-8,4	-7,6	-0,5	8,8	-3,8	-6,1

## F14 Disponibilità in titoli delle IFM <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

**2.7 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM <sup>1), 2)</sup>**

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

**1. Prestiti, titoli diversi da azioni e depositi**

	IFM <sup>3)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute (consistenze)	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute (consistenze)	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Prestiti a</b>														
<i>Residenti nell'area dell'euro</i>														
2010	5.517,1	-	-	-	-	-	-	12.247,8	96,0	4,0	2,1	0,2	1,1	0,4
2011	6.160,7	-	-	-	-	-	-	12.320,1	96,2	3,8	1,9	0,3	1,1	0,4
2011 4° trim.	6.160,7	-	-	-	-	-	-	12.320,1	96,2	3,8	1,9	0,3	1,1	0,4
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	6.330,9	-	-	-	-	-	-	12.298,7	96,3	3,7	1,8	0,2	1,1	0,4
<i>Non residenti nell'area dell'euro</i>														
2010	2.010,9	44,9	55,1	30,7	2,9	3,2	11,6	952,1	39,9	60,1	42,8	1,4	3,7	6,7
2011	2.022,6	44,5	55,5	35,6	2,5	2,7	9,3	998,3	38,2	61,8	41,2	2,6	3,3	7,8
2011 4° trim.	2.022,6	44,5	55,5	35,6	2,5	2,7	9,3	998,3	38,2	61,8	41,2	2,6	3,3	7,8
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	1.996,0	47,9	52,1	32,9	2,5	2,6	8,5	1.007,8	39,1	60,9	41,0	2,4	3,1	7,6
<b>Titoli non azionari</b>														
<i>Emessi da residenti nell'area dell'euro</i>														
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	1.851,6	95,3	4,7	2,5	0,1	0,3	1,5	2.913,7	98,2	1,8	1,0	0,2	0,1	0,4
2011 4° trim.	1.851,6	95,3	4,7	2,5	0,1	0,3	1,5	2.913,7	98,2	1,8	1,0	0,2	0,1	0,4
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	1.919,1	94,9	5,1	2,6	0,1	0,3	1,8	3.045,3	98,1	1,9	1,1	0,1	0,1	0,4
<i>Emessi da non residenti nell'area dell'euro</i>														
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	457,0	56,4	43,6	21,1	0,3	0,3	16,0	475,5	32,3	67,7	39,3	5,8	0,7	13,7
2011 4° trim.	457,0	56,4	43,6	21,1	0,3	0,3	16,0	475,5	32,3	67,7	39,3	5,8	0,7	13,7
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	489,5	55,5	44,5	19,8	0,3	0,3	20,2	465,1	33,5	66,5	36,2	4,5	0,9	13,6
<b>Depositi di</b>														
<i>Residenti nell'area dell'euro</i>														
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	6.318,9	92,1	7,9	5,2	0,2	1,2	0,7	10.947,4	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2011 4° trim.	6.318,9	92,1	7,9	5,2	0,2	1,2	0,7	10.947,4	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	6.470,7	93,4	6,6	3,9	0,2	1,2	0,6	10.997,8	97,1	2,9	1,9	0,1	0,1	0,4
<i>Non residenti nell'area dell'euro</i>														
2010	2.492,0	52,1	47,9	31,8	2,2	1,8	8,6	996,9	58,8	41,2	29,3	1,2	1,4	5,1
2011	2.175,4	59,2	40,8	25,6	2,1	1,8	7,2	977,5	56,1	43,9	30,0	2,0	1,5	5,1
2011 4° trim.	2.175,4	59,2	40,8	25,6	2,1	1,8	7,2	977,5	56,1	43,9	30,0	2,0	1,5	5,1
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	2.328,6	60,4	39,6	25,4	1,8	1,6	6,9	981,4	55,4	44,6	29,8	2,0	1,3	5,2

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

	Tutte le valute (consistenze)	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2010	5.082,6	81,6	18,4	9,7	1,8	2,1	2,5
2011	5.236,8	82,0	18,0	9,4	1,7	2,0	2,6
2011 4° trim.	5.236,8	82,0	18,0	9,4	1,7	2,0	2,6
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	5.295,7	82,5	17,5	9,3	1,5	2,0	2,4

Fonte: BCE.

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

## 2.8 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

### 1. Attività

	Totale	Depositi e prestiti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale (escl. quote di fondi di investimento/fondi comuni monetari)	Fondi di investimento/fondi comuni monetari	Attività non finanziarie	Altre attività (incl. prodotti finanziari derivati)
	1	2	3	4	5	6	7
Consistenze in essere							
2011 ott.	6.177,6	422,1	2.371,2	1.735,9	844,4	234,6	569,5
nov.	6.082,0	418,5	2.345,8	1.703,6	826,9	235,0	552,1
dic.	6.212,3	416,0	2.504,1	1.732,5	838,2	236,2	485,3
2012 gen.	6.485,7	436,9	2.581,5	1.824,3	864,7	239,6	538,7
feb.	6.645,9	446,0	2.635,7	1.883,3	884,0	241,0	555,9
mar.	6.678,7	443,0	2.673,0	1.886,9	888,5	241,7	545,6
apr. <sup>(p)</sup>	6.677,7	446,9	2.692,1	1.857,1	886,1	241,6	554,0
Transazioni							
2011 3° trim.	-4,9	29,0	-21,0	-41,9	-16,1	2,8	42,3
4° trim.	-184,3	-34,0	-2,9	-26,4	-11,2	2,1	-112,0
2012 1° trim.	146,7	15,6	71,2	3,3	10,7	4,9	40,8

### 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 ott.	6.177,6	127,9	5.531,3	4.243,2	615,7	1.288,1	518,4
nov.	6.082,0	128,8	5.447,1	4.162,2	597,5	1.284,9	506,0
dic.	6.212,3	117,6	5.663,8	4.263,7	613,5	1.400,1	430,9
2012 gen.	6.485,7	124,4	5.881,2	4.420,9	649,9	1.460,3	480,1
feb.	6.645,9	134,1	6.019,0	4.530,5	676,0	1.488,5	492,8
mar.	6.678,7	127,2	6.065,9	4.556,0	684,3	1.509,9	485,5
apr. <sup>(p)</sup>	6.677,7	132,0	6.055,9	4.533,7	678,2	1.522,1	489,9
Transazioni							
2011 3° trim.	-4,9	6,5	-44,3	-55,4	-31,3	11,1	32,8
4° trim.	-184,3	-13,5	-40,3	-58,2	-3,0	18,8	-130,6
2012 1° trim.	146,7	9,1	91,7	64,8	30,8	26,9	45,9

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

	Totale	Fondi suddivisi per strategia di investimento					Fondi suddivisi per tipologia			Per memoria: fondi comuni monetari
		Fondi obbligazionari	Fondi azionari	Fondi misti	Fondi immobiliari	Hedge fund	Altri fondi	Fondi aperti	Fondi chiusi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze in essere										
2011 set.	5.423,0	1.786,1	1.414,2	1.387,7	290,7	119,0	425,3	5.333,8	89,2	1.066,9
ott.	5.531,3	1.789,0	1.504,0	1.406,0	293,2	115,6	423,5	5.449,3	81,9	1.051,6
nov.	5.447,1	1.757,7	1.473,5	1.384,2	292,5	118,7	420,5	5.364,6	82,5	1.083,5
dic.	5.663,8	1.920,2	1.496,4	1.403,1	296,1	122,1	426,0	5.579,1	84,7	991,9
2012 gen.	5.881,2	2.016,4	1.583,8	1.458,0	303,3	129,6	390,2	5.792,8	88,4	949,8
feb.	6.019,0	2.053,9	1.638,6	1.490,4	305,8	130,3	400,1	5.933,5	85,5	935,4
mar.	6.065,9	2.086,5	1.641,4	1.498,0	309,0	132,3	398,7	5.980,4	85,6	956,8
apr. <sup>(p)</sup>	6.055,9	2.106,9	1.614,0	1.495,6	308,6	133,9	397,0	5.969,7	86,2	972,4
Transazioni										
2011 ott.	-18,8	1,3	-2,5	-6,1	0,8	-0,7	-11,6	-12,0	-6,8	-5,7
nov.	-21,7	-8,7	-8,5	-5,8	-0,1	0,1	1,3	-22,4	0,6	19,1
dic.	0,3	10,6	-6,7	-3,1	2,7	-0,3	-3,0	-1,9	2,1	0,7
2012 gen.	21,1	15,6	3,3	-1,2	3,8	0,9	-1,3	16,6	4,6	6,1
feb.	33,4	13,3	1,9	11,9	1,3	0,2	4,8	35,7	-2,3	2,8
mar.	37,2	28,2	4,7	4,8	1,8	-1,1	-1,2	36,5	0,7	18,5
apr. <sup>(p)</sup>	0,7	11,0	-12,9	2,5	-0,7	0,3	0,5	0,2	0,5	9,3

Fonte: BCE.

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

**2.9 Titoli di debito detenuti dai fondi di investimento <sup>1)</sup>, suddivisi per emittente**

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

**1. Titoli non azionari**

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
	Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze in essere</b>											
2011 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.	2.384,2	1.414,5	380,7	682,7	184,2	4,7	162,1	969,8	252,4	369,8	18,7
4° trim.	2.504,1	1.423,1	390,9	674,4	185,5	4,5	167,6	1.081,1	270,5	436,8	20,4
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	2.673,0	1.502,4	425,1	678,3	208,7	5,7	184,6	1.170,6	313,2	453,1	15,5
<b>Transazioni</b>											
2011 3° trim.	-21,0	-16,6	-5,9	1,5	-7,6	-0,4	-4,3	-4,4	6,0	-4,1	5,3
4° trim.	-2,9	0,0	3,4	-6,5	-1,1	-0,3	4,4	-1,5	-3,2	1,6	-0,3
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	71,2	12,7	10,3	-21,9	14,7	0,5	9,0	58,5	20,3	15,5	-4,3

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

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
	Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze in essere</b>											
2011 2° trim.	1.958,4	773,5	84,5	-	41,1	26,1	621,8	1.184,9	166,4	362,8	77,0
3° trim.	1.632,5	615,6	53,3	-	35,7	20,4	506,2	1.016,9	141,8	323,6	72,5
4° trim.	1.732,5	636,2	51,1	-	36,2	21,5	527,4	1.096,4	154,6	356,6	71,2
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	1.886,9	689,0	57,4	-	41,6	24,1	565,8	1.197,9	162,6	389,7	75,4
<b>Transazioni</b>											
2011 3° trim.	-41,9	-8,9	-4,9	-	-0,7	0,2	-3,4	-33,1	-5,1	-11,8	-3,2
4° trim.	-26,4	-9,5	-1,7	-	-2,4	0,4	-5,9	-16,9	-0,9	-7,4	0,9
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	3,3	-4,4	4,0	-	0,7	-1,2	-8,0	7,7	-2,4	-0,4	-1,6

**3. Quote dei fondi di investimento/fondi comuni monetari**

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
	Totale	IFM <sup>2)</sup>	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari <sup>2)</sup>	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze in essere</b>											
2011 2° trim.	886,8	752,0	79,3	-	672,7	-	-	134,8	22,1	42,8	0,5
3° trim.	830,7	698,5	94,5	-	604,0	-	-	132,2	20,1	42,6	0,5
4° trim.	838,2	708,5	95,0	-	613,5	-	-	129,7	20,8	40,2	0,6
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	888,5	753,3	69,0	-	684,3	-	-	135,2	25,2	41,2	0,6
<b>Transazioni</b>											
2011 3° trim.	-16,1	-15,3	16,0	-	-31,3	-	-	-0,8	-0,5	-0,4	0,0
4° trim.	-11,2	-2,6	0,4	-	-3,0	-	-	-8,6	-0,8	-9,1	0,0
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	10,7	11,4	-19,4	-	30,8	-	-	-0,6	2,2	-0,6	-0,1

Fonte: BCE.

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

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

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

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

### 1. Attività

	Totale	Depositi e prestiti	Prestiti cartolarizzati						Titoli non azionari	Altre attività cartolarizzate	Azioni e altri titoli di capitale	Altre attività	
			Totale	Originati nell'area dell'euro				Originati all'esterno dell'area dell'euro					
				IFM	Mantenuti nel bilancio delle IFM <sup>1)</sup>	Altri intermediari finanziari, società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie						Amministrazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Consistenze													
2011 1° trim.	2.255,4	351,2	1.484,8	1.184,8	595,3	142,5	21,8	5,9	129,9	241,6	89,0	36,3	52,4
2° trim.	2.217,9	340,0	1.462,9	1.166,7	585,5	144,7	20,4	5,2	126,0	232,6	88,6	35,7	58,2
3° trim.	2.201,7	321,4	1.465,9	1.178,9	590,5	142,8	20,5	5,1	118,5	232,3	86,9	37,8	57,5
4° trim.	2.273,2	324,8	1.533,7	1.244,2	583,1	147,8	20,8	4,8	116,1	229,0	90,0	36,8	58,9
2012 1° trim.	2.226,8	318,4	1.503,7	1.209,6	553,7	143,2	20,5	4,8	125,7	217,3	86,2	35,6	65,6
Transazioni													
2011 1° trim.	-96,5	-25,0	-39,3	-44,3	-	5,3	-0,3	-0,1	0,2	-9,9	-2,4	-5,1	-14,8
2° trim.	-43,0	-11,1	-25,0	-21,4	-	2,0	-0,7	-0,3	-4,4	-7,9	0,0	0,0	1,1
3° trim.	-26,1	-18,5	1,9	11,4	-	-2,1	-0,1	0,0	-7,3	-2,2	-2,1	-1,1	-4,2
4° trim.	69,9	3,4	65,9	64,1	-	4,2	0,3	-0,4	-2,4	-2,9	2,3	-1,0	2,2
2012 1° trim.	-54,0	-6,1	-28,3	-19,5	-	-4,5	-0,3	0,0	-4,0	-13,2	-2,8	-0,9	-2,7

### 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							
2011 1° trim.	2.255,4	135,1	1.884,4	70,0	1.814,4	36,3	199,6
2° trim.	2.217,9	135,9	1.841,7	66,4	1.775,3	35,2	205,2
3° trim.	2.201,7	134,1	1.823,0	63,8	1.759,2	34,7	210,0
4° trim.	2.273,2	150,8	1.883,7	66,7	1.817,0	33,9	204,7
2012 1° trim.	2.226,8	152,6	1.824,7	59,8	1.764,9	32,7	216,7
Transazioni							
2011 1° trim.	-96,5	-1,1	-82,7	-6,6	-76,1	-6,0	-6,7
2° trim.	-43,0	1,4	-47,0	-7,5	-39,5	-0,8	3,3
3° trim.	-26,1	-2,2	-24,3	-3,0	-21,3	-1,7	2,1
4° trim.	69,9	16,5	62,0	2,9	59,1	-1,0	-7,6
2012 1° trim.	-54,0	1,1	-56,4	-7,9	-48,5	-0,9	2,2

### 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 <sup>2)</sup>					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													
2011 1° trim.	1.184,8	803,6	261,3	17,9	0,2	7,2	34,0	241,6	124,3	42,3	82,0	36,5	117,4
2° trim.	1.166,7	788,6	253,1	19,3	0,4	9,8	35,5	232,6	124,2	41,0	83,2	35,4	108,4
3° trim.	1.178,9	795,4	254,2	18,7	0,4	9,6	32,9	232,3	122,2	42,1	80,1	33,8	110,1
4° trim.	1.244,2	828,0	262,5	17,9	0,2	6,6	33,6	229,0	120,1	40,7	79,4	33,4	108,9
2012 1° trim.	1.209,6	818,9	239,6	17,8	0,2	6,4	29,9	217,3	115,3	40,3	75,0	30,5	102,1
Transazioni													
2011 1° trim.	-44,3	-52,2	3,2	-0,4	0,0	0,0	-1,6	-9,9	-5,7	-3,1	-2,7	-0,1	-4,2
2° trim.	-21,4	-20,8	0,2	0,8	0,2	2,6	-3,8	-7,9	0,4	-0,4	0,7	-0,7	-8,3
3° trim.	11,4	6,2	-0,4	-0,7	0,0	-0,2	-1,2	-2,2	-3,1	-0,2	-2,9	-1,2	1,0
4° trim.	64,1	32,0	8,1	-0,7	-0,1	-3,0	0,3	-2,9	-1,6	-1,5	0,0	-0,2	-1,4
2012 1° trim.	-19,5	-13,1	-7,8	0,0	0,0	-0,2	0,0	-13,2	-5,5	-0,8	-4,8	-2,8	-7,7

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 di 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 2° trim.	6.325,4	781,2	439,9	2.381,9	815,0	1.187,9	97,2	245,6	226,8	149,8
3° trim.	6.517,2	782,9	437,5	2.429,4	790,8	1.363,1	94,8	247,9	221,7	148,9
4° trim.	6.642,0	785,8	433,9	2.469,5	805,2	1.442,2	95,2	252,7	209,4	148,1
2010 1° trim.	6.871,3	782,5	440,1	2.592,4	810,6	1.519,9	94,0	261,4	227,0	143,5
2° trim.	6.889,7	783,7	443,6	2.620,6	789,7	1.506,8	90,8	267,1	242,2	145,3
3° trim.	7.064,0	782,0	450,1	2.710,8	807,7	1.547,4	86,9	269,1	264,8	145,1
4° trim.	6.997,3	773,1	454,5	2.646,6	835,5	1.577,6	76,8	269,4	216,8	147,0
2011 1° trim.	7.091,4	773,6	455,4	2.703,1	846,1	1.593,8	74,4	274,9	220,8	149,2
2° trim.	7.102,9	776,5	462,6	2.713,1	844,3	1.597,2	77,5	265,4	218,2	148,0
3° trim.	7.098,9	793,4	459,3	2.741,8	791,4	1.548,6	85,2	264,7	266,6	147,9
4° trim.	7.084,3	786,9	467,1	2.683,3	796,9	1.585,9	87,2	259,5	267,9	149,5
2012 1° trim.	7.373,0	796,9	467,7	2.812,0	819,2	1.701,2	88,4	265,5	270,9	151,2

**2. Titoli non azionari**

	Totale	Emessi da residenti nell'area dell'euro					Emessi da non residenti nell'area dell'euro	
		Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazioni fondi comuni		Società non finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8
2009 2° trim.	2.381,9	1.983,2	546,3	1.060,5	223,4	14,1	138,9	398,7
3° trim.	2.429,4	2.025,1	553,8	1.090,2	228,5	15,2	137,4	404,3
4° trim.	2.469,5	2.060,7	545,6	1.119,8	239,0	16,7	139,5	408,9
2010 1° trim.	2.592,4	2.170,9	575,8	1.198,5	233,8	16,1	146,8	421,4
2° trim.	2.620,6	2.196,4	577,8	1.204,4	247,1	16,7	150,4	424,2
3° trim.	2.710,8	2.278,7	593,2	1.260,5	252,5	19,1	153,3	432,1
4° trim.	2.646,6	2.219,0	587,0	1.228,6	230,8	17,9	154,7	427,6
2011 1° trim.	2.703,1	2.284,0	606,8	1.251,9	254,4	18,8	152,2	419,1
2° trim.	2.713,1	2.285,4	626,8	1.269,1	214,3	16,2	158,9	427,7
3° trim.	2.741,8	2.309,5	635,1	1.265,0	230,5	17,8	161,0	432,3
4° trim.	2.683,3	2.259,6	615,4	1.189,2	274,1	20,2	160,8	423,7
2012 1° trim.	2.812,0	2.356,7	648,0	1.231,7	279,1	20,8	177,2	455,2

**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 2° trim.	6.176,4	267,2	33,0	395,4	5.281,3	2.881,4	1.598,9	801,0	199,5	149,0
3° trim.	6.337,7	256,3	36,1	442,1	5.407,2	2.970,8	1.637,0	799,4	195,9	179,5
4° trim.	6.440,2	239,6	39,5	438,8	5.524,6	3.037,9	1.686,1	800,6	197,8	201,8
2010 1° trim.	6.638,0	255,7	39,5	456,8	5.695,7	3.125,3	1.746,3	824,1	190,2	233,3
2° trim.	6.715,3	258,0	40,8	428,6	5.793,9	3.154,1	1.815,1	824,7	194,0	174,4
3° trim.	6.873,9	282,7	39,7	437,5	5.933,7	3.217,2	1.896,5	819,9	180,4	190,1
4° trim.	6.828,1	258,9	42,2	445,1	5.913,5	3.254,9	1.839,3	819,2	168,4	169,1
2011 1° trim.	6.893,4	271,0	40,1	462,2	5.944,9	3.285,8	1.821,9	837,3	175,1	198,0
2° trim.	6.915,3	271,4	43,0	450,7	5.974,7	3.303,0	1.841,2	830,5	175,5	187,6
3° trim.	7.028,5	279,2	41,9	405,4	6.113,0	3.289,4	1.994,8	828,9	188,9	70,4
4° trim.	7.044,1	274,5	41,6	405,4	6.135,8	3.294,9	2.017,2	823,7	186,8	40,2
2012 1° trim.	7.220,1	283,2	44,6	438,7	6.267,0	3.341,4	2.077,9	847,6	186,6	152,8

Fonte: BCE.



## CONTI DELL'AREA DELL'EURO

### 3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale

(miliardi di euro)

Impieghi	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>4° trim. 2011</b>						
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						605
Saldo commerciale <sup>1)</sup>						-32
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	1.244	128	778	65	273	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	25	8	7	4	5	
Consumo di capitale fisso	364	97	206	11	49	
Margine operativo netto e reddito misto <sup>1)</sup>	533	271	233	30	-2	
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
Margine operativo lordo e reddito misto						7
Redditi da lavoro dipendente						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	709	40	275	321	73	117
Interessi	403	37	74	219	73	53
Altri redditi da capitale	306	3	201	102	0	64
Reddito nazionale netto <sup>1)</sup>	2.075	1.705	81	51	238	
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	322	246	64	12	0	0
Contributi sociali	476	476				1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	485	1	18	35	431	1
Altri trasferimenti correnti	205	75	26	49	55	10
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	46	33	11	1	1	2
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	46			46		1
Altro	112	42	15	1	55	8
Reddito netto disponibile <sup>1)</sup>	2.045	1.484	6	54	501	
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.934	1.380			554	
Spese per consumi individuali	1.718	1.380			338	
Spese per consumi collettivi	216				216	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	15	0	0	15	0	0
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero <sup>1)</sup>	111	119	6	39	53	-25
<b>Conto capitale</b>						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	450	146	231	11	61	
Investimenti fissi lordi	472	146	254	11	61	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-23	0	-23	0	0	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0	0	7	0	-7	0
Trasferimenti in conto capitale	64	9	3	17	35	10
Imposte in conto capitale	10	6	1	3		0
Altri trasferimenti in conto capitale	54	3	1	14	35	10
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) <sup>1)</sup>	32	74	-4	30	-69	-32
Discrepanza statistica	0	-8	8	0	0	0

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

(miliardi di euro)

Risorse	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>4° trim. 2011</b>						
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						573
<i>Saldo commerciale</i>						
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	2.164	504	1.225	110	326	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	251					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) <sup>2)</sup>	2.416					
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Consumo di capitale fisso						
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i>						
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
Margine operativo lordo e reddito misto	533	271	233	30	-2	
Redditi da lavoro dipendente	1.247	1.247				3
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	289				289	-13
Redditi da capitale	715	227	123	342	23	111
Interessi	390	62	47	269	11	67
Altri redditi da capitale	326	165	76	73	12	44
<i>Reddito nazionale netto</i>						
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
Reddito nazionale netto	2.075	1.705	81	51	238	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	322				322	1
Contributi sociali	475	1	18	52	404	1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	484	484				3
Altri trasferimenti correnti	178	92	15	47	23	37
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	46			46		1
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	45	35	9	1	0	2
Altro	86	57	6	0	23	34
<i>Reddito netto disponibile</i>						
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
Reddito netto disponibile	2.045	1.484	6	54	501	
Spese per consumi finali						
Spese per consumi individuali						
Spese per consumi collettivi						
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	15	15				0
<i>Risparmio netto/conto corrente verso l'estero</i>						
<b>Conto capitale</b>						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	111	119	6	39	-53	-25
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	364	97	206	11	49	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	71	12	25	9	25	3
Imposte in conto capitale	10				10	0
Altri trasferimenti in conto capitale	61	12	25	9	15	3
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>						
Discrepanza statistica						

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

(miliardi di euro)

Attività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>4° trim. 2011</b>								
<b>Bilancio di apertura: attività finanziarie</b>								
Totale delle attività finanziarie		18.548	16.196	33.644	15.185	6.715	3.750	16.985
Oro monetario e DSP				469				
Banconote, monete e depositi		6.726	1.934	10.349	2.471	823	712	3.673
Titoli di debito a breve termine		43	83	512	350	54	32	710
Titoli di debito a lungo termine		1.336	240	6.015	2.441	2.650	448	4.004
Prestiti		77	3.184	13.524	3.658	464	534	1.936
<i>di cui: a lungo termine</i>		58	1.802	10.555	2.589	348	460	.
Azioni e altre partecipazioni		3.995	7.108	1.787	5.987	2.352	1.322	5.884
Azioni quotate		648	1.200	317	1.808	518	215	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.086	5.529	1.178	3.219	290	958	.
Quote di fondi di investimento		1.260	379	292	959	1.543	148	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.834	169	3	0	232	4	241
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		535	3.478	986	278	140	698	540
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie</b>								
Totale delle transazioni in attività finanziarie		84	97	725	-6	-33	61	-110
Oro monetario e DSP				0				0
Banconote, monete e depositi		84	48	758	-106	-8	3	-146
Titoli di debito a breve termine		12	9	63	-3	10	6	-64
Titoli di debito a lungo termine		29	3	83	27	-34	-2	-24
Prestiti		6	49	-144	56	2	10	37
<i>di cui: a lungo termine</i>		6	43	-8	50	-2	15	.
Azioni e altre partecipazioni		-6	22	-7	59	3	5	86
Azioni quotate		3	-2	-3	-31	2	-2	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		25	25	8	104	-11	3	.
Quote di fondi di investimento		-33	-1	-12	-14	12	4	.
Riserve tecniche di assicurazione		6	-2	0	0	-6	0	5
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		-47	-32	-28	-38	1	38	-4
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Conto delle altre variazioni: attività finanziarie</b>								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		46	278	-60	168	23	-9	251
Oro monetario e DSP				7				
Banconote, monete e depositi		2	-1	-24	-4	-5	0	48
Titoli di debito a breve termine		1	2	-12	52	-1	-1	-4
Titoli di debito a lungo termine		-26	21	-40	-25	-18	-5	56
Prestiti		0	6	0	34	1	0	7
<i>di cui: a lungo termine</i>		0	2	-6	26	1	5	.
Azioni e altre partecipazioni		3	170	18	108	42	2	196
Azioni quotate		3	38	9	114	10	-7	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		-27	137	9	-24	3	6	.
Quote di fondi di investimento		27	-5	0	17	29	4	.
Riserve tecniche di assicurazione		52	0	0	0	0	0	6
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		14	79	-9	2	4	-6	-58
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Bilancio di chiusura: attività finanziarie</b>								
Totale delle attività finanziarie		18.678	16.571	34.310	15.347	6.705	3.802	17.126
Oro monetario e DSP				476				
Banconote, monete e depositi		6.811	1.982	11.083	2.361	810	715	3.575
Titoli di debito a breve termine		57	94	563	399	63	37	641
Titoli di debito a lungo termine		1.340	264	6.057	2.443	2.598	442	4.036
Prestiti		83	3.239	13.380	3.748	467	544	1.979
<i>di cui: a lungo termine</i>		64	1.847	10.542	2.665	347	480	.
Azioni e altre partecipazioni		3.992	7.299	1.797	6.154	2.397	1.330	6.165
Azioni quotate		655	1.236	323	1.891	530	206	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.084	5.691	1.194	3.300	283	967	.
Quote di fondi di investimento		1.253	373	280	963	1.583	156	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.892	168	3	0	226	4	252
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		503	3.525	949	242	144	730	478
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								

Fonte: BCE.

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

(miliardi di euro)

Passività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicu- razione e fondi pensione	Ammini- strazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>4° trim. 2011</b>								
<b>Bilancio di apertura: passività finanziarie</b>								
Totale delle passività		6.728	25.413	32.611	14.627	6.865	9.323	14.987
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			30	23.561	33	0	262	2.802
Titoli di debito a breve termine			94	639	71	1	749	229
Titoli di debito a lungo termine			827	4.585	2.803	32	6.013	2.874
Prestiti		6.180	8.580		3.430	308	1.741	3.138
<i>di cui: a lungo termine</i>		5.821	6.093		1.883	116	1.431	.
Azioni e altre partecipazioni		7	11.955	2.529	8.069	382	6	5.485
Azioni quotate			3.142	348	181	97	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		7	8.813	1.114	2.658	283	6	.
Quote di fondi di investimento				1.067	5.230			.
Riserve tecniche di assicurazione		35	336	71	1	6.039	1	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		505	3.591	1.226	220	104	552	457
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>	-1.529	11.820	-9.217	1.033	558	-150	-5.574	
<b>Conto finanziario, transazioni in passività</b>								
Totale delle transazioni in passività		19	93	676	-11	-9	129	-78
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0	728	0	0	11	-107
Titoli di debito a breve termine			-9	65	-4	0	-36	16
Titoli di debito a lungo termine			14	-39	40	0	88	-20
Prestiti		14	6		-23	-11	62	-32
<i>di cui: a lungo termine</i>		16	8		35	1	59	.
Azioni e altre partecipazioni		0	29	26	38	1	0	67
Azioni quotate			3	4	1	0	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	26	8	80	1	0	.
Quote di fondi di investimento				14	-43			.
Riserve tecniche di assicurazione		0	0	0	0	3	0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		4	52	-104	-63	-3	5	-1
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>	32	66	4	49	5	-24	-69	-32
<b>Conto delle altre variazioni: passività finanziarie</b>								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		-20	205	-54	317	54	-155	343
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0	30	0	0	0	-13
Titoli di debito a breve termine			1	5	4	0	1	28
Titoli di debito a lungo termine			0	10	16	-2	-132	72
Prestiti		-2	0		12	0	1	36
<i>di cui: a lungo termine</i>		-2	1		7	0	1	.
Azioni e altre partecipazioni		0	221	-120	277	3	0	157
Azioni quotate			154	-20	8	0	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	67	-11	-13	3	0	.
Quote di fondi di investimento				-89	281			.
Riserve tecniche di assicurazione		0	0	0	0	58	0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		-18	-17	21	7	-4	-26	63
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>	100	66	73	-6	-148	-32	146	-93
<b>Bilancio di chiusura: passività finanziarie</b>								
Totale delle passività finanziarie		6.726	25.710	33.233	14.932	6.910	9.298	15.252
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			29	24.319	33	0	274	2.683
Titoli di debito a breve termine			86	710	71	1	714	272
Titoli di debito a lungo termine			841	4.556	2.859	30	5.968	2.925
Prestiti		6.191	8.586		3.419	297	1.804	3.142
<i>di cui: a lungo termine</i>		5.835	6.102		1.926	117	1.491	.
Azioni e altre partecipazioni		7	12.205	2.435	8.385	386	6	5.709
Azioni quotate			3.300	333	191	97	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		7	8.905	1.111	2.725	287	6	.
Quote di fondi di investimento				992	5.469			.
Riserve tecniche di assicurazione		35	336	71	1	6.100	1	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		492	3.626	1.142	164	96	530	520
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>	-1.398	11.952	-9.139	1.076	415	-206	-5.496	

Fonte: BCE.

### 3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri)

Impieghi	2007	2008	2009	1° trim. 2010- 4° trim. 2010	2° trim. 2010- 1° trim. 2011	3° trim. 2010- 2° trim. 2011	4° trim. 2010- 3° trim. 2011	1° trim. 2011- 4° trim. 2011
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	4.279	4.461	4.442	4.491	4.518	4.551	4.580	4.606
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	99	94	85	82	84	87	92	95
Consumo di capitale fisso	1.294	1.361	1.385	1.416	1.426	1.436	1.443	1.451
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i> <sup>1)</sup>	2.401	2.365	2.111	2.213	2.241	2.260	2.273	2.272
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	3.698	3.945	2.976	2.816	2.862	2.939	2.997	3.037
Interessi	2.129	2.383	1.607	1.411	1.442	1.487	1.535	1.577
Altri redditi da capitale	1.568	1.561	1.369	1.404	1.419	1.452	1.463	1.461
<i>Reddito nazionale netto</i> <sup>1)</sup>	7.768	7.804	7.533	7.754	7.814	7.876	7.927	7.957
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.136	1.145	1.029	1.054	1.072	1.083	1.100	1.109
Contributi sociali	1.596	1.671	1.676	1.701	1.712	1.724	1.739	1.755
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.586	1.657	1.774	1.821	1.826	1.832	1.840	1.848
Altri trasferimenti correnti	738	771	776	776	776	779	779	779
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	183	187	181	181	180	180	180	180
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	184	188	182	181	181	180	180	180
Altro	370	395	413	413	415	418	418	419
<i>Reddito netto disponibile</i> <sup>1)</sup>	7.675	7.703	7.424	7.641	7.700	7.764	7.817	7.845
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	6.887	7.140	7.143	7.304	7.353	7.400	7.441	7.466
Spese per consumi individuali	6.188	6.404	6.373	6.532	6.580	6.626	6.666	6.691
Spese per consumi collettivi	698	736	771	772	773	774	775	775
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	61	70	61	56	56	56	58	59
<i>Risparmio netto</i> <sup>1)</sup>	788	562	280	337	347	364	376	379
<b>Conto capitale</b>								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	2.066	2.075	1.715	1.790	1.835	1.856	1.874	1.873
Investimenti fissi lordi	1.989	2.010	1.763	1.772	1.797	1.812	1.825	1.833
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	76	65	-48	18	38	44	50	41
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-1	1	1	1	1	1	1	0
Trasferimenti in conto capitale	153	152	185	227	214	205	169	162
Imposte in conto capitale	24	24	34	25	26	26	27	31
Altri trasferimenti in conto capitale	129	128	151	202	188	180	142	132
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> <sup>1)</sup>	32	-143	-42	-27	-52	-47	-45	-32

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	1° trim. 2010- 4° trim. 2010	2° trim. 2010- 1° trim. 2011	3° trim. 2010- 2° trim. 2011	4° trim. 2010- 3° trim. 2011	1° trim. 2011- 4° trim. 2011
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	8.072	8.281	8.023	8.202	8.269	8.334	8.388	8.423
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	960	946	894	940	956	960	967	972
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) <sup>2)</sup>	9.032	9.227	8.917	9.143	9.225	9.294	9.355	9.395
Redditi da lavoro dipendente								
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti								
Consumo di capitale fisso								
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i>								
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>								
Margine operativo lordo e reddito misto	2.401	2.365	2.111	2.213	2.241	2.260	2.273	2.272
Redditi da lavoro dipendente	4.287	4.468	4.452	4.503	4.530	4.563	4.593	4.618
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	1.067	1.047	996	1.036	1.053	1.060	1.072	1.078
Redditi da capitale	3.712	3.868	2.950	2.818	2.851	2.932	2.988	3.026
Interessi	2.092	2.327	1.563	1.367	1.398	1.440	1.485	1.523
Altri redditi da capitale	1.620	1.541	1.388	1.450	1.453	1.492	1.503	1.503
<i>Reddito nazionale netto</i>								
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
Reddito nazionale netto	7.768	7.804	7.533	7.754	7.814	7.876	7.927	7.957
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.144	1.154	1.034	1.059	1.077	1.089	1.107	1.115
Contributi sociali	1.595	1.670	1.674	1.699	1.710	1.722	1.737	1.753
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.578	1.649	1.768	1.815	1.820	1.825	1.833	1.841
Altri trasferimenti correnti	644	671	669	666	665	669	671	670
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	184	188	182	181	181	180	180	180
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	180	184	178	178	177	177	177	176
Altro	280	298	308	307	308	312	314	313
<i>Reddito netto disponibile</i>								
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
Reddito netto disponibile	7.675	7.703	7.424	7.641	7.700	7.764	7.817	7.845
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	61	56	56	56	58	59
<i>Risparmio netto</i>								
<b>Conto capitale</b>								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	788	562	280	337	347	364	376	379
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.294	1.361	1.385	1.416	1.426	1.436	1.443	1.451
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	168	161	194	237	225	215	179	175
Imposte in conto capitale	24	24	34	25	26	26	27	31
Altri trasferimenti in conto capitale	144	137	160	212	199	189	152	144
<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	1° trim. 2010- 4° trim. 2010	2° trim. 2010- 1° trim. 2011	3° trim. 2010- 2° trim. 2011	4° trim. 2010- 3° trim. 2011	1° trim. 2011- 4° trim. 2011
<b>Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta</b>								
Redditi da lavoro dipendente (+)	4.287	4.468	4.452	4.503	4.530	4.563	4.593	4.618
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.484	1.522	1.446	1.454	1.466	1.481	1.491	1.496
Interessi attivi (+)	316	351	241	214	221	230	239	246
Interessi passivi (-)	220	249	146	126	130	137	143	147
Altri redditi da capitali attivi (+)	789	786	718	719	728	735	747	752
Altri redditi da capitali passivi (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc. (-)	834	872	841	848	855	861	872	875
Contributi sociali netti (-)	1.592	1.667	1.671	1.696	1.707	1.719	1.734	1.750
Prestazioni sociali nette (+)	1.573	1.644	1.763	1.809	1.814	1.820	1.827	1.835
Trasferimenti correnti netti attivi (+)	63	70	71	70	68	69	69	69
<b>= Reddito lordo disponibile</b>	<b>5.854</b>	<b>6.043</b>	<b>6.022</b>	<b>6.089</b>	<b>6.125</b>	<b>6.172</b>	<b>6.206</b>	<b>6.234</b>
Spese per consumi finali (-)	5.081	5.241	5.156	5.291	5.335	5.379	5.418	5.439
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	60	69	61	55	55	56	58	59
<b>= Risparmio lordo</b>	<b>833</b>	<b>871</b>	<b>927</b>	<b>853</b>	<b>846</b>	<b>848</b>	<b>847</b>	<b>854</b>
Consumo di capitale fisso (-)	358	372	376	380	382	384	386	387
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	12	-1	10	11	11	10	10	8
Altre variazioni nella ricchezza netta (+)	1.310	-1.776	-799	731	711	586	-192	-720
<b>= Variazioni nella ricchezza netta</b>	<b>1.797</b>	<b>-1.278</b>	<b>-238</b>	<b>1.215</b>	<b>1.185</b>	<b>1.061</b>	<b>279</b>	<b>-246</b>
<b>Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta</b>								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	661	646	554	560	568	571	577	580
Consumo di capitale fisso (-)	358	372	376	380	382	384	386	387
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	421	460	-13	38	104	125	132	125
Banconote, monete e depositi	351	438	123	119	139	137	147	117
Partecipazioni in fondi comuni monetari	37	-4	-43	-57	-36	-27	-17	-21
Titoli di debito <sup>1)</sup>	33	27	-93	-24	1	15	2	29
Attività a lungo	171	25	500	392	299	251	217	193
Depositi	-31	-29	85	56	41	50	51	50
Titoli di debito	85	17	16	-14	28	32	44	53
Azioni e altre partecipazioni	-104	-97	170	119	35	-3	-23	-26
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	39	76	119	103	53	23	28	36
Quote di fondi comuni di investimento	-143	-173	52	17	-18	-26	-51	-62
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	221	133	228	231	195	172	145	115
Finanziamenti: principali componenti (-)								
Prestiti	384	257	103	126	119	136	121	87
di cui: da IFM dell'area dell'euro	283	83	65	147	170	168	148	81
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Attività non finanziarie	1.227	-372	-1.101	620	665	298	262	-269
Attività finanziarie	102	-1.459	303	136	44	238	-466	-477
Azioni e altre partecipazioni	79	-1.209	109	75	71	222	-373	-457
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	8	-239	173	105	35	48	-43	25
Flussi netti restanti (+)	-42	52	-2	-26	6	97	65	75
<b>= Variazioni nella ricchezza netta</b>	<b>1.797</b>	<b>-1.278</b>	<b>-238</b>	<b>1.215</b>	<b>1.185</b>	<b>1.061</b>	<b>279</b>	<b>-246</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività non finanziarie (+)	28.117	28.018	27.096	27.896	27.932	27.980	28.242	27.820
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	5.264	5.813	5.788	5.829	5.870	5.911	5.907	5.970
Banconote, monete e depositi	4.851	5.321	5.476	5.600	5.598	5.650	5.658	5.730
Partecipazioni in fondi comuni monetari	280	317	241	185	209	199	194	169
Titoli di debito <sup>1)</sup>	133	175	71	44	63	63	54	70
Attività a lungo	12.200	10.718	11.555	12.080	12.160	12.167	11.699	11.799
Depositi	965	913	970	1.027	1.037	1.055	1.068	1.081
Titoli di debito	1.284	1.307	1.375	1.314	1.336	1.355	1.325	1.327
Azioni e altre partecipazioni	5.152	3.806	4.118	4.311	4.319	4.261	3.801	3.823
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	3.761	2.877	3.000	3.107	3.149	3.093	2.735	2.739
Quote di fondi di investimento	1.391	929	1.118	1.204	1.170	1.168	1.066	1.084
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	4.798	4.692	5.092	5.428	5.468	5.496	5.505	5.569
Restanti attività finanziarie (+)	308	312	306	315	309	390	394	375
Passività (-)								
Prestiti	5.569	5.820	5.942	6.102	6.103	6.162	6.180	6.191
di cui: da IFM dell'area dell'euro	4.831	4.914	4.968	5.213	5.256	5.304	5.313	5.281
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>40.320</b>	<b>39.041</b>	<b>38.803</b>	<b>40.018</b>	<b>40.168</b>	<b>40.287</b>	<b>40.063</b>	<b>39.773</b>

