



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

01 | 2011

02 | 2011

03 | 2011

04 | 2011

05 | 2011

06 | 2011

07 | 2011

08 | 2011

09 | 2011

10 | 2011

11 | 2011

12 | 2011

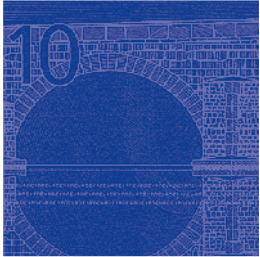
BOLLETTINO MENSILE NOVEMBRE





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



BOLLETTINO MENSILE NOVEMBRE 2011

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

© Banca centrale europea, 2011

Indirizzo

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main
Germany

Recapito postale

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main
Germany

Telefono

+49 69 1344 0

Sito internet

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

Fax

+49 69 1344 6000

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

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

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

*Le statistiche contenute
in questo numero sono aggiornate
al 2 novembre 2011.*

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

*Stampato nel mese di novembre 2011
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 Andamenti recenti dei prestiti erogati dalle IFM alle società non finanziarie disaggregati per settore economico **19**
- 2 I conti integrati dell'area dell'euro per il secondo trimestre del 2011 **34**
- 3 Andamenti recenti dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro **45**
- 4 Risultati della *Survey of Professional Forecasters* della BCE per il quarto trimestre del 2011 **47**
- 5 Evidenze recenti dell'incertezza che caratterizza le stime in tempo reale dell'*output gap* dell'area dell'euro **54**
- 6 Aggiornamento delle misure della domanda estera dell'area dell'euro in relazione ai cambiamenti della struttura geografica delle esportazioni dell'area **59**

ARTICOLI

Andamenti dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro e negli Stati Uniti **65**

I mercati dell'area dell'euro per gli strumenti di debito a lungo termine delle banche: andamenti recenti, grado di integrazione e implicazioni per la trasmissione della politica monetaria **77**

5 STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

ALLEGATI

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

SI

I

V

VII

SIGLARIO

PAESI

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

ALTRE

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

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



EDITORIALE

Nella riunione del 3 novembre, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre i tassi d'interesse di riferimento della BCE di 25 punti base. Sebbene l'inflazione si sia mantenuta elevata e si collocherà probabilmente oltre il 2 per cento per alcuni mesi a venire, ci si attende che i tassi di inflazione si portino al di sotto del 2 per cento nel corso del 2012. Allo stesso tempo l'espansione monetaria di fondo prosegue a ritmo moderato. Dopo la decisione di questo mese l'inflazione dovrebbe restare in linea con la stabilità dei prezzi nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria. Dati i loro effetti sfavorevoli sulle condizioni di finanziamento e sulla fiducia, le tensioni in atto nei mercati finanziari potrebbero verosimilmente frenare la crescita economica dell'area dell'euro nella seconda metà dell'anno e anche in seguito. Le prospettive economiche restano soggette a un'incertezza particolarmente elevata e a rischi al ribasso intensificati. Alcuni di questi rischi si sono concretizzati, rendendo molto probabile una significativa revisione verso il basso delle previsioni e proiezioni per la crescita media del PIL in termini reali nel 2012. In tali circostanze si dovrebbero anche allentare le tensioni su prezzi, costi e salari all'interno dell'area dell'euro; di ciò tiene conto la decisione di ridurre i tassi d'interesse di riferimento della BCE assunta il 3 novembre dal Consiglio direttivo. Nel complesso permane essenziale che la politica monetaria preservi la stabilità dei prezzi nel medio periodo, assicurando il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione nell'area dell'euro, 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 termine. L'ancoraggio di tali aspettative costituisce un presupposto necessario affinché la politica monetaria contribuisca alla crescita economica e alla creazione di posti di lavoro nell'area dell'euro.

L'offerta di liquidità e le modalità di aggiudicazione degli importi nelle operazioni di finanziamento continueranno ad assicurare che le banche dell'area dell'euro non subiscano vincoli di liquidità. Tutte le misure non convenziona-

li di politica monetaria adottate nel periodo di acute tensioni finanziarie sono, per come strutturate, di natura temporanea.