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

**3.4 Società non finanziarie**

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

	2007	2008	2009	1° trim. 2010- 4° trim. 2010	2° trim. 2010- 1° trim. 2011	3° trim. 2010- 2° trim. 2011	4° trim. 2010- 3° trim. 2011	1° trim. 2011- 4° trim. 2011
<b>Reddito e risparmio</b>								
Valore aggiunto lordo (+)	4.648	4.759	4.497	4.635	4.684	4.730	4.769	4.792
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.711	2.833	2.776	2.807	2.830	2.859	2.884	2.906
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-)	49	46	39	33	34	37	40	41
= <b>Margine operativo lordo (+)</b>	1.888	1.880	1.682	1.794	1.820	1.835	1.845	1.845
Consumo di capitale fisso (-)	726	767	784	803	810	816	820	824
= <b>Margine operativo netto (+)</b>	1.162	1.113	899	991	1.010	1.019	1.025	1.021
Redditi da capitale attivi (+)	639	637	549	552	554	572	577	572
Interessi attivi	218	239	174	157	161	168	175	181
Altri redditi da capitale	421	398	376	395	393	404	402	391
Interest and rents payable (-)	366	421	299	263	270	281	292	301
= <b>Reddito lordo di impresa (+)</b>	1.436	1.329	1.149	1.280	1.295	1.310	1.311	1.292
Utili distribuiti (-)	1.005	1.027	936	944	959	964	974	977
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	248	236	152	168	176	179	184	190
Contributi sociali da riscuotere (+)	64	68	70	69	70	70	71	71
Prestazioni sociali da erogare (-)	63	65	68	69	70	70	70	70
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	43	48	47	46	46	44	44	45
= <b>Risparmio netto</b>	141	21	17	123	114	124	109	82
<b>Investimento, finanziamento e risparmio</b>								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	409	369	78	159	191	200	210	210
Investimenti fissi lordi (+)	1.058	1.077	911	944	963	976	988	996
Consumo di capitale fisso (-)	726	767	784	803	810	816	820	824
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	77	60	-50	18	37	39	43	39
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	167	72	91	43	28	41	-2	-33
Banconote, monete e depositi	153	15	87	67	63	66	45	0
Partecipazioni in fondi comuni monetari	-20	33	40	-23	-27	-27	-43	-44
Titoli di debito <sup>1)</sup>	34	24	-35	-2	-7	2	-4	10
Attività a lungo	763	664	242	471	480	544	559	554
Depositi	-8	39	0	12	23	22	24	53
Titoli di debito	51	-42	18	-9	2	14	17	23
Azioni e altre partecipazioni	412	331	110	238	249	304	321	275
Altri prestiti (in prevalenza intragruppo)	308	336	114	230	206	204	197	203
Restanti attività nette (+)	209	-27	56	-35	-32	-41	-66	-111
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Debito	928	664	79	181	209	280	261	243
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	538	394	-113	-11	27	75	79	50
di cui: titoli di debito	32	48	88	65	44	43	48	46
Azioni e altre partecipazioni	413	315	284	260	272	271	266	232
Azioni quotate	62	5	58	31	30	28	29	28
Azioni non quotate e altre partecipazioni	350	310	227	229	242	242	237	203
Trasferimenti netti di capitali attivi (-)	69	74	83	73	70	68	66	65
= <b>Risparmio netto</b>	141	21	17	123	114	124	109	82
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie								
Attività a breve	1.788	1.879	1.959	1.992	1.958	1.946	1.944	1.968
Banconote, monete e depositi	1.507	1.538	1.631	1.693	1.668	1.674	1.680	1.704
Partecipazioni in fondi comuni monetari	163	192	214	192	183	171	158	146
Titoli di debito <sup>1)</sup>	118	149	114	107	107	102	107	118
Attività a lungo	10.813	9.370	10.282	10.953	11.134	11.268	10.604	10.910
Depositi	213	255	232	258	237	239	254	278
Titoli di debito	230	180	195	197	219	215	216	240
Azioni e altre partecipazioni	8.026	6.278	7.075	7.474	7.625	7.706	6.950	7.153
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	2.344	2.657	2.779	3.024	3.052	3.108	3.184	3.239
Restanti attività nette	253	204	190	41	141	92	86	96
Passività								
Debito	8.644	9.326	9.423	9.588	9.655	9.761	9.837	9.849
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	4.465	4.870	4.711	4.695	4.726	4.751	4.766	4.725
di cui: titoli di debito	647	702	824	882	859	878	921	927
Azioni e altre partecipazioni	14.376	11.123	12.436	13.148	13.427	13.417	11.955	12.205
Azioni quotate	5.068	2.941	3.502	3.813	3.923	3.914	3.142	3.300
Azioni non quotate e altre partecipazioni	9.308	8.182	8.934	9.334	9.504	9.503	8.813	8.905

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	1° trim. 2010- 4° trim. 2010	2° trim. 2010- 1° trim. 2011	3° trim. 2010- 2° trim. 2011	4° trim. 2010- 3° trim. 2011	1° trim. 2011- 4° trim. 2011
<b>Conto finanziario, transazioni finanziarie</b>								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	22	73	-48	-19	-24	-35	2	50
Banconote, monete e depositi	7	57	-33	-9	-9	-15	5	16
Partecipazioni in fondi comuni monetari	4	12	0	-17	-24	-23	-12	11
Titoli di debito <sup>1)</sup>	11	3	-14	7	9	3	9	23
Attività a lungo	240	119	286	282	246	268	220	100
Depositi	47	-9	19	-8	8	11	17	10
Titoli di debito	108	72	105	180	144	128	69	3
Prestiti	-15	25	6	26	19	22	14	4
Azioni quotate	21	-10	-57	13	16	16	11	7
Azioni non quotate e altre partecipazioni	14	16	-15	1	4	5	12	-4
Quote di fondi comuni di investimento	64	25	229	70	56	86	98	81
Restanti attività finanziarie (+)	2	13	24	20	2	-47	-48	-37
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Titoli di debito	3	4	5	0	0	2	3	3
Prestiti	-2	32	-2	11	17	13	8	7
Azioni e altre partecipazioni	3	8	4	7	6	1	1	1
Riserve tecniche di assicurazione	247	121	234	273	217	180	139	103
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	224	119	230	249	197	168	132	103
Riserve premi e riserve sinistri	22	1	4	24	21	12	7	-1
<b>= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni</b>	<b>13</b>	<b>40</b>	<b>21</b>	<b>-7</b>	<b>-16</b>	<b>-11</b>	<b>23</b>	<b>-1</b>
<b>Conto delle altre variazioni</b>								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	-9	-515	207	99	33	60	-122	-113
Altre attività nette	-32	53	27	-13	-63	-44	-62	33
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	-21	-172	12	-10	-8	12	-43	-44
Riserve tecniche di assicurazione	28	-254	186	107	40	50	-31	41
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	16	-244	183	107	42	55	-30	40
Riserve premi e riserve sinistri	12	-10	3	0	-2	-5	-2	0
<b>= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</b>	<b>-47</b>	<b>-35</b>	<b>37</b>	<b>-12</b>	<b>-62</b>	<b>-46</b>	<b>-110</b>	<b>-76</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	318	393	340	326	319	319	350	361
Banconote, monete e depositi	163	224	195	190	181	181	199	193
Partecipazioni in fondi comuni monetari	91	101	93	77	75	75	81	87
Titoli di debito <sup>1)</sup>	63	67	51	58	63	63	70	81
Attività a lungo	5.470	5.080	5.650	6.015	6.069	6.100	5.993	5.974
Depositi	594	599	617	611	624	624	624	617
Titoli di debito	2.202	2.265	2.441	2.604	2.617	2.631	2.634	2.581
Prestiti	410	433	437	463	462	467	464	467
Azioni quotate	750	491	523	563	576	570	518	530
Azioni non quotate e altre partecipazioni	348	321	301	293	292	290	290	283
Quote di fondi comuni di investimento	1.166	971	1.331	1.481	1.497	1.517	1.463	1.496
Restanti attività finanziarie (+)	174	237	212	242	252	239	268	274
Passività (-)								
Titoli di debito	20	23	31	33	31	33	32	31
Prestiti	244	281	273	293	297	300	308	297
Azioni e altre partecipazioni	580	416	432	429	445	429	382	386
Riserve tecniche di assicurazione	5.290	5.156	5.576	5.957	6.013	6.035	6.039	6.100
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	4.481	4.356	4.769	5.126	5.168	5.196	5.203	5.269
Riserve premi e riserve sinistri	809	800	807	831	844	839	836	830
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>-173</b>	<b>-168</b>	<b>-110</b>	<b>-129</b>	<b>-146</b>	<b>-141</b>	<b>-150</b>	<b>-206</b>

Fonte: BCE.

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

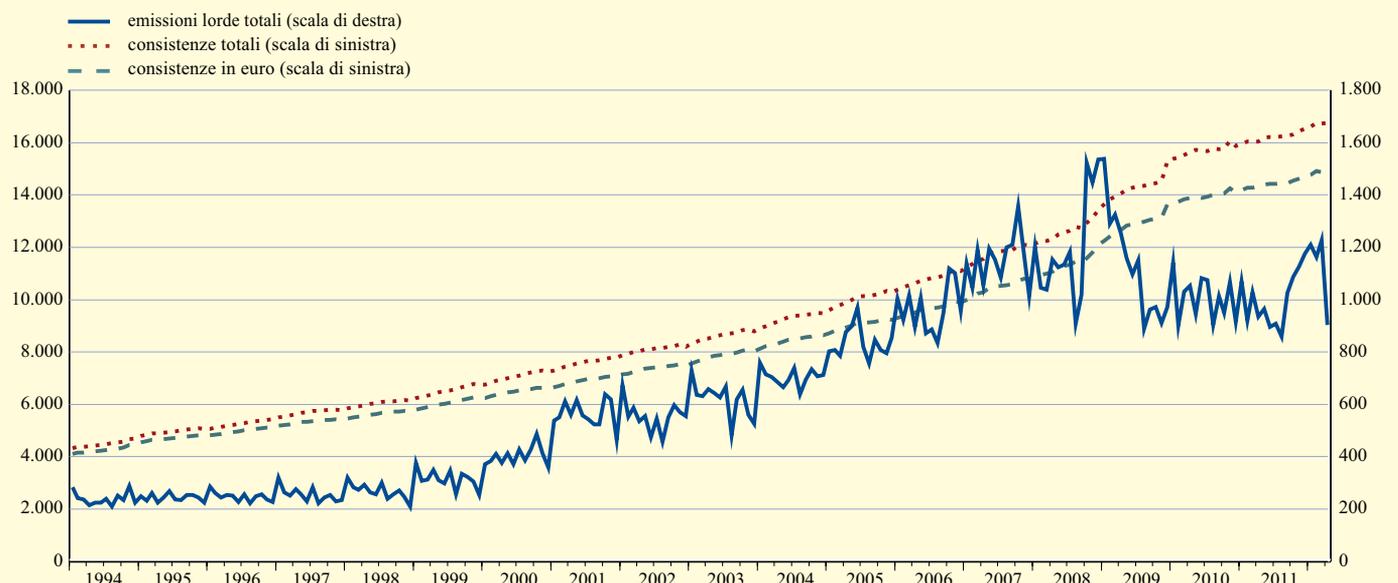


## MERCATI FINANZIARI

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

	Totale in euro <sup>1)</sup>			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute			Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati <sup>2)</sup>	
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette		Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	<b>Totale</b>											
2011 apr.	16.483,9	889,7	21,4	14.316,0	850,3	47,5	16.040,4	934,9	50,9	3,2	25,0	3,3
mag.	16.587,2	922,6	101,6	14.408,6	866,0	91,0	16.188,9	963,8	118,1	3,6	41,7	1,8
giu.	16.618,6	852,3	31,4	14.431,4	800,4	22,7	16.205,1	897,3	23,3	3,8	49,5	3,2
lug.	16.588,8	852,6	-30,3	14.421,6	825,3	-10,4	16.218,7	907,2	-11,1	3,6	14,4	2,4
ago.	16.620,5	808,3	31,9	14.454,2	773,9	32,8	16.227,9	859,8	20,5	3,2	49,2	2,4
set.	16.651,9	1.002,0	31,8	14.459,4	926,1	5,6	16.272,7	1.026,6	7,5	3,3	59,8	3,0
ott.	16.702,8	1.034,5	51,6	14.537,8	992,9	79,1	16.316,2	1.086,5	69,5	3,3	59,3	3,4
nov.	16.785,8	1.062,0	82,5	14.628,1	1.014,9	89,5	16.443,2	1.126,0	97,8	2,4	9,0	3,0
dic.	16.850,6	1.125,6	64,7	14.691,6	1.083,2	63,5	16.533,9	1.174,3	62,3	4,0	188,0	4,7
2012 gen.	16.942,3	1.168,7	91,8	14.775,1	1.095,5	83,7	16.600,0	1.209,8	75,4	3,8	61,4	5,3
feb.	17.130,2	1.118,7	178,5	14.923,6	1.045,8	149,0	16.748,9	1.163,3	167,4	4,2	112,9	6,1
mar.	17.145,2	1.200,5	109,8	14.873,3	1.091,6	43,9	16.740,1	1.226,2	80,9	4,8	90,7	6,5
apr.	.	.	.	14.858,0	799,8	-5,3	16.744,3	903,3	1,1	4,4	-24,3	5,4
	<b>A lungo termine</b>											
2011 apr.	15.083,5	303,3	53,7	12.991,8	278,4	64,6	14.506,3	308,9	67,8	4,2	48,4	4,8
mag.	15.159,6	275,9	75,0	13.059,6	243,5	66,6	14.612,1	266,5	80,2	4,4	14,9	3,4
giu.	15.211,5	259,5	51,4	13.109,6	228,2	49,4	14.659,7	257,1	52,5	4,6	42,7	3,7
lug.	15.193,3	203,3	-20,4	13.098,6	192,1	-13,3	14.671,1	213,8	-12,8	4,4	25,9	2,7
ago.	15.189,6	123,1	-3,7	13.099,1	113,5	0,5	14.652,6	123,5	-8,1	4,0	29,9	2,5
set.	15.180,0	229,2	-8,9	13.085,7	189,8	-12,7	14.680,0	213,9	-5,3	4,0	41,4	2,8
ott.	15.253,5	278,3	75,4	13.165,1	250,9	81,4	14.725,9	268,0	69,8	4,0	73,8	3,2
nov.	15.324,2	211,0	70,5	13.246,9	191,8	81,2	14.843,1	212,5	91,6	3,3	8,8	3,1
dic.	15.375,1	238,0	49,8	13.311,7	228,8	63,8	14.934,7	246,4	66,0	4,0	136,0	4,4
2012 gen.	15.459,9	347,7	85,2	13.373,3	301,8	62,1	14.977,6	330,8	50,8	3,9	77,5	5,1
feb.	15.627,3	350,7	157,0	13.509,2	308,3	135,4	15.108,0	338,9	146,1	4,2	95,3	6,0
mar.	15.628,6	352,4	96,6	13.466,9	278,8	52,5	15.091,7	329,2	76,2	4,7	79,8	6,5
apr.	.	.	.	13.449,4	174,8	-7,6	15.097,0	206,4	5,2	4,2	-14,7	5,2

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



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

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

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

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

### 1. Consistenze ed emissioni lorde

	Consistenze						Emissioni lorde <sup>1)</sup>					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Totale</b>												
2010	15.872	5.246	3.291	850	5.932	554	1.007	625	80	69	205	29
2011	16.534	5.530	3.296	868	6.216	624	1.000	609	98	62	191	39
2011 2° trim.	16.205	5.364	3.246	832	6.167	597	932	551	86	60	192	43
3° trim.	16.273	5.426	3.227	853	6.160	607	931	580	79	60	180	33
4° trim.	16.534	5.530	3.296	868	6.216	624	1.129	714	136	70	172	36
2012 1° trim.	16.740	5.632	3.330	900	6.208	670	1.200	753	105	69	223	49
2012 gen.	16.600	5.541	3.280	875	6.271	633	1.210	729	117	64	249	51
feb.	16.749	5.604	3.291	886	6.314	654	1.163	742	82	68	218	53
mar.	16.740	5.632	3.330	900	6.208	670	1.226	788	118	76	203	41
apr.	16.744	5.610	3.363	916	6.190	665	903	559	58	73	191	24
<b>A breve termine</b>												
2010	1.540	572	122	67	724	54	759	534	34	57	115	19
2011	1.599	702	110	77	634	77	747	511	47	53	107	29
2011 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.	1.599	702	110	77	634	77	887	629	75	60	94	28
2012 1° trim.	1.648	711	126	81	641	91	867	598	61	54	125	29
2012 gen.	1.622	709	109	77	649	79	879	587	67	51	139	34
feb.	1.641	715	117	82	644	83	824	571	52	53	122	27
mar.	1.648	711	126	81	641	91	897	634	66	57	114	26
apr.	1.647	709	130	92	633	83	697	484	32	62	103	15
<b>A lungo termine<sup>2)</sup></b>												
2010	14.332	4.674	3.168	783	5.207	499	248	91	46	12	90	9
2011	14.935	4.827	3.186	791	5.583	547	252	98	51	9	84	10
2011 2° trim.	14.660	4.781	3.123	759	5.465	532	277	111	55	9	90	12
3° trim.	14.680	4.813	3.114	770	5.448	535	184	67	36	7	66	7
4° trim.	14.935	4.827	3.186	791	5.583	547	242	85	61	10	78	8
2012 1° trim.	15.092	4.922	3.204	819	5.567	580	333	155	44	16	98	20
2012 gen.	14.978	4.833	3.172	797	5.622	554	331	141	51	12	110	17
feb.	15.108	4.889	3.174	804	5.671	571	339	171	30	15	97	27
mar.	15.092	4.922	3.204	819	5.567	580	329	154	52	19	89	15
apr.	15.097	4.900	3.233	824	5.557	582	206	75	26	10	87	8
<b>di cui: a lungo termine con tasso fisso</b>												
2010	9.478	2.633	1.099	672	4.697	377	156	50	13	10	77	6
2011	10.028	2.777	1.151	698	4.994	408	151	54	12	8	70	7
2011 2° trim.	9.863	2.743	1.141	666	4.912	401	173	62	20	8	74	8
3° trim.	9.888	2.773	1.149	678	4.887	400	112	35	8	6	58	5
4° trim.	10.028	2.777	1.151	698	4.994	408	123	41	7	9	61	5
2012 1° trim.	10.240	2.890	1.201	724	5.003	421	228	103	17	14	83	11
2012 gen.	10.091	2.799	1.159	704	5.021	409	218	96	16	11	86	9
feb.	10.214	2.845	1.166	710	5.076	417	243	107	18	14	88	16
mar.	10.240	2.890	1.201	724	5.003	421	223	106	17	17	75	7
apr.	10.254	2.884	1.209	730	5.008	423	134	37	9	9	73	6
<b>di cui: a lungo termine con tasso variabile</b>												
2010	4.383	1.761	1.964	106	432	121	78	34	29	1	10	4
2011	4.404	1.781	1.881	90	513	139	84	37	32	1	11	3
2011 2° trim.	4.296	1.765	1.836	89	477	129	84	42	23	1	13	4
3° trim.	4.286	1.767	1.806	88	491	133	56	26	21	0	5	3
4° trim.	4.404	1.781	1.881	90	513	139	106	36	51	1	15	3
2012 1° trim.	4.341	1.764	1.842	92	486	156	89	45	23	1	10	8
2012 gen.	4.377	1.766	1.858	90	519	143	92	37	30	1	16	8
feb.	4.386	1.775	1.850	91	520	151	82	56	11	1	5	10
mar.	4.341	1.764	1.842	92	486	156	92	42	30	2	11	7
apr.	4.340	1.750	1.863	90	479	158	59	31	14	1	10	3

Fonte: BCE.

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

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

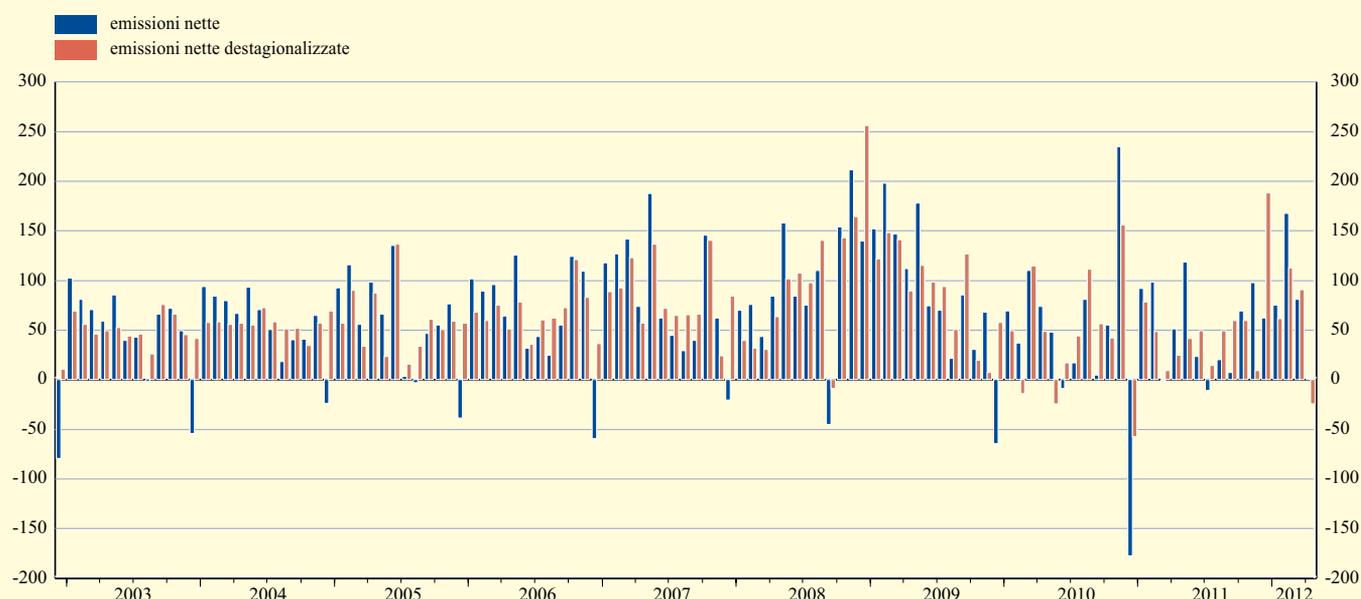
**4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento**  
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

**2. Emissioni nette**

	Dati non destagionalizzati <sup>1)</sup>						Dati destagionalizzati <sup>1)</sup>					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Totale</b>												
2010	45,4	-1,2	4,7	5,0	31,6	5,3	45,3	-1,4	4,8	5,0	31,8	5,1
2011	52,4	22,7	-3,0	3,7	23,4	5,6	52,6	23,1	-2,7	3,8	23,1	5,3
2011 2° trim.	64,1	5,2	-2,3	2,7	47,5	11,0	38,7	0,8	-7,5	-0,2	34,2	11,5
3° trim.	5,6	12,8	-10,0	4,5	-3,8	2,0	41,1	20,4	5,2	6,2	5,6	3,7
4° trim.	76,5	29,7	21,1	3,3	17,6	4,9	85,5	47,1	-4,5	6,5	36,1	0,3
2012 1° trim.	107,9	38,1	12,5	11,7	29,6	15,9	88,3	16,9	28,3	9,9	14,8	18,4
2012 gen.	75,4	16,8	-14,3	8,0	55,5	9,4	61,4	-7,2	5,4	4,3	39,3	19,7
feb.	167,4	73,0	14,2	13,4	45,0	21,8	112,9	39,8	23,2	11,2	16,3	22,3
mar.	80,9	24,5	37,7	13,8	-11,6	16,5	90,7	18,3	56,3	14,1	-11,3	13,3
apr.	1,1	-29,9	30,6	14,7	-8,1	-6,2	-24,3	-38,1	27,6	9,1	-15,7	-7,2
<b>A lungo termine</b>												
2010	54,0	1,9	2,0	5,3	41,3	3,5	54,3	2,0	2,2	5,3	41,4	3,5
2011	47,9	12,0	-1,8	2,8	31,0	3,9	48,4	12,2	-1,5	2,8	31,1	3,9
2011 2° trim.	66,8	16,9	-5,7	2,4	46,7	6,5	35,3	5,8	-10,0	-0,6	35,1	5,0
3° trim.	-8,7	3,1	-6,4	0,9	-6,9	0,6	32,4	10,9	7,4	2,2	9,1	2,7
4° trim.	75,8	0,8	22,1	5,5	43,8	3,6	72,9	14,9	-1,3	7,1	48,9	3,2
2012 1° trim.	91,0	35,1	7,1	10,4	27,3	11,1	84,2	24,3	21,1	10,5	17,4	10,8
2012 gen.	50,8	9,2	-13,1	7,5	40,7	6,6	77,5	5,8	8,2	9,1	46,0	8,4
feb.	146,1	64,4	5,5	8,8	49,7	17,6	95,3	39,3	9,2	7,7	20,3	18,9
mar.	76,2	31,7	28,8	15,0	-8,4	9,1	79,8	27,9	46,1	14,8	-14,1	5,2
apr.	5,2	-26,3	26,9	3,0	-0,4	1,9	-14,7	-37,2	26,9	-0,1	-3,5	-0,7

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

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



Fonte: BCE.

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

### 4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

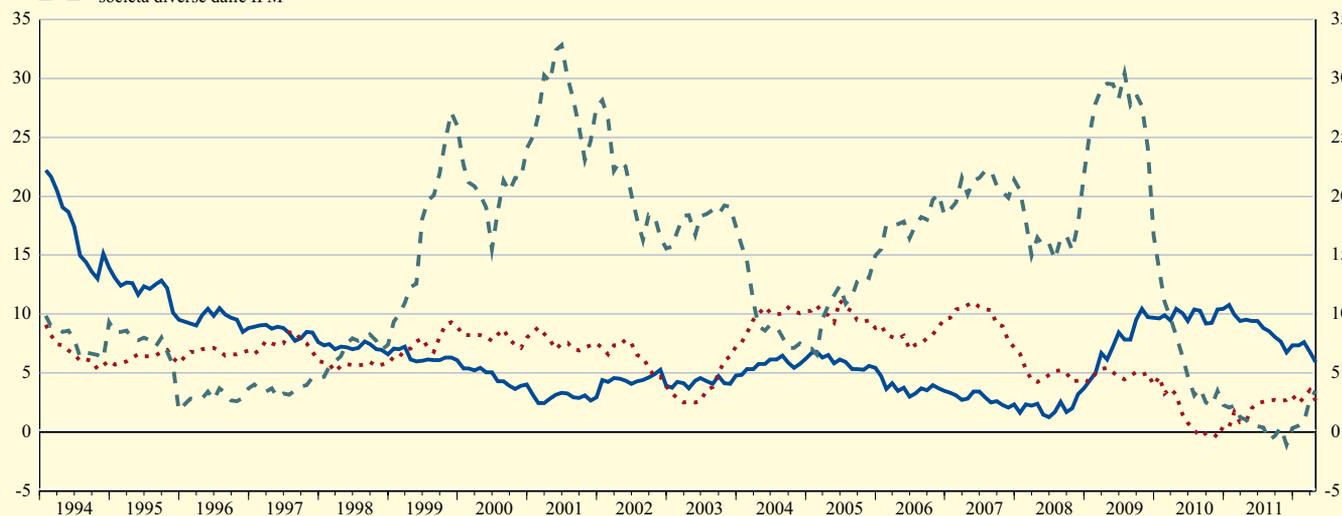
(variazioni percentuali)

	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 apr.	3,2	0,4	1,0	3,4	6,0	14,6	3,3	2,9	-0,8	2,5	5,3	12,3
mag.	3,6	1,7	0,2	4,3	6,1	17,4	1,8	3,0	-4,2	3,7	2,7	15,8
giu.	3,8	1,8	0,4	4,2	6,5	16,1	3,2	2,8	-2,1	1,8	5,2	20,1
lug.	3,6	1,8	0,3	4,9	6,2	13,3	2,4	1,2	-3,0	2,9	5,1	16,0
ago.	3,2	2,0	-1,3	5,2	5,6	15,3	2,4	1,3	-3,9	4,4	4,9	22,0
set.	3,3	2,4	-0,7	4,8	5,1	14,2	3,0	2,4	-0,4	4,4	4,0	16,8
ott.	3,3	2,9	-0,3	4,7	4,7	12,8	3,4	3,0	0,3	7,1	4,2	12,9
nov.	2,4	3,2	-2,3	5,1	3,0	13,6	3,0	3,4	-0,5	6,6	3,4	11,0
dic.	4,0	5,2	-1,1	5,4	4,7	12,1	4,7	7,7	0,1	9,4	4,1	4,0
2012 gen.	3,8	4,4	-1,2	5,9	4,8	15,4	5,3	7,6	0,6	9,0	4,5	14,9
feb.	4,2	4,5	-0,5	7,0	4,8	19,8	6,1	7,8	3,1	9,6	4,7	17,7
mar.	4,8	4,8	2,0	8,1	4,5	17,9	6,5	7,2	4,4	11,8	5,0	19,1
apr.	4,4	4,2	2,8	9,6	3,7	15,7	5,4	5,4	5,4	11,9	3,3	18,7
A lungo termine												
2011 apr.	4,2	0,9	0,1	5,0	9,5	9,5	4,8	3,4	-1,6	4,0	10,0	8,7
mag.	4,4	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	-0,4	4,4	9,4	9,4	3,7	2,9	-2,3	1,5	7,8	11,9
lug.	4,4	2,6	-0,6	4,8	8,7	9,8	2,7	1,4	-3,0	2,1	6,6	12,2
ago.	4,0	2,7	-1,9	4,4	8,4	10,2	2,5	1,2	-3,9	2,8	6,8	12,1
set.	4,0	2,7	-1,2	3,4	7,9	9,4	2,8	2,1	-0,5	1,3	5,0	9,3
ott.	4,0	2,6	-0,4	3,5	7,6	8,7	3,2	1,8	0,9	3,0	5,3	8,5
nov.	3,3	2,7	-2,3	4,0	6,4	10,0	3,1	1,9	0,2	4,9	4,9	9,1
dic.	4,0	3,1	-0,7	4,4	7,2	9,4	4,4	3,3	1,2	7,5	6,5	6,9
2012 gen.	3,9	2,4	-0,7	5,7	7,0	11,1	5,1	3,5	1,7	9,5	7,3	10,1
feb.	4,2	2,9	-0,5	6,5	7,0	13,5	6,0	4,7	3,1	10,3	7,3	15,2
mar.	4,7	3,5	1,6	7,6	6,2	12,7	6,5	5,0	3,8	14,2	7,4	16,3
apr.	4,2	2,7	2,6	7,2	5,4	11,8	5,2	3,5	4,2	11,4	5,5	15,0

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

- amministrazioni pubbliche
- ... IFM (incluso l'Eurosistema)
- - - società diverse dalle IFM



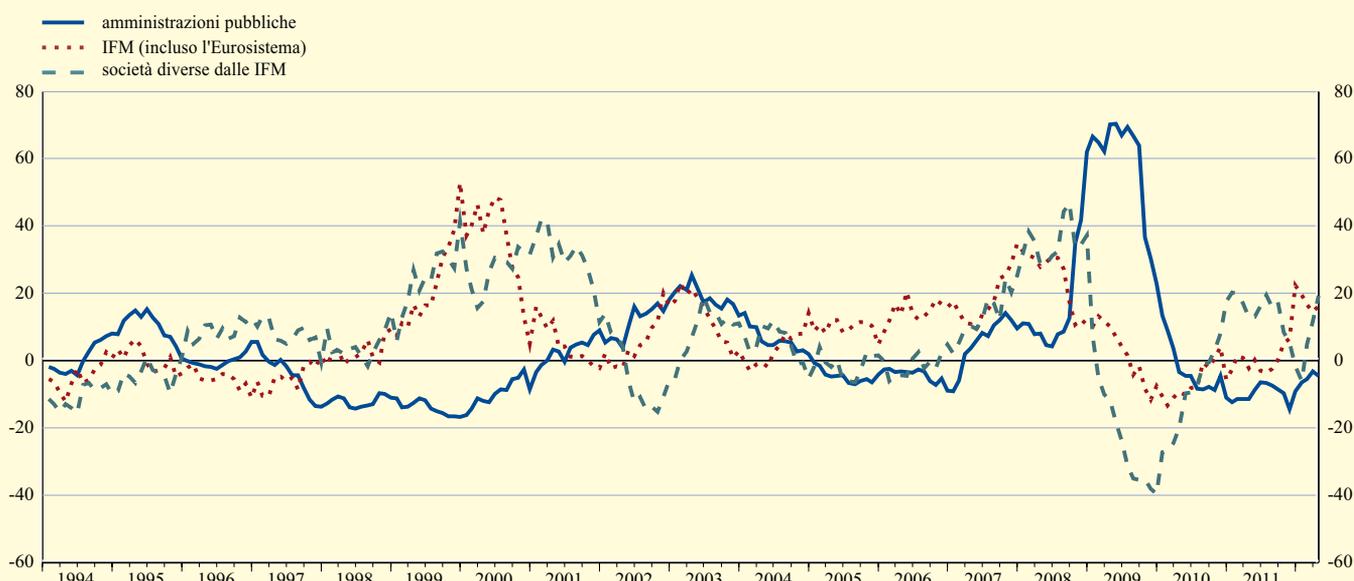
Fonte: BCE.

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

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

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'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	19,7	9,9	8,8	-0,6	-4,0	0,7	-2,0	6,4	27,5
2011	6,4	5,0	3,4	6,3	7,8	7,6	-0,7	-1,4	-5,4	-1,9	22,3	16,1
2011 2° trim.	6,5	4,6	3,7	6,4	8,2	7,9	-0,5	-2,0	-4,7	-1,5	23,5	18,4
3° trim.	6,6	6,3	4,2	5,2	7,4	8,9	-1,5	-1,3	-7,8	-2,3	25,7	13,0
4° trim.	5,6	5,7	2,6	4,5	6,1	8,1	-1,1	-0,5	-7,0	-2,5	21,0	13,9
2012 1° trim.	5,8	5,7	2,1	6,6	6,4	9,0	-0,1	0,2	-5,2	-0,7	15,3	21,5
2011 nov.	5,2	5,2	1,6	4,6	5,8	8,5	-1,8	0,0	-8,0	-2,3	14,6	15,1
dic.	5,5	5,7	0,9	5,0	6,3	8,0	0,2	0,3	-4,8	-1,0	18,7	14,3
2012 gen.	5,7	5,3	2,0	6,4	6,4	8,7	-0,6	-0,5	-5,5	-0,9	15,6	19,3
feb.	6,1	5,7	2,9	6,9	6,7	10,1	-0,2	0,4	-5,9	-0,2	15,3	24,4
mar.	5,9	6,5	2,1	8,0	5,9	8,3	0,6	0,9	-3,8	-0,9	11,4	27,0
apr.	5,5	5,7	2,1	7,9	5,6	7,3	-0,2	-0,4	-3,3	-0,5	6,4	25,9
	Euro											
2010	9,1	5,6	7,4	20,1	10,0	8,3	-0,4	-3,3	0,4	-2,5	5,9	26,2
2011	6,5	4,2	3,6	6,6	8,1	7,2	-0,2	0,0	-6,0	-2,9	22,2	15,3
2011 2° trim.	6,6	3,8	4,0	6,5	8,5	7,3	0,3	-0,6	-4,8	-2,7	23,5	18,1
3° trim.	6,7	5,5	4,4	5,9	7,6	8,6	-1,2	-0,2	-8,6	-3,5	25,6	11,1
4° trim.	5,7	5,5	2,6	4,7	6,4	8,5	-0,7	0,9	-7,8	-3,6	20,8	12,3
2012 1° trim.	6,2	6,0	2,6	6,5	6,6	9,8	0,4	2,1	-5,9	-1,9	15,0	20,2
2011 nov.	5,5	5,3	1,8	4,7	6,1	9,0	-1,4	1,5	-8,5	-3,4	14,3	13,7
dic.	5,7	5,7	0,8	5,1	6,5	8,6	0,4	1,8	-5,8	-2,1	18,4	13,1
2012 gen.	6,1	5,5	2,6	6,1	6,6	10,0	0,2	1,5	-5,9	-2,1	15,3	18,2
feb.	6,4	6,1	3,5	6,6	6,8	10,7	0,5	2,5	-6,3	-1,5	15,1	22,6
mar.	6,2	7,0	2,4	8,4	6,1	9,1	0,8	2,7	-5,3	-2,1	11,3	26,1
apr.	5,7	6,0	2,0	8,2	5,8	7,0	-0,1	1,8	-5,1	-2,2	6,2	25,4

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



Fonte: BCE.

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

#### 4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

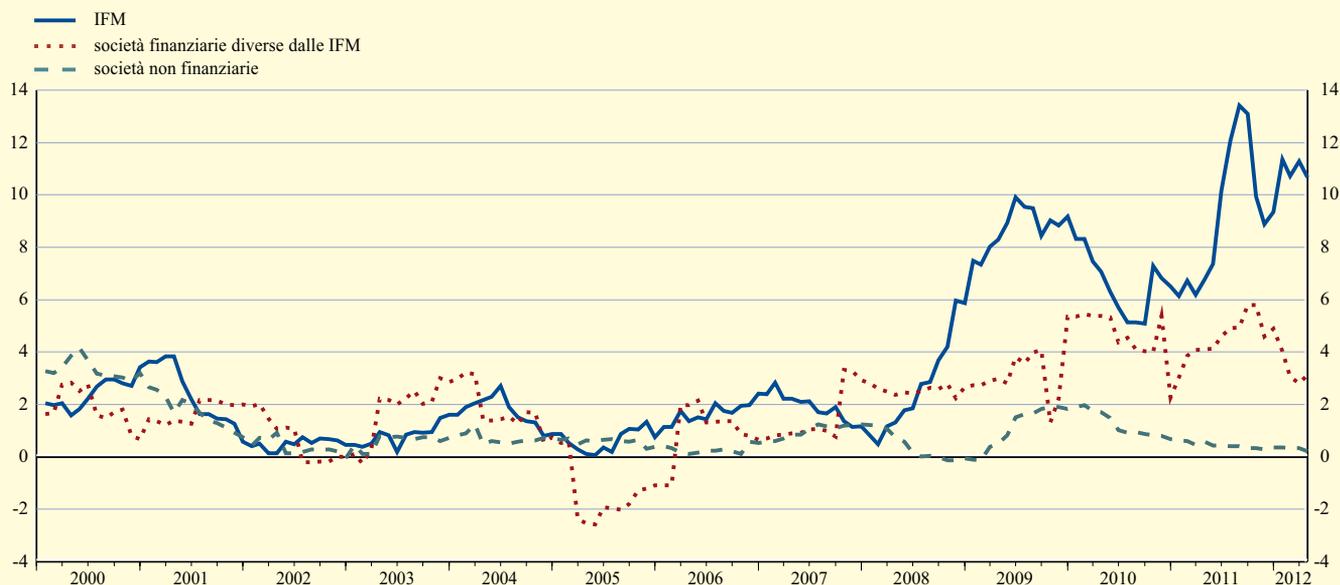
##### 1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 2008=100	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2010 apr.	4.409,1	103,4	2,7	508,4	7,1	345,8	5,4	3.555,0	1,7
mag.	4.093,4	103,5	2,4	445,9	6,3	322,7	5,3	3.324,8	1,5
giu.	4.054,6	103,7	1,9	446,4	5,7	315,6	4,4	3.292,6	1,0
lug.	4.256,1	103,7	1,7	519,8	5,1	338,1	4,5	3.398,2	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	333,6	4,0	3.683,0	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	104,5	1,4	514,3	6,1	365,8	3,0	3.879,7	0,6
feb.	4.845,8	104,7	1,5	535,0	6,7	379,0	3,9	3.931,9	0,6
mar.	4.767,3	104,8	1,4	491,7	6,2	363,3	4,1	3.912,4	0,5
apr.	4.891,8	105,0	1,5	497,5	6,8	371,5	4,1	4.022,7	0,6
mag.	4.777,5	105,0	1,4	475,9	7,4	356,3	4,1	3.945,3	0,4
giu.	4.722,7	105,5	1,7	491,6	10,2	350,6	4,6	3.880,5	0,4
lug.	4.504,3	105,7	1,9	458,8	12,1	325,6	4,9	3.720,0	0,4
ago.	3.975,3	105,9	2,0	383,0	13,4	281,7	4,9	3.310,6	0,4
set.	3.749,2	105,9	2,0	350,7	13,1	264,4	5,8	3.134,2	0,3
ott.	4.043,3	105,9	1,7	360,6	9,9	288,0	5,8	3.394,7	0,3
nov.	3.892,8	105,9	1,4	330,0	8,9	271,5	4,6	3.291,3	0,3
dic.	3.906,3	106,1	1,6	339,6	9,3	270,7	4,9	3.296,0	0,3
2012 gen.	4.120,5	106,3	1,7	375,8	11,3	298,1	4,0	3.446,7	0,4
feb.	4.285,7	106,3	1,5	395,0	10,7	311,3	3,1	3.579,4	0,3
mar.	4.271,6	106,4	1,5	373,4	11,3	311,1	2,8	3.587,2	0,3
apr.	4.098,8	106,4	1,4	327,6	10,7	292,0	3,1	3.479,3	0,2

#### 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)

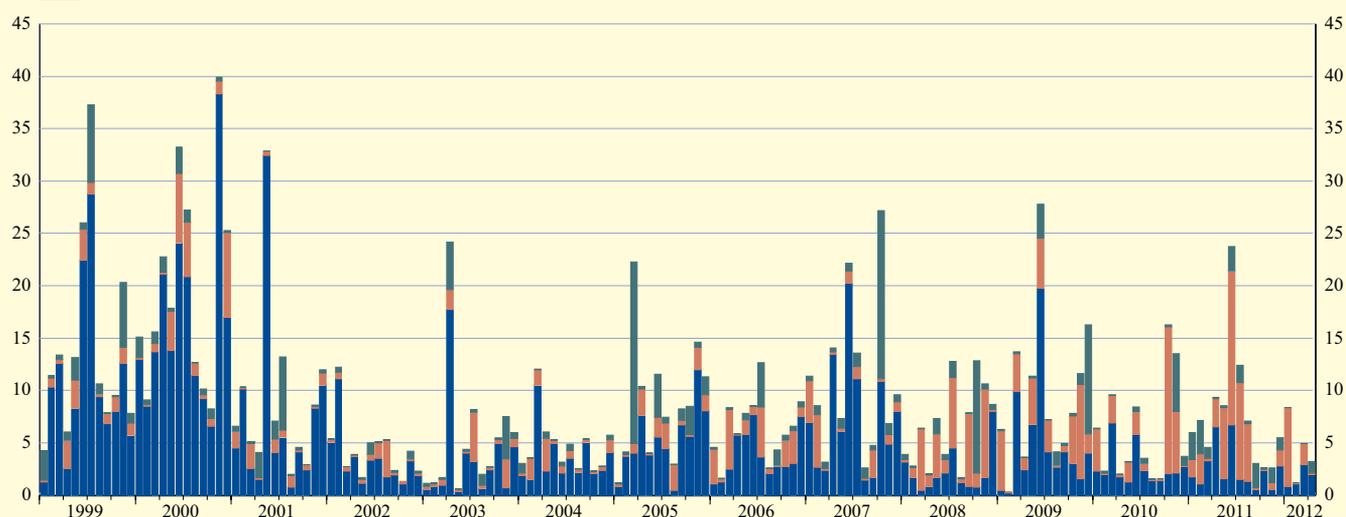
##### 2. Transazioni nel mese

	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 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.	6,0	1,3	4,7	1,6	0,0	1,6	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.	2,4	0,4	2,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	2,3	0,4	1,9
nov.	2,6	1,5	1,1	0,7	0,0	0,7	1,4	0,0	1,4	0,5	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
feb.	1,1	1,4	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	1,0	1,2	-0,1
mar.	5,0	0,7	4,2	2,0	0,0	2,0	0,0	0,1	-0,1	2,9	0,6	2,3
apr.	3,1	0,3	2,7	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	2,0	0,3	1,7

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

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

■ società non finanziarie  
■ IFM  
■ società non finanziarie



Fonte: BCE.

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

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

### 1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso <sup>2)</sup>		A vista	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2011 giu.	0,49	2,58	3,25	3,15	1,67	1,92	0,67	1,78	2,82	2,94	1,47
lug.	0,52	2,74	3,16	3,10	1,67	1,93	0,66	1,77	2,66	3,03	1,41
ago.	0,54	2,73	3,16	2,99	1,74	1,93	0,68	1,64	2,69	2,99	1,42
set.	0,55	2,73	3,15	2,92	1,76	1,94	0,69	1,71	2,72	2,79	1,47
ott.	0,55	2,88	3,17	3,14	1,77	1,96	0,69	1,67	2,74	3,23	1,65
nov.	0,55	2,78	3,08	3,03	1,78	1,96	0,66	1,46	2,61	2,85	1,62
dic.	0,54	2,78	3,20	3,06	1,79	1,97	0,65	1,50	2,76	2,90	1,38
2012 gen.	0,53	2,94	3,48	3,15	1,81	1,96	0,61	1,27	2,95	2,92	1,23
feb.	0,52	2,90	3,38	3,16	1,81	1,96	0,59	1,22	2,96	3,01	1,05
mar.	0,51	2,88	3,04	3,03	1,79	1,95	0,59	1,25	2,75	2,98	0,97
apr.	0,49	2,82	2,92	2,84	1,76	1,95	0,55	1,10	2,70	3,07	1,28
mag.	0,48	2,65	2,70	2,67	1,74	1,92	0,55	1,01	2,30	2,75	0,93

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

	Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Debiti da carte di credito revolving <sup>3)</sup>	Credito al consumo				(TAEG) <sup>4)</sup>	Prestiti per acquisto di abitazione				(TAEG) <sup>4)</sup>	Prestiti a imprese individuali e a società di persone		
			Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso variabile e fino a 1 anno		Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso variabile e fino a 1 anno		Periodo iniziale di determinazione del tasso		
			oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	oltre 1 e fino a 5 anni			oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni	oltre 1 e fino a 5 anni			oltre 5 anni		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2011 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	3,88	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	3,86	4,71	4,04	
mar.	8,39	16,98	5,55	6,44	7,94	7,45	3,31	3,57	3,61	3,91	3,83	3,73	4,74	3,90	
apr.	8,26	17,10	5,42	6,31	7,95	7,35	3,20	3,58	3,59	3,96	3,79	3,65	4,68	3,89	
mag.	8,26	17,06	5,64	6,38	7,95	7,47	3,14	3,54	3,53	3,84	3,72	3,80	4,74	3,83	

### 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
2011 giu.	4,41	4,23	4,68	4,74	5,16	4,67	4,44	2,78	3,49	3,50	3,61	2,77	4,00
lug.	4,43	4,38	4,79	4,79	5,10	4,68	4,44	2,87	3,45	3,46	3,98	4,09	3,24
ago.	4,49	4,44	4,94	4,85	5,03	4,58	4,35	2,79	3,56	3,64	3,99	3,87	4,06
set.	4,54	4,59	4,94	4,79	4,94	4,46	4,31	2,84	3,44	3,69	3,63	3,64	3,74
ott.	4,61	4,70	5,10	4,86	4,99	4,56	4,27	2,98	3,54	3,78	3,89	3,60	3,71
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	3,71
dic.	4,67	4,89	5,15	4,98	5,05	4,58	4,27	3,04	3,74	3,11	3,95	3,73	3,75
2012 gen.	4,64	4,93	5,35	4,78	5,04	4,40	4,33	2,66	3,70	3,06	3,45	2,70	3,80
feb.	4,59	4,86	5,25	4,74	5,02	4,65	4,41	2,50	3,76	3,36	3,89	3,77	3,64
mar.	4,61	4,81	5,17	4,66	5,00	4,63	4,32	2,39	3,43	3,06	3,09	3,37	3,57
apr.	4,47	4,96	5,09	4,61	4,85	4,57	4,39	2,39	3,52	3,43	3,40	3,51	3,59
mag.	4,44	4,82	5,03	4,60	4,84	4,49	4,20	2,37	3,76	3,41	3,48	3,60	3,51

Fonte: BCE.

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

**4.5 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro<sup>1)</sup> \***  
(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

**4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)**

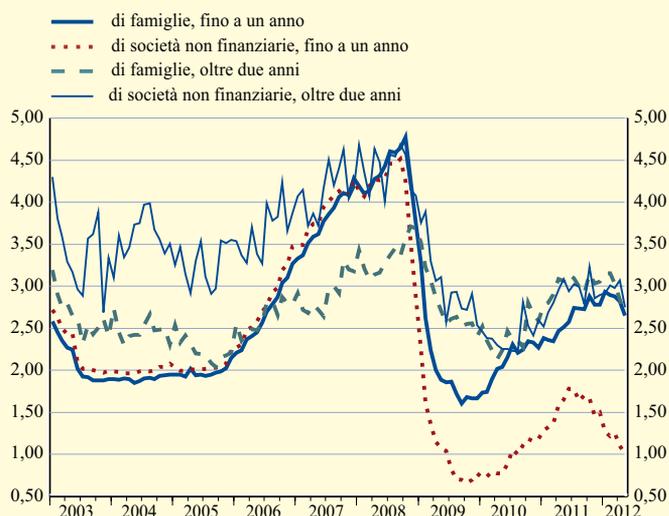
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine 9
	A vista <sup>2)</sup> 1	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso <sup>2),3)</sup>		A vista <sup>2)</sup> 6	Con durata prestabilita			
		fino a 2 anni 2	oltre 2 anni 3	fino a 3 mesi 4	oltre 3 mesi 5		fino a 2 anni 7	oltre 2 anni 8		
2011 giu.	0,49	2,49	2,75	1,67	1,92	0,67	2,07	3,11	1,93	
lug.	0,52	2,54	2,77	1,67	1,93	0,66	2,13	3,13	1,94	
ago.	0,54	2,59	2,77	1,74	1,93	0,68	2,12	3,14	1,97	
set.	0,55	2,62	2,79	1,76	1,94	0,69	2,14	3,15	2,07	
ott.	0,55	2,66	2,78	1,77	1,96	0,69	2,16	3,14	2,15	
nov.	0,55	2,70	2,80	1,78	1,96	0,66	2,17	3,16	2,24	
dic.	0,54	2,73	2,78	1,79	1,97	0,65	2,14	3,13	2,37	
2012 gen.	0,53	2,76	2,78	1,81	1,96	0,61	2,10	3,16	2,46	
feb.	0,52	2,79	2,80	1,81	1,96	0,59	2,08	3,20	2,62	
mar.	0,51	2,81	2,81	1,79	1,95	0,59	2,00	3,13	2,58	
apr.	0,49	2,78	2,82	1,76	1,95	0,55	1,96	3,09	2,56	
mag.	0,48	2,76	2,80	1,74	1,92	0,55	1,91	3,06	2,39	

**5. Tassi di interesse sui prestiti (consistenze)**

	Prestiti alle famiglie						Prestiti a società non finanziarie		
	Prestiti per acquisto di abitazione con durata prestabilita			Credito al consumo e altri prestiti con durata prestabilita			Con durata prestabilita		
	fino a 1 anno 1	oltre 1 e fino a 5 anni 2	oltre 5 anni 3	fino a 1 anno 4	oltre 1 e fino a 5 anni 5	oltre 5 anni 6	fino a 1 anno 7	oltre 1 e fino a 5 anni 8	oltre 5 anni 9
2011 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	4,19	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	8,12	6,43	5,31	4,26	3,87	3,72
2012 gen.	4,06	3,71	3,87	8,14	6,40	5,28	4,24	3,81	3,68
feb.	4,04	3,69	3,86	8,09	6,39	5,27	4,18	3,78	3,67
mar.	4,03	3,68	3,85	8,07	6,37	5,25	4,16	3,66	3,60
apr.	3,93	3,64	3,80	7,97	6,31	5,20	4,05	3,61	3,54
mag.	3,88	3,62	3,77	7,95	6,29	5,16	3,99	3,58	3,50

**F21 Nuovi depositi con durata prestabilita**

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

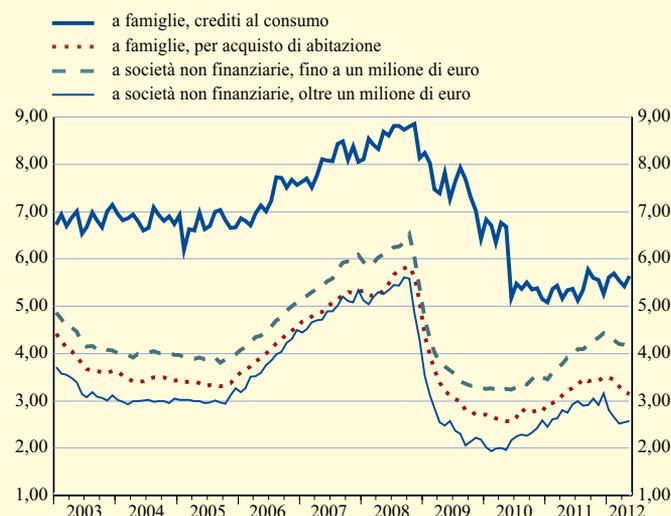


Fonte: BCE.

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

**F22 Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno**

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



## 4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

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

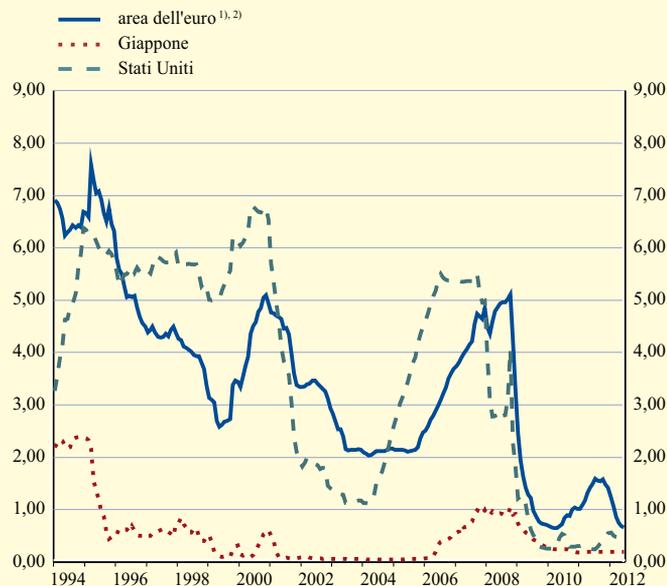
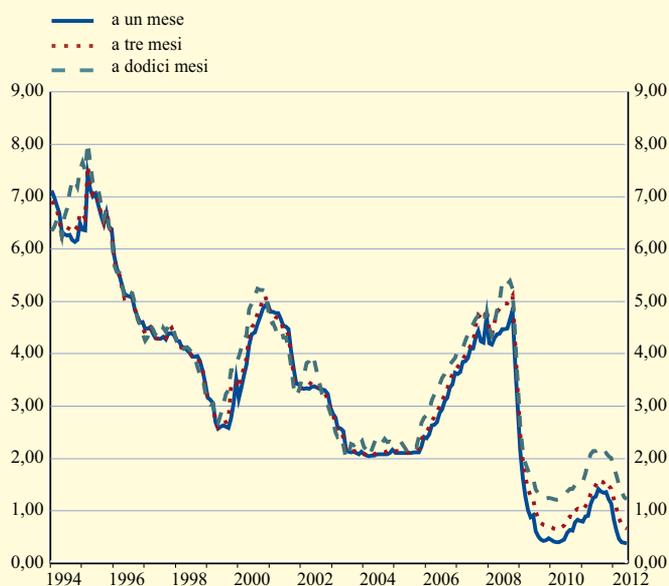
	Area dell'euro <sup>1),2)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 1	Depositi a un mese (Euribor) 2	Depositi a tre mesi (Euribor) 3	Depositi a sei mesi (Euribor) 4	Depositi a dodici mesi (Euribor) 5	Depositi a tre mesi (Libor) 6	Depositi a tre mesi (Libor) 7
2009	0,71	0,89	1,22	1,43	1,61	0,69	0,47
2010	0,44	0,57	0,81	1,08	1,35	0,34	0,23
2011	0,87	1,18	1,39	1,64	2,01	0,34	0,19
2011 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
2° trim.	0,34	0,39	0,69	0,98	1,28	0,47	0,20
2011 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
apr.	0,35	0,41	0,74	1,04	1,37	0,47	0,20
mag.	0,34	0,39	0,68	0,97	1,27	0,47	0,20
giu.	0,33	0,38	0,66	0,93	1,22	0,47	0,20

## F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro <sup>1), 2)</sup>

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

## F24 Tassi di interesse del mercato monetario a tre mesi

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



Fonte: BCE.

1) Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

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

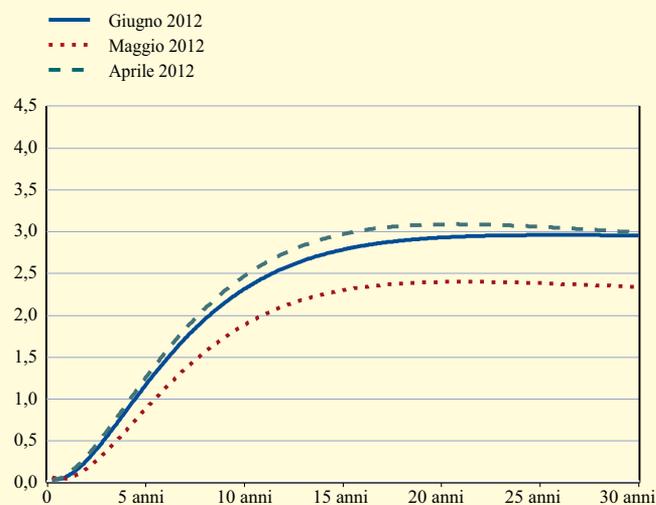
#### 4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro<sup>1)</sup>

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

	Tassi a pronti								Tassi istantanei a termine			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	7 anni	10 anni	10 anni- 3 mesi ( <i>spread</i> )	10 anni- 2 anni ( <i>spread</i> )	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 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
2° trim.	0,04	0,08	0,27	1,17	1,73	2,32	2,27	2,05	0,20	0,76	2,69	3,82
2011 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
apr.	0,03	0,10	0,32	1,26	1,84	2,47	2,44	2,15	0,26	0,85	2,84	4,10
mag.	0,07	0,05	0,17	0,89	1,36	1,89	1,82	1,72	0,10	0,52	2,17	3,23
giu.	0,04	0,08	0,27	1,17	1,73	2,32	2,27	2,05	0,20	0,76	2,69	3,82

#### F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro<sup>2)</sup>

(valori percentuali su base annua; fine periodo)



#### F26 Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro<sup>2)</sup>

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



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

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

2) I dati si riferiscono ai titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro con *rating* AAA.

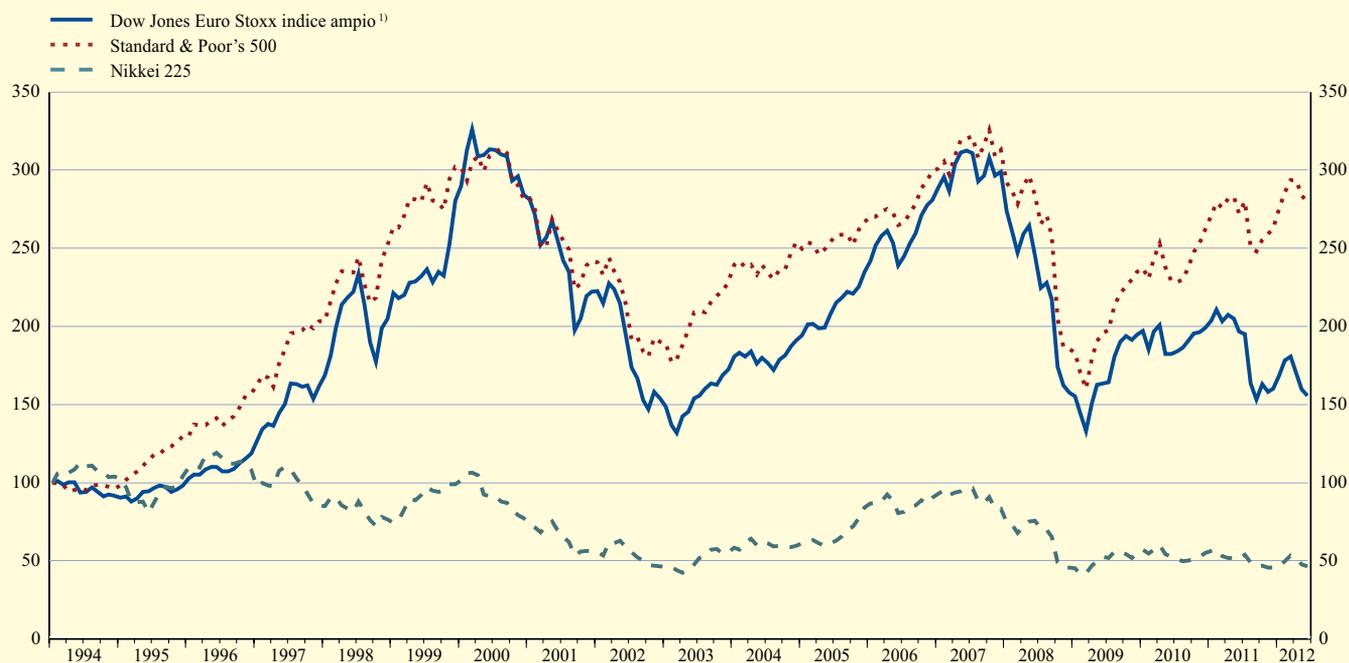
## 4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx <sup>1)</sup>												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petrolifero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2009	234,2	2.521,0	353,2	140,5	244,5	293,5	172,1	269,7	200,7	353,7	380,4	363,5	946,2	9.321,6
2010	265,5	2.779,3	463,1	166,2	323,4	307,2	182,8	337,6	224,1	344,9	389,6	408,4	1.140,0	10.006,5
2011	256,0	2.611,0	493,4	158,1	351,2	311,6	152,6	349,4	222,5	301,7	358,4	432,7	1.267,6	9.425,4
2011 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
2° trim.	224,0	2.226,2	472,5	140,8	370,7	285,3	108,2	311,6	207,4	223,4	261,9	493,2	1.349,7	9.026,5
2011 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
apr.	235,0	2.340,8	497,6	145,9	380,9	301,1	116,8	327,8	221,2	237,7	275,2	488,5	1.386,4	9.627,4
mag.	221,9	2.198,5	469,5	139,7	373,7	281,6	105,0	310,4	204,5	218,9	261,4	492,0	1.341,3	8.842,5
giu.	216,2	2.152,7	453,1	137,4	358,3	275,1	104,0	298,4	198,0	215,4	250,4	498,9	1.323,5	8.638,1

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

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

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



## PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

### 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

#### 1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)<sup>1)</sup>

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati <sup>2)</sup>	
	Indice 2005 = 100	Totale	Beni		Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
			Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici										
in perc. del totale nel 2012	100,0	100,0	81,8	58,5	41,5	100,0	11,9	7,2	28,5	11,0	41,5	88,2	11,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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
2011 1° trim.	111,3	2,5	1,3	3,1	1,6	1,0	0,9	0,4	0,2	6,3	0,5	2,4	3,3
2° trim.	113,1	2,8	1,8	3,3	1,9	0,8	1,2	0,4	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	0,0	-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	0,9	1,1	1,5	0,3	2,9	3,5
2012 1° trim.	114,3	2,7	1,9	3,3	1,8	0,8	0,7	0,6	0,2	4,1	0,5	2,6	3,4
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.	115,5	2,7	1,9	3,3	1,8	0,3	0,3	0,2	0,2	1,6	0,1	2,6	3,3
apr.	116,0	2,6	1,9	3,2	1,7	0,3	0,2	-0,1	0,0	1,1	0,3	2,5	3,3
apr. giu. <sup>3)</sup>	115,9	2,4	1,8	2,9	1,8	-0,1	0,2	0,1	0,0	-1,4	0,1	2,3	3,4

	Beni						Servizi					
	Alimentari (include 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
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5
2009	0,7	1,1	0,2	-1,7	0,6	-8,1	2,0	1,8	2,9	-1,0	2,1	2,1
2010	1,1	0,9	1,3	2,2	0,5	7,4	1,8	1,5	2,3	-0,8	1,0	1,5
2011	2,7	3,3	1,8	3,7	0,8	11,9	1,8	1,4	2,9	-1,3	2,0	2,1
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
2012 1° trim.	3,2	4,0	2,0	3,3	1,1	9,1	1,7	1,5	2,9	-2,7	2,1	2,4
2011 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	1,0	9,5	1,7	1,5	2,8	-3,0	2,2	2,4
mar.	3,3	3,9	2,2	3,4	1,4	8,5	1,7	1,4	3,1	-2,8	2,0	2,2
apr.	3,1	3,7	2,1	3,2	1,3	8,1	1,7	1,5	2,5	-3,1	2,3	2,1
mag.	2,8	3,4	1,8	3,0	1,3	7,3	1,7	1,4	2,7	-3,3	2,4	2,0

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

## 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni										Prezzi delle costruzioni <sup>1)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>2)</sup>
	Totale (indice 2005 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici		
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo						
						Totale	Durevoli	Non durevoli				
in perc. del totale nel 2005	100,0	100,0	82,8	75,6	30,0	22,0	23,7	2,7	21,0	24,4		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
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	11,4	2,9	-0,2
2012 1° trim.	121,0	3,7	3,0	1,7	1,2	1,2	2,9	2,3	3,0	9,5	1,9	.
2011 dic.	119,2	4,3	3,7	2,5	2,7	1,4	3,1	2,3	3,3	9,5	-	-
2012 gen.	120,3	3,9	3,3	2,0	1,6	1,3	3,0	2,3	3,1	9,7	-	-
feb.	121,0	3,7	3,0	1,7	1,1	1,2	2,9	2,4	3,0	9,9	-	-
mar.	121,7	3,5	2,6	1,6	0,9	1,2	2,8	2,3	2,8	9,0	-	-
apr.	121,7	2,6	2,1	1,3	0,6	1,2	2,2	2,0	2,3	6,7	-	-
mag.	121,2	2,3	1,8	1,1	0,5	1,2	1,9	1,9	1,9	6,4	-	-

### 3. Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

	Prezzo del petrolio <sup>3)</sup> (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche						Deflatori del PIL								
		Ponderati in base alle importazioni <sup>4)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>5)</sup>			Totale (destagionalizzato; indice 2000=100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni <sup>6)</sup>	Importazioni <sup>6)</sup>	
		Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			
in perc. del totale		100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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	107,2	0,9	-0,1	-0,4	2,0	-0,4	-3,5	-6,2	
2010	60,7	44,6	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	108,0	0,8	1,5	1,7	0,8	1,0	2,9	4,9	
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,9	20,7	7,5	109,4	1,2	2,1	2,5	0,9	2,0	3,7	5,9	
2011 2° trim.	81,3	11,6	28,8	4,6	13,3	26,2	5,1	109,2	1,3	2,0	2,5	1,0	1,8	3,7	5,6	
3° trim.	79,3	3,8	16,7	-1,6	4,9	11,7	0,3	109,6	1,3	2,1	2,4	1,1	2,0	3,2	5,3	
4° trim.	80,7	-2,5	3,6	-5,2	-1,7	4,4	-6,0	109,8	1,4	2,1	2,6	0,9	2,1	2,9	4,8	
2012 1° trim.	90,1	-5,8	-7,6	-4,9	-4,8	-3,6	-5,6	110,1	1,2	1,7	2,3	1,1	1,7	2,1	3,3	
2° trim.	84,6	-1,1	-3,3	0,1	1,1	4,1	-1,2	.	.	.	.	.	.	.	.	
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	-5,2	-8,1	-3,8	-3,6	-2,3	-4,6	-	-	-	-	-	-	-	-	
apr.	91,4	-3,8	-5,1	-3,1	-2,5	0,3	-4,5	-	-	-	-	-	-	-	-	
mag.	86,0	-0,2	-2,8	1,1	2,5	5,4	0,2	-	-	-	-	-	-	-	-	
giu.	76,4	0,9	-2,0	2,3	3,4	6,7	0,9	-	-	-	-	-	-	-	-	

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

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

**5.1 IAPC, altri prezzi e costi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale (indice 2005 = 100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione,	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amm. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto<sup>1)</sup></b>												
2010	109,3	-0,8	0,2	-5,9	1,6	-1,5	-1,4	-0,3	2,2	0,5	1,0	1,5
2011	110,2	0,8	-1,6	-0,1	0,2	0,5	3,0	0,8	3,7	3,1	0,8	1,6
2011 2° trim.	110,2	0,9	-1,7	-0,5	1,4	0,3	3,2	2,8	3,9	3,1	0,6	2,2
3° trim.	110,1	1,2	-2,2	-0,1	0,3	1,6	3,4	0,0	1,9	3,1	1,1	1,9
4° trim.	110,8	1,4	-2,5	2,1	-1,2	1,2	3,7	-1,4	4,5	3,5	0,9	1,7
2012 1° trim.	111,2	1,5	-1,7	2,9	1,2	1,6	3,9	-0,3	1,6	2,2	0,7	1,7
<b>Redditi per occupato</b>												
2010	111,6	1,7	2,4	3,7	1,2	1,7	2,7	2,1	3,4	0,5	1,0	1,3
2011	114,1	2,2	2,6	3,4	3,2	2,0	2,2	1,4	2,2	3,0	1,3	1,5
2011 2° trim.	114,0	2,2	2,2	4,1	2,7	1,7	1,9	2,5	2,5	2,9	1,1	1,4
3° trim.	114,2	2,3	2,5	3,3	2,8	2,2	2,6	1,8	2,0	3,3	1,5	1,5
4° trim.	114,8	2,2	2,3	2,5	3,6	2,1	2,4	0,1	2,1	3,5	1,7	2,4
2012 1° trim.	115,5	1,9	1,7	2,2	3,2	2,1	2,5	0,8	2,6	2,5	1,1	2,3
<b>Produttività del lavoro per occupato<sup>2)</sup></b>												
2010	102,2	2,5	2,2	10,2	-0,4	3,3	4,1	2,4	1,2	0,0	0,0	-0,3
2011	103,5	1,3	4,3	3,5	3,0	1,5	-0,7	0,6	-1,4	-0,1	0,5	-0,2
2011 2° trim.	103,4	1,3	4,0	4,6	1,3	1,4	-1,2	-0,3	-1,3	-0,2	0,6	-0,8
3° trim.	103,7	1,2	4,8	3,4	2,5	0,6	-0,8	1,8	0,1	0,2	0,4	-0,4
4° trim.	103,6	0,9	4,9	0,4	4,9	0,9	-1,2	1,4	-2,3	-0,1	0,8	0,7
2012 1° trim.	103,8	0,4	3,4	-0,7	2,0	0,4	-1,3	1,1	0,9	0,3	0,4	0,7
<b>Redditi per ora lavorata</b>												
2010	113,3	1,0	0,7	0,9	1,5	1,4	1,9	1,6	2,3	-0,2	0,7	1,3
2011	115,6	2,0	0,2	2,6	3,2	2,1	2,6	0,9	2,5	2,4	1,3	1,8
2011 2° trim.	115,8	2,5	1,5	3,5	3,3	2,2	3,2	2,3	3,6	2,9	1,5	2,2
3° trim.	115,7	2,2	0,4	2,9	2,8	2,0	2,6	1,2	2,0	2,6	1,8	2,0
4° trim.	116,6	2,1	0,6	2,6	4,1	2,0	2,8	-0,6	3,1	2,5	1,5	2,3
2012 1° trim.	116,8	2,1	4,4	2,1	4,2	2,3	2,6	1,2	5,4	2,6	0,7	2,7
<b>Produttività per ora lavorata<sup>3)</sup></b>												
2010	104,1	1,9	1,3	7,4	-0,5	2,8	3,5	1,7	0,0	-0,5	-0,3	0,0
2011	105,4	1,3	3,5	2,9	2,8	1,8	-0,4	0,1	-1,0	-0,4	0,5	0,1
2011 2° trim.	105,6	1,8	4,5	4,3	1,9	2,1	-0,1	-0,5	0,0	-0,1	0,9	-0,1
3° trim.	105,6	1,2	4,9	3,3	2,2	0,6	-1,0	1,3	-0,4	-0,2	0,7	-0,2
4° trim.	105,7	0,8	4,5	0,6	5,1	1,0	-1,0	1,1	-1,1	-0,7	0,6	0,5
2012 1° trim.	105,6	0,7	4,8	-0,7	2,9	0,9	-1,3	1,5	2,7	0,4	0,0	1,0

**5. Indicatori del costo del lavoro<sup>3)</sup>**

	Totale (indice dest.) 2008 = 100)	Totale	Per componente			Per settore di attività			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <sup>4)</sup>
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi		
in perc. del totale nel 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	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	3,4	3,2	2,5	2,6	2,0	
2011 2° trim.	107,2	3,3	3,1	3,8	4,2	2,9	2,9	1,9	
3° trim.	107,2	2,6	2,4	3,0	2,7	2,4	2,5	2,1	
4° trim.	108,0	2,8	2,6	3,5	3,3	2,9	2,6	2,0	
2012 1° trim.	108,3	2,0	1,9	2,0	2,5	1,9	1,8	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 <sup>1)</sup>			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>									
2008	9.244,5	9.159,2	5.207,1	1.898,8	1.989,5	63,7	85,3	3.882,1	3.796,8
2009	8.919,8	8.802,0	5.126,6	1.986,6	1.735,9	-47,0	117,8	3.273,4	3.155,6
2010	9.162,8	9.045,4	5.262,4	2.015,3	1.753,1	14,6	117,4	3.749,3	3.631,9
2011	9.413,3	9.280,8	5.403,2	2.027,4	1.813,7	36,5	132,6	4.128,5	3.996,0
2011 1° trim.	2.337,5	2.315,3	1.343,9	505,1	452,4	13,9	22,2	1.009,1	986,9
2° trim.	2.351,8	2.325,5	1.345,6	506,6	453,7	19,5	26,3	1.024,9	998,5
3° trim.	2.361,5	2.323,6	1.354,1	508,0	453,3	8,2	37,9	1.046,8	1.008,9
4° trim.	2.358,7	2.314,0	1.357,8	507,4	452,7	-4,0	44,7	1.043,6	998,9
2012 1° trim.	2.365,1	2.315,3	1.364,3	510,7	448,0	-7,7	49,7	1.061,3	1.011,6
<i>in percentuale del PIL</i>									
2011	100,0	98,6	57,4	21,5	19,3	0,4	1,4	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2011 1° trim.	0,7	0,5	0,0	-0,4	2,0	-	-	1,4	0,8
2° trim.	0,2	-0,1	-0,6	-0,1	-0,4	-	-	1,1	0,6
3° trim.	0,1	-0,2	0,4	-0,1	-0,3	-	-	1,5	0,7
4° trim.	-0,3	-0,9	-0,5	-0,2	-0,6	-	-	-0,6	-1,9
2012 1° trim.	0,0	-0,5	0,0	0,4	-1,4	-	-	1,0	-0,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2008	0,4	0,3	0,4	2,3	-1,1	-	-	1,0	0,9
2009	-4,4	-3,8	-1,2	2,6	-12,4	-	-	-12,7	-11,5
2010	2,0	1,2	0,9	0,7	0,0	-	-	11,2	9,6
2011	1,5	0,5	0,2	-0,3	1,4	-	-	6,2	4,0
2011 1° trim.	2,4	1,7	1,0	0,0	3,7	-	-	10,0	8,3
2° trim.	1,7	0,8	0,2	-0,2	1,2	-	-	6,4	4,5
3° trim.	1,3	0,4	0,2	-0,4	0,8	-	-	5,7	3,6
4° trim.	0,7	-0,7	-0,7	-0,7	0,7	-	-	3,5	0,3
2012 1° trim.	0,0	-1,7	-0,7	0,0	-2,6	-	-	3,0	-0,7
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>									
2011 1° trim.	0,7	0,5	0,0	-0,1	0,4	0,2	0,3	-	-
2° trim.	0,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	0,3	0,2	-	-
3° trim.	0,1	-0,2	0,2	0,0	-0,1	-0,4	0,3	-	-
4° trim.	-0,3	-0,8	-0,3	0,0	-0,1	-0,4	0,5	-	-
2012 1° trim.	0,0	-0,5	0,0	0,1	-0,3	-0,3	0,5	-	-
<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	-4,4	-3,8	-0,7	0,5	-2,7	-1,0	-0,6	-	-
2010	2,0	1,2	0,5	0,1	0,0	0,6	0,7	-	-
2011	1,5	0,5	0,1	-0,1	0,3	0,2	1,0	-	-
2011 1° trim.	2,4	1,7	0,6	0,0	0,7	0,4	0,8	-	-
2° trim.	1,7	0,8	0,1	-0,1	0,2	0,5	0,8	-	-
3° trim.	1,3	0,4	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,9	-	-
4° trim.	0,7	-0,7	-0,4	-0,1	0,1	-0,3	1,4	-	-
2012 1° trim.	0,0	-1,7	-0,4	0,0	-0,5	-0,7	1,6	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

**5.2 Produzione e domanda**

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

**2. Valore aggiunto per branca di attività economica**

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministr. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2008	8.299,2	141,9	1.652,6	561,5	1.597,7	356,5	385,3	930,7	859,8	1.521,1	292,0	945,3
2009	8.026,5	126,1	1.469,9	536,2	1.522,1	358,3	427,5	903,0	804,4	1.581,2	297,8	893,3
2010	8.222,4	138,8	1.557,8	514,2	1.564,0	357,9	441,4	918,7	817,5	1.610,0	302,0	940,4
2011	8.439,7	144,6	1.631,2	521,6	1.618,0	355,1	440,1	947,2	845,2	1.630,9	305,8	973,6
2011 1° trim.	2.095,4	36,7	403,7	131,0	401,4	89,0	108,9	233,6	209,0	406,0	76,1	242,2
2° trim.	2.106,9	36,8	406,8	129,9	404,3	88,7	109,5	236,5	210,8	408,0	75,6	244,9
3° trim.	2.117,1	35,6	411,9	129,6	405,2	89,1	110,8	237,9	212,2	408,3	76,5	244,4
4° trim.	2.116,1	35,4	406,5	130,8	406,0	88,1	110,8	239,3	213,3	408,5	77,5	242,6
2012 1° trim.	2.121,0	37,7	405,9	129,9	407,8	88,2	110,4	238,3	213,5	411,4	78,0	244,1
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2011	100,0	1,7	19,3	6,2	19,2	4,2	5,2	11,2	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>												
2011 1° trim.	0,7	1,6	1,4	1,9	0,9	-0,4	1,2	-0,4	1,1	0,2	-0,4	0,7
2° trim.	0,2	0,4	0,5	-1,1	0,1	0,4	0,0	0,6	0,5	0,2	-0,9	0,1
3° trim.	0,2	0,1	0,3	-0,9	0,0	0,2	0,8	0,2	0,3	0,2	0,8	-0,4
4° trim.	-0,3	0,2	-1,7	-0,1	0,0	0,1	-0,5	0,5	-0,1	0,1	0,6	-0,7
2012 1° trim.	-0,1	1,7	0,0	-0,9	0,1	-0,4	0,5	-0,2	-0,2	-0,2	0,4	0,7
<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	-4,4	-0,4	-13,2	-7,0	-5,7	1,2	3,9	0,5	-7,4	1,4	0,2	-4,2
2010	2,1	1,0	6,8	-4,2	2,6	2,9	1,3	0,2	2,0	0,9	0,5	0,8
2011	1,5	1,8	3,4	-1,0	2,0	0,7	0,5	0,8	2,4	0,6	-0,4	1,2
2011 1° trim.	2,3	0,4	6,0	0,1	3,3	1,3	-0,8	0,7	3,3	0,6	0,2	3,5
2° trim.	1,7	1,7	4,4	-1,8	2,4	0,7	-0,5	1,0	2,9	0,6	-1,3	1,5
3° trim.	1,4	2,7	3,7	-1,8	1,4	0,7	1,8	0,8	2,2	0,6	-0,6	0,6
4° trim.	0,8	2,3	0,4	-0,2	1,0	0,3	1,6	0,8	1,8	0,8	0,1	-0,3
2012 1° trim.	0,0	2,3	-1,1	-3,0	0,2	0,3	0,8	1,1	0,4	0,4	0,8	-0,4
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2011 1° trim.	0,7	0,0	0,3	0,1	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-
2° trim.	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
3° trim.	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
4° trim.	-0,3	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
2012 1° trim.	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2008	0,6	0,0	-0,5	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	-
2009	-4,4	0,0	-2,6	-0,5	-1,1	0,1	0,2	-0,1	-0,8	0,2	0,0	-
2010	2,1	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	-
2011 1° trim.	2,3	0,0	1,1	0,0	0,6	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
2° trim.	1,7	0,0	0,8	-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	-
2012 1° trim.	0,0	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	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<sup>1)</sup>

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	
					Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo					
									Totale	Durevoli				Non durevoli
	100,0	77,8	77,8	69,2	68,7	28,1	22,3	18,3	2,6	15,7	9,1	22,2		
2009	-13,7	90,5	-14,9	-15,9	-16,1	-19,2	-20,9	-5,0	-17,4	-3,0	-5,4	-7,8		
2010	4,1	97,1	7,3	7,7	7,7	10,0	9,2	3,0	2,7	3,1	3,8	-7,9		
2011	2,5	100,6	3,5	4,7	4,7	4,2	8,8	0,5	0,7	0,5	-4,4	-0,9		
2011 2° trim.	2,1	100,8	4,0	5,2	5,3	4,4	9,4	1,6	1,3	1,7	-5,5	-4,8		
3° trim.	3,6	101,5	3,9	4,7	4,7	3,7	9,7	0,5	2,1	0,3	-2,6	1,9		
4° trim.	0,0	99,4	-0,2	1,0	1,0	-0,3	4,0	-0,8	-2,9	-0,5	-7,7	2,1		
2012 1° trim.	-2,4	99,1	-1,6	-1,3	-1,3	-2,9	2,1	-3,2	-5,0	-2,9	-3,4	-6,4		
2011 nov. dic.	0,4 0,2	99,6 98,8	0,0 -1,6	0,8 0,3	0,9 0,4	-0,6 -0,2	4,7 2,1	-1,9 -0,7	-3,1 -2,9	-1,7 -0,4	-5,4 -12,2	1,4 10,6		
2012 gen. feb. mar. apr.	-1,9 -3,5 -1,8 -3,1	98,6 99,3 99,2 98,2	-1,8 -1,6 -1,5 -2,4	-0,7 -2,4 -0,8 -3,2	-0,7 -2,4 -0,8 -3,4	-1,7 -4,4 -2,6 -4,5	1,6 1,5 2,9 -0,7	-2,2 -4,9 -2,6 -4,4	-3,0 -5,7 -6,0 -6,7	-2,0 -4,7 -2,2 -4,1	-7,3 3,8 -6,3 3,3	-2,0 -14,9 -2,6 -4,8		
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>														
2011 nov. dic.	0,2 -0,7	- -	-0,4 -0,8	-0,4 -0,4	-0,2 -0,2	-0,1 -1,0	0,1 -0,3	-1,4 0,2	0,3 0,2	-1,6 0,0	0,2 -2,8	1,8 -1,6		
2012 gen. feb. mar. apr.	-0,1 -0,8 1,0 -0,9	- - - -	-0,2 0,7 -0,1 -1,1	-0,2 -0,4 1,1 -1,9	-0,4 -0,4 1,0 -1,9	0,7 -1,3 1,0 -1,4	-1,0 1,2 1,2 -2,9	-0,7 -1,3 1,3 -1,2	0,0 -1,6 0,0 -0,9	-0,6 -1,3 1,5 -1,8	0,8 7,7 -8,1 6,2	-0,7 -9,8 11,4 -2,6		

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

in perc. del totale nel 2005	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio (incluso il carburante per autoveicoli)								Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera <sup>1)</sup> (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	A prezzi costanti						Migliaia (dest.) <sup>2)</sup>	Totale	
	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Totale	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari		Carburante			
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici				
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	38,4	51,0	9,0	12,8	10,6			
2009	87,4	-22,7	95,6	-18,3	-4,3	100,5	-2,4	-1,7	-2,4	-1,9	-4,3	-5,8	924	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	111,6	8,6	114,7	8,9	1,6	100,9	-0,6	-1,0	0,1	-1,3	0,0	-3,5	838	-1,1
2011 2° trim.	114,2	11,7	114,7	9,6	1,7	101,0	-0,5	-0,5	0,0	1,8	-1,2	-3,7	825	-1,7
3° trim.	110,8	5,3	115,8	8,8	1,7	101,3	-0,5	-0,8	0,1	-2,2	0,0	-4,5	822	2,9
4° trim.	108,7	-0,6	114,5	4,0	1,0	100,0	-1,3	-1,7	-0,8	-4,1	-0,3	-4,2	830	-1,7
2012 1° trim.	108,1	-3,9	115,2	1,1	1,2	100,2	-1,0	-0,9	-0,5	-0,9	-2,0	-5,6	775	-11,4
2012 gen. feb. mar. apr. mag.	107,7 107,3 109,4 . .	-4,1 -5,2 -2,7 . .	114,7 115,3 115,6 114,2 .	1,6 0,7 1,1 -1,2 .	1,1 0,2 2,2 -1,7 0,4	100,2 100,0 100,4 98,9 99,5	-1,1 -2,0 0,0 -3,4 -1,7	-1,7 -0,5 -0,7 -3,4 -1,1	-0,3 -2,1 0,8 -2,9 -1,5	0,1 -6,2 2,7 -11,7 .	-2,4 -3,3 -0,5 -2,7 .	-3,9 -7,4 -5,5 -7,5 -6,5	760 764 800 764 771	-13,2 -14,8 -7,2 -7,7 -6,6
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>														
2012 gen. feb. mar. apr. mag.	- - - - -	-2,6 -0,4 2,0 . .	- - - - .	-0,1 0,6 0,2 -1,1 .	1,1 -0,1 0,7 -1,5 0,6	- - - - -	1,2 -0,2 0,4 -1,4 0,6	1,0 0,6 -0,4 -0,3 0,2	1,0 -0,4 0,7 -1,7 1,0	2,4 -1,7 4,6 -8,8 .	-0,8 -0,8 0,8 -0,6 .	0,8 -3,2 -0,5 -1,6 0,3	- - - - -	-10,6 0,5 4,6 -4,5 1,0

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) In seguito alla modifica del Regolamento sulle statistiche a breve termine (cfr. le Note Generali) non vengono più rilasciate le statistiche sui nuovi ordinativi industriali nell'area dell'euro; gli ultimi dati pubblicati dall'Eurostat si riferiscono a marzo 2012.