Per quanto riguarda l'analisi economica, ci si attende che la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro sia molto moderata nella seconda metà di quest'anno, dopo la diminuzione allo 0,2 per cento rispetto al periodo precedente registrata nel secondo trimestre. Vi sono indicazioni che si siano concretizzati rischi al ribasso identificati in precedenza, come emerge dai risultati sfavorevoli delle indagini congiunturali. In prospettiva, una serie di fattori sembra frenare la dinamica di fondo della crescita dell'area dell'euro, tra cui la moderazione del ritmo della domanda mondiale e gli effetti negativi sulle condizioni complessive di finanziamento e sulla fiducia derivanti dalle tensioni in atto in vari mercati del debito sovrano dell'area dell'euro. Al tempo stesso il Consiglio direttivo continua ad attendersi che l'attività economica dell'area dell'euro tragga beneficio dal protrarsi della crescita positiva nei paesi emergenti, nonché dal livello contenuto dai tassi di interesse a breve termine e dalle varie misure adottate a sostegno del funzionamento del settore finanziario.

Secondo la valutazione del Consiglio direttivo trovano conferma i rischi al ribasso per le prospettive economiche nell'area dell'euro, in un contesto di incertezza particolarmente elevata. I rischi al ribasso sono connessi, in particolare, al fatto che le tensioni si intensifichino ancora in alcuni segmenti dei mercati finanziari dell'area dell'euro e su scala mondiale, nonché alla potenziale ulteriore propagazione di tali pressioni all'economia reale nell'area dell'euro; inoltre riguardano l'impatto dei prezzi tuttora elevati dell'energia, le spinte protezionistiche e una possibile correzione disordinata degli squilibri internazionali.

Per quanto concerne gli andamenti dei prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica per l'area dell'euro un tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC del 3,0 per cento in ottobre, invariato rispetto a settembre. L'inflazione persiste su livelli elevati dalla fine dello scor-

so anno, sospinta principalmente dai rincari dell'energia e delle altre materie prime. In prospettiva, è probabile che resti oltre il 2 per cento per alcuni mesi a venire, prima di scendere al di sotto del 2 per cento nel corso del 2012. Ci si attende che i tassi di inflazione permangano in linea con la stabilità dei prezzi nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria. Tale evoluzione riflette l'aspettativa che, a fronte di una più debole crescita dell'attività nell'area dell'euro e a livello mondiale, si allentino anche le tensioni sui costi e sui salari nell'area dell'euro.

Il Consiglio direttivo continua a ritenere che le prospettive di medio periodo per l'andamento dei prezzi siano soggette a rischi sostanzialmente bilanciati, tenendo conto anche della decisione del 3 novembre di ridurre i tassi d'interesse di riferimento della BCE di 25 punti base. I rischi verso l'alto riguardano in particolare possibili incrementi delle imposte indirette e dei prezzi amministrati, data l'esigenza di risanare i conti pubblici nei prossimi anni. Nelle attuali circostanze, tuttavia, le pressioni inflazionistiche si dovrebbero attenuare. I principali rischi al ribasso sono connessi all'impatto di una crescita inferiore alle attese nell'area dell'euro e a livello mondiale. In effetti, se protratta, la debole espansione dell'economia è potenzialmente suscettibile di ridurre la spinta inflazionistica a medio termine nell'area dell'euro.

Passando all'analisi monetaria, in settembre il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è salito al 3,1 per cento, dal 2,7 di agosto. Il tasso di incremento dei prestiti al settore privato, corretto per le cessioni e le cartolarizzazioni, si è mantenuto al 2,7 per cento, senza variazioni rispetto al mese precedente. Come in agosto, gli afflussi verso M3 riflettono anche l'acuirsi delle tensioni in alcuni mercati finanziari. In particolare, gli afflussi verso le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, nonché verso i pronti contro termine tramite controparti centrali sembrano avere inciso in misura significativa sugli andamenti monetari di settembre. Il tasso di espansione sui dodici mesi di M1 è aumentato al 2,0 per cento in settembre, dall'1,7 di agosto.

Dal lato delle contropartite, in settembre i tassi di incremento sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie, corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni, sono rimasti sostanzialmente invariati da agosto, rispettivamente al 2,2 e al 2,6 per cento. Questi dati non segnalano che le accresciute tensioni nei mercati finanziari abbiano inciso sull'offerta di credito fino a settembre. Tuttavia, dato il ritardo con cui si possono manifestare tali effetti, sarà necessario esaminare con attenzione gli andamenti del credito nel prossimo periodo. Nell'adeguata prospettiva a medio termine e guardando oltre la volatilità di breve periodo, l'espansione di fondo dell'aggregato monetario ampio e quella dei prestiti si sono sostanzialmente stabilizzate negli ultimi mesi. Nel complesso, il ritmo dell'espansione monetaria di fondo resta quindi moderato.