2) 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.

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

**5.2 Produzione e domanda**

 (saldo percentuali<sup>1)</sup>, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

**5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese**

	Indice del clima economico <sup>2)</sup> (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata <sup>3)</sup> (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia					Totale <sup>4)</sup>	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale <sup>4)</sup>	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008	93,5	-8,4	-13,4	10,8	-1,0	82,0	-18,4	-10,1	-25,4	23,9	-14,1
2009	80,2	-28,7	-56,7	14,8	-14,7	70,8	-24,8	-7,0	-26,1	55,3	-10,7
2010	100,5	-4,7	-24,7	0,8	11,4	76,7	-14,2	-5,3	-12,3	31,2	-8,1
2011	101,0	0,1	-6,9	2,3	9,4	80,3	-14,5	-7,5	-18,2	23,3	-9,2
2011 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	79,7	-20,6	-9,7	-28,4	33,8	-10,8
2012 1° trim.	94,1	-6,6	-15,8	6,1	2,1	79,8	-20,0	-10,1	-24,2	34,7	-11,2
2° trim.	91,1	-11,0	-22,8	6,8	-3,5	.	-19,7	-10,4	-24,4	32,6	-11,2
2012 gen.	93,4	-7,0	-16,4	6,5	1,9	79,8	-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.	94,5	-7,1	-16,8	6,0	1,5	-	-19,1	-9,4	-21,0	34,7	-11,3
apr.	92,9	-9,0	-19,3	6,1	-1,6	79,7	-19,9	-10,5	-24,0	33,5	-11,7
mag.	90,5	-11,4	-23,6	7,1	-3,5	-	-19,3	-10,8	-23,7	30,8	-11,8
giu.	89,9	-12,7	-25,6	7,1	-5,5	-	-19,8	-10,0	-25,6	33,4	-10,2

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale <sup>4)</sup>	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale <sup>4)</sup>	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale <sup>4)</sup>	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
2008	-14,2	-20,7	-7,7	-10,0	-11,0	15,8	-3,3	0,4	-3,8	0,5	4,7
2009	-33,1	-42,1	-24,1	-15,5	-21,4	9,8	-15,4	-15,8	-20,8	-18,2	-8,5
2010	-28,8	-39,3	-18,4	-4,1	-6,6	7,2	1,6	4,5	1,9	3,5	8,0
2011	-27,4	-34,9	-20,0	-5,5	-5,8	11,1	0,5	5,4	2,2	5,4	8,6
2011 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.	-26,5	-31,7	-21,2	-13,8	-14,7	16,2	-10,6	-0,6	-6,6	-0,4	5,1
2° trim.	-28,6	-33,4	-23,8	-14,7	-18,6	14,7	-10,7	-5,0	-11,0	-4,8	0,9
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.	-26,7	-30,6	-22,8	-12,0	-11,6	15,5	-8,9	-0,3	-5,5	-0,6	5,2
apr.	-27,5	-30,9	-24,0	-11,1	-11,8	12,9	-8,5	-2,4	-8,1	-2,3	3,2
mag.	-30,2	-35,0	-25,4	-18,1	-24,4	16,9	-13,1	-5,2	-11,1	-4,5	0,2
giu.	-28,1	-34,3	-22,0	-14,9	-19,7	14,4	-10,5	-7,4	-13,9	-7,7	-0,6

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 <sup>1)</sup>

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

### 1. Occupazione

	Per status occupazionale			Per settore di attività									
	Totale	Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Ammin. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Persone occupate</b>													
<i>livelli (migliaia)</i>													
2011	146.746	125.741	21.005	5.039	23.053	9.929	36.043	4.018	4.070	1.290	18.145	34.435	10.723
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2011	100,0	85,7	14,3	3,4	15,7	6,8	24,6	2,7	2,8	0,9	12,4	23,5	7,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2009	-1,8	-1,8	-1,8	-2,2	-5,1	-6,6	-1,6	-0,7	0,3	-4,0	-2,5	1,2	1,0
2010	-0,6	-0,5	-0,8	-1,2	-3,1	-3,8	-0,7	-1,2	-1,0	-1,0	2,0	1,0	0,8
2011	0,1	0,3	-1,1	-2,4	-0,1	-3,9	0,5	1,4	-0,1	2,3	2,5	0,1	-0,2
2011 2° trim.	0,3	0,6	-1,0	-2,2	-0,2	-3,1	1,0	1,9	-0,3	2,4	3,1	0,1	-0,6
3° trim.	0,2	0,4	-1,3	-2,0	0,2	-4,2	0,8	1,5	0,0	0,7	2,0	0,2	-0,2
4° trim.	-0,2	0,0	-1,3	-2,5	0,0	-4,9	0,0	1,5	0,1	3,2	1,8	0,0	-0,6
2012 1° trim.	-0,4	-0,3	-1,0	-1,0	-0,4	-4,8	-0,2	1,6	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,1
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2011 2° trim.	0,2	0,3	-0,6	0,6	0,0	-0,5	0,6	0,7	-0,2	-0,3	0,8	-0,1	-0,6
3° trim.	-0,2	-0,1	-0,5	-0,5	0,1	-1,6	-0,1	-0,5	0,1	-0,8	-0,3	0,1	0,0
4° trim.	-0,2	-0,2	-0,2	-0,7	-0,3	-1,5	-0,5	0,3	0,0	2,0	0,3	-0,1	0,1
2012 1° trim.	-0,2	-0,3	0,3	-0,3	-0,2	-1,3	-0,2	1,0	-0,2	-0,8	-0,7	0,0	0,6
<b>Ore lavorate</b>													
<i>livelli (milioni)</i>													
2011	232.648	187.478	45.170	10.553	36.690	17.682	60.661	6.452	6.470	1.992	27.835	49.175	15.139
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2011	100,0	80,6	19,4	4,5	15,8	7,6	26,1	2,8	2,8	0,9	12,0	21,1	6,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2009	-3,4	-3,6	-2,7	-3,1	-9,0	-7,6	-2,9	-1,2	-1,2	-4,3	-3,7	0,9	-0,5
2010	0,1	0,1	-0,3	-0,4	-0,6	-3,8	-0,3	-0,6	-0,4	0,2	2,5	1,2	0,6
2011	0,1	0,5	-1,3	-1,6	0,5	-3,7	0,2	1,1	0,4	1,9	2,9	0,1	-0,5
2011 2° trim.	-0,1	0,3	-1,7	-2,7	0,1	-3,6	0,2	0,8	-0,1	1,0	3,0	-0,2	-1,3
3° trim.	0,2	0,5	-1,4	-2,1	0,4	-3,9	0,8	1,7	0,5	1,1	2,4	-0,1	-0,3
4° trim.	-0,2	0,1	-1,4	-2,1	-0,2	-5,1	0,0	1,3	0,4	1,9	2,5	0,2	-0,5
2012 1° trim.	-0,7	-0,5	-1,4	-2,3	-0,3	-5,7	-0,6	1,6	-0,6	-1,5	0,0	0,3	-0,2
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2011 2° trim.	-0,5	-0,3	-1,1	-1,2	-0,6	-1,5	0,0	-0,1	-0,8	-1,1	0,1	-0,4	-1,6
3° trim.	0,1	0,2	0,0	-0,4	0,5	-1,0	0,3	0,2	0,3	0,6	0,0	0,1	0,7
4° trim.	-0,5	-0,5	-0,3	-0,4	-0,6	-2,5	-0,8	-0,2	-0,4	0,8	0,4	0,1	0,0
2012 1° trim.	0,1	0,1	0,0	-0,3	0,5	-0,8	-0,1	1,7	0,2	-1,8	-0,5	0,6	0,6
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>													
<i>livelli (migliaia)</i>													
2011	1.585	1.491	2.150	2.094	1.592	1.781	1.683	1.606	1.590	1.544	1.534	1.428	1.412
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2009	-1,6	-1,8	-0,9	-0,9	-4,2	-1,1	-1,3	-0,5	-1,4	-0,3	-1,2	-0,3	-1,5
2010	0,6	0,7	0,5	0,8	2,6	0,1	0,4	0,6	0,6	1,2	0,5	0,2	-0,2
2011	0,0	0,2	-0,3	0,8	0,6	0,2	-0,3	-0,3	0,4	-0,4	0,3	0,0	-0,3
2011 2° trim.	-0,4	-0,3	-0,7	-0,5	0,2	-0,6	-0,8	-1,1	0,2	-1,4	-0,1	-0,3	-0,7
3° trim.	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,5	0,5	0,4	-0,3	-0,1
4° trim.	0,0	0,1	-0,2	0,4	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	0,3	-1,2	0,6	0,2	0,2
2012 1° trim.	-0,3	-0,2	-0,4	-1,3	0,1	-0,9	-0,4	0,0	-0,4	-1,7	-0,1	0,3	-0,3
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2011 2° trim.	-2,3	-3,2	1,6	3,7	-2,9	0,5	-1,9	-4,7	-4,1	-3,7	-3,6	-3,9	-1,4
3° trim.	-1,1	-0,9	-1,6	-0,4	-1,7	-0,6	-1,3	0,7	-0,8	1,4	-1,6	-1,0	-0,5
4° trim.	2,8	3,2	1,1	-2,0	3,8	-0,3	2,7	2,7	3,0	1,0	5,5	3,3	2,3
2012 1° trim.	1,0	1,3	-0,9	-2,3	1,3	-0,1	1,0	1,9	2,4	0,3	0,1	2,4	0,4

Fonte: elaborazioni della BCE basate sui dati Eurostat.

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

## 5.3 Mercato del lavoro

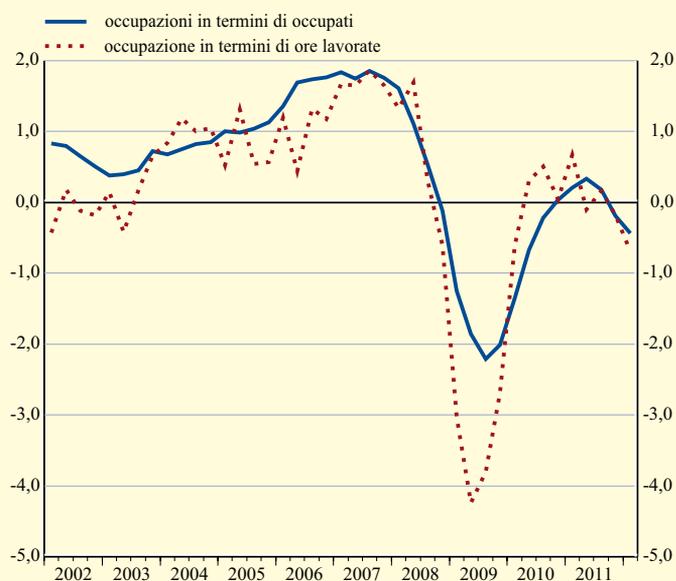
(dati destagionalizzati salvo diversa indicazione)

### 2. Disoccupazione e posti vacanti<sup>1)</sup>

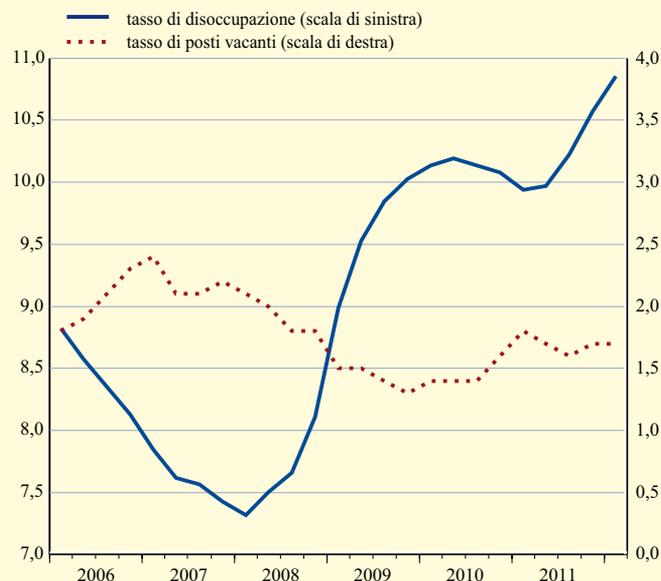
	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti <sup>2)</sup>  in perc. del totale dei posti di lavoro
	Totale		Per età <sup>3)</sup>				Per genere <sup>4)</sup>				
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
in perc. del totale nel 2010	100,0		79,5		20,5		54,0		46,0		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008	11,965	7,6	9,291	6,6	2,675	16,0	6,041	7,0	5,924	8,5	1,9
2009	15,056	9,6	11,772	8,4	3,284	20,3	8,148	9,4	6,908	9,8	1,4
2010	15,928	10,1	12,657	8,9	3,272	20,9	8,596	10,0	7,332	10,3	1,5
2011	16,053	10,2	12,846	9,0	3,206	20,9	8,551	9,9	7,502	10,5	1,7
2011 1° trim.	15,621	9,9	12,448	8,8	3,173	20,6	8,312	9,7	7,309	10,3	1,8
2° trim.	15,721	10,0	12,568	8,8	3,153	20,5	8,381	9,7	7,341	10,3	1,7
3° trim.	16,145	10,2	12,945	9,1	3,199	20,8	8,575	9,9	7,570	10,6	1,6
4° trim.	16,724	10,6	13,424	9,4	3,300	21,6	8,936	10,4	7,788	10,8	1,7
2012 1° trim.	17,184	10,9	13,818	9,7	3,367	22,2	9,193	10,7	7,991	11,1	1,7
2011 dic.	16,862	10,7	13,545	9,5	3,317	21,7	9,028	10,5	7,834	10,9	-
2012 gen.	17,022	10,8	13,674	9,6	3,348	22,0	9,106	10,6	7,916	11,0	-
feb.	17,174	10,8	13,814	9,6	3,360	22,2	9,179	10,6	7,995	11,1	-
mar.	17,357	11,0	13,965	9,8	3,392	22,4	9,294	10,8	8,063	11,2	-
apr.	17,473	11,0	14,077	9,8	3,396	22,4	9,374	10,9	8,100	11,2	-
mag.	17,561	11,1	14,149	9,9	3,412	22,6	9,422	10,9	8,139	11,3	-

### F28 Occupazione: occupati e ore lavorate

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



### F29 Tasso di disoccupazione e tasso di posti vacanti<sup>2)</sup>



Fonte: Eurostat.

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



## FINANZA PUBBLICA

### 6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo <sup>1)</sup> (in percentuale del PIL)

#### 1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
		Imposte dirette					Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE	Contributi sociali		Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale		
		Famiglie	Imprese	Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti									
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2003	44,9	44,2	11,5	8,8	2,7	13,2	0,4	15,7	8,2	4,6	2,3	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	45,0	12,3	8,7	3,4	13,4	0,3	15,3	8,0	4,5	2,3	0,3	0,3	41,3
2007	45,3	45,1	12,7	8,9	3,6	13,3	0,3	15,1	8,0	4,4	2,3	0,3	0,3	41,3
2008	45,1	44,8	12,5	9,1	3,2	12,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,3	0,2	0,3	40,9
2009	44,9	44,5	11,6	9,2	2,3	12,8	0,3	15,8	8,3	4,5	2,5	0,3	0,4	40,6
2010	44,7	44,5	11,6	8,9	2,5	12,9	0,3	15,6	8,2	4,5	2,6	0,3	0,3	40,4
2011	45,3	45,0	11,9	9,1	2,7	13,0	0,3	15,7	8,2	4,6	2,6	0,3	0,3	40,9

#### 2. Area dell'euro: spese

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale				Per memoria: spese primarie <sup>3)</sup>	
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	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	
2003	48,0	44,1	10,6	5,0	3,3	25,2	22,3	1,8	0,5	4,0	2,6	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	51,3	47,0	11,0	5,7	2,9	27,4	24,3	1,8	0,4	4,3	2,8	1,4	0,0	48,4
2010	51,0	46,6	10,8	5,7	2,8	27,3	24,2	1,8	0,4	4,4	2,5	1,9	0,0	48,2
2011	49,4	46,0	10,6	5,5	3,0	26,9	23,9	1,7	0,4	3,4	2,3	1,2	0,0	46,4

#### 3. Area dell'euro: disavanzo/avanzo, disavanzo/avanzo primario e consumi pubblici

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo primario (+)	Consumi pubblici <sup>4)</sup>							
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)	Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
2003	-3,2	-2,5	-0,5	-0,2	0,1	0,2	20,5	10,6	5,0	5,2	1,9	2,3	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	-2,6	-2,3	-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	0,0	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	22,3	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	5,7	5,8	2,1	2,6	8,4	13,6
2011	-4,1	-3,2	-0,7	-0,2	0,0	-1,1	21,5	10,6	5,5	5,8	2,1	2,6	8,2	13,3

#### 4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+) <sup>5)</sup>

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2008	-1,0	-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	-5,6	-3,2	-2,0	-14,0	-15,6	-11,2	-7,5	-5,4	-6,1	-0,8	-3,8	-5,6	-4,1	-10,2	-6,1	-8,0	-2,5
2010	-3,8	-4,3	0,2	-31,2	-10,3	-9,3	-7,1	-4,6	-5,3	-0,9	-3,7	-5,1	-4,5	-9,8	-6,0	-7,7	-2,5
2011	-3,7	-1,0	1,0	-13,1	-9,1	-8,5	-5,2	-3,9	-6,3	-0,6	-2,7	-4,7	-2,6	-4,2	-6,4	-4,8	-0,5

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al disavanzo/avanzo dei singoli paesi.

1) Dati relativi agli Euro 17. I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra i paesi membri dell'area e il bilancio comunitario sono incluse e consolidate; quelle tra le amministrazioni pubbliche dei paesi membri non sono consolidate.

2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

3) Spese totali meno spese per interessi.

4) Corrisponde alle spese per consumi finali (P3) delle amministrazioni pubbliche nel SEC 95.

5) Sono inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS e i regolamenti collegati agli accordi sui tassi swap e a termine.

**6.2 Debito <sup>1)</sup>**

(in percentuale del PIL)

**1. Area dell'euro: per strumento finanziario e settore detentore**

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>2)</sup>				Altri creditori <sup>3)</sup>
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri settori	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2002	68,0	2,7	11,9	4,6	48,8	40,9	19,6	10,8	10,5	27,2
2003	69,2	2,1	12,5	5,1	49,6	40,2	19,8	11,3	9,1	29,1
2004	69,6	2,2	12,1	4,8	50,5	38,7	18,9	11,1	8,7	30,9
2005	70,5	2,4	12,2	4,5	51,3	37,0	18,1	11,2	7,7	33,5
2006	68,6	2,5	11,9	4,0	50,3	34,9	18,3	9,3	7,3	33,8
2007	66,3	2,2	11,3	3,9	48,9	32,6	17,1	8,5	7,0	33,7
2008	70,1	2,3	11,5	6,5	49,8	33,1	17,7	7,8	7,5	37,1
2009	79,9	2,5	12,6	8,3	56,5	37,3	20,7	8,9	7,6	42,7
2010	85,3	2,4	15,3	7,4	60,2	40,5	23,4	9,7	7,3	44,9
2011	87,3	2,4	15,4	7,4	62,1	42,5	23,8	10,5	8,3	44,7

**2. Area dell'euro: per emittente, scadenza e valuta di denominazione**

	Totale	Emesso da <sup>4)</sup>				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Ammini- strazioni centrali	Ammini- strazioni statali	Ammini- strazioni locali	Enti di previ- denza e assistenza sociale	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute
2002	68,0	56,3	6,2	4,7	0,8	7,6	60,4	5,3	15,5	25,3	27,2	66,9	1,1
2003	69,2	56,7	6,5	5,0	1,0	7,8	61,4	5,1	14,9	26,0	28,3	68,3	0,9
2004	69,6	56,6	6,6	5,1	1,3	7,7	62,0	4,7	14,7	26,3	28,6	68,6	1,0
2005	70,5	57,1	6,7	5,2	1,4	7,7	62,8	4,6	14,8	25,8	29,9	69,4	1,1
2006	68,6	55,4	6,5	5,4	1,4	7,3	61,3	4,4	14,3	24,2	30,1	67,9	0,7
2007	66,3	53,4	6,2	5,3	1,4	7,1	59,2	4,3	14,5	23,6	28,2	65,8	0,5
2008	70,1	56,9	6,6	5,3	1,3	10,0	60,1	5,0	17,6	23,4	29,1	69,2	0,9
2009	79,9	64,8	7,7	5,8	1,7	12,0	67,9	5,0	19,4	27,3	33,1	78,8	1,1
2010	85,3	69,3	8,3	5,8	1,9	12,9	72,4	5,2	22,6	28,6	34,2	84,1	1,3
2011	87,3	70,7	8,5	5,8	2,2	12,5	74,8	6,2	22,8	29,4	35,3	85,7	1,6

**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
2008	89,3	66,7	4,5	44,2	113,0	40,2	68,2	105,7	48,9	13,7	62,3	58,5	63,8	71,6	21,9	27,9	33,9
2009	95,8	74,4	7,2	65,1	129,4	53,9	79,2	116,0	58,5	14,8	68,1	60,8	69,5	83,1	35,3	35,6	43,5
2010	96,0	83,0	6,7	92,5	145,0	61,2	82,3	118,6	61,5	19,1	69,4	62,9	71,9	93,3	38,8	41,1	48,4
2011	98,0	81,2	6,0	108,2	165,3	68,5	85,8	120,1	71,6	18,2	72,0	65,2	72,2	107,8	47,6	43,3	48,6

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al debito dei singoli paesi.

- 1) Dati relativi agli Euro 17. Debito lordo delle amministrazioni pubbliche in valore nominale consolidato tra sottosectori dell'amministrazione. Le quote detenute da amministrazioni pubbliche non residenti non sono consolidate. I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati. Dati parzialmente stimati.
- 2) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 3) Comprende i residenti di paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 4) Esclude il debito detenuto dalle amministrazioni pubbliche del paese il cui governo ha emesso il debito stesso.

## 6.3 Variazione del debito <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro: per fonte, strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Fonte della variazione			Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori <sup>6)</sup>
		Fabbisogno <sup>2)</sup>	Effetti di rivalutazione <sup>3)</sup>	Altre variazioni in volume <sup>4)</sup>	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>5)</sup>	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	1,0	0,6	2,1	0,5	0,8	0,8	2,7
2004	3,2	3,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	2,9	0,2	-0,1	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	3,7
2006	1,6	1,5	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,3	1,5	-0,3	1,1	-1,4	1,9
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	1,2	-0,5	-0,3	-0,3	1,6
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,1	0,5	2,7	2,0	1,1	1,1	-0,6	4,2
2009	7,2	7,4	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,9	3,0	2,3	0,9	4,3
2010	7,5	7,7	-0,1	0,0	0,0	3,0	-0,7	5,2	4,2	3,3	1,0	3,3
2011	4,2	4,0	0,2	0,0	0,0	0,5	0,2	3,5	3,2	1,0	1,0	1,1

### 2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

Variazione del debito	Disavanzo (-)/ avanzo (+) <sup>7)</sup>	Raccordo disavanzo-debito <sup>8)</sup>											Altro <sup>9)</sup>	
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume		
			Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli <sup>10)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2003	3,1	-3,2	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	0,3	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,3	-2,6	0,8	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
2006	1,6	-1,4	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
2007	1,2	-0,7	0,5	0,6	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,3	-2,1	3,2	3,0	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	0,9	1,0	0,3	0,0	0,3	0,4	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,1
2010	7,5	-6,2	1,3	1,8	0,0	0,5	1,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,3
2011	4,2	-4,1	0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	0,2

Fonte: BCE.

- Dati relativi agli Euro 17 e parzialmente stimati. La variazione annua del debito lordo è espressa in percentuale del PIL [debito (t) - debito (t-1)] ÷ PIL (t). I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati.
- Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
- Include, oltre all'impatto delle variazioni dei tassi di cambio, gli effetti derivanti dalla misurazione al valore nominale (per esempio premi o sconti sui titoli emessi).
- Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e alcune operazioni di assunzione di debito.
- Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
- Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
- Esclusi gli strumenti finanziari derivati.

**6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali <sup>1)</sup>**  
(in percentuale del PIL)

**1. Area dell'euro: entrate trimestrali**

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005 4° trim.	48,6	47,9	13,7	14,0	16,1	2,4	0,8	0,8	0,3	44,0
2006 1° trim.	42,4	42,0	10,4	12,8	15,1	2,1	0,8	0,4	0,3	38,5
2° trim.	45,5	45,0	12,5	13,1	15,1	2,2	1,4	0,5	0,3	41,0
3° trim.	43,7	43,1	11,8	12,4	15,1	2,3	0,8	0,5	0,3	39,5
4° trim.	49,2	48,6	14,4	14,1	15,8	2,5	0,9	0,6	0,3	44,5
2007 1° trim.	42,1	41,7	10,4	12,8	14,8	2,1	0,9	0,4	0,3	38,2
2° trim.	45,7	45,3	13,0	13,0	14,9	2,2	1,4	0,4	0,3	41,2
3° trim.	43,7	43,2	12,3	12,4	14,8	2,3	0,7	0,5	0,3	39,7
4° trim.	49,4	48,8	14,8	13,9	15,7	2,6	1,0	0,6	0,3	44,7
2008 1° trim.	42,2	41,9	10,8	12,3	14,8	2,1	1,1	0,3	0,2	38,2
2° trim.	45,2	44,8	12,9	12,3	15,0	2,2	1,5	0,4	0,3	40,5
3° trim.	43,5	43,1	12,2	12,0	15,0	2,3	0,8	0,4	0,3	39,5
4° trim.	48,9	48,4	13,9	13,4	16,4	2,7	1,1	0,5	0,3	44,0
2009 1° trim.	42,3	42,1	10,4	12,0	15,5	2,3	1,1	0,1	0,2	38,2
2° trim.	45,2	44,6	11,8	12,5	15,7	2,4	1,4	0,6	0,5	40,5
3° trim.	42,9	42,6	11,0	12,0	15,5	2,5	0,7	0,3	0,3	38,8
4° trim.	48,8	47,9	13,0	13,6	16,5	2,8	1,0	0,8	0,5	43,6
2010 1° trim.	42,0	41,8	10,1	12,1	15,5	2,3	0,9	0,2	0,3	38,0
2° trim.	45,0	44,6	11,8	12,7	15,4	2,5	1,3	0,4	0,3	40,3
3° trim.	43,0	42,7	11,0	12,4	15,2	2,5	0,7	0,3	0,3	38,9
4° trim.	48,6	47,9	13,2	13,4	16,4	2,9	1,0	0,7	0,3	43,3
2011 1° trim.	42,7	42,5	10,6	12,4	15,3	2,4	1,0	0,3	0,3	38,6
2° trim.	45,1	44,8	12,0	12,6	15,4	2,5	1,5	0,3	0,3	40,3
3° trim.	43,8	43,5	11,4	12,5	15,3	2,6	0,8	0,3	0,3	39,6
4° trim.	49,3	48,3	13,3	13,4	16,7	2,9	1,0	1,0	0,4	43,9

**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 4° trim.	49,4	45,0	11,3	5,8	2,8	25,2	21,6	1,3	4,4	2,7	1,7	-0,8	2,0
2006 1° trim.	45,7	42,3	10,1	4,3	3,0	24,9	21,4	1,1	3,4	2,2	1,3	-3,3	-0,3
2° trim.	45,6	42,2	10,3	4,7	3,1	24,1	21,1	1,1	3,4	2,5	1,0	-0,1	3,0
3° trim.	45,5	41,9	9,8	4,8	2,9	24,3	20,9	1,2	3,6	2,6	1,0	-1,8	1,1
4° trim.	49,7	44,7	10,8	6,1	2,7	25,1	21,3	1,3	4,9	2,8	2,2	-0,5	2,2
2007 1° trim.	44,8	41,3	9,9	4,3	2,9	24,1	20,7	1,1	3,5	2,3	1,2	-2,7	0,3
2° trim.	44,8	41,4	10,0	4,6	3,2	23,6	20,6	1,1	3,4	2,5	0,9	0,9	4,1
3° trim.	44,8	41,2	9,6	4,8	3,0	23,8	20,6	1,1	3,6	2,6	0,9	-1,1	1,9
4° trim.	49,4	44,8	10,8	6,1	2,8	25,1	21,2	1,5	4,5	2,8	1,7	0,0	2,9
2008 1° trim.	45,3	41,7	9,9	4,4	3,0	24,4	20,8	1,2	3,6	2,3	1,2	-3,0	0,0
2° trim.	45,8	42,2	10,2	4,8	3,3	23,9	20,8	1,1	3,6	2,6	1,0	-0,6	2,7
3° trim.	45,9	42,2	9,8	5,0	3,0	24,4	21,2	1,1	3,7	2,7	1,0	-2,4	0,6
4° trim.	51,4	46,8	11,2	6,5	2,8	26,3	22,2	1,4	4,6	2,9	1,7	-2,5	0,3
2009 1° trim.	49,3	45,4	10,7	4,9	2,9	26,9	22,9	1,3	3,8	2,6	1,2	-7,0	-4,1
2° trim.	50,5	46,3	11,1	5,4	3,0	26,9	23,3	1,3	4,2	2,8	1,3	-5,4	-2,3
3° trim.	50,2	46,1	10,5	5,6	2,9	27,1	23,5	1,3	4,1	2,8	1,1	-7,3	-4,4
4° trim.	54,7	49,7	11,8	6,9	2,6	28,5	24,0	1,5	4,9	3,0	1,9	-5,9	-3,3
2010 1° trim.	50,2	46,4	10,7	4,9	2,8	27,9	23,6	1,4	3,9	2,3	1,5	-8,2	-5,4
2° trim.	49,4	45,9	10,9	5,3	2,9	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,2	-4,4	-1,4
3° trim.	50,6	45,4	10,2	5,5	2,8	26,9	23,2	1,3	5,2	2,6	2,6	-7,6	-4,9
4° trim.	53,4	48,7	11,4	6,8	2,7	27,7	23,6	1,5	4,8	2,7	2,1	-4,8	-2,1
2011 1° trim.	48,4	45,3	10,4	4,8	3,0	27,2	23,1	1,3	3,1	2,1	0,9	-5,7	-2,7
2° trim.	48,4	45,2	10,6	5,1	3,2	26,2	22,8	1,2	3,2	2,3	0,9	-3,3	-0,1
3° trim.	48,3	44,9	10,0	5,3	3,0	26,5	23,0	1,2	3,4	2,3	1,1	-4,5	-1,5
4° trim.	52,4	48,6	11,3	6,7	3,0	27,6	23,6	1,4	3,8	2,5	1,5	-3,0	0,0

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

- 1) I dati si riferiscono agli Euro 17. I concetti di entrate, spese e disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra il bilancio comunitario e soggetti non facenti parte delle amministrazioni pubbliche non sono incluse. I dati trimestrali, invece, a meno di scadenze diverse per la trasmissione dei dati, sono coerenti con quelli annuali. I dati non sono destagionalizzati.
- 2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

## 6.5 Debito e variazione del debito trimestrali <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario <sup>2)</sup>

	Totale	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
	1	2	3	4	5
2009 1° trim.	73,9	2,3	11,8	7,7	52,1
2° trim.	77,1	2,4	12,2	8,2	54,3
3° trim.	79,0	2,4	12,4	9,0	55,3
4° trim.	79,9	2,5	12,6	8,3	56,5
2010 1° trim.	81,6	2,4	12,8	8,2	58,2
2° trim.	82,9	2,4	13,4	7,8	59,2
3° trim.	83,0	2,4	13,3	7,9	59,3
4° trim.	85,3	2,4	15,3	7,4	60,2
2011 1° trim.	86,2	2,4	15,1	7,4	61,2
2° trim.	87,1	2,4	14,9	7,5	62,3
3° trim.	86,7	2,4	15,0	7,8	61,4
4° trim.	87,3	2,4	15,4	7,4	62,1

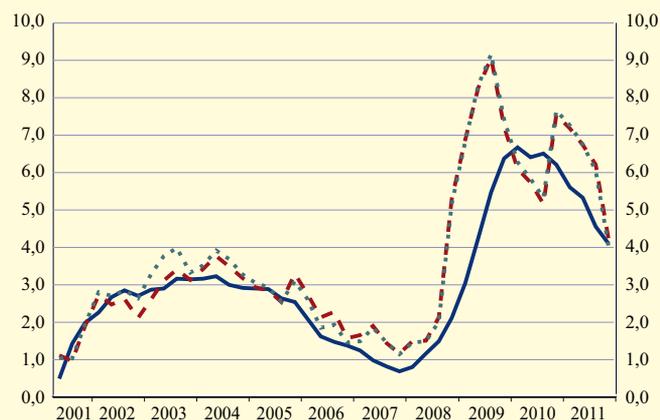
### 2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	Variazione del debito	Disavanzo (-) avanzo (+)	Raccordo disavanzo-debito								Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche					Effetti di rivalutazione e altre variazioni di volume	Altro	
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli	Azioni e altri titoli di capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2009 1° trim.	12,9	-7,0	5,8	6,6	5,2	-0,1	0,8	0,7	-0,5	-0,3	13,3
2° trim.	9,2	-5,4	3,9	3,2	2,3	-0,4	0,2	1,1	-0,4	1,0	9,6
3° trim.	5,1	-7,3	-2,2	-2,8	-3,1	0,6	-0,1	-0,2	0,2	0,4	4,8
4° trim.	2,1	-5,9	-3,8	-2,8	-2,9	-0,1	0,0	0,2	-0,2	-0,8	2,3
2010 1° trim.	8,2	-8,3	-0,0	0,7	0,9	-0,1	-0,3	0,2	-0,4	-0,4	8,5
2° trim.	7,7	-4,5	3,4	3,3	2,0	1,1	-0,2	0,5	-0,1	0,1	7,8
3° trim.	2,8	-7,5	-4,9	-2,9	-2,3	-0,6	0,0	0,0	0,0	-1,9	2,8
4° trim.	11,4	-4,7	6,6	5,7	-0,4	1,7	4,7	-0,3	0,0	0,8	11,4
2011 1° trim.	6,7	-5,8	1,0	0,7	2,0	-0,7	-0,3	-0,2	-0,2	0,5	6,9
2° trim.	6,0	-3,4	2,7	2,9	2,8	0,5	-0,4	-0,1	0,2	-0,5	5,7
3° trim.	0,7	-4,4	-3,8	-3,8	-3,7	-0,3	0,2	0,1	0,6	-0,6	0,1
4° trim.	3,6	-2,8	0,5	-0,8	-0,5	-0,3	-0,3	0,2	0,1	1,2	3,4

### F30 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito

(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)

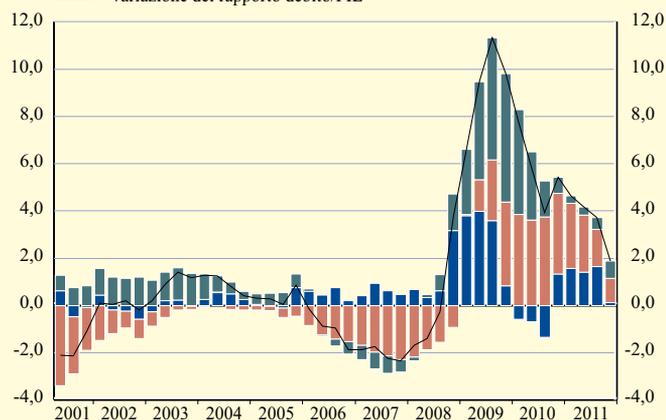
— disavanzo  
- - - variazione del debito  
... fabbisogno



### 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 <sup>1)</sup> (miliardi di euro; transazioni nette)

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario						Errori e omissioni
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2009	-21,9	31,3	36,4	3,5	-93,1	6,7	-15,2	9,4	-105,1	265,7	20,0	-175,7	4,6	5,8
2010	-6,8	15,1	49,6	31,8	-103,3	6,4	-0,4	-2,5	-113,9	165,1	18,5	-61,7	-10,5	3,0
2011	-3,2	4,6	61,1	31,7	-100,6	10,8	7,6	-24,6	-151,1	308,3	-20,8	-150,7	-10,2	17,0
2011 1° trim.	-21,3	-10,1	7,9	14,9	-33,9	2,3	-18,9	-5,3	-42,8	136,0	-0,4	-86,4	-11,7	24,2
2° trim.	-18,6	-2,4	16,4	-11,7	-20,9	0,8	-17,9	21,2	-31,8	139,1	3,6	-94,1	4,5	-3,3
3° trim.	2,7	2,8	19,6	8,8	-28,5	1,7	4,4	3,5	-19,2	35,0	-14,8	-1,2	3,7	-7,9
4° trim.	33,9	14,3	17,2	19,8	-17,3	6,0	39,9	-44,0	-57,3	-1,8	-9,2	31,0	-6,8	4,1
2012 1° trim.	-7,0	1,9	10,5	14,3	-33,7	2,1	-5,0	-7,1	-27,9	-38,4	-3,5	63,9	-1,2	12,1
2011 apr.	-5,0	-3,6	3,9	1,4	-6,7	-0,1	-5,1	-4,7	-31,2	5,3	3,3	11,9	6,0	9,8
mag.	-13,9	0,5	6,2	-14,4	-6,2	0,4	-13,5	18,9	-4,2	44,5	-1,6	-16,6	-3,1	-5,4
giu.	0,3	0,8	6,3	1,3	-8,0	0,4	0,8	7,0	3,6	89,2	1,9	-89,3	1,6	-7,7
lug.	3,4	4,2	7,2	2,7	-10,7	-0,1	3,2	-6,2	-17,3	-24,0	0,3	36,0	-1,2	3,0
ago.	-1,4	-4,3	5,2	5,6	-7,9	2,1	0,6	-0,6	7,2	26,2	-8,0	-29,4	3,4	-0,1
set.	0,8	3,0	7,2	0,5	-9,9	-0,2	0,6	10,3	-9,0	32,7	-7,1	-7,9	1,6	-10,9
ott.	3,4	0,4	6,0	6,1	-9,1	1,8	5,2	-1,3	-6,5	-1,4	-2,2	9,9	-1,1	-3,9
nov.	8,9	5,7	4,4	5,5	-6,7	2,6	11,5	-21,9	-42,6	35,2	-3,8	-10,4	-0,2	10,4
dic.	21,6	8,2	6,8	8,2	-1,5	1,6	23,3	-20,8	-8,2	-35,6	-3,2	31,5	-5,4	-2,4
2012 gen.	-10,1	-9,2	2,2	4,1	-7,3	0,1	-10,0	10,4	-6,4	-43,4	-4,1	64,8	-0,5	-0,4
feb.	-5,6	2,3	3,1	4,9	-15,9	1,6	-4,0	0,3	-3,4	19,4	4,9	-18,9	-1,8	3,8
mar.	8,7	8,8	5,1	5,3	-10,5	0,3	9,1	-17,8	-18,1	-14,4	-4,3	17,9	1,1	8,7
apr.	1,6	6,0	5,4	-0,9	-8,8	0,4	2,0	-3,5	-6,0	-8,8	2,4	11,9	-2,9	1,5
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2012 apr.	17,6	26,3	65,1	28,9	-102,6	11,0	28,7	-25,3	-111,1	119,7	-24,7	-0,4	-8,7	-3,4
<i>flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>														
2012 apr.	0,2	0,3	0,7	0,3	-1,1	0,1	0,3	-0,3	-1,2	1,3	-0,3	0,0	-0,1	0,0

### F32 B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente

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

— saldi di conto corrente



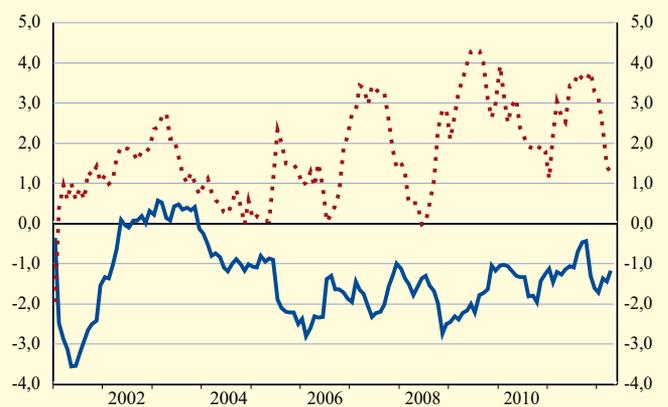
Fonte:

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

### F33 B.d.p. dell'area dell'euro: investimenti diretti e di portafoglio

(flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)

— investimenti diretti netti  
 ..... investimenti di portafoglio netti



## 7.2 Conto corrente e conto capitale

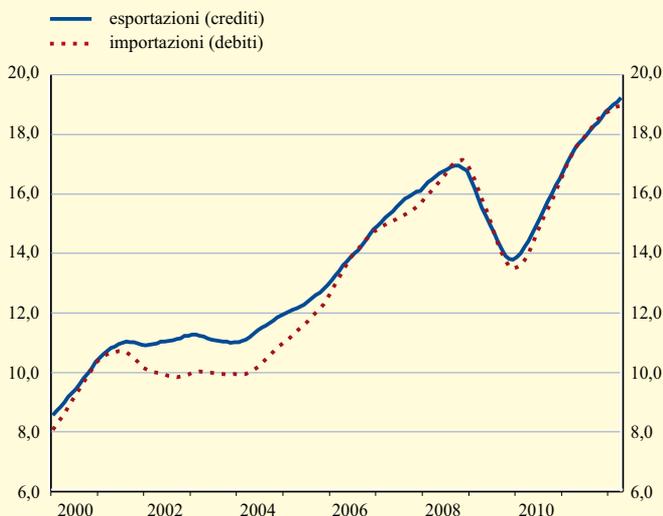
(miliardi di euro; transazioni)

### 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	2.307,2	2.329,2	-21,9	1.304,1	1.272,8	478,9	442,5	429,9	426,5	94,3	6,4	187,4	22,5	20,5	13,7
2010	2.657,8	2.664,6	-6,8	1.566,8	1.551,7	524,0	474,4	479,4	447,6	87,6	6,3	190,9	22,3	21,4	15,0
2011	2.930,5	2.933,7	-3,2	1.773,8	1.769,1	550,1	489,0	513,9	482,2	92,7	6,4	193,4	22,3	25,5	14,7
2011 1° trim.	698,0	719,3	-21,3	427,8	437,9	124,6	116,8	121,1	106,2	24,5	1,5	58,4	5,4	5,0	2,7
2° trim.	727,8	746,4	-18,6	438,7	441,0	134,4	118,0	135,5	147,3	19,1	1,6	40,0	5,6	4,0	3,2
3° trim.	732,7	730,0	2,7	444,6	441,8	147,3	127,7	124,0	115,3	16,8	1,8	45,3	5,7	5,2	3,5
4° trim.	772,0	738,1	33,9	462,7	448,4	143,7	126,6	133,3	113,5	32,3	1,5	49,6	5,6	11,3	5,3
2012 1° trim.	743,7	750,7	-7,0	463,9	462,0	127,2	116,8	125,9	111,6	26,7	.	60,4	.	5,0	3,0
2012 feb.	244,0	249,6	-5,6	153,2	150,9	41,3	38,1	38,3	33,5	11,2	.	27,1	.	2,4	0,8
mar.	263,9	255,1	8,7	167,8	158,9	44,9	39,7	45,3	40,0	6,0	.	16,5	.	1,6	1,3
apr.	243,2	241,6	1,6	152,1	146,1	44,9	39,5	39,9	40,8	6,3	.	15,1	.	1,4	1,0
	Dati destagionalizzati														
2011 3° trim.	735,2	735,4	-0,2	443,7	442,5	138,5	122,8	129,4	121,9	23,6	.	48,2	.	.	.
4° trim.	747,2	742,9	4,3	452,4	450,1	139,9	122,9	131,1	121,1	23,8	.	48,7	.	.	.
2012 1° trim.	762,8	750,0	12,9	469,9	456,5	138,5	121,7	129,3	121,3	25,2	.	50,5	.	.	.
2012 feb.	251,5	252,6	-1,2	156,3	155,0	46,7	41,6	40,7	39,7	7,7	.	16,4	.	.	.
mar.	258,1	247,8	10,3	158,8	150,1	47,2	39,7	42,9	40,1	9,2	.	17,9	.	.	.
apr.	256,0	251,4	4,6	159,6	152,1	48,2	42,3	40,3	38,7	7,9	.	18,3	.	.	.
	flussi cumulati sui 12 mesi														
2012 apr.	2.983,7	2.964,9	18,8	1.816,5	1.790,0	555,3	490,0	516,7	487,1	95,2	.	197,8	.	.	.
	flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL														
2012 apr.	31,6	31,4	0,2	19,2	19,0	5,9	5,2	5,5	5,2	1,0	.	2,1	.	.	.

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

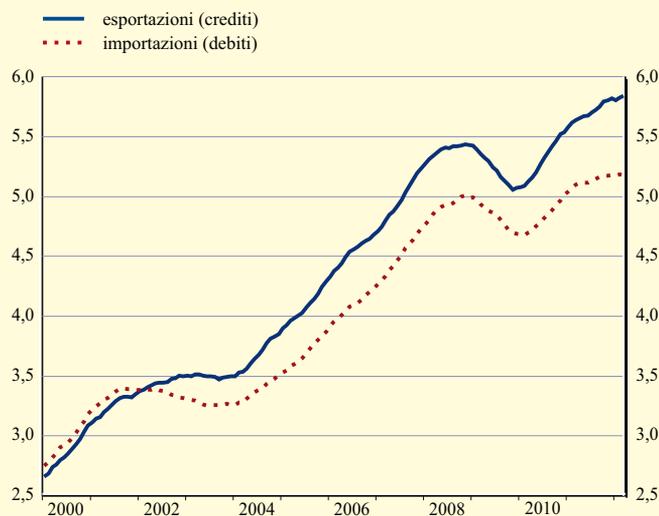
(dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



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	Utili reinvestiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti			
			1	2										3	4	5
2009	22,2	12,0	407,7	414,4	156,8	20,7	100,6	15,4	25,0	24,7	24,5	77,5	100,9	121,3	100,4	90,3
2010	24,2	12,0	455,1	435,6	220,5	41,6	137,7	32,7	23,9	22,1	28,7	86,6	102,2	124,0	79,9	65,2
2011	25,1	12,3	488,8	469,9	239,8	65,5	153,1	53,1	25,0	21,9	35,9	96,3	102,6	131,7	85,5	66,8
2010 4° trim.	6,6	2,9	117,7	107,8	57,1	1,6	34,0	0,7	6,3	7,8	6,3	18,7	26,9	30,0	21,1	17,3
2011 1° trim.	6,0	2,2	115,1	104,0	55,4	16,0	35,4	20,6	5,8	4,8	7,4	14,4	25,7	32,7	20,7	16,7
2° trim.	6,1	3,3	129,4	144,0	65,5	13,7	42,3	9,9	5,4	5,5	12,3	46,6	25,7	32,3	20,5	17,2
3° trim.	6,0	3,7	118,0	111,5	54,5	21,3	37,6	17,7	6,8	5,5	9,0	18,7	25,9	33,2	21,9	16,5
4° trim.	7,0	3,1	126,3	110,4	64,3	14,5	37,8	4,8	6,9	6,1	7,2	16,6	25,3	33,5	22,5	16,4

**3. Scomposizione per area geografica**  
(transazioni cumulate)

dal 1° trim. 2011 al 4° 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															
<b>Conto corrente</b>	2.930,5	959,1	53,5	91,0	445,7	307,5	61,3	58,8	40,1	149,6	41,2	64,2	107,9	228,5	376,2	904,9
Beni	1.773,8	565,8	33,7	59,1	232,0	240,9	0,2	30,3	20,7	115,7	30,9	39,6	80,6	123,6	199,1	567,5
Servizi	550,1	170,6	11,2	15,4	105,2	32,2	6,6	8,9	9,1	17,8	6,9	13,0	18,2	55,2	81,5	168,9
Redditi	513,9	160,6	7,5	14,8	97,8	31,4	9,0	19,3	9,6	15,4	3,2	10,6	8,6	40,9	89,2	156,5
Redditi da capitale	488,8	153,3	6,7	14,7	96,3	30,8	4,8	19,2	9,5	15,4	3,2	10,6	8,5	28,6	87,5	153,0
Trasferimenti correnti	92,7	62,0	1,1	1,7	10,7	3,0	45,5	0,4	0,7	0,7	0,3	1,0	0,5	8,7	6,5	12,0
<b>Conto capitale</b>	25,5	20,8	0,0	0,1	1,4	0,4	19,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,6	0,4	3,2
	Debiti															
<b>Conto corrente</b>	2.933,7	901,4	46,0	89,6	386,7	272,8	106,4	-	32,7	-	-	95,7	-	189,3	374,7	-
Beni	1.769,1	490,3	30,3	51,5	185,5	223,0	0,0	31,2	15,0	210,1	28,4	52,7	134,5	99,7	142,4	564,9
Servizi	489,0	140,5	8,3	12,8	83,7	35,5	0,3	5,4	6,5	13,1	6,1	9,3	10,1	42,8	100,5	154,6
Redditi	482,2	152,2	6,6	23,8	105,9	9,8	6,2	-	9,3	-	-	33,0	-	39,3	125,4	-
Redditi da capitale	469,9	146,1	6,5	23,6	104,3	5,4	6,2	-	9,1	-	-	32,8	-	38,9	124,1	-
Trasferimenti correnti	193,4	118,4	0,8	1,5	11,6	4,5	100,0	1,5	1,8	4,1	0,7	0,6	0,7	7,5	6,4	51,6
<b>Conto capitale</b>	14,7	2,1	0,3	0,1	1,1	0,4	0,2	0,2	0,3	0,4	0,3	0,1	0,1	0,6	1,8	8,8
	Saldo															
<b>Conto corrente</b>	-3,2	57,7	7,6	1,4	59,0	34,8	-45,2	-	7,4	-	-	-31,4	-	39,1	1,5	-
Beni	4,6	75,6	3,4	7,6	46,5	17,9	0,2	-0,9	5,6	-94,3	2,4	-13,1	-53,9	23,9	56,7	2,6
Servizi	61,1	30,0	3,0	2,6	21,5	-3,3	6,3	3,5	2,6	4,7	0,8	3,6	8,1	12,4	-19,0	14,2
Redditi	31,7	8,4	0,9	-8,9	-8,0	21,6	2,8	-	0,3	-	-	-22,3	-	1,6	-36,2	-
Redditi da capitale	18,9	7,2	0,2	-9,0	-8,0	25,4	-1,4	-	0,4	-	-	-22,2	-	-10,3	-36,6	-
Trasferimenti correnti	-100,6	-56,3	0,4	0,2	-0,9	-1,5	-54,5	-1,1	-1,1	-3,4	-0,5	0,3	-0,2	1,2	0,0	-39,5
<b>Conto capitale</b>	10,8	18,7	-0,3	-0,1	0,3	0,0	18,8	-0,1	-0,2	-0,4	-0,2	0,1	0,1	0,0	-1,4	-5,6

Fonte: BCE.

## 7.3 Conto finanziario

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

### 1. Conto finanziario: principali voci

	Totale <sup>1)</sup>			Totale in perc. del PIL			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero)</b>														
2008	13.377,1	14.961,4	-1.584,3	144,7	161,8	-17,1	3.878,4	3.247,8	3.834,9	5.976,8	-0,5	5.290,0	5.736,7	374,2
2009	13.764,1	15.170,3	-1.406,2	154,3	170,1	-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	166,3	179,7	-13,4	4.798,2	3.714,8	4.907,5	7.442,9	-61,6	5.002,9	5.304,0	587,8
2011 2° trim.	15.377,0	16.636,0	-1.259,0	165,1	178,6	-13,5	5.030,5	3.837,6	4.762,1	7.646,7	-48,3	5.051,8	5.151,6	580,9
3° trim.	15.558,2	16.782,4	-1.224,2	166,0	179,0	-13,1	5.089,1	3.896,4	4.573,8	7.523,4	-45,9	5.294,5	5.362,6	646,6
4° trim.	15.786,0	16.922,4	-1.136,4	167,7	179,8	-12,1	5.238,8	3.938,1	4.744,0	7.677,3	-30,4	5.166,5	5.307,0	667,1
<b>Variazioni nelle consistenze</b>														
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	551,2	460,7	90,5	5,9	4,9	1,0	440,7	223,3	-163,5	234,5	31,2	163,5	3,0	79,3
2011 3° trim.	181,2	146,4	34,8	7,7	6,2	1,5	58,7	58,7	-188,3	-123,3	2,4	242,7	211,0	65,8
4° trim.	227,8	140,0	87,8	9,4	5,8	3,6	149,7	41,8	170,2	153,9	15,4	-128,0	-55,6	20,5
<b>Transazioni</b>														
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	-131,4	-121,9	-9,4	-1,5	-1,4	-0,1	337,0	231,9	90,4	356,1	-20,0	-534,2	-709,9	-4,6
2010	589,9	587,4	2,5	6,4	6,4	0,0	275,8	161,8	143,0	308,1	-18,5	179,1	117,4	10,5
2011	491,0	466,5	24,6	5,2	5,0	0,3	348,3	197,2	-47,2	261,1	20,8	158,9	8,2	10,2
2011 3° trim.	133,0	136,5	-3,5	5,7	5,8	-0,1	56,6	37,4	-63,1	-28,1	14,8	128,4	127,2	-3,7
4° trim.	-78,5	-122,5	44,0	-3,2	-5,1	1,8	106,9	49,5	-46,8	-48,6	9,2	-154,5	-123,5	6,8
2012 1° trim.	236,8	229,7	7,1	10,2	9,9	0,3	66,6	38,7	102,4	64,0	3,5	63,1	127,0	1,2
2011 dic.	-22,5	-43,3	20,8	.	.	.	38,7	30,5	17,0	-18,6	3,2	-86,7	-55,2	5,4
2012 gen.	74,2	84,6	-10,4	.	.	.	26,8	20,4	28,3	-15,1	4,1	14,4	79,3	0,5
feb.	62,2	62,4	-0,3	.	.	.	14,5	11,1	29,6	49,0	-4,9	21,2	2,3	1,8
mar.	100,5	82,7	17,8	.	.	.	25,3	7,2	44,5	30,1	4,3	27,4	45,4	-1,1
apr.	3,6	0,1	3,5	.	.	.	22,0	16,0	-11,2	-20,0	-2,4	-7,8	4,1	2,9
<b>Altre variazioni</b>														
2007	-332,3	-84,4	-247,9	-3,7	-0,9	-2,7	59,9	64,3	-180,8	25,1	-75,1	-152,6	-173,8	16,3
2008	-1.045,7	-856,7	-188,9	-11,3	-9,3	-2,0	-184,9	-79,5	-801,2	-827,7	-56,0	-27,2	50,5	23,7
2009	518,4	330,8	187,6	5,8	3,7	2,1	71,8	-76,7	416,0	449,0	20,7	-80,0	-41,5	89,9
2010	880,8	704,1	176,7	9,6	7,7	1,9	235,2	150,0	423,2	352,9	-43,2	147,9	201,2	117,7
<b>Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio</b>														
2007	-522,0	-339,7	-182,3	-5,8	-3,8	-2,0	-104,2	-17,1	-217,4	-146,8	.	-186,6	-175,8	-13,7
2008	-49,8	27,9	-77,7	-0,5	0,3	-0,8	-25,0	-34,0	6,6	41,9	.	-40,7	20,1	9,3
2009	-49,6	-55,1	5,5	-0,6	-0,6	0,1	-4,6	5,7	-30,5	-32,9	.	-11,9	-27,9	-2,7
2010	535,4	323,9	211,5	5,8	3,5	2,3	160,8	57,6	179,4	101,7	.	182,2	164,6	13,0
<b>Altre variazioni dovute ad altre rettifiche</b>														
2007	78,7	113,4	-34,6	0,9	1,3	-0,4	45,2	5,8	77,3	107,6	-75,1	.	.	31,3
2008	-1.002,7	-975,7	-227,0	-10,8	-10,6	-0,3	-159,2	-60,7	-809,5	-915,0	-56,0	.	.	22,0
2009	634,2	483,5	150,7	7,1	5,4	1,7	142,5	28,4	425,2	455,2	20,7	.	.	45,8
2010	296,3	153,8	142,5	3,2	1,7	1,6	50,2	2,2	187,3	151,7	-43,2	.	.	102,0
<b>Altre variazioni dovute ad altre rettifiche</b>														
2007	110,9	142,0	-31,0	1,2	1,6	-0,3	118,8	75,6	-40,7	64,3	.	34,1	2,0	-1,3
2008	6,8	91,0	-84,1	0,1	1,0	-0,9	-0,7	15,2	1,8	45,4	.	13,4	30,4	-7,7
2009	-66,2	-97,6	31,4	-0,7	-1,1	0,4	-66,2	-110,8	21,2	26,8	.	-68,1	-13,6	46,8
2010	49,1	226,4	-177,3	0,5	2,5	-1,9	24,2	90,1	56,5	99,6	.	-34,3	36,7	2,7
<b>Tassi di crescita delle consistenze</b>														
2007	15,6	14,3	-	.	.	.	15,8	15,1	10,0	9,4	.	20,2	20,2	1,6
2008	3,0	3,6	-	.	.	.	9,2	3,3	-0,2	4,2	.	0,0	3,3	1,0
2009	-1,0	-0,8	-	.	.	.	8,7	7,3	2,3	5,9	.	-10,1	-12,3	-1,2
2010	4,1	3,8	-	.	.	.	6,2	4,6	3,2	4,4	.	3,8	2,3	2,0
2011 3° trim.	4,5	4,2	-	.	.	.	5,7	6,3	0,9	5,3	.	6,9	1,2	0,9
4° trim.	3,2	2,9	-	.	.	.	7,2	5,3	-1,1	3,5	.	3,3	0,2	1,6
2012 1° trim.	3,2	2,8	-	.	.	.	5,8	4,0	0,6	2,2	.	2,8	2,7	-0,2

Fonte: BCE.

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

**7.3 Conto finanziario**

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

**2. Investimenti diretti**

	All'estero da residenti						Nell'area dell'euro da non residenti							
	Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>														
2009	4.287,2	3.305,5	236,2	3.069,3	981,7	14,8	966,9	3.403,0	2.501,9	74,2	2.427,7	901,1	18,1	883,0
2010	4.798,2	3.667,1	277,9	3.389,2	1.131,1	17,8	1.113,3	3.714,8	2.820,2	83,2	2.737,0	894,6	12,7	881,9
2011 3° trim.	5.089,1	3.926,1	287,7	3.638,4	1.163,0	13,2	1.149,8	3.896,4	3.019,1	85,4	2.933,7	877,2	8,7	868,5
4° trim.	5.238,8	4.067,8	291,3	3.776,6	1.171,0	14,2	1.156,8	3.938,1	3.056,9	85,3	2.971,6	881,2	8,2	873,0
<b>Transazioni</b>														
2009	337,0	258,1	21,6	236,5	78,9	2,6	76,3	231,9	236,3	5,6	230,7	-4,4	-0,6	-3,8
2010	275,8	157,0	14,9	142,2	118,7	1,2	117,5	161,8	203,2	6,1	197,1	-41,3	-7,5	-33,8
2011	348,3	303,1	16,6	286,4	45,2	-3,3	48,5	197,2	208,0	3,5	204,5	-10,8	-3,4	-7,4
2011 3° trim.	56,6	35,9	2,3	33,5	20,7	-1,7	22,5	37,4	58,7	1,0	57,7	-21,3	-0,8	-20,5
4° trim.	106,9	105,8	1,2	104,6	1,1	1,0	0,1	49,5	41,7	0,7	41,0	7,9	0,2	7,7
2012 1° trim.	66,6	51,8	-1,6	53,4	14,8	0,8	14,0	38,7	45,1	1,5	43,7	-6,4	-1,8	-4,6
2011 dic.	38,7	30,5	0,7	29,8	8,1	0,5	7,7	30,5	19,9	-0,4	20,3	10,5	0,4	10,1
2012 gen.	26,8	27,1	2,4	24,7	-0,4	0,2	-0,6	20,4	23,8	0,2	23,5	-3,4	-0,5	-2,8
feb.	14,5	13,7	-3,0	16,7	0,8	0,2	0,7	11,1	8,9	1,3	7,6	2,2	0,2	2,0
mar.	25,3	11,0	-1,0	11,9	14,4	0,4	13,9	7,2	12,5	-0,1	12,5	-5,2	-1,5	-3,8
apr.	22,0	10,1	-0,8	10,8	11,9	0,1	11,8	16,0	4,1	-0,1	4,1	11,9	0,6	11,3
<b>Tassi di crescita</b>														
2009	8,7	8,6	9,9	8,5	9,0	20,5	8,8	7,3	10,4	8,6	10,4	-0,5	-3,2	-0,4
2010	6,2	4,5	6,2	4,4	12,0	7,8	12,0	4,6	7,9	8,0	7,9	-4,6	-41,3	-3,8
2011 3° trim.	5,7	5,5	5,9	5,4	6,5	-24,0	7,0	6,3	6,9	5,2	6,9	4,5	-51,2	5,7
4° trim.	7,2	8,2	6,1	8,3	4,0	-19,6	4,4	5,3	7,3	4,2	7,4	-1,2	-27,6	-0,9
2012 1° trim.	5,8	6,4	3,9	6,6	3,8	-15,4	4,1	4,0	6,1	5,3	6,1	-2,8	-37,6	-2,3

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

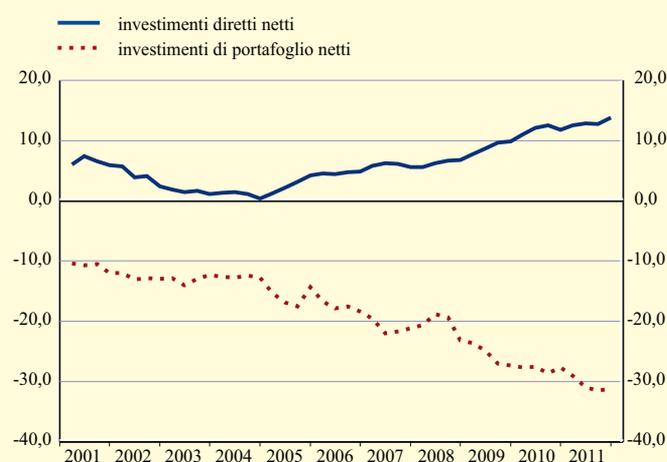
(importi in essere a fine periodo; in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

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

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



### 7.3 Conto finanziario

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

#### 3. Investimenti di portafoglio: attività

	Totale	Azioni e altre partecipazioni					Strumenti di debito									
		Totale	IFM	non IFM		Totale	Obbligazioni e note			Strumenti di mercato monetario						
				Euro-sistema	Amministrazioni pubbliche		IFM	Euro-sistema	non IFM	Amministrazioni pubbliche	Totale	IFM	Euro-sistema	non IFM		
															Amministrazioni pubbliche	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>																
2009	4.341,3	1.514,5	80,8	3,4	1.433,6	36,6	2.426,6	924,6	17,1	1.502,0	36,6	400,2	330,2	44,9	69,9	2,0
2010	4.907,5	1.914,2	93,8	3,6	1.820,5	47,6	2.588,8	810,7	15,6	1.778,1	75,7	404,5	314,9	41,7	89,6	0,2
2011 3° trim.	4.573,8	1.620,4	76,2	3,4	1.544,2	38,1	2.552,5	748,7	17,7	1.803,8	93,9	400,9	301,4	54,9	99,5	0,5
4° trim.	4.744,0	1.706,8	70,6	3,1	1.636,2	39,4	2.579,1	727,4	16,0	1.851,7	94,2	458,2	298,8	57,5	159,4	0,5
<b>Transazioni</b>																
2009	90,4	53,1	-1,3	0,0	54,4	2,5	42,9	-93,0	-3,8	135,9	17,5	-5,6	0,5	-12,9	-6,1	0,9
2010	143,0	76,7	5,6	-0,2	71,1	1,7	106,7	-125,3	-0,9	232,0	51,5	-40,4	-55,7	-11,7	15,3	-1,9
2011	-47,2	-69,0	-18,8	-0,6	-50,2	-7,3	-9,0	-54,1	0,3	45,1	-2,9	30,8	28,7	10,5	2,2	0,2
2011 3° trim.	-63,1	-53,7	-12,9	0,0	-40,8	-2,0	-17,8	-19,4	-0,1	1,6	0,1	8,4	8,1	3,5	0,4	0,0
4° trim.	-46,8	-36,8	-9,2	-0,3	-27,6	-0,9	-21,5	-17,3	-1,7	-4,2	-1,7	11,5	14,8	0,6	-3,3	0,0
2012 1° trim.	102,4	14,5	5,3	0,0	9,2	.	65,0	12,3	0,7	52,7	.	22,9	16,9	-4,4	6,0	.
2011 dic.	17,0	-7,7	-1,6	-0,2	-6,1	.	3,4	-1,9	-9,5	5,2	.	21,3	25,8	15,2	-4,5	.
2012 gen.	28,3	2,9	-0,6	0,0	3,5	.	20,5	1,3	0,8	19,2	.	5,0	2,7	-7,2	2,2	.
feb.	29,6	2,8	0,5	0,0	2,4	.	23,1	5,6	0,1	17,5	.	3,6	1,6	2,4	2,0	.
mar.	44,5	8,8	5,5	0,0	3,3	.	21,4	5,4	-0,2	16,0	.	14,3	12,5	0,4	1,8	.
apr.	-11,2	5,8	-0,9	0,0	6,7	.	-7,4	-13,1	0,7	5,7	.	-9,6	-16,3	1,9	6,7	.
<b>Tassi di crescita</b>																
2009	2,3	3,8	-2,4	-0,6	4,2	8,5	1,8	-9,4	-19,0	10,5	93,4	-2,0	-0,9	-22,3	-7,9	67,2
2010	3,2	4,8	7,0	-5,2	4,7	4,8	4,2	-13,5	-4,9	14,8	122,5	-9,5	-16,0	-25,4	21,1	-91,9
2011 3° trim.	0,9	0,6	-7,3	-8,7	1,0	-16,4	0,5	-14,9	9,3	8,6	130,0	6,1	1,0	0,9	28,1	-4,8
4° trim.	-1,1	-4,0	-21,3	-16,7	-3,1	-15,8	-0,4	-6,9	2,0	2,6	-3,1	7,9	9,8	26,5	2,5	112,5
2012 1° trim.	0,6	-2,9	-15,5	-6,0	-2,3	.	2,0	-3,8	-4,0	4,5	.	7,2	10,1	12,7	-0,7	.

#### 4. Investimenti di portafoglio: passività

	Totale	Azioni e altre partecipazioni			Strumenti di debito							
		Totale	IFM	non IFM	Obbligazioni e note				Strumenti di mercato monetario			
					Totale	IFM	non IFM	Amministrazioni pubbliche	Totale	IFM	non IFM	Amministrazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>												
2009	6.781,9	2.781,9	686,2	2.095,7	3.493,1	1.093,2	2.399,9	1.481,2	506,9	66,2	440,7	409,3
2010	7.442,9	3.150,7	658,0	2.492,7	3.823,0	1.165,4	2.657,5	1.680,3	469,2	77,2	392,0	352,6
2011 3° trim.	7.523,4	2.842,5	618,0	2.224,5	4.148,9	1.222,6	2.926,3	1.844,4	532,0	110,1	421,9	376,8
4° trim.	7.677,3	3.078,2	553,6	2.524,6	4.141,2	1.235,2	2.906,0	1.836,6	457,9	98,2	359,8	315,1
<b>Transazioni</b>												
2009	356,1	124,6	10,7	113,9	140,5	-14,4	154,9	101,3	90,9	-18,5	109,4	144,3
2010	308,1	144,2	-16,3	160,4	184,2	59,1	125,1	194,5	-20,3	19,2	-39,5	-34,9
2011	261,1	120,5	19,9	100,6	167,0	57,5	109,6	100,5	-26,4	18,2	-44,7	-35,8
2011 3° trim.	-28,1	-22,3	-10,6	-11,7	2,1	14,2	-12,0	-22,9	-7,9	-12,7	4,8	17,9
4° trim.	-48,6	42,3	29,0	13,3	-31,5	-31,5	0,1	-4,1	-59,4	0,4	-59,8	-71,6
2012 1° trim.	64,0	33,2	3,7	29,5	14,9	-0,4	15,3	.	15,9	7,7	8,3	.
2011 dic.	-18,6	31,5	3,8	27,7	-20,6	-9,2	-11,3	.	-29,6	-4,5	-25,0	.
2012 gen.	-15,1	9,9	4,1	5,8	-32,0	-6,6	-25,4	.	7,1	-3,4	10,4	.
feb.	49,0	1,2	-2,7	3,9	45,5	6,0	39,5	.	2,3	1,9	0,4	.
mar.	30,1	22,1	2,3	19,8	1,4	0,2	1,2	.	6,6	9,2	-2,6	.
apr.	-20,0	-19,1	-3,2	-15,8	-4,6	3,4	-8,0	.	3,7	-7,6	11,3	.
<b>Tassi di crescita</b>												
2009	5,9	5,4	1,7	6,8	4,1	-1,2	7,0	7,2	23,1	-29,1	33,1	53,5
2010	4,4	5,1	-2,4	7,5	5,1	5,2	5,1	12,9	-4,2	26,3	-9,1	-8,7
2011 3° trim.	5,3	4,5	-2,8	6,5	6,7	10,3	5,2	8,5	-0,4	9,3	-2,4	5,3
4° trim.	3,5	4,0	3,2	4,1	4,5	5,2	4,2	6,1	-4,9	24,6	-10,9	-10,7
2012 1° trim.	2,2	1,7	2,9	1,3	4,2	2,5	4,9	.	-7,2	3,4	-10,1	.

Fonte: BCE.

**7.3 Conto finanziario**

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

**5. Altri investimenti: attività**

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche			Altri settori				
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>															
2009	4.675,9	30,2	29,8	0,4	2.834,7	2.804,2	30,5	122,1	8,4	74,9	15,9	1.688,9	201,4	1.344,7	402,6
2010	5.002,9	32,6	32,0	0,7	2.972,3	2.939,9	32,4	166,3	7,6	117,6	21,0	1.831,8	214,4	1.468,5	428,6
2011 3° trim.	5.294,5	42,4	42,1	0,3	3.206,3	3.148,7	57,6	141,7	7,4	93,5	16,5	1.904,1	228,5	1.518,4	480,5
4° trim.	5.166,5	35,5	35,2	0,3	3.065,7	3.007,3	58,4	165,8	7,5	116,8	30,2	1.899,5	230,4	1.521,0	463,4
<b>Transazioni</b>															
2009	-534,2	0,1	0,0	0,1	-420,4	-399,9	-20,5	11,8	-0,4	10,4	0,2	-125,6	7,5	-129,0	-34,8
2010	179,1	-2,9	-2,9	0,0	8,6	-0,2	8,8	41,7	-0,3	41,3	4,9	131,7	7,6	101,7	46,7
2011	158,9	-2,6	-2,7	0,1	50,3	20,9	29,4	1,5	-0,2	0,9	9,9	109,7	8,3	79,9	53,0
2011 3° trim.	128,4	-2,7	-2,7	0,1	82,7	68,3	14,4	-6,0	-0,1	-6,0	-1,5	54,4	2,4	39,2	19,0
4° trim.	-154,5	-8,2	-8,2	0,0	-156,9	-157,2	0,3	17,0	0,0	17,0	13,3	-6,3	0,2	4,2	-4,1
2012 1° trim.	63,1	1,1	.	.	32,8	.	.	-10,5	.	.	-5,8	39,7	.	.	9,1
2011 dic.	-86,7	-1,4	.	.	-47,6	.	.	0,5	.	.	-1,3	-38,2	.	.	-20,8
2012 gen.	14,4	1,8	.	.	5,5	.	.	-1,6	.	.	0,6	8,7	.	.	-2,0
feb.	21,2	0,1	.	.	12,0	.	.	-8,3	.	.	-6,4	17,3	.	.	4,6
mar.	27,4	-0,9	.	.	15,3	.	.	-0,6	.	.	0,0	13,6	.	.	6,5
apr.	-7,8	-0,1	.	.	5,3	.	.	0,8	.	.	0,7	-13,8	.	.	-3,3
<b>Tassi di crescita</b>															
2009	-10,1	-0,4	-1,4	23,4	-12,8	-12,4	-37,0	10,8	-3,5	17,1	3,5	-6,9	3,8	-8,6	-8,2
2010	3,8	-13,1	-13,0	-9,9	0,4	0,1	27,7	33,2	-3,1	53,2	30,6	7,7	3,7	7,4	11,3
2011 3° trim.	6,9	46,0	46,3	63,4	6,0	5,1	84,1	16,1	-3,6	25,0	9,1	7,2	4,5	7,0	18,0
4° trim.	3,3	-5,3	-5,4	40,4	1,8	0,9	88,4	1,2	-3,2	1,4	51,8	6,1	3,8	5,6	12,6
2012 1° trim.	2,8	-12,3	.	.	0,8	.	.	0,2	.	.	54,2	6,9	.	.	13,2

**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
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>															
2009	4.985,4	251,7	251,3	0,4	3.399,7	3.360,7	39,0	85,2	0,0	80,8	4,4	1.248,8	177,8	929,3	141,7
2010	5.304,0	268,8	265,7	3,1	3.508,6	3.462,6	46,0	153,9	0,0	147,2	6,6	1.372,8	200,8	1.016,2	155,8
2011 3° trim.	5.362,6	315,2	312,3	2,9	3.403,8	3.340,7	63,2	210,2	0,0	204,2	5,9	1.433,4	219,6	1.039,3	174,4
4° trim.	5.307,0	408,9	406,0	2,8	3.212,4	3.144,8	67,6	222,6	0,1	215,9	6,7	1.463,1	221,5	1.073,7	167,9
<b>Transazioni</b>															
2009	-709,9	-233,2	-233,4	0,2	-352,8	-341,6	-11,2	17,2	0,0	17,2	0,0	-141,1	0,8	-127,6	-14,3
2010	117,4	8,9	6,3	2,6	-10,8	-16,7	5,9	65,6	0,0	64,8	0,8	53,7	15,4	14,9	23,4
2011	8,2	134,6	134,8	-0,2	-288,9	-327,6	38,7	72,7	0,0	73,4	-0,6	89,8	10,5	47,1	32,2
2011 3° trim.	127,2	29,8	29,8	0,0	24,3	5,6	18,7	23,2	-0,1	23,2	0,1	49,8	6,3	24,2	19,4
4° trim.	-123,5	87,9	88,0	0,0	-232,2	-240,2	8,0	9,1	0,0	8,9	0,1	11,7	0,6	19,0	-7,9
2012 1° trim.	127,0	-71,4	.	.	185,2	.	.	6,6	.	.	.	6,5	.	.	.
2011 dic.	-55,2	98,2	.	.	-154,3	.	.	5,7	.	.	.	-4,8	.	.	.
2012 gen.	79,3	-35,8	.	.	106,3	.	.	6,3	.	.	.	2,5	.	.	.
feb.	2,3	0,1	.	.	-6,2	.	.	-2,1	.	.	.	10,5	.	.	.
mar.	45,4	-35,7	.	.	85,1	.	.	2,4	.	.	.	-6,5	.	.	.
apr.	4,1	1,0	.	.	2,9	.	.	5,5	.	.	.	-5,3	.	.	.
<b>Tassi di crescita</b>															
2009	-12,3	-48,1	-48,1	.	-9,4	-9,2	-19,8	24,9	.	26,5	-0,7	-9,9	0,3	-11,6	-9,2
2010	2,3	3,4	2,4	.	-0,2	-0,4	15,5	75,5	.	79,7	11,8	4,1	8,5	1,4	15,4
2011 3° trim.	1,2	25,9	25,6	.	-4,3	-5,4	79,4	104,6	.	111,8	-8,4	3,1	10,3	-0,5	19,4
4° trim.	0,2	50,6	51,2	.	-8,3	-9,5	89,7	48,5	.	51,2	-9,0	6,7	5,1	4,7	22,4
2012 1° trim.	2,7	20,0	.	.	-1,3	.	.	29,7	.	.	.	5,4	.	.	.

Fonte: BCE.