Le dimensioni complessive dei bilanci delle istituzioni finanziarie monetarie sono rimaste sostanzialmente immutate negli ultimi mesi. La solidità dei bilanci bancari sarà un fattore chiave per contenere la spirale negativa che si potrebbe innescare a seguito delle tensioni nei mercati finanziari, agevolando un'adeguata offerta di credito all'economia nel corso del tempo. Il Consiglio direttivo esprime dunque apprezzamento per l'accordo raggiunto il 26 ottobre dal Consiglio europeo di rafforzare la posizione patrimoniale delle banche incrementando al 9% il requisito del patrimonio di base (Tier 1) entro la fine di giugno 2012. Inoltre sostiene appieno la richiesta rivolta alle autorità nazionali di vigilanza di assicurare che i piani di ricapitalizzazione delle banche non comportino un'eccessiva riduzione della leva finanziaria.

In sintesi, nella riunione del 3 novembre sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre i tassi d'interesse di riferimento della BCE di 25 punti base. Sebbene l'inflazione si sia mantenuta elevata e si collocherà probabilmente oltre il 2 per cento per alcuni mesi a venire, ci si attende che i tassi di inflazione si portino al di sotto del 2 per cento nel corso del 2012. La verifica incrociata con le informazioni derivanti dall'analisi

monetaria conferma che l'espansione monetaria di fondo prosegue a ritmo moderato. Dopo la decisione di questo mese l'inflazione dovrebbe restare in linea con la stabilità dei prezzi nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria. Dati i loro effetti sfavorevoli sulle condizioni di finanziamento e sulla fiducia, le tensioni in atto nei mercati finanziari potrebbero verosimilmente frenare la crescita economica dell'area dell'euro nella seconda metà dell'anno e anche in seguito. Le prospettive economiche restano soggette a un'incertezza particolarmente elevata e a rischi al ribasso intensificati. Alcuni di questi rischi si sono concretizzati, rendendo molto probabile una significativa revisione verso il basso delle previsioni e proiezioni per la crescita media del PIL in termini reali nel 2012. In tali circostanze si dovrebbero anche allentare le tensioni su prezzi, costi e salari all'interno dell'area dell'euro; di ciò tiene conto la decisione di ridurre i tassi d'interesse di riferimento della BCE di 25 punti base assunta il 3 novembre dal Consiglio direttivo. Nel complesso permane essenziale che la politica monetaria preservi la stabilità dei prezzi nel medio periodo, assicurando il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione nell'area dell'euro, 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 termine. L'ancoraggio di tali aspettative costituisce un presupposto necessario affinché la politica monetaria contribuisca alla crescita economica e alla creazione di posti di lavoro nell'area dell'euro.

Con riferimento alle politiche di bilancio, i governi di tutti i paesi dell'area dell'euro devono dimostrare la ferma determinazione a onorare pienamente quanto sottoscritto a nome dei rispettivi Stati sovrani; ciò costituisce un elemento cruciale per assicurare la stabilità finanziaria nell'intera area dell'euro. Il Consiglio direttivo prende atto degli impegni espressi in materia di bilancio nella dichiarazione del Vertice euro del 26 ottobre 2011 ed esorta tutti i governi a dare piena attuazione quanto prima possibile alle misure necessarie al risanamento dei conti pubblici, al conseguimento di sistemi pensionistici sostenibili, nonché al miglioramento della

governance. I governi dei paesi che sono oggetto di programmi di aggiustamento congiunti UE-FMI, nonché i governi dei paesi particolarmente vulnerabili si dovrebbero tenere pronti ad adottare ogni misura aggiuntiva che si rendesse necessaria.