## 7.3 Conto finanziario

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

### 7. Riserve ufficiali<sup>1)</sup>

	Riserve ufficiali													Per memoria				
	Totale	Oro monetario		DSP	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera							Altre attività	Altre attività in valuta estera	Deflussi previsti netti a breve termine di valuta estera	Assegnazione di DSP		
		in miliardi di euro	in milioni di once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli			Strumenti finanziari derivati						
		1	2				3	4	5	6	7						8	9
	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 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.	646,7	416,3	346,989	52,9	26,1	151,4	5,5	11,1	135,1	0,6	120,5	14,0	-0,4	0,0	31,4	-24,5	54,5	
4° trim.	667,1	422,1	346,846	54,0	30,2	160,9	5,3	7,8	148,1	0,6	134,3	13,3	-0,4	0,0	97,4	-86,0	55,9	
2012 apr. mag.	679,7	433,4	346,847	53,1	32,2	160,7	5,0	8,9	146,8	-	-	-	0,0	0,3	52,7	-42,7	55,3	
	695,7	435,7	346,848	54,8	33,4	171,4	5,2	8,6	158,3	-	-	-	-0,7	0,4	51,0	-41,6	57,3	
	Transazioni																	
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	10,5	0,0	-	-0,1	4,9	5,7	-5,4	6,7	4,3	0,0	10,6	-6,3	0,0	0,0	-	-	-	
2011	10,2	0,1	-	-1,6	12,9	-1,1	-2,3	-8,2	9,3	-0,2	16,2	-6,8	0,0	0,0	-	-	-	
2011 3° trim.	-3,7	0,0	-	0,2	2,4	-6,3	0,3	-2,9	-3,8	0,0	3,0	-6,7	0,0	0,0	-	-	-	
4° trim.	6,8	0,0	-	-0,4	3,1	4,1	-0,5	-3,0	7,4	-0,2	8,8	-1,2	0,1	0,0	-	-	-	
2012 1° trim.	1,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	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	3,7	-43,3	76,2	3,6	-5,2	10,3	-24,5	-	-	-	-	-	
2011 3° trim.	0,9	0,0	-	-2,0	64,6	-2,8	-27,0	-37,0	3,2	1,9	9,9	-42,4	-	-	-	-	-	
4° trim.	1,6	0,0	-	-3,0	82,2	-1,1	-30,0	-52,4	6,9	-21,6	14,6	-45,3	-	-	-	-	-	
2012 1° trim.	-0,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	

### 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 2° trim.	11.057,2	4.729,2	522,7	3.961,4	209,6	212,9	1.421,5	2.329,9	278,0	4.604,5	2.423,3
3° trim.	11.464,2	4.896,6	532,0	4.148,9	219,7	246,4	1.420,7	2.431,3	315,2	4.736,6	2.560,4
4° trim.	11.338,1	4.840,4	457,9	4.141,2	221,5	245,0	1.432,0	2.374,3	408,9	4.545,7	2.577,2
	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	22,2	2,8	51,1	24,7
2010	120,4	53,4	5,1	41,8	2,2	2,3	15,5	23,9	2,9	51,9	26,1
2011 2° trim.	118,9	50,8	5,6	42,6	2,3	2,3	15,3	25,0	3,0	49,5	26,0
3° trim.	122,5	52,3	5,7	44,3	2,3	2,6	15,2	26,0	3,4	50,6	27,3
4° trim.	120,5	51,4	4,9	44,0	2,4	2,6	15,2	25,2	4,3	48,3	27,4

Fonte: BCE.

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

**7.3 Conto finanziario**

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

**9. Scomposizione geografica**

	Totale	Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro						Canada	Cina	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>2010</b>	<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>														
<b>Investimenti diretti</b>	1.083,3	116,9	3,8	-6,6	-170,8	291,8	-1,3	50,4	57,1	-3,9	178,9	-23,2	42,7	-0,3	664,8
All'estero	4.798,2	1.490,8	36,2	141,7	994,2	318,7	0,0	154,7	61,5	87,2	479,5	899,7	586,7	0,0	1.037,9
Azioni/utili reinvestiti	3.667,1	1.114,0	32,2	88,8	733,5	259,4	0,0	121,4	49,5	65,8	374,0	637,1	501,8	0,0	803,6
Debito	1.131,1	376,8	4,0	52,9	260,7	59,2	0,0	33,3	12,0	21,4	105,6	262,7	85,0	0,0	234,3
Nell'area dell'euro	3.714,8	1.374,0	32,5	148,4	1.165,0	26,9	1,3	104,3	4,4	91,1	300,6	922,9	544,1	0,4	373,1
Azioni/utili reinvestiti	2.820,2	1.121,1	22,5	133,9	958,4	4,9	1,3	91,7	3,4	73,5	201,8	702,5	387,3	0,1	238,8
Debito	894,6	252,9	10,0	14,4	206,6	21,9	0,0	12,6	1,0	17,6	98,8	220,4	156,7	0,2	134,3
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	4.907,5	1.550,5	84,0	189,3	1.054,9	103,5	118,9	110,8	59,5	203,6	134,6	1.557,4	460,8	30,8	799,6
Azioni	1.914,2	379,4	13,7	46,0	300,5	18,1	1,1	44,6	57,2	106,3	117,5	574,9	243,0	1,4	390,1
Strumenti di debito	2.993,3	1.171,1	70,3	143,3	754,4	85,3	117,8	66,3	2,2	97,3	17,1	982,5	217,8	29,4	409,6
Obbligazioni e note	2.588,8	1.031,4	63,0	121,3	646,1	83,8	117,2	61,8	1,4	44,3	11,7	836,1	208,6	29,0	364,5
Strumenti di mercato monetario	404,5	139,7	7,3	21,9	108,3	1,6	0,6	4,5	0,8	53,0	5,5	146,4	9,2	0,4	45,1
<b>Altri investimenti</b>	-301,1	-241,1	54,8	1,5	-202,0	85,9	-181,2	-7,3	-8,0	19,9	-34,4	-94,6	-5,0	-25,2	94,7
Attività	5.002,9	2.295,1	112,6	96,9	1.869,7	198,5	17,4	28,5	38,7	103,7	275,2	713,1	588,7	48,8	911,2
Amministrazioni pubbliche	166,3	55,0	0,8	6,5	34,6	2,1	11,0	1,9	3,2	2,6	1,2	13,7	3,6	31,8	53,2
IFM	3.004,9	1.576,0	90,7	52,9	1.268,2	160,9	3,3	15,6	12,1	72,6	136,3	375,8	367,6	16,5	432,4
Altri settori	1.831,8	664,0	21,1	37,5	566,9	35,5	3,1	11,0	23,4	28,5	137,7	323,6	217,4	0,6	425,5
Passività	5.304,0	2.536,1	57,9	95,4	2.071,7	112,6	198,6	35,8	46,7	83,8	309,6	807,8	593,6	74,0	816,5
Amministrazioni pubbliche	153,9	92,1	0,2	0,5	57,1	0,2	34,1	0,1	0,1	0,1	0,8	27,3	1,7	27,6	4,1
IFM	3.777,4	1.855,6	45,5	63,8	1.555,6	84,5	106,1	27,6	22,1	50,4	233,4	491,5	475,5	43,4	577,9
Altri settori	1.372,8	588,4	12,2	31,1	458,9	27,9	58,3	8,2	24,6	33,2	75,4	289,0	116,5	3,0	234,5
<b>dal 1° trim. 2011 al 4° trim. 2011</b>	<b>Transazioni cumulate</b>														
<b>Investimenti diretti</b>	151,1	78,1	-2,1	-5,5	64,1	21,5	0,0	2,5	11,5	-0,1	-13,4	1,9	25,8	0,0	44,8
All'estero	348,3	97,0	2,4	-0,3	71,0	23,9	0,0	10,7	14,6	0,5	19,2	85,9	41,9	0,0	78,3
Azioni/utili reinvestiti	303,1	80,3	1,9	-1,0	58,7	20,6	0,0	11,1	9,7	1,2	23,0	67,1	45,8	0,0	64,8
Debito	45,2	16,7	0,5	0,6	12,3	3,3	0,0	-0,4	5,0	-0,7	-3,8	18,8	-3,9	0,0	13,5
Nell'area dell'euro	197,2	18,9	4,5	5,1	6,9	2,4	0,0	8,2	3,2	0,6	32,6	84,0	16,1	0,0	33,5
Azioni/utili reinvestiti	208,0	26,9	0,9	7,1	17,2	1,8	0,0	14,7	0,4	1,3	15,8	90,6	21,6	0,0	36,6
Debito	-10,8	-8,0	3,6	-1,9	-10,3	0,7	0,0	-6,5	2,8	-0,7	16,7	-6,6	-5,5	0,0	-3,0
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	-47,2	-5,8	-0,4	10,4	-40,1	2,0	22,4	-4,7	5,4	1,0	-5,4	0,4	-27,5	2,8	-13,4
Azioni	-69,0	-13,1	-0,8	-0,2	-12,2	-0,3	0,4	3,3	4,0	-5,4	-7,3	-22,3	-9,1	-0,4	-18,8
Strumenti di debito	21,8	7,4	0,4	10,6	-28,0	2,3	22,0	-8,0	1,4	6,4	1,8	22,6	-18,4	3,2	5,4
Obbligazioni e note	-9,0	7,9	3,4	3,1	-15,8	1,3	15,9	-7,6	0,9	-5,2	1,3	-1,9	-20,4	2,4	13,7
Strumenti di mercato monetario	30,8	-0,5	-3,0	7,5	-12,1	0,9	6,1	-0,4	0,5	11,6	0,5	24,6	2,1	0,9	-8,3
<b>Altri investimenti</b>	150,7	8,7	1,1	-26,5	86,8	-10,9	-41,9	1,1	0,7	-4,7	-33,4	147,2	127,6	-41,2	-55,3
Attività	158,9	-6,9	-7,5	3,2	3,9	-8,2	1,7	0,4	11,8	1,1	9,1	84,2	58,7	-12,5	13,0
Amministrazioni pubbliche	1,5	9,8	0,8	-1,9	10,5	-0,4	0,8	0,0	-0,1	-0,5	0,0	-4,9	-1,0	0,4	-2,2
IFM	47,7	-81,4	-9,7	1,0	-64,5	-8,9	0,6	-1,2	9,5	3,2	0,2	80,8	49,8	-13,0	-0,2
Altri settori	109,7	64,7	1,4	4,0	57,9	1,0	0,4	1,6	2,4	-1,5	8,9	8,3	9,9	0,1	15,4
Passività	8,2	-15,6	-8,6	29,7	-83,0	2,6	43,6	-0,7	11,1	5,8	42,5	-63,0	-68,9	28,7	68,3
Amministrazioni pubbliche	72,7	29,3	0,0	-0,1	1,0	-0,1	28,5	0,0	0,0	0,0	0,3	7,2	-0,3	36,3	0,1
IFM	-154,3	-90,0	-6,0	26,9	-124,2	4,2	9,2	-2,5	7,9	6,9	40,4	-72,4	-75,5	-7,9	38,8
Altri settori	89,8	45,1	-2,6	3,0	40,3	-1,5	5,9	1,9	3,2	-1,1	1,8	2,2	7,0	0,3	29,5

Fonte: BCE.

## 7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup>

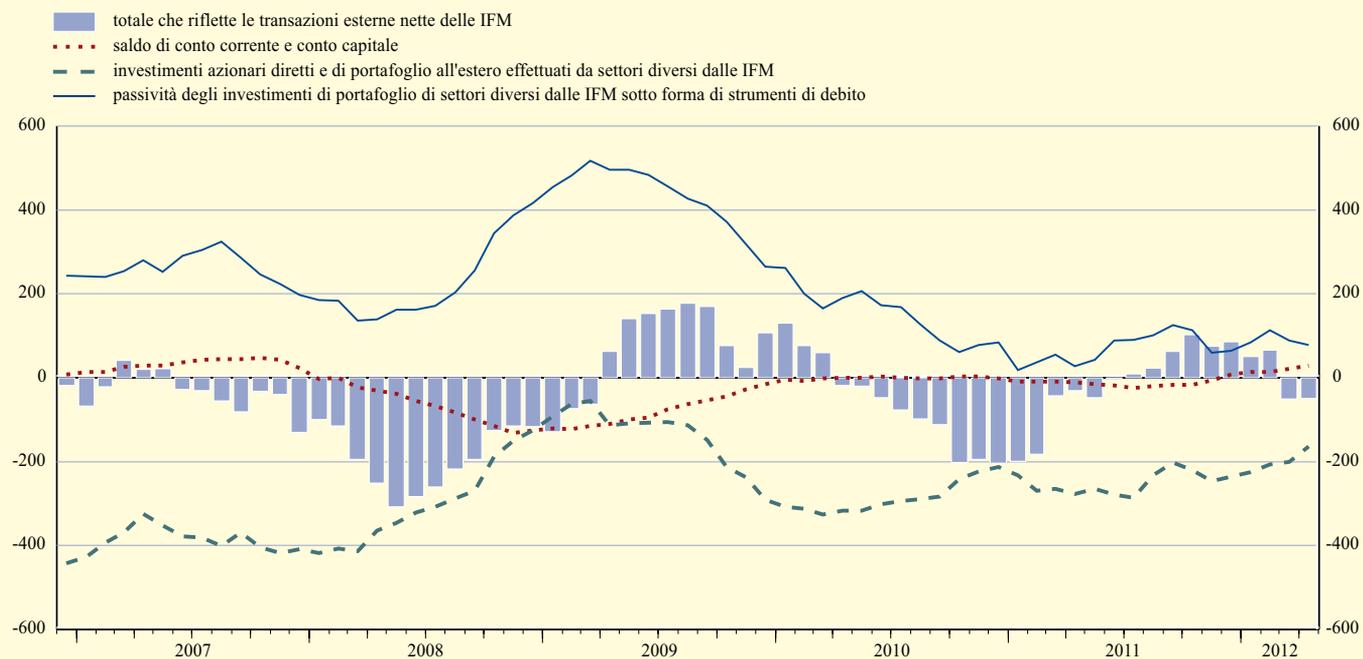
(miliardi di euro; transazioni)

### Voci di bilancia dei pagamenti che riflettono le transazioni nette delle IFM

	Totale	Saldo di conto corrente e conto capitale	Transazioni di istituzioni diverse dalle IFM								Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni
			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio				Altri investimenti			
			All'estero da residenti	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività		Passività		Attività	Passività		
					Azioni	Strumenti di debito	Azioni	Strumenti di debito				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2009	107,7	-15,7	-312,7	226,7	-54,4	-129,8	114,0	265,4	113,8	-123,6	20,0	4,1
2010	-203,6	-1,7	-259,9	163,1	-70,9	-247,3	160,5	84,8	-172,6	119,2	18,5	2,7
2011	85,7	7,6	-335,0	197,1	50,2	-47,3	100,6	64,9	-111,2	162,5	-20,8	17,0
2011 1° trim.	81,0	-18,9	-120,5	82,6	5,5	-24,0	98,8	-0,1	-16,3	50,2	-0,4	24,2
2° trim.	19,6	-17,9	-53,7	28,5	-23,7	-28,8	0,2	132,0	-35,8	18,5	3,6	-3,3
3° trim.	7,5	4,4	-56,0	37,2	40,8	-2,0	-11,7	-7,2	-48,4	73,1	-14,8	-7,9
4° trim.	-22,4	39,9	-104,7	48,7	27,6	7,5	13,3	-59,8	-10,7	20,8	-9,2	4,1
2012 1° trim.	-55,6	-5,0	-67,4	39,1	-9,2	-58,8	29,5	23,6	-29,2	13,2	-3,5	12,1
2011 apr.	-21,6	-5,1	-46,4	20,8	-14,2	-14,0	4,6	13,7	-0,1	6,0	3,3	9,8
mag.	-0,9	-13,5	-7,0	3,2	-2,1	-18,5	-15,4	73,4	-29,6	15,6	-1,6	-5,4
giu.	42,1	0,8	-0,3	4,5	-7,4	3,7	10,9	44,9	-6,1	-3,1	1,9	-7,7
lug.	-18,1	3,2	-31,0	12,2	3,9	-16,5	14,5	-21,4	-7,6	21,3	0,3	3,0
ago.	10,7	0,6	1,0	7,7	27,2	1,8	-14,4	-17,1	-12,0	23,9	-8,0	-0,1
set.	14,9	0,6	-26,1	17,3	9,7	12,7	-11,7	31,3	-28,8	27,8	-7,1	-10,9
ott.	-39,4	5,2	-19,7	13,7	4,4	8,9	-22,9	0,8	-42,4	18,6	-2,2	-3,9
nov.	-28,8	11,5	-47,6	4,5	17,1	-0,6	8,5	-24,2	-6,0	1,3	-3,8	10,4
dic.	45,9	23,3	-37,5	30,4	6,1	-0,8	27,7	-36,4	37,7	0,9	-3,2	-2,4
2012 gen.	-50,6	-10,0	-24,2	20,7	-3,5	-21,5	5,8	-15,0	-7,2	8,8	-4,1	-0,4
feb.	18,4	-4,0	-17,4	9,7	-2,4	-19,5	3,9	39,9	-9,0	8,5	4,9	3,8
mar.	-23,4	9,1	-25,9	8,7	-3,3	-17,8	19,8	-1,4	-13,0	-4,0	-4,3	8,7
apr.	-19,7	2,0	-22,6	15,5	-6,7	-12,4	-15,8	3,3	13,0	0,1	2,4	1,5
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2012 apr.	-49,1	28,7	-258,1	148,2	43,0	-80,5	10,9	78,1	-110,9	119,6	-24,7	-3,4

## F38 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

**7.5 Commercio di beni**
**1. Esportazioni e importazioni in valore e in volume, per categoria merceologica<sup>1)</sup>**  
(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Settore manifatturiero	Totale			Per memoria: Settore mani- fatturiero	Petrolio		
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2010	20,0	22,5	1.533,6	764,2	311,5	419,9	1.268,8	1.547,9	948,3	230,0	348,3	1.019,8	250,1
2011	12,9	12,6	1.738,6	872,8	351,2	472,2	1.423,3	1.747,3	1.119,1	236,4	364,5	1.098,5	319,8
2011 2° trim.	13,2	13,1	430,4	216,6	87,5	116,1	351,6	437,9	281,7	59,0	90,3	276,8	78,0
3° trim.	9,6	9,8	437,1	219,7	87,7	118,9	358,4	441,5	284,1	59,4	91,7	276,2	82,7
4° trim.	8,5	4,8	444,7	222,0	90,4	121,2	363,6	432,8	276,5	58,5	90,5	268,2	84,8
2012 1° trim.	8,6	3,7	464,2	232,1	93,1	126,7	374,8	451,4	291,1	61,2	90,7	272,7	89,8
2011 nov.	10,3	4,6	149,0	74,2	31,3	40,2	122,0	144,0	92,3	19,6	30,1	88,7	28,7
dic.	9,6	1,7	151,3	75,1	31,1	41,6	124,9	144,5	92,3	19,3	30,2	90,0	28,0
2012 gen.	11,0	4,1	153,2	76,8	30,2	41,6	122,8	148,0	94,6	20,4	30,2	90,6	29,6
feb.	11,1	7,2	156,3	78,0	32,0	42,7	126,5	152,4	99,3	20,3	30,7	92,1	29,5
mar.	4,5	0,4	154,7	77,4	30,8	42,4	125,5	151,0	97,3	20,4	29,7	90,0	30,6
apr.	6,1	-0,9	152,7	74,6	31,4	43,0	123,2	146,5	92,5	20,1	31,0	88,9	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2010	14,9	10,7	136,8	132,4	138,5	143,6	133,9	121,1	113,3	131,7	143,2	128,1	104,8
2011	7,5	2,6	147,7	142,2	152,2	154,6	145,1	124,2	117,0	133,8	143,3	133,1	101,3
2011 2° trim.	8,4	3,0	147,2	141,3	153,3	154,0	144,4	124,7	117,3	135,0	144,5	135,1	96,3
3° trim.	5,4	2,9	148,3	142,7	152,6	155,4	146,1	125,4	118,6	136,2	143,3	134,1	104,4
4° trim.	3,4	-2,9	149,5	143,4	154,4	156,9	146,8	121,5	114,2	131,3	140,0	129,5	105,0
2012 1° trim.	4,5	-1,9	152,7	146,9	157,4	159,2	149,0	122,3	115,9	131,4	136,9	128,5	101,3
2011 ott.	0,3	0,2	145,6	140,4	144,9	153,2	141,3	122,0	114,1	134,3	140,5	129,8	105,5
nov.	5,1	-3,9	151,0	144,8	160,7	156,5	148,6	121,7	114,9	132,3	139,8	129,1	106,7
dic.	4,8	-5,0	151,9	145,0	157,5	161,0	150,6	120,7	113,5	127,4	139,6	129,5	102,8
2012 gen.	7,1	-1,5	152,2	146,9	154,0	157,8	147,1	121,3	114,7	131,2	136,2	127,8	105,1
feb.	6,3	0,5	153,2	146,9	162,2	159,6	149,9	123,7	118,3	130,7	139,5	130,1	99,9
mar.	0,8	-4,5	152,7	147,0	156,2	160,2	149,9	121,9	114,7	132,2	135,2	127,7	98,9

**2. Prezzi<sup>2)</sup>**  
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (f.o.b.) <sup>3)</sup>							Prezzi all'importazione dei prodotti industriali (c.i.f.)						
	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Settore mani- fatturiero	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Settore mani- fatturiero		
		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale	100,0	100,0	33,1	44,5	17,9	4,5	99,2	100,0	100,0	28,4	27,9	22,1	21,6	81,1
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 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	0,5	3,4	24,0	2,8
2012 1° trim.	112,9	3,1	1,7	2,0	2,5	17,5	3,0	123,0	4,8	-1,3	1,2	2,2	14,8	1,5
2011 dic.	111,4	3,1	3,1	1,9	2,2	14,8	3,0	120,2	5,7	-1,0	0,6	2,8	17,8	1,8
2012 gen.	112,6	3,2	2,2	2,0	2,5	17,7	3,2	121,9	5,2	-1,4	1,5	2,4	16,2	1,9
feb.	112,9	3,1	1,6	2,0	2,5	18,7	3,0	122,9	4,7	-1,5	1,0	2,0	15,3	1,3
mar.	113,3	2,9	1,3	2,1	2,4	16,4	2,8	124,2	4,5	-1,0	1,1	2,3	12,9	1,2
apr.	113,5	2,8	1,1	2,4	2,5	12,0	2,7	123,7	3,2	-1,0	1,2	2,7	8,1	1,1
mag.	113,2	2,6	1,0	2,4	2,7	8,8	2,5	122,3	3,3	0,5	2,2	3,3	.	2,1

Fonte: Eurostat.

- I raggruppamenti dei prodotti seguono la classificazione per destinazione economica (*Broad Economic Categories - BEC*). A differenza dei raggruppamenti della tavola 2, i beni intermedi e i beni di consumo comprendono i prodotti agricoli ed energetici.
- I raggruppamenti di prodotti seguono la classificazione dei "Raggruppamenti principali di industrie". A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e di consumo non includono i prodotti agricoli ed energetici. Il settore manifatturiero ha una composizione diversa rispetto ai dati indicati nelle colonne 7 e 12 della tavola 1. I dati riportati sono indici dei prezzi che indicano variazioni pure dei prezzi per un paniere di prodotti e non sono semplici rapporti dei valori e dei volumi indicati nella tavola 1, i quali risentono delle variazioni della composizione e della qualità dei beni scambiati. Questi indici differiscono dai deflatori del PIL per le importazioni e le esportazioni (cfr. tavola 3 della sezione 5.1), poiché questi ultimi comprendono tutti i beni e i servizi nonché anche il commercio transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro.
- I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono agli scambi diretti tra produttori interni e clienti non nazionali. A differenza dei dati riportati nella tavola 1 per i valori e i volumi, non sono incluse le esportazioni da parte di grossisti e le reimportazioni.

## 7.5 Commercio di beni

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

### 3. Scomposizione per area geografica

	Totale	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia		Africa	America Latina	Altri paesi	
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone				
															1
<b>Esportazioni (f.o.b.)</b>															
2010	1.533,6	30,1	52,6	194,8	208,2	63,0	92,8	47,4	180,6	356,6	94,8	34,6	104,0	73,4	130,1
2011	1.738,6	32,9	60,3	213,6	241,1	79,8	108,9	56,7	197,6	406,2	115,3	39,4	111,3	84,5	145,7
2010 4° trim.	405,8	8,2	14,2	50,3	55,9	17,4	24,8	13,3	46,3	93,5	25,5	9,0	27,2	19,0	35,7
2011 1° trim.	426,4	8,1	14,9	53,0	59,2	18,6	25,8	15,2	49,4	99,6	28,7	9,3	27,9	20,2	34,7
2° trim.	430,4	8,2	15,4	52,6	60,5	19,8	26,1	14,3	48,3	98,7	27,5	9,5	27,0	20,7	38,8
3° trim.	437,1	8,3	15,6	53,7	61,1	20,6	28,8	13,6	48,6	101,7	28,7	10,2	27,9	21,7	35,4
4° trim.	444,7	8,3	14,4	54,3	60,3	20,8	28,2	13,5	51,3	106,2	30,5	10,5	28,6	21,9	36,8
2012 1° trim.	464,2	8,4	15,0	56,2	61,4	22,2	29,4	14,6	55,1	109,1	31,4	10,5	30,9	24,0	38,0
2011 nov.	149,0	2,8	4,7	18,3	20,3	7,0	9,4	4,4	17,5	35,5	10,2	3,5	9,6	7,2	12,3
dic.	151,3	2,8	4,9	18,3	20,4	7,2	9,5	4,7	18,0	36,2	10,1	3,4	9,8	7,9	11,7
2012 gen.	153,2	2,8	5,0	18,7	20,2	7,1	9,9	4,7	18,2	35,8	10,4	3,5	9,7	7,7	13,3
feb.	156,3	2,8	5,1	19,2	20,9	7,5	9,8	4,8	18,5	37,2	10,9	3,6	10,3	8,0	12,2
mar.	154,7	2,8	5,0	18,4	20,3	7,5	9,7	5,0	18,4	36,1	10,1	3,5	10,9	8,3	12,4
apr.	152,7	.	.	.	.	7,5	9,6	4,7	17,2	35,0	9,8	3,6	10,4	7,9	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2011	100,0	1,9	3,5	12,3	13,9	4,6	6,3	3,3	11,4	23,4	6,6	2,3	6,4	4,9	8,4
<b>Importazioni (c.i.f.)</b>															
2010	1.547,9	27,4	47,3	147,8	195,4	112,2	72,8	30,7	129,9	494,9	208,7	51,4	118,9	75,3	95,4
2011	1.747,3	29,8	53,2	166,6	226,5	138,6	80,2	34,8	139,8	548,4	217,0	52,5	128,2	90,4	110,9
2010 4° trim.	408,6	7,0	12,5	38,7	52,3	30,3	17,9	8,1	34,3	128,6	54,3	13,0	32,6	20,9	25,4
2011 1° trim.	435,1	7,3	13,2	40,9	55,6	35,9	19,1	9,0	35,7	135,7	54,9	13,7	34,8	21,5	26,5
2° trim.	437,9	7,6	13,4	41,2	56,5	34,4	19,4	8,8	34,3	139,9	55,6	12,8	30,7	22,0	29,8
3° trim.	441,5	7,4	13,9	42,4	57,2	33,0	22,0	8,5	34,5	139,3	54,6	13,3	31,2	23,4	28,7
4° trim.	432,8	7,6	12,7	42,0	57,3	35,3	19,8	8,5	35,4	133,5	51,8	12,8	31,5	23,4	25,9
2012 1° trim.	451,4	7,2	13,2	42,4	57,4	37,6	20,0	8,4	37,5	135,1	53,0	12,4	38,5	23,6	30,6
2011 nov.	144,0	2,6	4,3	14,0	19,3	11,7	6,8	2,7	11,7	44,5	17,0	4,2	10,3	7,7	8,3
dic.	144,5	2,5	4,2	14,1	19,2	11,5	6,4	2,9	11,8	44,2	17,2	4,3	10,6	8,1	9,2
2012 gen.	148,0	2,4	4,4	14,0	18,9	11,8	6,8	2,7	12,3	44,6	17,7	4,1	12,0	7,8	10,4
feb.	152,4	2,5	4,4	14,5	19,3	12,7	6,8	2,8	12,5	46,2	18,4	4,2	13,3	8,2	9,1
mar.	151,0	2,3	4,4	13,9	19,1	13,1	6,4	2,8	12,6	44,4	16,9	4,0	13,2	7,7	11,1
apr.	146,5	.	.	.	.	11,8	6,1	2,8	12,1	44,2	18,1	3,9	12,7	7,5	.
<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	7,3	5,2	6,3
<b>Saldo</b>															
2010	-14,3	2,7	5,3	47,0	12,7	-49,1	20,0	16,8	50,7	-138,3	-113,8	-16,8	-14,9	-1,8	34,7
2011	-8,7	3,0	7,1	47,0	14,6	-58,8	28,7	21,9	57,8	-142,2	-101,7	-13,1	-16,9	-5,8	34,9
2010 4° trim.	-2,8	1,2	1,7	11,7	3,6	-12,9	6,9	5,2	12,0	-35,2	-28,8	-4,0	-5,3	-1,9	10,2
2011 1° trim.	-8,6	0,8	1,7	12,1	3,6	-17,3	6,8	6,2	13,7	-36,1	-26,3	-4,4	-6,9	-1,3	8,2
2° trim.	-7,5	0,6	2,0	11,3	4,0	-14,6	6,7	5,5	14,1	-41,2	-28,1	-3,2	-3,7	-1,3	9,0
3° trim.	-4,4	0,9	1,7	11,3	3,9	-12,4	6,8	5,1	14,1	-37,6	-26,0	-3,1	-3,3	-1,7	6,7
4° trim.	11,9	0,7	1,7	12,3	3,0	-14,5	8,4	5,1	15,9	-27,3	-21,3	-2,3	-2,9	-1,5	11,0
2012 1° trim.	12,8	1,2	1,8	13,8	4,0	-15,4	9,5	6,2	17,6	-26,0	-21,6	-1,8	-7,5	0,3	7,4
2011 nov.	5,0	0,1	0,4	4,2	1,0	-4,7	2,6	1,7	5,8	-8,9	-6,8	-0,8	-0,7	-0,4	4,0
dic.	6,9	0,3	0,7	4,2	1,2	-4,3	3,1	1,8	6,3	-8,0	-7,1	-0,8	-0,8	-0,2	2,6
2012 gen.	5,2	0,4	0,6	4,7	1,3	-4,7	3,1	2,0	5,9	-8,7	-7,3	-0,6	-2,3	-0,1	3,0
feb.	3,9	0,3	0,7	4,6	1,5	-5,1	3,0	2,0	6,0	-9,0	-7,6	-0,7	-3,0	-0,2	3,1
mar.	3,7	0,5	0,6	4,5	1,2	-5,6	3,3	2,2	5,7	-8,3	-6,8	-0,5	-2,2	0,6	1,3
apr.	6,2	.	.	.	.	-4,3	3,5	2,0	5,1	-9,2	-8,3	-0,3	-2,3	0,4	.

Fonte: Eurostat.



## TASSI DI CAMBIO

### 8.1 Tassi di cambio effettivi <sup>1)</sup>

(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	TCE-20						TCE-40	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM reale	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2009	110,6	109,2	104,3	104,9	118,7	105,0	119,7	106,8
2010	103,6	101,6	98,1	96,8	107,7	97,2	111,4	98,1
2011	103,4	100,7	97,6	95,1	107,1	95,8	112,1	97,6
2011 2° trim.	105,2	102,6	99,3	97,1	108,7	97,7	113,5	99,0
3° trim.	103,5	100,6	97,6	95,1	107,7	95,6	112,5	97,7
4° trim.	102,1	99,4	96,3	93,2	106,6	94,5	111,6	97,0
2012 1° trim.	99,5	96,9	94,4	90,5	104,1	91,6	108,3	94,1
2° trim.	98,2	95,9	93,4	.	.	.	107,4	93,2
2011 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	100,2	97,0	-	-	-	112,6	97,8
nov.	102,6	99,9	96,7	-	-	-	112,1	97,4
dic.	100,8	98,1	95,1	-	-	-	110,3	95,8
2012 gen.	98,9	96,3	93,6	-	-	-	108,0	93,7
feb.	99,6	97,2	94,6	-	-	-	108,4	94,2
mar.	99,8	97,3	94,8	-	-	-	108,6	94,3
apr.	99,5	97,1	94,4	-	-	-	108,4	94,2
mag.	98,0	95,7	93,3	-	-	-	107,2	93,0
giu.	97,2	94,8	92,6	-	-	-	106,6	92,4
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2012 giu.	-0,9	-1,0	-0,8	-	-	-	-0,6	-0,7
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2012 giu.	-7,4	-7,3	-6,5	-	-	-	-6,0	-6,5

### F39 Tassi di cambio effettivi

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)

- TCE-20 nominale
- TCE-20 deflazionato sulla base dell'IPC reale



### F40 Tassi di cambio bilaterali

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)

- USD/EUR
- JPY/EUR
- - - GBP/EUR



Fonte: BCE.

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

## 8.2 Tassi di cambio bilaterali

(medie nel periodo indicato; unità di valuta nazionale per euro)

	Lev bulgaro 1	Corona ceca 2	Corona danese 3	Lat lettone 4	Litas lituano 5	Fiorino ungherese 6	Zloty polacco 7	Nuovo leu romeno 8	Corona svedese 9	Sterlina britannica 10	Kuna croata 11	Nuova lira turca 12
2009	1,9558	26,435	7,4462	0,7057	3,4528	280,33	4,3276	4,2399	10,6191	0,89094	7,3400	2,1631
2010	1,9558	25,284	7,4473	0,7087	3,4528	275,48	3,9947	4,2122	9,5373	0,85784	7,2891	1,9965
2011	1,9558	24,590	7,4506	0,7063	3,4528	279,37	4,1206	4,2391	9,0298	0,86788	7,4390	2,3378
2011 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
2° trim.	1,9558	25,269	7,4349	0,6981	3,4528	293,98	4,2595	4,4293	8,9133	0,80998	7,5280	2,3157
2011 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
apr.	1,9558	24,809	7,4393	0,6993	3,4528	294,81	4,1782	4,3789	8,8650	0,82188	7,4991	2,3520
mag.	1,9558	25,313	7,4335	0,6981	3,4528	293,67	4,2937	4,4412	8,9924	0,80371	7,5383	2,3149
giu.	1,9558	25,640	7,4325	0,6969	3,4528	293,57	4,2973	4,4626	8,8743	0,80579	7,5434	2,2837
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2012 giu.	0,0	1,3	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,5	-1,3	0,3	0,1	-1,3
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2012 giu.	0,0	5,6	-0,3	-1,7	0,0	10,0	8,2	6,4	-2,6	-9,2	1,8	-1,0
	Dollaro australiano 13	Real brasiliano 14	Dollaro canadese 15	Yuan renminbi cinese 16	Dollaro di Hong Kong 17	Rupia indiana <sup>1)</sup> 18	Rupia indonesiana 19	Shekel israeliano 20	Yen giapponese 21	Ringgit malese 22		
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 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		
2° trim.	1,2699	2,5167	1,2949	8,1072	9,9460	69,3757	11.932,86	4,9021	102,59	3,9918		
2011 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		
apr.	1,2718	2,4405	1,3068	8,2921	10,2163	68,1939	12.068,69	4,9362	107,00	4,0277		
mag.	1,2825	2,5357	1,2916	8,0806	9,9291	69,6407	11.913,51	4,8974	101,97	3,9688		
giu.	1,2550	2,5658	1,2874	7,9676	9,7192	70,1673	11.830,22	4,8763	99,26	3,9836		
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2012 giu.	-2,1	1,2	-0,3	-1,4	-2,1	0,8	-0,7	-0,4	-2,7	0,4		
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2012 giu.	-7,5	12,3	-8,5	-14,5	-13,2	8,8	-4,0	-0,8	-14,2	-8,6		
	Peso messicano 23	Dollaro neozelandese 24	Corona norvegese 25	Peso filippino 26	Rublo russo 27	Dollaro di Singapore 28	Rand sudafricano 29	Won sudcoreano 30	Franco svizzero 31	Baht thailandese 32	Dollaro statunitense 33	
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 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	
2° trim.	17,3620	1,6241	7,5582	54,813	39,8768	1,6200	10,4214	1.477,96	1,2015	40,101	1,2814	
2011 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	
apr.	17,1900	1,6095	7,5698	56,145	38,8087	1,6459	10,3060	1.495,40	1,2023	40,639	1,3162	
mag.	17,4237	1,6538	7,5655	54,908	39,5585	1,6152	10,4412	1.481,36	1,2012	40,077	1,2789	
giu.	17,4529	1,6062	7,5401	53,510	41,1766	1,6016	10,5050	1.458,61	1,2011	39,640	1,2526	
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2012 giu.	0,2	-2,9	-0,3	-2,5	4,1	-0,8	0,6	-1,5	0,0	-1,1	-2,1	
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2012 giu.	2,7	-9,1	-3,7	-14,3	2,3	-9,8	7,4	-6,2	-0,7	-9,8	-12,9	

Fonte: BCE.

1) Per questa valuta la BCE calcola e pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° gennaio 2009. I dati precedenti vanno intesi come indicativi.



## INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO

### 9.1 Indicatori economici e finanziari negli altri Stati membri dell'UE (variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Bulgaria	Repubblica Ceca	Danimarca	Lettonia	Lituania	Ungheria	Polonia	Romania	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>IACP</b>										
2010	3,0	1,2	2,2	-1,2	1,2	4,7	2,7	6,1	1,9	3,3
2011	3,4	2,1	2,7	4,2	4,1	3,9	3,9	5,8	1,4	4,5
2011 4° trim.	2,5	2,8	2,5	4,1	4,0	4,1	4,2	3,4	0,9	4,7
2012 1° trim.	1,9	4,0	2,8	3,3	3,6	5,6	4,2	2,7	0,9	3,5
2012 mar.	1,7	4,2	2,7	3,2	3,7	5,5	3,9	2,5	1,1	3,5
apr.	2,0	4,0	2,3	2,8	3,3	5,6	4,0	1,9	1,0	3,0
mag.	1,8	3,5	2,1	2,3	2,6	5,4	3,6	2,0	0,9	2,8
<b>Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL</b>										
2009	-4,3	-5,8	-2,7	-9,8	-9,4	-4,6	-7,4	-9,0	-0,7	-11,5
2010	-3,1	-4,8	-2,5	-8,2	-7,2	-4,2	-7,8	-6,8	0,3	-10,2
2011	-2,1	-3,1	-1,8	-3,5	-5,5	4,3	-5,1	-5,2	0,3	-8,3
<b>Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL</b>										
2009	14,6	34,4	40,6	36,7	29,4	79,8	50,9	23,6	42,6	69,6
2010	16,3	38,1	42,9	44,7	38,0	81,4	54,8	30,5	39,4	79,6
2011	16,3	41,2	46,5	42,6	38,5	80,6	56,3	33,3	38,4	85,7
<b>Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno; media nel periodo</b>										
2011 dic.	5,23	3,70	1,86	5,93	5,75	8,97	5,84	7,39	1,68	1,81
2012 gen.	5,31	3,39	1,74	5,74	5,35	9,51	5,68	7,02	1,70	2,04
feb.	5,31	3,12	1,84	5,45	5,15	8,60	5,46	6,99	1,89	2,13
mar.	5,07	3,51	1,89	5,15	5,29	8,73	5,37	6,48	1,95	2,17
apr.	5,11	3,51	1,71	5,10	5,30	8,77	5,49	6,24	1,82	2,03
mag.	5,11	3,31	1,37	5,15	5,30	8,33	5,41	6,50	1,51	1,78
<b>Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno; media nel periodo</b>										
2011 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
mar.	2,91	1,23	0,99	1,19	1,31	-	4,95	4,25	2,30	1,04
apr.	2,71	1,24	0,97	1,00	1,28	8,19	4,94	4,12	2,19	1,02
mag.	2,59	1,24	0,90	0,94	1,24	8,22	5,05	4,69	2,14	1,00
<b>PIL a prezzi costanti</b>										
2010	0,4	2,7	1,3	-0,3	1,4	1,3	3,9	-1,7	6,2	1,8
2011	1,7	1,7	0,8	5,5	5,9	1,6	4,3	2,5	3,9	0,8
2011 3° trim.	1,4	1,3	-0,2	5,8	6,7	1,4	4,0	3,2	4,0	0,5
4° trim.	0,9	0,6	0,1	5,7	5,2	1,2	4,2	2,1	1,2	0,6
2012 1° trim.	0,5	-0,7	0,4	5,6	4,4	-1,4	3,8	0,8	1,5	-0,2
<b>Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL</b>										
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	6,9	0,9	0,9	3,6	-2,1	-4,1	6,9	-1,7
2011 3° trim.	11,9	-5,7	8,5	0,8	5,7	4,4	-3,3	-4,3	8,6	-3,1
4° trim.	-4,1	-0,6	6,1	2,6	-1,6	3,2	-1,5	-1,8	4,6	-1,5
2012 1° trim.	-5,2	4,0	3,1	-2,9	-7,6	3,1	-3,5	-0,7	8,0	-2,9
<b>Debito estero lordo in percentuale del PIL</b>										
2010	102,8	56,5	191,3	165,4	87,4	144,0	66,0	75,8	191,3	413,1
2011	92,0	58,4	183,2	145,9	80,8	145,9	72,7	73,5	195,2	421,3
2011 3° trim.	93,3	57,9	183,7	151,4	82,0	147,1	73,5	76,9	196,4	432,8
4° trim.	92,0	58,4	183,2	145,9	80,8	145,9	72,7	73,5	195,2	421,3
2012 1° trim.	93,2	.	.	145,3	.	135,4	70,7	74,2	194,5	417,5
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>										
2010	5,6	-0,7	-1,0	-9,8	-7,3	-3,2	2,3	7,9	-1,9	1,2
2011	1,1	1,0	0,5	2,1	-0,2	3,8	0,9	1,7	-0,8	1,7
2011 3° trim.	3,1	0,9	1,2	1,9	-0,9	4,5	2,0	3,9	-0,5	2,1
4° trim.	4,8	1,6	1,8	1,7	3,1	3,0	0,3	0,3	0,5	2,9
2012 1° trim.	1,9	4,7	1,0	-0,2	4,6	5,0	.	4,6	1,7	4,5
<b>Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)</b>										
2010	10,3	7,3	7,5	19,8	17,8	11,1	9,6	7,3	8,4	7,8
2011	11,3	6,7	7,6	16,3	15,4	10,9	9,7	7,4	7,5	8,0
2011 4° trim.	11,6	6,6	7,8	15,3	14,1	10,9	10,0	7,5	7,5	8,3
2012 1° trim.	12,0	6,8	7,5	15,3	13,6	11,0	9,9	7,2	7,5	8,1
2012 mar.	12,1	6,8	7,6	15,3	13,6	10,7	9,9	7,2	7,3	8,1
apr.	12,2	6,7	7,7	.	13,8	10,7	9,9	7,4	7,4	.
mag.	12,2	6,7	7,8	.	13,7	10,9	9,9	7,7	7,8	.

Fonti: BCE, Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

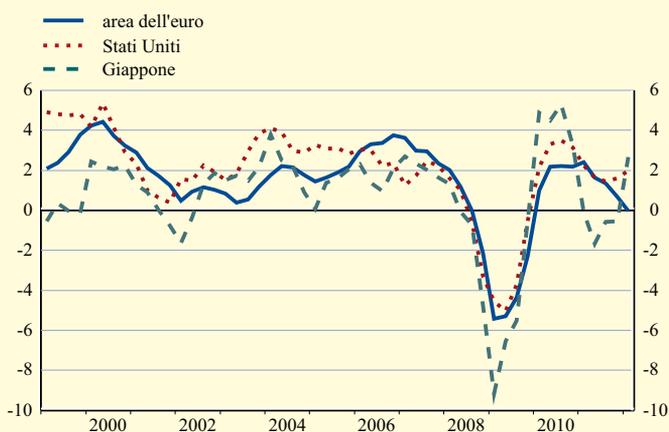
## 9.2 Indicatori economici e finanziari negli Stati Uniti e in Giappone

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup>	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione, in percentuale della forza lavoro <sup>2)</sup> (dest.)	Aggregato monetario ampio <sup>3)</sup>	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi <sup>4)</sup>	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero; <sup>4)</sup> dati di fine periodo	Tasso di cambio <sup>5)</sup> (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo <sup>6)</sup> in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2008	3,8	2,8	-0,3	-4,8	5,8	6,8	2,93	2,70	1,4708	-6,6	61,5
2009	-0,4	-0,6	-3,5	-13,8	9,3	8,0	0,69	4,17	1,3948	-11,6	74,1
2010	1,6	-2,0	3,0	6,3	9,6	2,5	0,34	3,57	1,3257	-10,7	82,4
2011	3,2	1,6	1,7	4,8	9,0	7,3	0,34	2,10	1,3920	-9,7	86,4
2011 2° trim.	3,4	1,0	1,6	4,0	9,0	5,5	0,26	3,46	1,4391	-10,2	83,0
3° trim.	3,8	2,0	1,5	3,9	9,1	9,2	0,30	2,18	1,4127	-9,6	84,9
4° trim.	3,3	2,1	1,6	4,5	8,7	9,7	0,48	2,10	1,3482	-9,1	86,4
2012 1° trim.	2,8	0,8	2,0	5,3	8,3	10,1	0,51	2,38	1,3108	.	.
2° trim.	.	.	.	.	.	.	0,47	1,83	1,2814	.	.
2012 feb.	2,9	-	-	6,0	8,3	10,1	0,50	2,15	1,3224	-	-
mar.	2,7	-	-	4,6	8,2	9,8	0,47	2,38	1,3201	-	-
apr.	2,3	-	-	6,0	8,1	9,8	0,47	2,11	1,3162	-	-
mag.	1,7	-	-	5,4	8,2	9,5	0,47	1,79	1,2789	-	-
giu.	.	-	-	.	.	.	0,47	1,83	1,2526	-	-
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	-2,5	4,6	2,8	0,19	1,00	110,96	.	.
2011 2° trim.	-0,4	1,6	-1,7	-5,9	4,6	2,7	0,20	1,18	117,41	.	.
3° trim.	0,1	0,6	-0,6	-1,0	4,4	2,8	0,19	1,04	109,77	.	.
4° trim.	-0,3	.	-0,5	-1,7	4,5	3,0	0,20	1,00	104,22	.	.
2012 1° trim.	0,3	.	2,7	4,7	4,6	3,0	0,20	1,05	103,99	.	.
2° trim.	.	.	.	.	.	.	0,20	0,84	102,59	.	.
2012 feb.	0,3	-	-	1,5	4,5	3,0	0,20	1,01	103,77	-	-
mar.	0,5	-	-	14,3	4,5	3,0	0,20	1,05	108,88	-	-
apr.	0,4	-	-	13,1	4,6	2,6	0,20	0,94	107,00	-	-
mag.	0,2	-	-	6,2	4,4	2,1	0,20	0,85	101,97	-	-
giu.	.	-	-	.	.	.	0,20	0,84	99,26	-	-

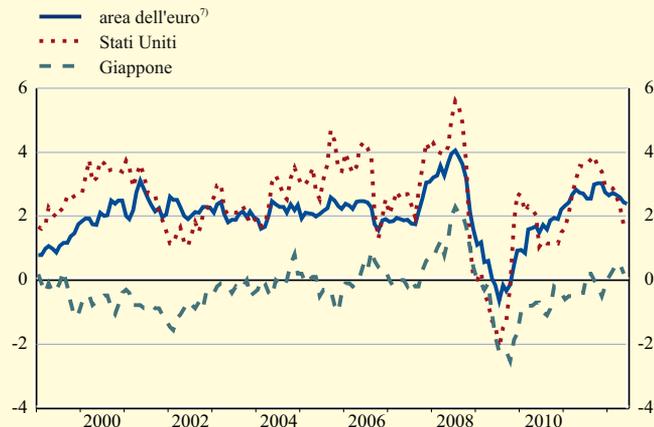
### F41 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



### F42 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 5 (Stati Uniti), 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (colonna 5 (Giappone), grafico area dell'euro); Thomson Reuters (colonne 7 e 8); elaborazioni della BCE (colonna 11).

- 1) Dati destagionalizzati. I dati per gli Stati Uniti si riferiscono al settore delle imprese private non agricole
- 2) I dati riferiti al Giappone nel periodo da marzo ad agosto 2011 non includono le tre prefetture che più hanno risentito del terremoto che ha colpito il paese. Di esse si tiene nuovamente conto a partire da settembre 2011.
- 3) Medie di periodo; M2 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.

- 4) Percentuali in ragione d'anno. Per ulteriori informazioni sul tasso sui depositi interbancari a 3 mesi, cfr. la sezione 4.6.
- 5) Per ulteriori informazioni, cfr. la sezione 8.2.
- 6) Debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).
- 7) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.



## LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S14
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche	S16
F8	Prestiti a non residenti nell'area dell'euro	S16
F9	Depositi totali per settore ( <i>intermediari finanziari</i> )	S17
F10	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ( <i>intermediari finanziari</i> )	S17
F11	Depositi totali per settore ( <i>società non finanziarie e famiglie</i> )	S18
F12	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ( <i>società non finanziarie e famiglie</i> )	S18
F13	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F14	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F15	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S35
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati stagionalizzati e non stagionalizzati	S37
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S38
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S39
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S41
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	S43
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S43
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S44
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S44
F25	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	S45
F26	<i>Spread</i> e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro	S45
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S46
F28	Occupazione: occupati e ore lavorate	S55
F29	Tasso di disoccupazione e tasso di posti vacanti	S55
F30	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S60
F31	Debito (definizione di Maastricht)	S60
F32	B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente	S61
F33	B.d.p. dell'area dell'euro: investimenti diretti e di portafoglio	S61
F34	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei beni	S62
F35	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei servizi	S62
F36	Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro	S65
F37	Posizione patrimoniale dell'area dell'euro per investimenti diretti e di portafoglio	S65
F38	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM	S70
F39	Tassi di cambio effettivi	S73
F40	Tassi di cambio bilaterali	S73
F41	PIL a prezzi costanti	S76
F42	Indici dei prezzi al consumo	S76





## NOTE TECNICHE

### TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese  $t$  è calcolato come:

$$(a) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove  $I_t$  è l'indice delle consistenze corrette al mese  $t$  (vedi parte seguente). Analogamente, per l'anno che termina nel mese  $t$ , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(b) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

### SEZIONE I.3

#### CALCOLO DEI TASSI DI INTERESSE DELLE OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO A PIÙ LUNGO TERMINE INDICIZZATE

Il tasso di interesse relativo ad una operazione di rifinanziamento a più lungo termine (*ORLT*) indicizzata è pari alla media dei tassi minimi di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali (*ORP*) condotte durante il periodo coperto dall'operazione. Sulla base di tale definizione, se la durata di una *ORLT* è pari a un numero di giorni  $D$  e i tassi minimi di offerta delle *ORP* sono  $R_{1, ORP}$  (nei giorni  $D_1$ ),  $R_{2, ORP}$  (nei giorni  $D_2$ ), ecc., fino a  $R_{i, ORP}$  (nei giorni  $D_i$ ), con  $D = D_1 + D_2 + \dots + D_i$ , il tasso annualizzato applicabile è calcolato come:

$$(c) R_{ORLT} = \frac{D_1 R_{1, ORP} + D_2 R_{2, ORP} + \dots + D_i R_{i, ORP}}{D}$$

### SEZIONI DA 2.1 A 2.6

#### CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

Le transazioni mensili sono calcolate come differenze mensili nelle consistenze corrette per

tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Indicando con  $L_t$  le consistenze alla fine del mese  $t$ , con  $C_t^M$  la correzione dovuta a riclassificazione alla fine del mese  $t$ , con  $E_t^M$  la correzione per la variazione del tasso di cambio e con  $V_t^M$  gli aggiustamenti per le ulteriori rivalutazioni, le transazioni  $F_t^M$  nel mese  $t$  sono definite come:

$$(d) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Analogamente, le transazioni trimestrali  $F_t^Q$  per il trimestre che termina nel mese  $t$  sono definite come:

$$(e) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

dove  $L_{t-3}$  rappresenta le consistenze alla fine del mese  $t-3$  (la fine del trimestre precedente) e, ad esempio,  $C_t^Q$  è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese  $t$ .

Per quelle serie trimestrali per le quali sono ora disponibili dati mensili (vedi la nota successiva) le transazioni trimestrali possono essere derivate come somma delle tre transazioni mensili nel trimestre.

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Utilizzando per  $F_t^M$  e  $L_t$  le definizioni fornite in precedenza, l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette nel mese  $t$  è definito come:

$$(f) I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Attualmente, l'indice (per le serie non destagionalizzate) è calcolato con base dicembre 2008 = 100. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione "Monetary and financial statistics" della sezione "Statistics".

Il tasso di crescita sui dodici mesi  $a_t$  – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese  $t$  – può essere calcolato utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(g) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(h) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (h) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2001.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della formula (h). Ad esempio, il tasso di crescita sul mese precedente  $a_t^M$  può essere calcolato come:

$$(i) \quad a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$  dove  $a_t$  è definito come nelle precedenti formule (g) oppure (h).

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo  $F_t^Q$  e  $L_{t-3}$  come in precedenza, l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese  $t$  è definito come:

$$(j) \quad I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese  $t$  (cioè  $a_t$ ), può essere calcolato utilizzando la formula (h).

#### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO <sup>1)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando

X-12-ARIMA <sup>2)</sup>. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette <sup>3)</sup>. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

#### SEZIONI DA 3.1 A 3.5

#### UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella sezione 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per le transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle

- 1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione "Statistics" del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione "Monetary and financial statistics".
- 2) Per ulteriori dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual e*, Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia *model-based* di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall *Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.
- 3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ovvero dicembre 2008) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

passività. Nel conto delle altre variazioni e nel bilancio finanziario, il totale delle attività finanziarie risulta pari al totale delle passività per ciascuna categoria di strumento finanziario, con la sola eccezione dell'oro monetario e dei diritti speciali di prelievo che, per definizione, non sono una passività per alcun settore.

### CALCOLO DEI SALDI

I saldi alla fine di ciascun conto nelle sezioni 3.1, 3.2 e 3.3 sono calcolati nei modi seguenti.

Il saldo commerciale è pari alle importazioni meno le esportazioni di beni e servizi nei confronti del resto del mondo relativamente all'area dell'euro.

Il margine operativo netto e reddito misto è definito solo per i settori residenti e viene calcolato come valore aggiunto lordo (prodotto interno lordo a prezzi di mercato per l'area dell'euro) meno redditi da lavoro dipendente (impieghi) meno altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (impieghi) meno consumo di capitale fisso (impieghi).

Il reddito nazionale netto è definito solo per i settori residenti. È calcolato come somma di margine operativo netto e reddito misto più i redditi da lavoro dipendente (risorse) più imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti più i redditi da capitale netti (risorse meno impieghi).

Anche il reddito netto disponibile è definito solo per i settori residenti ed è pari al reddito nazionale netto più imposte correnti nette sul reddito e sul patrimonio (risorse meno impieghi) più i contributi sociali netti (risorse meno impieghi) più le prestazioni sociali nette diverse dai trasferimenti sociali in natura (risorse meno impieghi) più gli altri trasferimenti correnti netti (risorse meno impieghi).

Il risparmio netto è definito per i settori residenti ed è calcolato come il reddito netto disponibile più la correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione (risorse meno impieghi) meno le spese per consumi

finali (impieghi). Per il resto del mondo, il conto corrente verso l'estero viene compilato come somma del saldo commerciale più tutti i redditi netti (risorse meno impieghi).

L'accreditamento netto/indebitamento netto viene calcolato a partire dal conto capitale come risparmio netto più trasferimenti netti in conto capitale (risorse meno impieghi) meno gli investimenti fissi lordi meno le acquisizioni al netto delle cessioni di attività non finanziarie non prodotte (impieghi) più il consumo di capitale fisso (risorse). Esso può risultare anche dal conto finanziario come saldo fra totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle passività (noto anche come variazione della ricchezza finanziaria netta dovuta a transazioni). Per i settori delle famiglie e delle società non finanziarie esiste una discrepanza statistica fra i saldi calcolati a partire dal conto capitale e dal conto finanziario.

Le variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni sono calcolate come totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno totale delle transazioni nelle passività, laddove le altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono calcolate come il totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle altre variazioni nelle passività.

La ricchezza finanziaria netta è calcolata come differenza fra il totale delle attività finanziarie e il totale delle passività, laddove le variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono pari alla somma delle variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazione (accreditamento/indebitamento netto dal conto finanziario) e delle altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta.

Le variazioni nella ricchezza netta sono calcolate come variazioni nella ricchezza netta dovute a risparmi e a trasferimenti di capitale più altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta e altre variazioni nelle attività non finanziarie.

Per le famiglie, la ricchezza netta è calcolata come somma delle attività non finanziarie e della ricchezza finanziaria netta.

## SEZIONI 4.3 E 4.4

### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze nozionali. Indicando con  $N_t^M$  le transazioni (emissioni nette) nel mese  $t$  e con  $L_t$  il livello delle consistenze nozionali alla fine del mese  $t$ , l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette nel mese  $t$  è definito come:

$$(k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2008. Il tasso di crescita  $a_t$  per il mese  $t$  – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese  $t$  – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(l) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(m) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza intende indicare che il metodo utilizzato per ottenere le “emissioni nette” nelle statistiche sulle emissioni di titoli differisce da quello impiegato per calcolare le equivalenti “transazioni” nel caso degli aggregati monetari.

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese  $t$  è calcolato come:

$$(n) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove  $I_t$  è l'indice delle consistenze nozionali al mese  $t$ . Analogamente, per l'anno che termina nel mese  $t$ , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(o) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono riclassificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione per le emissioni totali di titoli è effettuata in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dei fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

Come nelle formule l) e m), il tasso di crescita  $a_t$  per il mese  $t$  – ovvero, la variazione intervenuta nei sei mesi che terminano nel mese  $t$  – può

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione “Statistics” del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione “Monetary and financial statistics”.

essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(p) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(q) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

#### TAVOLA 1 DELLA SEZIONE 5.1

##### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industriali non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

#### TAVOLA 2 DELLA SEZIONE 7.1

##### DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando

X-12-ARIMA oppure TRAMO-SEATS a seconda della voce. I dati grezzi sui beni, sui servizi, sui redditi e sui trasferimenti correnti vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. La correzione per il numero di giornate lavorative nel conto corrente dei beni e in quello dei servizi tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. La destagionalizzazione di queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del conto corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali (e quelli relativi alle giornate lavorative) vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.

#### SEZIONE 7.3

##### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI E ANNUALI

Il tasso di crescita sui dodici mesi per il trimestre  $t$  si calcola sulla base delle posizioni ( $L_t$ ) e delle transazioni trimestrali ( $F_t$ ), utilizzando la seguente formula:

$$(r) \quad a_t = \left( \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Il tasso di crescita per le serie annuali equivale al tasso di crescita dell'ultimo trimestre dell'anno.





## NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie storiche più dettagliate e più estese, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)). È possibile consultare i dati nello *Statistical Data Warehouse* della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), predisposto con strumenti di ricerca e di *download*. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di *file* compressi in formato *Comma Separated Value* (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu).

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 4 luglio 2012.

Tutte le serie che contengono osservazioni relative al 2011 si riferiscono agli Euro 17 (ovvero all'area dell'euro, inclusa l'Estonia) per l'intera serie storica, salvo diversa indicazione. Per i tassi di interesse, le statistiche monetarie, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e le riserve ufficiali – nonché, per ragioni di coerenza, per le componenti e controparti di M3 e per le componenti dello IAPC – le serie statistiche si riferiscono all'area dell'euro nella sua composizione evolutiva.

La composizione dell'area dell'euro è variata diverse volte nel corso degli anni. Quando è stato introdotto l'euro nel 1999, l'area dell'euro comprendeva i seguenti 11 paesi (gli Euro 11): Belgio, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. La Grecia ha aderito nel 2001, dando vita agli Euro 12. Si è passati agli Euro 13 con l'ingresso della Slovenia nel 2007; Cipro e Malta sono entrati nel 2008, dando origine agli Euro 15; con l'ingresso della Slovacchia nel 2009 si è passati agli Euro 16. Infine, con l'adesione dell'Estonia nel 2011, il numero dei paesi dell'area dell'euro è salito a 17.

### SERIE STATISTICHE CON COMPOSIZIONE FISSA

Serie statistiche aggregate relative a composizioni fisse dell'area dell'euro si riferiscono ad una determinata composizione, invariata per l'intera serie storica, indipendentemente dall'effettiva composizione prevalente nel periodo di riferimento delle statistiche. Ad esempio, serie aggregate sono calcolate per gli Euro 17 (aggregando i dati di tutti gli attuali 17 paesi partecipanti all'area dell'euro) per tutti gli anni, indipendentemente dal fatto che l'area dell'euro abbia questa composizione solo da gennaio 2011. Salvo diversa indicazione, il Bollettino mensile della BCE contiene serie statistiche relative all'attuale composizione dell'area.

### SERIE STATISTICHE CON COMPOSIZIONE EVOLUTIVA

Serie statistiche aggregate con composizione evolutiva dell'area dell'euro tengono conto della composizione dell'area dell'euro prevalente al periodo di riferimento delle statistiche. Ad esempio, serie statistiche dell'area dell'euro con composizione evolutiva aggregano i dati degli Euro 11 per il periodo fino alla fine del 2000, degli Euro 12 per il periodo dal 2001 alla fine del 2006, e così via. Seguendo questa impostazione, ciascuna serie statistica copre tutte le diverse composizioni dell'area dell'euro.

Per lo IAPC, così come per gli aggregati monetari e le loro controparti, i tassi di variazione sui dodici mesi sono compilati sulla base di indici concatenati, che collegano le serie dei paesi in ingresso nell'area con le statistiche dell'area dell'euro mediante l'indice di dicembre. Pertanto, se un paese entra nell'area dell'euro a gennaio di un certo anno, i tassi di variazione sui dodici mesi si riferiscono alla precedente composizione dell'area dell'euro, fino a dicembre dell'anno precedente incluso, e per i mesi

- 1) Per i periodi precedenti a gennaio 1999, i dati sulle statistiche monetarie delle sezioni 2.1-2.8 sono disponibili sul sito della BCE (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>) e nello *Statistical Data Warehouse* (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

successivi alla composizione più ampia. Le variazioni percentuali sono calcolate sulla base di indici concatenati, tenendo conto della composizione evolutiva dell'area. Le variazioni assolute relative agli aggregati monetari e alle contropartite (transazioni) si riferiscono alla composizione dell'area dell'euro esistente al periodo di riferimento delle statistiche.

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – originariamente espressi nelle monete nazionali dei paesi partecipanti e convertiti in ECU utilizzando i tassi di cambio correnti – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche monetarie, i dati anteriori al 1999<sup>1)</sup> sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

Laddove necessario, sono stati utilizzati metodi di aggregazione e/o consolidamento (compreso il consolidamento tra paesi).

I dati più recenti sono in molti casi provvisori e potranno essere rivisti in futuro. Eventuali discrepanze tra i totali e la somma delle loro componenti possono derivare da arrotondamenti.

Il gruppo “Altri Stati membri dell'UE” è costituito da: Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Svezia e Regno Unito.

Nella maggioranza dei casi, la terminologia impiegata nelle tavole è coerente con gli standard definiti a livello internazionale, come quelli del Sistema europeo dei conti (SEC 95) e il Manuale di bilancia dei pagamenti dell'FMI. Le transazioni fanno riferimento a scambi volontari (misurati direttamente o derivati), mentre i flussi includono anche variazioni delle consistenze dovuti a cambiamenti di prezzo o tasso di cambio, cancellazioni e altre variazioni.

Nelle tavole, la locuzione “fino a  $n$  anni” equivale a “non superiore a  $n$  anni”.

## PRINCIPALI INDICATORI

L'andamento dei principali indicatori economici per l'area dell'euro è sintetizzato in una tavola riassuntiva.

## STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

La sezione 1.4 riporta le statistiche riguardanti riserva obbligatoria e fattori di liquidità. I periodi di mantenimento della riserva iniziano il giorno di regolamento della prima operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione mensile in cui il Consiglio valuta la politica monetaria, per concludersi il giorno precedente la corrispondente data di regolamento del mese successivo. Le osservazioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell'anno/trimestre.

La tavola 1 nella sezione 1.4 mostra le componenti delle passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva. Le passività verso altre istituzioni creditizie dell'area dell'euro soggette all'obbligo di riserva, verso la BCE e le banche centrali nazionali partecipanti sono escluse dall'aggregato soggetto a riserva. Se un'istituzione creditizia non è in grado di fornire evidenza dell'ammontare delle proprie emissioni di obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute dalle istituzioni indicate, può dedurre una certa percentuale di queste passività dall'aggregato soggetto a riserva. La percentuale per il calcolo delle passività soggette a riserva era pari al 10 per cento fino a novembre 1999 e al 30 per cento nei mesi successivi.

La tavola 2 riporta i dati medi relativi ai periodi di mantenimento già terminati. L'ammontare della riserva dovuta da ogni istituzione creditizia è calcolato, in primo luogo, applicando alle passività soggette il corrispondente coefficiente di riserva, usando i dati di bilancio di fine mese. Successivamente, ogni istituzione creditizia sottrae da tale

ammontare una franchigia fissa di 100.000 euro. Gli ammontari positivi delle riserve dovute sono poi aggregati per il complesso dell'area dell'euro (colonna 1). I saldi di conto corrente si riferiscono alla media giornaliera aggregata dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie, comprensivi di quelli necessari al rispetto degli obblighi di riserva (colonna 2). Le riserve in eccesso sono pari alla media nel periodo dei saldi di conto corrente nel periodo di mantenimento in eccesso delle riserve dovute (colonna 3). Le inadempienze sono calcolate per le istituzioni creditizie che non hanno rispettato i loro obblighi di riserva come differenza media tra i saldi di conto corrente e le riserve dovute nel periodo di mantenimento (colonna 4). Il tasso di remunerazione della riserva obbligatoria (colonna 5) è pari alla media, nel periodo di mantenimento, del tasso della BCE (ponderato secondo il numero dei giorni di calendario) sulle operazioni principali di rifinanziamento dell'Eurosistema (ORP) (cfr. sezione 1.3).

La tavola 3 mostra la posizione di liquidità del sistema bancario, definita come il saldo dei conti correnti in euro detenuti dalle istituzioni creditizie situate nell'area dell'euro presso l'Eurosistema. Gli ammontari sono derivati dal bilancio consolidato dell'Eurosistema. Le altre operazioni di assorbimento della liquidità non includono l'emissione di certificati di debito da parte delle BCN iniziata nella Seconda fase dell'UEM (colonna 7). Gli altri fattori netti (colonna 10) rappresentano il saldo delle rimanenti voci del bilancio consolidato dell'Eurosistema. I conti correnti delle istituzioni creditizie (colonna 11) sono pari alla somma dei fattori di creazione di liquidità (colonne da 1 a 5) meno la somma dei fattori di assorbimento di liquidità (colonne da 6 a 10). La base monetaria (colonna 12) è calcolata come somma dei depositi *overnight* presso la banca centrale (colonna 6), delle banconote e monete in circolazione (colonna 8) e dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie (colonna 11).

## MONETA, BANCHE E ALTRE SOCIETÀ FINANZIARIE

La sezione 2 presenta le statistiche sui bilanci delle IFM e di altre società finanziarie. Quest'ul-

tima categoria comprende i fondi di investimento (esclusi i fondi di mercato monetario che rientrano nel settore delle IFM), le società veicolo finanziarie, le società di assicurazione e i fondi pensione.

La sezione 2.1 riporta il bilancio aggregato del settore delle IFM, ovvero la somma dei bilanci armonizzati di tutte le IFM residenti nell'area dell'euro. Le IFM includono le banche centrali, le istituzioni creditizie come definite nella legislazione dell'UE, i fondi comuni monetari e le altre istituzioni la cui attività consista nel ricevere da soggetti diversi dalle IFM depositi e/o strumenti facilmente sostituibili a essi e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici). L'elenco completo delle IFM è consultabile sul sito Internet della BCE.

La sezione 2.2 presenta il bilancio consolidato del settore delle IFM che è ottenuto nettando il bilancio aggregato dalle posizioni fra IFM dell'area dell'euro. In conseguenza di alcune disomogeneità nelle prassi di registrazione contabile la somma delle posizioni fra IFM può non risultare necessariamente pari a zero; il saldo si trova nella colonna 10 dal lato delle passività della sezione 2.2. La sezione 2.3 presenta gli aggregati monetari e le contropartite dell'area dell'euro. Questi dati sono derivati dal bilancio consolidato delle IFM e includono le posizioni delle istituzioni diverse dalle IFM residenti nell'area dell'euro nei confronti delle IFM residenti nell'area; essi tengono anche conto di talune attività/passività delle amministrazioni centrali. Le statistiche sugli aggregati monetari e sulle contropartite sono presentate con riferimento a dati destagionalizzati e corretti per i giorni di apertura dei mercati. Nelle passività verso l'esterno dell'area, riportate nelle sezioni 2.1 e 2.2, sono inserite le posizioni detenute dai non residenti nell'area dell'euro in termini di: a) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro; b) titoli di debito emessi con scadenza fino a 2 anni da IFM site nell'area dell'euro. Nella sezione 2.3 queste poste sono tuttavia escluse dagli aggregati monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero".

La sezione 2.4 fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti conces-

si da IFM diverse dall'Eurosistema (ovvero il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente.

La sezione 2.7 presenta una scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM.

Le sezioni da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni.

Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche sono state raccolte e compilate sulla base di vari regolamenti della BCE relativi al bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie. Dal mese di luglio 2010 raccolta e compilazione vengono effettuate sulla base del Regolamento BCE/2008/32<sup>2)</sup>. Definizioni dettagliate sul settore sono contenute nella terza edizione della pubblicazione *Monetary Financial institutions and market statistics sector manual - Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, marzo 2007).

La sezione 2.8 riporta le consistenze in essere e le transazioni relative al bilancio dei fondi di investimento dell'area dell'euro (esclusi i fondi comuni monetari, che sono ricompresi nelle statistiche sui bilanci delle IFM). I fondi di investimento sono organismi che investono il capitale raccolto tra il pubblico in attività finanziarie e/o non finanziarie. Una lista completa dei fondi di investimento dell'area dell'euro è disponibile sul sito Internet della BCE. Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le attività le quote/partecipazioni emesse da altri fondi di investimento. Le quote/partecipazioni emesse dai fondi di investimento sono anche disaggregate per strategia d'investimento (fondi obbligazionari, fondi azionari, fondi misti, fondi immobiliari, *hedge fund* e altri fondi) e per tipo (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.9 fornisce ulteriori dettagli sui principali tipi di attività detenute dai fondi comuni di investimento dell'area dell'euro. La

sezione riporta una scomposizione geografica degli emittenti dei titoli di debito detenuti dai fondi d'investimento, nonché una disaggregazione per settore economico degli emittenti residenti nell'area dell'euro.

Da dicembre 2008 l'informazione statistica armonizzata è raccolta e compilata sulla base del Regolamento BCE/2007/8<sup>3)</sup> relativo alle statistiche sulle attività e passività dei fondi di investimento. Ulteriori informazioni sulle statistiche relative ai fondi di investimento sono disponibili nel *Manual on investment fund statistics* (BCE, maggio 2009).

La sezione 2.10 presenta il bilancio aggregato delle società veicolo finanziarie (SVF) residenti nell'area dell'euro. Le SVF sono società costituite per effettuare operazioni di cartolarizzazione. La cartolarizzazione consiste tipicamente nel trasferimento di una attività o di un insieme di attività ad una SVF che iscrive tali attività nel proprio bilancio come prestiti cartolarizzati, titoli non azionari, altre attività cartolarizzate. Il rischio di credito collegato a una attività o a un insieme di attività può venir trasferito a una SVF anche mediante l'uso di *credit default swaps*, garanzie o altri meccanismi simili. Il collaterale detenuto dalle SVF a fronte di tali esposizioni è costituito da depositi presso le IFM oppure da titoli diversi dalle azioni. Le SVF di norma cartolarizzano prestiti originati dal settore delle IFM. Le SVF devono segnalare tali prestiti nel bilancio o, indipendentemente dalla facoltà prevista per le IFM dalle regole contabili di cancellare il prestito dal proprio bilancio. Trovano separata indicazione i dati relativi ai prestiti cartolarizzati dalle SVF che rimangono iscritti nei bilanci delle IFM (e sono quindi segnalati nelle statistiche di quest'ultime). Da dicembre 2009 la raccolta dei dati trimestrali viene effettuata sulla base del Regolamento BCE/2008/30<sup>4)</sup>.

La sezione 2.11 riporta il bilancio aggregato delle società di assicurazione e dei fondi pensione residenti nell'area dell'euro. Le società di

2) G.U. L. 15 del 20.1.2009, pag. 14.

3) G.U. L. 211 dell'11.8.2007, 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'allocazione del conto dei redditi primari, che registra entrate e spese relative a varie forme di reddito da capitale (per l'economia nel suo insieme, il saldo del conto dei redditi primari e il reddito nazionale); 3) la distribuzione secondaria del conto dei redditi, che illustra come il reddito nazionale di un settore istituzionale subisca variazioni a causa dei trasferimenti correnti; 4) l'utilizzo del conto dei redditi, che dà conto di come il reddito disponibile viene speso per consumi o risparmiato; 5) il conto capitale, che presenta come i risparmi e i trasferimenti netti di capitale vengano spesi nell'acquisizione di attività non finanziarie (il saldo del conto capitale è l'accreditamento netto/indebitamento netto); 6) il conto finanziario che registra le acquisizioni nette di attività finanziarie e la variazione netta delle passività. Dal mo-

mento che ciascuna transazione non finanziaria si riflette in una transazione finanziaria, il saldo del conto finanziario concettualmente è anch'esso pari all'accreditamento netto/indebitamento netto che risulta dal conto capitale.

Inoltre, vengono presentati i bilanci di apertura e di chiusura che forniscono una istantanea della ricchezza finanziaria di ogni singolo settore in un preciso momento. Infine, vengono riportate anche le altre variazioni nelle attività e passività finanziarie (ad esempio, quelle risultanti dall'effetto delle variazioni dei prezzi delle attività).

La copertura per settore del conto finanziario e del bilancio finanziario è più dettagliata per le società finanziarie, per le quali è presente una scomposizione fra IFM, altri intermediari finanziari (che include gli ausiliari finanziari) e società di assicurazione e fondi pensione.

La sezione 3.2 riporta i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i conti non finanziari dell'area dell'euro (ovvero, i conti precedentemente identificati con i numeri da 1 a 5) sempre in base alla sequenza di conti semplificata.

La sezione 3.3 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) per i redditi delle famiglie, per i conti della spesa e dell'accumulazione e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario e non finanziario, presentati in uno schema più analitico. Le transazioni specifiche del settore e i saldi sono disposti in maniera tale da fornire una visione più chiaramente interpretabile delle decisioni di finanziamento e di investimento delle famiglie, pur rispettando le identità contabili riportate nelle sezioni 3.1 e 3.2.

La sezione 3.4 riporta flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i redditi e i conti dell'accumulazione delle società non finanziarie, e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in maggiore analisi.

La sezione 3.5 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) e consistenze in essere per i bilanci finanziari di società di assicurazione e fondi pensione.

## MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l'area dell'euro coprono gli stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono (composizione evolutiva); fanno eccezione le statistiche sulle emissioni di titoli (sezioni da 4.1 a 4.4) per le quali i dati si riferiscono agli Euro 16 per l'intera serie (composizione fissa).

Le statistiche sui titoli non azionari e sulle azioni quotate (sezioni da 4.1 a 4.4) sono realizzate dalla BCE mediante dati provenienti dal SEBC e dalla BRI. La sezione 4.5 riporta i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi e i prestiti denominati in euro a soggetti residenti nell'area. Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (sezioni da 4.6 a 4.8) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica.

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono: a) i titoli non azionari ad esclusione dei derivati finanziari; b) le azioni quotate. I primi sono riportati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3, mentre le seconde sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali, la più lontana delle quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. Le emissioni di titoli di debito a lungo termine sono ulteriormente suddivise fra tasso fisso e tasso variabile. Quelle a tasso fisso si riferiscono a titoli per i quali il tasso della cedola non varia per tutta la vita degli stessi. Quelle a tasso variabile includono tutti i titoli per i quali il valore della cedola viene periodicamente rideterminato in base a un indice o a un tasso di interesse di riferimento indipendente. Si stima che le statistiche coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali da parte di residenti nell'area dell'euro. I titoli denominati in

euro indicati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 includono anche voci espresse nelle denominazioni nazionali dell'euro.

La sezione 4.1 riporta i titoli non azionari distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione. Essa contiene i dati sulle consistenze, sulle emissioni lorde e nette di titoli non azionari suddivisi in: a) titoli denominati in euro e in tutte le altre valute; b) titoli emessi da residenti nell'area dell'euro e totale dei titoli; c) scadenze di lungo termine e totale delle scadenze. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti. Questa sezione presenta anche statistiche destagionalizzate, fra cui i tassi di crescita sui sei mesi annualizzati per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine. Questi ultimi sono calcolati sull'indice destagionalizzato delle consistenze nozionali che è stato depurato dagli effetti della stagionalità. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere, emissioni lorde ed emissioni nette di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95. La BCE è inclusa nell'Eurosistema.

I totali sulle consistenze in essere per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine nella colonna 1 della tavola 1 della sezione 4.2 corrispondono ai dati per le emissioni di titoli totali e a lungo termine da parte di residenti nell'area dell'euro riportati nella colonna 7 della sezione 4.1. Le consistenze per i titoli di debito emessi da IFM (colonna 2 nella tavola 1 della sezione 4.2) sono in linea di massima confrontabili con i dati relativi ai titoli di debito emessi dalle IFM che compaiono fra le passività nel bilancio consolidato delle IFM (tavola 2 della sezione 2.1, colonna 8). Il totale delle emissioni nette relativo al totale dei titoli di debito, riportato nella colonna 1 della tavola 2 della sezione 4.2, corrisponde al totale delle emissioni nette da parte di residenti nell'area dell'euro nella colonna 9 nella sezione 4.1. La differenza residua fra i titoli di debito a lungo termine e il totale dei titoli di debito a tas-

so fisso e variabile nella tavola 1 della sezione 4.2 è attribuibile alle obbligazioni a *zero coupon* e ad effetti di rivalutazione.

La sezione 4.3 riporta i tassi di crescita sui dodici mesi, corretti e non corretti per la stagionalità, per i titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro (suddivisi per scadenza, tipo di strumento, settore emittente e valuta di denominazione). Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto istituzionale contrae o redime una passività. I tassi di crescita sui dodici mesi, dunque, non includono riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni. I tassi di crescita corretti sono stati annualizzati a scopo di presentazione. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.4 riporta, alle colonne 1, 4, 6 e 8, le consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. I dati mensili per le azioni quotate emesse da società non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella sezione 3.4 (bilancio finanziario e azioni quotate).

Alle colonne 3, 5, 7 e 9 della tavola 1 della sezione 4.4 sono riportati i tassi di crescita sui dodici mesi delle consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto emittente emette o rimborsa azioni per cassa, ad esclusione degli investimenti in azioni proprie. Il calcolo dei tassi di crescita sui dodici mesi non tiene conto di riclassificazioni, rivalutazioni, e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

La sezione 4.5 presenta statistiche su tutti i tassi di interesse che le IFM residenti nell'area dell'euro applicano sui depositi e sui prestiti denominati in euro alle famiglie e alle società non finanziarie residenti nell'area. I tassi di interesse delle IFM dell'area dell'euro sono calcolati come media ponderata (in base al relativo volume di attività) dei tassi di interesse dei paesi dell'area dell'euro per ciascuna categoria.

Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono distinte per tipo di operazioni, per settore, per categoria e scadenza dello strumento, per periodo di preavviso o per periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sostituiscono le dieci serie statistiche transitorie sui tassi di interesse al dettaglio nell'area dell'euro pubblicate nel Bollettino mensile dal gennaio 1999.

La sezione 4.6 riporta i tassi di interesse del mercato monetario per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Per l'area dell'euro è coperta un'ampia gamma di tassi di interesse del mercato monetario, da quelli sui depositi a vista a quelli sui depositi a dodici mesi. Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Ad eccezione del tasso *overnight* precedente a gennaio 1999, i dati mensili, trimestrali e annuali sono medie nel periodo indicato. I tassi sui depositi a vista sono rappresentati dai tassi di interesse di fine periodo del mercato interbancario fino a dicembre 1998 incluso e successivamente da medie di periodo dell'Eonia (*euro overnight index average*). I tassi sui depositi a uno, tre, sei e dodici mesi sono rappresentati dai tassi interbancari lettera (Euribor) dal gennaio 1999; fino al dicembre 1998, dai tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (Libor), laddove disponibili. Per gli Stati Uniti e il Giappone i tassi di interesse sui depositi a tre mesi sono rappresentati dal Libor.

La sezione 4.7 presenta i tassi di fine periodo stimati sulla base della curva dei rendimenti nominali a breve dei titoli di debito denominati in euro con *rating* AAA emessi dalle amministrazioni centrali dell'area dell'euro. Le curve dei rendimenti sono stimate sulla base del modello di Svensson<sup>5)</sup>. Sono disponibili anche gli *spread* tra i tassi a dieci anni e i tassi a tre mesi e a due anni. Ulteriori curve dei rendimenti (pubblicate giornalmente e corredate di figure e tavole) sono

5) Svensson, L. E. (1994), *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994*, CEPR, Discussion Papers n. 1051, Centre for Economic Policy Research, Londra, 1994.

disponibili all'indirizzo internet <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>, dal quale è altresì possibile scaricare i dati giornalieri.

La sezione 4.8 riporta gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone.

### **I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO**

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sugli indicatori di costo del lavoro, sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio, sulle immatricolazioni di nuove autovetture e sull'occupazione in termini di ore lavorate sono corrette per tenere conto del numero delle giornate lavorative.

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (tavola 1 della sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La sezione comprende anche dati relativi allo IAPC destagionalizzato e stime provvisorie dei prezzi amministrati basate sullo IAPC, entrambi compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n. 1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine<sup>6)</sup>. A partire da gennaio 2009, per la produzione di statistiche di breve termine è stata utilizzata la classifi-

cazione delle attività economiche (NACE Rev. 2) prevista dal Regolamento (CE) n. 1893/2006 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 dicembre 2006, che definisce la classificazione statistica delle attività economiche NACE Revisione 2 e modifica il Regolamento (CEE) n. 3037/90 del Consiglio nonché alcuni regolamenti (CE) relativi a settori statistici specifici<sup>7)</sup>. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE Rev. 2 sezioni da B a E) dei "Raggruppamenti principali di industrie", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 656/2007 del 14 giugno 2007<sup>8)</sup>. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex fabrica* e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I due indici dei prezzi delle materie prime non energetiche presentati nella tavola 3, sezione 5.1 sono redatti utilizzando lo stesso insieme di materie prime, ma avvalendosi di due diversi schemi di ponderazione: uno basato sulle rispettive importazioni di materie prime dell'area dell'euro (colonne 2-4) e l'altro (colonne 5-7) basato su una stima della domanda interna dell'area dell'euro, o "utilizzo", tenendo conto delle informazioni sulle importazioni, esportazioni e della produzione interna di ciascuna materia prima (ignorando, per semplificare, le scorte ritenute relativamente stabili nel periodo osservato). L'indice dei prezzi delle materie prime ponderato in base alle importazioni è adeguato all'analisi degli sviluppi esterni, mentre quello ponderato in base all'utilizzo è adatto allo scopo specifico dell'analisi delle pressioni internazionali dei prezzi delle materie prime sull'inflazione dell'area dell'euro. Gli indici delle materie prime ponderati in base all'utilizzo rappresentano dati sperimentali. Per maggiori dettagli sulla compilazione degli indici dei prezzi delle

6) G.U. L. 162 del 5.6.1998, pag. 1.

7) G.U. L. 393 del 30.12.2006, pag. 1.

8) G.U. L. 155 del 15.6.2007, pag. 3.

materie prime della BCE, cfr. il riquadro 1 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 5 della sezione 5.1) misurano le variazioni dei costi del lavoro per ora lavorata nell'industria (incluse le costruzioni) e nei servizi di mercato. La relativa metodologia è descritta nel Regolamento (CE) n. 450/2003 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 febbraio 2003 concernente l'indice del costo del lavoro<sup>9)</sup> e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003<sup>10)</sup>. Una scomposizione degli indicatori di costo del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. tavola 3 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2 nella sezione 5.2), ai deflatori del PIL (tavola 3 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavole 1, 2 e 3 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95<sup>11)</sup>. Il SEC 95 è stato modificato dal Regolamento (UE) della Commissione del 10 agosto 2010<sup>12)</sup> che ha adottato la revisione della classificazione statistica delle attività economiche, NACE Revisione2. La pubblicazione dei conti nazionali dell'area dell'euro, sulla base della nuova classificazione, è stata avviata a dicembre 2011.

I dati sugli ordinativi nell'industria (cfr. tavola 4 nella sezione 5.2) misurano gli ordini ricevuti durante il periodo di riferimento e coprono quei settori industriali che lavorano prevalentemente sulla base di ordinativi, in particolare: quello tessile, della produzione di pasta-carta e carta, chimico, della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli di consumo. I dati sono calcolati sulla base dei prezzi correnti.

Gli indici sul fatturato nell'industria e sulle vendite al dettaglio (cfr. tavola 4 nella sezione 5.2)

si riferiscono al fatturato generatosi nel periodo di riferimento, comprensivo di tasse e oneri ad eccezione dell'IVA. Per quanto attiene alle vendite al dettaglio i dati sul fatturato coprono tutto il commercio al dettaglio (al netto delle vendite di veicoli a motore e motocicli), ad esclusione del carburante per autotrazione. Le immatricolazioni di nuove autovetture si riferiscono alle immatricolazioni di autovetture sia private che commerciali.

I dati relativi alle inchieste congiunturali su consumatori e imprese (cfr. tavola 5 nella sezione 5.2) derivano da indagini svolte dalla Commissione europea.

I tassi di disoccupazione (cfr. tavola 4 nella sezione 5.3) sono rilevati in modo conforme alle raccomandazioni dell'Organizzazione internazionale del lavoro. Essi fanno riferimento alle persone in cerca di lavoro in rapporto alla forza lavoro, sulla base di criteri e definizioni armonizzate. Le stime della forza lavoro sottostanti il tasso di disoccupazione non sono uguali alla somma dei livelli di occupazione e disoccupazione riportati nella sezione 5.3.

## FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.5 riportano le posizioni di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro. I dati, in genere consolidati, si basano sulla metodologia SEC 95. Gli aggregati annuali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni da 6.1 a 6.3, sono compilati dalla BCE sulla base di dati armonizzati forniti dalle banche centrali nazionali e aggiornati regolarmente. I dati sui disavanzi e sul debito per i paesi dell'area dell'euro possono pertanto differire da quelli utilizzati dalla Commissione europea nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi. Gli aggregati trimestrali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni 6.4 e 6.5, sono compilati dalla BCE sulla base di dati forniti dall'Eurostat e di dati nazionali.

9) G.U. L. 69 del 13.3.2003, pag. 1.

10) G.U. L. 169 dell'8.7.2003, pag. 37.

11) G.U. L. 310 del 30.11.1996, pag. 1.

12) G.U. L. 210 dell'11.8.2010, pag. 1.

Nella sezione 6.1 vengono presentati i dati annuali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, in base alle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000<sup>13)</sup>, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. I disavanzi/avanzi riportati per i singoli paesi dell'area dell'euro corrispondono alla voce B.9 della procedura per i disavanzi eccessivi così come definita nel Regolamento (CE) n. 479/2009 del Consiglio per quanto riguarda i riferimenti al SEC 95. La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002 sui conti trimestrali non finanziari delle amministrazioni pubbliche<sup>14)</sup>. Nella sezione 6.5 vengono presentati i dati trimestrali sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche, sul raccordo disavanzo-debito e sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Queste statistiche vengono compilate utilizzando i dati forniti dagli Stati membri in base ai Regolamenti (CE) n. 501/2004 e n. 222/2004 e quelli forniti dalle BCN.

## TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5<sup>a</sup> edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 lu-

glio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)<sup>15)</sup>, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)<sup>16)</sup>. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p. e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (maggio 2007) e nei rapporti delle *Task Force Portfolio Investment Collection Systems* (giugno 2002), *Portfolio Investment Income* (agosto 2003) e *Foreign Direct Investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/Commissione europea (Eurostat) che analizza la qualità delle statistiche su bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p./p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della *Task Force* e sui principi di base dell'*ECB Statistics Quality Framework* di aprile 2008, è disponibile sul sito Internet della BCE.

Il 9 dicembre il Consiglio direttivo ha adottato l'Indirizzo BCE/2011/2317 sugli obblighi di segnalazione statistica della BCE nel settore delle statistiche esterne. Questo atto giuridico stabilisce nuovi obblighi di segnalazione concernenti le statistiche sull'estero, che riflettono principalmente variazioni metodologiche introdotte nella sesta edizione del Manuale di bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero dell'FMI (BPM6). La BCE comincerà a pubblicare nel 2014, con serie storiche ricostruite, la bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e la posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) dell'area dell'euro nonché le statistiche relative alle riserve internazionali ai sensi dell'Indirizzo BCE/2011/23 e del BPM6.

Le tavole delle sezioni 7.1 e 7.4 seguono le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia

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.

17) G.U. L. 65 del 3.3.2012, pag. 1.

dei pagamenti: avanzi nel conto corrente e nel conto capitale sono riportati con un segno positivo, mentre nel conto finanziario un segno positivo indica un incremento delle passività o un decremento delle attività. Nelle tavole della sezione 7.2 sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo. Inoltre, a partire dal numero di febbraio 2008 di questo Bollettino, la struttura delle tavole della sezione 7.3 è stata modificata al fine di consentire una presentazione contestuale dei dati sulla bilancia dei pagamenti, della posizione patrimoniale sull'estero e dei relativi tassi di crescita; nelle nuove tavole, le transazioni in attività e passività che producono un incremento delle posizioni sono indicate con un segno positivo.

Le statistiche sulla b.d.p. dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell'uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

Nella sezione 7.2, la tavola 1 riporta anche dati di conto corrente corretti per la stagionalità. Laddove necessario, i dati sono corretti per tenere conto anche degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua. La tavola 3 della sezione 7.2 e la tavola 9 della sezione 7.3 forniscono una scomposizione della b.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 rela-

tive alle passività negli investimenti di portafoglio, ai derivati finanziari o alle riserve ufficiali non sono incluse nella scomposizione. Non sono inoltre riportati dati separati per i redditi da capitale che fanno capo al Brasile, alla Cina continentale, all'India o alla Russia. Un'introduzione alla scomposizione geografica viene riportata nell'articolo *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti* nel numero di febbraio 2005 di questo Bollettino.

Le statistiche relative alla b.d.p. e alla p.p.e. dell'area dell'euro nella sezione 7.3 sono redatte sulla base delle transazioni e delle posizioni nei confronti dei non residenti dell'area dell'euro, considerando l'area dell'euro come una singola entità economica (cfr., in questo Bollettino, il riquadro 9 del numero di dicembre 2002, il riquadro 5 del gennaio 2007 e il riquadro 6 del gennaio 2008). La p.p.e. è valutata ai prezzi di mercato correnti, con l'eccezione delle consistenze degli investimenti diretti, per le quali si utilizzano prevalentemente i valori di bilancio per le azioni non quotate e altri investimenti (ad esempio, prestiti e depositi). La p.p.e. trimestrale viene compilata sulla base dello stesso schema metodologico utilizzato per quella annuale. Dato che alcune fonti di dati non sono disponibili a cadenza trimestrale (oppure disponibili in ritardo), la p.p.e. trimestrale viene parzialmente stimata sulla base delle transazioni finanziarie e degli andamenti delle attività e dei tassi di cambio.

La tavola 1 nella sezione 7.3 fornisce una sintesi della p.p.e. e delle transazioni finanziarie per la bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro. La scomposizione della variazione nella p.p.e. annuale si ottiene applicando un modello statistico alle variazioni della p.p.e., diverse dalle transazioni, sulla base di informazioni derivate dalla scomposizione geografica, dalla composizione valutaria delle attività e delle passività, nonché dagli indici dei prezzi delle diverse attività finanziarie. Le colonne 5 e 6 di questa tavola si riferiscono agli investimenti diretti da parte di unità residenti all'estero e all'investimento diretto da unità non residenti nell'area dell'euro.

Nella tavola 5 della sezione 7.3 la scomposizione in “prestiti” e “banconote, monete e depositi” è basata sul settore della controparte non residente, ovvero le attività nei confronti di banche non residenti vengono classificate come depositi mentre le attività nei confronti di altri settori non residenti vengono classificate come prestiti. Questa scomposizione segue la distinzione già effettuata in altre statistiche, come il bilancio consolidato delle IFM, ed è conforme al Manuale dell’FMI sulla bilancia dei pagamenti.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell’Eurosistema sono riportate nella tavola 7 della sezione 7.3. Tali dati non sono pienamente confrontabili con quelli della valutazione finanziaria settimanale dell’Eurosistema, a causa di differenze nella copertura e nella classificazione. I dati contenuti nella tavola 7 sono conformi allo schema di riferimento sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. Le attività incluse nelle riserve ufficiali dell’Eurosistema tengono conto, per definizione, della composizione evolutiva dell’area dell’euro. Nel periodo precedente all’entrata di un paese nell’area dell’euro, le attività detenute dalla banca centrale nazionale del paese sono incluse alla voce investimenti di portafoglio (se si tratta di titoli) oppure altri investimenti (nel caso di attività di altra natura). Le variazioni delle riserve auree dell’Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell’ambito dei termini del Central Bank Gold Agreement (Accordo tra le banche centrali sull’oro) del 26 settembre 1999, che è stato aggiornato il 27 settembre 2009. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell’Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE *Statistical treatment of the Eurosystem’s international reserves* (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

Le statistiche sul debito estero lordo dell’area dell’euro riportate nella tavola 8 della sezione 7.3 indicano la consistenza effettiva (e non quella potenziale) delle passività nei confronti di

non residenti nell’area dell’euro che comportano il pagamento di capitale e/o interessi da parte del debitore in uno o successivi istanti futuri. La tavola 8 presenta una scomposizione del debito estero lordo per strumento e settore istituzionale.

La sezione 7.4 contiene una presentazione monetaria della b.d.p dell’area dell’euro, nella quale vengono riportate le transazioni delle istituzioni diverse dalle IFM che riflettono le transazioni esterne nette delle IFM. Le transazioni delle istituzioni diverse dalle IFM includono transazioni di b.d.p. per le quali non è disponibile una scomposizione per settore. Tali transazioni sono relative al conto corrente e al conto capitale (colonna 2) e agli strumenti finanziari derivati (colonna 11). Una nota metodologica aggiornata sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell’area dell’euro è disponibile nella sezione “Statistics” del sito Internet della BCE. Si veda anche il riquadro 1 nel numero di giugno 2003 di questo Bollettino.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell’area dell’euro. La fonte dei dati è l’Eurostat. I dati in valore e gli indici di volume sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della tavola 1 nella sezione 7.5 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic categories – BEC) e corrisponde alla classificazione elementare dei beni nel Sistema dei conti nazionali. Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 4. Nella scomposizione geografica (tavola 3 nella sezione 7.5) sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali. La Cina non comprende Hong Kong. Per effetto di differenze riguardanti definizioni, classificazione, copertura e tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio estero, e in particolare alle importazioni, non sono del tutto confrontabili con la voce “beni” delle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. sezioni 7.1 e 7.2). Una parte della discrepanza è attribuibile, nei dati relativi al commercio estero, all’inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi ai beni importati.

I prezzi all'importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (o prezzi industriali dell'output per il mercato non interno) riportati nella tavola 2, sezione 7.5 sono stati introdotti dal Regolamento (CE) n. 1158/2005 del Parlamento europeo e del Consiglio del 6 luglio 2005 che modifica il regolamento (CE) n. 1165/98 del Consiglio, e che rappresenta il principale riferimento normativo per le statistiche a breve termine. L'indice dei prezzi all'importazione dei beni industriali include i beni industriali importati dall'esterno dell'area dell'euro inclusi nelle sezioni da B a E della Classificazione statistica dei prodotti associata alle attività nella Comunità economica europea e tutti i settori istituzionali degli importatori, fatta eccezione per le famiglie, le pubbliche amministrazioni e le istituzioni senza scopo di lucro. L'indice riflette il prezzo di costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore al netto di dazi e imposte, e si riferisce alle effettive transazioni in euro registrate una volta trasferita la proprietà dei beni. I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono a tutti i prodotti industriali esportati direttamente da produttori dell'area dell'euro verso il mercato esterno all'area dell'euro inclusi nelle sezioni da B a E del NACE Rev. 2. Non sono incluse le esportazioni e le riesportazioni da parte di grossisti. Gli indici riflettono il prezzo f.o.b. (*free on board*) espresso in euro e calcolato ai confini dell'area dell'euro, incluso le imposte indirette e fatta eccezione per l'IVA e altre imposte deducibili. I prezzi all'importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni seguono la classificazione dei Raggruppamenti principali di industrie (RPI) definiti nel Regolamento (CE) della Commissione n. 656/2007 del 14 giugno 2007. Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 11 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

## TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati gli indici dei tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro, reali e nominali, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali nei confronti delle valute di alcuni partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva indica un apprezzamento dell'euro. I pesi sono basati sul com-

mercio di beni manufatti con i paesi partner commerciali nei periodi 1995-1997, 1998-2000, 2001-2003, 2004-2006, 2007-2009, e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando gli indici basati su ciascuno dei cinque set di pesi al termine di ciascun periodo triennale. L'indice TCE risultante ha come periodo base il primo trimestre 1999. Il gruppo di partner commerciali del TCE-20 è composto dai 10 Stati membri non appartenenti all'area dell'euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-40 comprende quelli del TCE-20 e i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Cile, Croazia, Filippine, India, Indonesia, Islanda, Israele, Malaysia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Russia, Sud Africa, Tailandia, Taiwan, Turchia e Venezuela. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia.

Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. la nota metodologica e l'Occasional Paper della BCE n. 2 (*The effective exchange rates of the euro*, Luca Buldorini, Stelios Makrydakis e Christian Thimann, febbraio 2002), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

I tassi di cambio bilaterali riportati nella sezione 8.2 sono medie mensili di quelli pubblicati giornalmente come tassi di riferimento per queste valute. Il tasso di cambio più recente relativo alla corona islandese è pari a 290,0 per euro.

## EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

Le statistiche sugli altri Stati membri dell'UE (cfr. sezione 9.1) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. Pertanto i dati sul conto corrente e sul conto capitale e sul debito estero lordo includono le società veicolo (*special-purpose vehicles*). I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.



## ALLEGATI

# CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA <sup>1)</sup>



### 14 GENNAIO E 4 FEBBRAIO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente.

### 4 MARZO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 12 ottobre 2010, nonché il ritorno alla procedure d'asta a tasso variabile per le operazioni regolari di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi, a partire dall'operazione da aggiudicare il 28 aprile 2010.

### 8 APRILE E 6 MAGGIO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente.

### 10 MAGGIO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide di adottare diverse misure per far fronte alle gravi tensioni nei mercati finanziari. In particolare decide di condurre interventi nei mercati dei titoli di debito dei settori pubblico e privato dell'area dell'euro (Programma relativo ai mercati dei titoli) e di adottare una procedura d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo nelle operazioni regolari di rifinanziamento a più lungo termine, con scadenza a tre mesi, a maggio e giugno 2010.

### 10 GIUGNO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento. Decide inoltre di adottare una procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo per le regolari operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi previste per il terzo trimestre del 2010.

### 8 LUGLIO E 5 AGOSTO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

### 2 SETTEMBRE 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino all'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 alle 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 rifi-

nanziamento 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, 4 APRILE E 3 MAGGIO 2012**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

#### **6 GIUGNO 2012**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale

rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento. Ha inoltre deciso, per quanto riguarda le procedure d'asta e le modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 15 gennaio 2013, di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

#### **5 LUGLIO 2012**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base allo 0,75 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento 11 luglio 2012. Decide inoltre di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente all'1,50 e allo 0,00 per cento, entrambi con effetto dall'11 luglio 2012.



## PUBBLICAZIONI PRODOTTE DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA

La BCE produce numerose pubblicazioni che forniscono informazioni sulle sue competenze principali: la politica monetaria, le statistiche, i sistemi di pagamento e di regolamento, la stabilità finanziaria e la vigilanza, la cooperazione europea e internazionale, e le questioni giuridiche.

### PUBBLICAZIONI STATUTARIE

- Rapporto annuale
- Rapporto sulla convergenza
- Bollettino mensile

### LAVORI DI RICERCA

- *Legal Working Paper Series*
- *Occasional Paper Series*
- *Research Bulletin*
- *Working Paper Series*

### ALTRE PUBBLICAZIONI

- *Enhancing monetary analysis*
- *Financial integration in Europe*
- *Financial Stability Review*
- *Statistics Pocket Book*
- *La Banca centrale europea: storia, ruolo e funzioni*
- *The international role of the euro*
- *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro ("General Documentation")*
- *La politica monetaria della BCE*
- *The payment system*

La BCE pubblica anche *brochure* e materiale informativo su un'ampia varietà di tematiche, ad esempio le banconote e le monete in euro, nonché atti di seminari e conferenze.

Per una lista completa dei documenti (in formato PDF) pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, predecessore della BCE dal 1994 al 1998, si prega di visitare il sito Internet della BCE all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. I codici della lingua indicano in quali versioni ciascuna pubblicazione è disponibile.

Salvo diversa indicazione, le copie a stampa possono essere ottenute a titolo gratuito singolarmente o in abbonamento, fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo e-mail [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).





## GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)).

**Altri investimenti [*other investment*]:** voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti, altri conti attivi e passivi.

**Amministrazioni pubbliche [*general government*]:** in base alla definizione del SEC 95, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato, fruibili dal singolo individuo e dalla collettività, e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

**Area dell'euro [*euro area*]:** l'area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato sul funzionamento dell'Unione europea

**Asta a tasso fisso [*fixed rate tender*]:** procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

**Asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo [*fixed rate full allotment tender procedure*]:** procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito dalla banca centrale (tasso fisso) e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi a quel tasso, sapendo in anticipo che tutte le richieste saranno soddisfatte (piena aggiudicazione dell'importo).

**Asta a tasso variabile [*variable rate tender*]:** procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

**Attività nette sull'estero delle IFM [*MFI net external assets*]:** le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

**Azioni [*equities*]:** titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria, come ad esempio le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

**Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [*balance of payments (b.o.p.)*]:** prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo.

**Bilancio consolidato del settore delle IFM [*consolidated balance sheet of the MFI sector*]:** bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri

soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

**Cancellazione [*write-off*]:** rimozione del valore di un prestito dal bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto interamente irrecuperabile.

**Cartolarizzazione [*securitisation*]:** operazione o insieme di operazioni mediante le quali una attività o un *pool* di attività che producono flussi di cassa, prevalentemente crediti (mutui ipotecari, prestiti al consumo, ecc.), vengono trasferiti da un *originator* (di norma un ente creditizio) a una società veicolo finanziaria (SVF). La SVF di fatto converte queste attività in titoli negoziabili, emettendo strumenti di debito nei quali il servizio del capitale e degli interessi viene effettuato mediante i flussi di cassa prodotti dal *pool* di attività sottostanti.

**Commercio con l'estero in beni [*external trade in goods*]:** esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

**Conti capitale [*capital accounts*]:** parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che riporta le variazioni nette della ricchezza, del risparmio, dei trasferimenti in conto capitale e delle acquisizioni nette di attività non finanziarie.

**Conto capitale [*capital account*]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutti i trasferimenti di capitale e le acquisizioni/dismissioni di attività non prodotte e non finanziarie fra residenti e non residenti.

**Conto corrente [*current account*]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a beni e servizi, redditi e trasferimenti correnti fra residenti e non residenti.

**Conto dei redditi [*income account*]:** un conto della b.d.p. che ricomprende due tipi di transazioni nei confronti dei non residenti: (a) quelle che riguardano le retribuzioni da lavoro dipendente corrisposte a lavoratori non residenti (ad esempio, i transfrontalieri, gli stagionali e altri lavoratori a breve termine); (b) quelle che riguardano gli introiti e gli esborsi per investimenti su attività o passività finanziarie sull'estero, inclusi gli introiti e gli esborsi su investimenti diretti, di portafoglio e altri investimenti, nonché gli introiti sulle riserve valutarie.

**Conto dei trasferimenti correnti [*current transfers account*]:** un conto tecnico della b.d.p. sul quale vengono registrati il valore di risorse reali o finanziarie qualora queste vengano trasferite senza ricevere alcuna contropartita. I trasferimenti correnti ricomprendono tutti i trasferimenti diversi da quelli di capitale.

**Conti finanziari [*financial accounts*]:** parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che presenta le posizioni finanziarie (consistenze o bilanci), le transazioni finanziarie e altre variazioni dei diversi settori istituzionali di un'economia per tipologia di attività finanziaria.

**Conto finanziario [*financial account*]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono le transazioni fra residenti e non residenti relative a investimenti diretti e di portafoglio, altri investimenti, prodotti finanziari derivati e attività di riserva.

**Costo del lavoro per unità di prodotto [*unit labour costs*]:** indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e la produttività del lavoro (definita come PIL, in volume, a prezzi costanti per persona occupata).

**Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [*MFI credit to euro area residents*]:** prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (ivi incluse le amministrazioni pubbliche e il settore privato) e i titoli detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

**Curva dei rendimenti [*yield curve*]:** rappresentazione grafica della relazione esistente, a una certa data, fra il tasso di interesse o il rendimento e la vita residua di titoli di debito con pari rischio di credito ma con differenti scadenze. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse o rendimenti per coppie di scadenze.

**Debito (conti finanziari) [*debt (financial accounts)*]:** i prestiti alle famiglie, nonché i prestiti, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo.

**Debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt (general government)*]:** il debito lordo (banconote, monete e depositi, prestiti e titoli di debito) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

**Debito estero lordo [*gross external debt*]:** consistenze delle passività correnti effettive (ossia non potenziali) di un'economia che implicano, in una data futura, il pagamento del capitale o degli interessi a non residenti.

**Deflazione [*deflation*]:** un calo marcato e persistente dei prezzi di un insieme molto ampio di beni e servizi di consumo che viene incorporato nelle aspettative degli operatori.

**Depositi presso la banca centrale [*deposit facility*]:** operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messe a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti idonee possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso la propria BCN. Tali depositi sono remunerati a un tasso di interesse prestabilito, che di norma rappresenta il limite minimo dei tassi di interesse del mercato *overnight*.

**Disavanzo (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit (general government)*]:** l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche.

**Disinflazione [*disinflation*]:** processo di rallentamento dell'inflazione che può condurre a tassi di inflazione temporaneamente negativi.

**Eonia [EONIA (*euro overnight index average*)]:** misura del tasso di interesse effettivo prevalente nel mercato interbancario *overnight* dell'euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di

interesse sulle operazioni di prestito *overnight* non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

**Euribor [EURIBOR (euro interbank offered rate)]**: tasso applicato ai prestiti denominati in euro tra banche considerate di primario *standing*; viene calcolato quotidianamente, per scadenze varie, non superiori ai dodici mesi, sulla base dei tassi di un campione di banche selezionate.

**Eurosistema [Eurosystem]**: il sistema di banche centrali costituito dalla BCE e dalle BCN degli Stati membri dell'UE la cui moneta è l'euro.

**Fabbisogno (riferito alle amministrazioni pubbliche) [borrowing requirement (general government)]**: assunzione netta di debito da parte delle amministrazioni pubbliche.

**Fattori autonomi di liquidità [autonomous liquidity factors]**: fattori di liquidità quali, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale, che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria.

**Fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari) [investment funds (except money market funds)]**: istituzioni finanziarie che gestiscono collettivamente portafogli di capitale raccolto tra il pubblico, investendolo in attività finanziarie e non finanziarie. Cfr. anche **IFM**.

**Forze di lavoro [labour force]**: il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

**Garanzie [collateral]**: attività costituite in pegno o trasferite in altra forma a garanzia del rimborso di un finanziamento, nonché attività cedute nell'ambito di operazioni pronti contro termine. I titoli conferiti in garanzia nell'ambito delle operazioni temporanee dell'Eurosistema devono soddisfare alcuni requisiti di idoneità.

**IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [MFIs (monetary financial institutions)]**: istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Esse includono: (a) l'Eurosistema; (b) gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione dell'UE) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o altre forme di raccolta equiparabili ai depositi da enti diversi dalle IFM e, per proprio conto (almeno in termini economici), nel concedere credito e/o investire in titoli, nonché le istituzioni di moneta elettronica che sono che operano principalmente nell'intermediazione finanziaria sotto forma di emissione di moneta elettronica; (d) i fondi comuni monetari, ovvero società di investimento collettivo che investono in strumenti a breve termine e a basso rischio.

**Impieghi disponibili [job vacancies]**: termine collettivo che comprende i nuovi impieghi, gli impieghi liberi e quelli che si renderanno disponibili a breve scadenza, per i quali il datore di lavoro ha cercato attivamente e di recente di trovare un candidato idoneo.

**Indagini della Commissione europea [European Commission surveys]**: indagini armonizzate del clima di fiducia delle imprese e/o dei consumatori, condotte per conto della Commissione europea in ciascuno degli Stati membri dell'UE. Le indagini si basano su questionari e sono rivolte ai dirigenti di aziende del settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi nonché ai consumatori. Da ciascuna indagine mensile sono calcolati degli indicatori compositi che riassumono in un unico indicatore le risposte date a diverse domande (indicatori del clima di fiducia).

**Indagine sul credito bancario [*Bank lending survey (BLS)*]:** indagine trimestrale sulle politiche di erogazione del credito, condotta dall'Eurosistema a partire da gennaio 2003. Nell'ambito di tale indagine vengono poste, a un campione predefinito di banche dell'area dell'euro, alcune domande qualitative riguardanti i criteri per la concessione del credito, i termini e le condizioni praticate e la domanda di prestiti, con riferimento sia alle imprese sia alle famiglie.

**Indagini presso i responsabili degli acquisti nell'area dell'euro [*Eurozone purchasing managers' surveys*]:** indagini sulle condizioni dei settori manifatturiero e dei servizi condotte in diversi paesi dell'area dell'euro e i cui risultati vengono utilizzati per compilare degli indici. L'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero (*Manufacturing Purchasing Managers' Index – PMI*) dell'area dell'euro è un indicatore ponderato calcolato in base agli indici di produzione, nuovi ordinativi, occupazione, tempi di consegna dei fornitori e scorte di prodotti acquistati. L'indagine presso il settore dei servizi consiste in questionari riguardanti l'attività corrente, le aspettative di attività futura, l'ammontare di attività inevasa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli *input* e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi.

**Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*]:** indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti gli Stati membri dell'UE.

**Indice del costo orario del lavoro [*hourly labour cost index*]:** indice dei costi del lavoro comprendente gli stipendi e i salari lordi (in denaro e in altra natura, comprese le gratifiche) e altri costi del lavoro (contributi previdenziali a carico del datore di lavoro più le imposte relative all'occupazione corrisposte dal datore, al netto dei sussidi ricevuti) per ora effettivamente lavorata (comprese le prestazioni straordinarie).

**Indice delle retribuzioni contrattuali [*index of negotiated wages*]:** misura dei risultati diretti della contrattazione collettiva in termini di retribuzione di base (cioè escluse le gratifiche) a livello di area dell'euro. Si riferisce alla variazione media implicita dei salari e degli stipendi mensili.

**Inflazione [*inflation*]:** aumento del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

**Investimenti di portafoglio [*portfolio investment*]:** transazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai non residenti (“attività”) e transazioni e/o posizioni nette dei non residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai residenti (“passività”). Sono inclusi i titoli azionari e i titoli di debito (obbligazioni e *note*, e strumenti di mercato monetario). Le transazioni sono rilevate al prezzo effettivo pagato o ricevuto, al netto di commissioni e spese. Per poter essere considerata come attività di portafoglio, la quota di partecipazione in una società deve essere equivalente a meno del 10 per cento delle azioni ordinarie o del potere di voto.

**Investimenti diretti [*direct investment*]:** investimenti internazionali effettuati allo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione pari almeno al 10 per cento delle quote ordinarie o dei diritti di voto). Sono inclusi le azioni, gli utili reinvestiti e il debito collegato ad operazioni intersocietarie. Il conto degli investimenti diretti rileva le transazioni/posizioni nette in attività estere da parte di residenti nell'area dell'euro (“investimenti diretti all'estero”) e le transazioni/posizioni nette in attività dell'area dell'euro da parte di non residenti (“investimenti diretti nell'area dell'euro”).

**M1:** aggregato monetario ristretto che include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

**M2:** aggregato monetario intermedio. Comprende M1, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore a due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza), detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali.

**M3:** aggregato monetario ampio che si compone di M2 più gli strumenti negoziabili, in particolare operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito con scadenza non superiore a due anni emessi dalle IFM.

**Misure di maggiore sostegno al credito [*enhanced credit support*]:** misure non convenzionali adottate dalla BCE/Eurosistema durante la crisi finanziaria, intese a garantire condizioni di finanziamento e flussi creditizi migliori rispetto ai risultati ottenibili con la sola riduzione dei tassi di riferimento della BCE.

**Nuovi accordi europei di cambio AEC II [*ERM II (exchange rate mechanism II)*]:** accordi che definiscono l'assetto per la cooperazione nel settore delle politiche del cambio tra i paesi dell'area dell'euro e gli Stati membri dell'UE non partecipanti alla Terza fase dell'UEM.

**Operazione di assorbimento della liquidità [*liquidity-absorbing operation*]:** operazione mediante la quale l'Eurosistema assorbe liquidità per ridurre la liquidità in eccesso o creare un fabbisogno di liquidità. Tali operazioni vengono condotte mediante emissione di certificati di debito o depositi a tempo determinato.

**Operazione di mercato aperto [*open market operation*]:** operazione effettuata su iniziativa della banca centrale nei mercati finanziari. Può assumere la forma di operazioni temporanee, operazioni definitive, emissioni di depositi a tempo determinato, certificati di debito o operazioni di *swap* in valuta. Le operazioni di mercato aperto sono utilizzate per fornire o assorbire liquidità.

**Operazione di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) [*longer-term refinancing operation (LTRO)*]:** operazioni di credito con scadenza superiore alla settimana eseguite dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le regolari operazioni mensili hanno scadenza tre mesi. Nella fase di turbolenza dei mercati finanziari iniziata nell'agosto 2007 sono state condotte operazioni aggiuntive con frequenza variabile e durata compresa tra un periodo di mantenimento delle riserve e 36 mesi.

**Operazione di rifinanziamento marginale [*marginal lending facility*]:** operazione attivabile su iniziativa delle controparti messa a disposizione dall'Eurosistema, avente la forma di operazione temporanea mediante la quale controparti idonee possono ottenere dalla propria BCN, a un tasso di interesse predefinito, credito *overnight*. Il tasso dei prestiti concessi nell'ambito di tali operazioni rappresenta il limite superiore dei tassi di interesse del mercato *overnight*.

**Operazione di rifinanziamento principale (ORP) [*main refinancing operation (MRO)*]:** regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento principali sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

**Operazione temporanea [*reverse transaction*]:** operazione mediante la quale una BCN acquista o vende attività a pronti con patto di vendita/riacquisto a termine, ovvero eroga credito a fronte di una garanzia.

**Parità centrale (o tasso centrale) [*central parity (or central rate)*]:** tassi di cambio di ciascuna valuta partecipante agli AEC II nei confronti dell'euro, rispetto ai quali sono definiti i margini di oscillazione previsti dagli AEC II.

**Parità di potere d'acquisto (p.p.a.) [*purchasing power parity (P.P.P.)*]:** tasso di conversione di una valuta in un'altra tale da rendere identico il potere d'acquisto delle due divise, eliminando le differenze dovute al livello dei prezzi prevalente in ciascun paese. Nella sua forma più semplice, la p.p.a. rappresenta il rapporto di prezzo in valuta nazionale dello stesso bene o servizio in diversi paesi.

**Passività finanziarie a lungo termine delle IFM [*MFI longer-term financial liabilities*]:** depositi con durata prestabilita superiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi, titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza originaria superiore a due anni nonché capitale e riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

**Posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) [*international investment position (i.i.p.)*]:** valore e composizione delle consistenze di attività (o passività) finanziarie nette detenute da un'economia nei confronti del resto del mondo.

**Prezzi alla produzione nell'industria [*industrial producer prices*]:** i prezzi di fabbrica (i costi di trasporto non sono inclusi) di tutti i prodotti venduti dall'industria, escluse le costruzioni, sul mercato interno dei paesi dell'area dell'euro, al netto delle importazioni.

**Prodotto interno lordo (PIL) [*gross domestic product (GDP)*]:** il valore della produzione totale di beni e servizi di un'economia al netto dei consumi intermedi, più le imposte nette sui prodotti e sulle importazioni. Il PIL può essere scomposto per componenti di prodotto, di spesa e di reddito. I principali aggregati di spesa che compongono il PIL sono i consumi finali delle famiglie, i consumi finali collettivi, gli investimenti fissi lordi, la variazione delle scorte e le importazioni ed esportazioni di beni e servizi (compreso il commercio fra i paesi dell'area dell'euro).

**Produttività del lavoro [*labour productivity*]:** la produzione che può essere ottenuta con un dato *input* di lavoro. Essa si può misurare in diversi modi, ma di solito la misurazione viene effettuata dividendo il PIL (in volume) a prezzi costanti o per l'occupazione totale oppure per il totale delle ore lavorate.

**Produzione industriale [*industrial production*]:** il valore aggiunto lordo creato dall'industria a prezzi costanti.

**Raccordo disavanzo-debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit-debt adjustment (general government)*]:** la differenza tra il disavanzo e la variazione del debito delle amministrazioni pubbliche.

**Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt-to-GDP ratio (general government)*]:** il rapporto tra il debito pubblico e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 126, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo.

**Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit ratio (general government)*]:** il rapporto tra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 126, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea al fine di definire l'esistenza di un

disavanzo eccessivo. Viene anche definito rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

**Redditi per occupato o per ora lavorata [*compensation per employee or per hour worked*]:** la remunerazione totale, in denaro o in altra natura, che è pagabile dai datori di lavoro agli occupati, vale a dire i salari e gli stipendi lordi nonché le gratifiche, il pagamento degli straordinari e i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro, divisa per il numero totale degli occupati o per il numero totale di ore lavorate.

**Riserva obbligatoria [*reserve requirement*]:** obbligo che impone agli enti creditizi di detenere un ammontare minimo a titolo di riserva presso la banca centrale in un periodo di mantenimento predefinito. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri nel periodo di mantenimento.

**Riserve ufficiali [*international reserves*]:** attività sull'estero con disponibilità immediata e sotto il controllo delle autorità monetarie allo scopo di finanziare e regolare direttamente squilibri nei pagamenti attraverso interventi sui mercati dei cambi. Le riserve ufficiali dell'area dell'euro comprendono i crediti verso non residenti denominati in valuta diversa dall'euro, le riserve auree nonché i diritti speciali di prelievo e le posizioni di riserva presso il Fondo monetario internazionale detenuti dall'Eurosistema.

**Società di assicurazione e fondi pensione [*insurance corporations and pension funds*]:** le società e le quasi-società finanziarie la cui funzione principale consiste nel fornire servizi di intermediazione finanziaria derivanti dalla trasformazione di rischi individuali in rischi collettivi.

**Società veicolo finanziaria (SVF) [*financial vehicle corporation (FVC)*]:** entità la cui attività principale è l'effettuazione di cartolarizzazioni. Le SVF emettono, tipicamente, titoli negoziabili che sono offerti al pubblico o collocati presso privati. Tali titoli sono garantiti da un portafoglio di attività (generalmente prestiti) che sono detenute dalla SVF. In alcuni casi, un'operazione di cartolarizzazione può coinvolgere più SVF, dove una di esse a detiene le attività cartolarizzate mentre un'altra provvede a emettere i titoli garantiti da tali attività.

**Stabilità dei prezzi [*price stability*]:** è definita dal Consiglio direttivo come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Il Consiglio ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo.

**Survey of Professional Forecasters (SPF):** indagine trimestrale condotta dalla BCE sin dal 1999 presso un gruppo selezionato di esperti appartenenti a organismi del settore finanziario e non finanziario aventi sede nell'UE, finalizzata alla raccolta di previsioni macroeconomiche sull'inflazione, sulla crescita del PIL in termini reali e sulla disoccupazione nell'area dell'euro.

**Svalutazione [*write-down*]:** correzione al ribasso del valore di un prestito registrato nel bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto parzialmente irrecuperabile.

**Tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro (nominali/reali) [*effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)*]:** medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dell'area. Gli indici del TCE dell'euro sono calcolati rispetto a diversi gruppi di paesi partner: il TCE-20 (comprendente i dieci Stati membri dell'UE non

appartenenti all'area dell'euro e dieci partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-40 (composto dal TCE-20 più altri 20 paesi). I coefficienti di ponderazione riflettono la quota di ciascun partner nel commercio di prodotti manifatturieri dell'area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. I TCE reali si ottengono dai TCE nominali corretti per la differenza tra l'andamento di un indice ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo.

**Tassi di interesse delle IFM [*MFI interest rates*]:** i tassi di interesse praticati dagli enti creditizi residenti e da altre IFM, escluse le banche centrali e i fondi comuni monetari, sui depositi denominati in euro e sui prestiti nei confronti delle famiglie e delle società non finanziarie residenti nell'area dell'euro.

**Tassi di interesse di riferimento della BCE [*key ECB interest rates*]:** tassi di interesse fissati dal Consiglio direttivo, che riflettono l'orientamento di politica monetaria della BCE. Attualmente comprendono il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi presso la banca centrale.

**Tasso di inflazione di pareggio [*break-even inflation rate*]:** il differenziale tra il rendimento di una obbligazione nominale e quello di una obbligazione indicizzata all'inflazione, le cui scadenze siano uguali o quanto più possibile simili.

**Tasso minimo di offerta [*minimum bid rate*]:** limite inferiore fissato per i tassi di interesse a cui le controparti possono presentare le proprie offerte nelle aste a tasso variabile.

**Titoli di stato indicizzati all'inflazione [*inflation-indexed government bonds*]:** titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche; i pagamenti delle cedole e del capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

**Titolo di debito [*debt security*]:** promessa da parte dell'emittente (prenditore) a effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. I titoli di debito con scadenza originaria superiore a un anno sono classificati come titoli a lungo termine.

**Valore di riferimento per la crescita di M3 [*reference value for M3 growth*]:** tasso di crescita sui dodici mesi di M3, considerato coerente con la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

**Volatilità [*volatility*]:** grado di oscillazione di una variabile.

**Volatilità implicita [*implied volatility*]:** la volatilità attesa (cioè la deviazione standard) dei tassi di variazione dei prezzi di un'attività (ad es., un'azione o un'obbligazione). Può essere desunta dal prezzo dell'attività, dalla data di scadenza e dal prezzo di esercizio delle relative opzioni, nonché da un rendimento privo di rischio, utilizzando un modello per il calcolo dei prezzi delle opzioni, quale il modello Black-Scholes.