È indispensabile che il risanamento di bilancio e le riforme strutturali procedano di pari passo per rafforzare la fiducia, le prospettive di crescita e la creazione di posti di lavoro. Il Consiglio direttivo esorta pertanto i governi di tutti i paesi dell'area dell'euro ad accelerare, urgentemente, l'attuazione di riforme strutturali consistenti ed esaustive. Ciò aiuterà i paesi dell'area dell'euro a potenziare la competitività, a promuovere la flessibilità delle economie e a migliorare il loro potenziale di crescita nel medio-lungo termine. A tale riguardo risultano essenziali le riforme del mercato del lavoro, che dovrebbero porre in primo piano misure atte a rimuovere le rigidità del mercato e a potenziare la flessibilità salariale, consentendo di adeguare le retribuzioni e le condizioni di lavoro alle esigenze specifiche delle imprese. Più in generale, in questi tempi difficili è indispensabile assicurare moderazione in termini sia di margini di profitto che di salari. Tali misure andrebbero accompagnate da riforme strutturali che incrementino la concorrenza nei mercati dei beni e soprattutto dei servizi, fra le quali la liberalizzazione degli ordini professionali chiusi, e ove opportuno dalla privatizzazione di servizi che sono al momento erogati dal settore pubblico. Al tempo stesso, il Consiglio direttivo sottolinea che è assolutamente inderogabile la rapida adozione e applicazione, da parte delle autorità nazionali dell'area dell'euro, delle misure annunciate e raccomandate nella dichiarazione del Vertice euro del 26 ottobre 2011.

Questo numero del Bollettino contiene due articoli: il primo esamina la recente evoluzione dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro e negli Stati Uniti; il secondo verte sugli ultimi andamenti nei mercati degli strumenti di finanziamento a lungo termine delle banche nell'area dell'euro, analizzando lo stato dell'integrazione e le implicazioni per la trasmissione della politica monetaria.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

L'economia mondiale ha rallentato negli ultimi mesi, per motivi in parte riconducibili a fattori transitori. Il venir meno di questi ultimi dovrebbe fornire un sostegno alla crescita nella seconda metà dell'anno, ma le rinnovate tensioni sui mercati finanziari e i persistenti problemi strutturali – soprattutto nei paesi avanzati – continuano a pesare sulle prospettive economiche mondiali a medio termine. Nei mercati emergenti la crescita si è lievemente moderata e questo dovrebbe contribuire a mitigare le pressioni di surriscaldamento avvertite in alcuni paesi. L'inflazione sui dodici mesi si è stabilizzata nelle economie avanzate, mentre le spinte al rialzo sui prezzi restano più pronunciate in quelle emergenti.

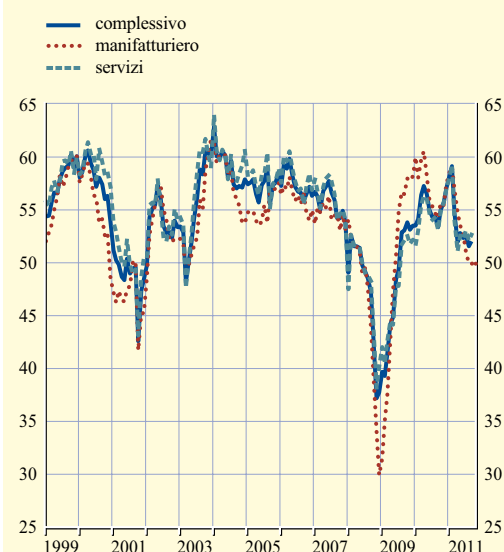
I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

L'economia mondiale ha rallentato negli ultimi mesi, per motivi in parte riconducibili a fattori transitori. Il venir meno di questi ultimi dovrebbe fornire un sostegno alla crescita nella seconda metà dell'anno, ma la necessità di ulteriori azioni di risanamento dei bilanci nel settore sia pubblico sia privato e la persistente debolezza del mercato immobiliare e di quello del lavoro continuano a frenare la ripresa, in particolare nelle economie avanzate. Un ulteriore impatto negativo è esercitato dalle rinnovate tensioni nei mercati finanziari internazionali e dal peggioramento del clima di fiducia delle imprese e dei consumatori. Nelle economie emergenti la crescita si è lievemente moderata e questo dovrebbe contribuire a mitigare le pressioni di surriscaldamento avvertite in alcuni paesi.

In ottobre l'indice mondiale complessivo dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero è rimasto invariato a 49,9. Questo basso livello è inferiore sia al valore soglia teorico tra espansione e contrazione, fissato a 50, sia alla media di lungo periodo. La componente del PMI relativa ai nuovi ordinativi è cresciuta in ottobre, pur mantenendosi debole e al di sotto del valore

Figura 1 PMI sulla produzione mondiale

(indice di diffusione; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Markit.

Figura 2 Andamenti dei prezzi internazionali

(dati mensili; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: OCSE.

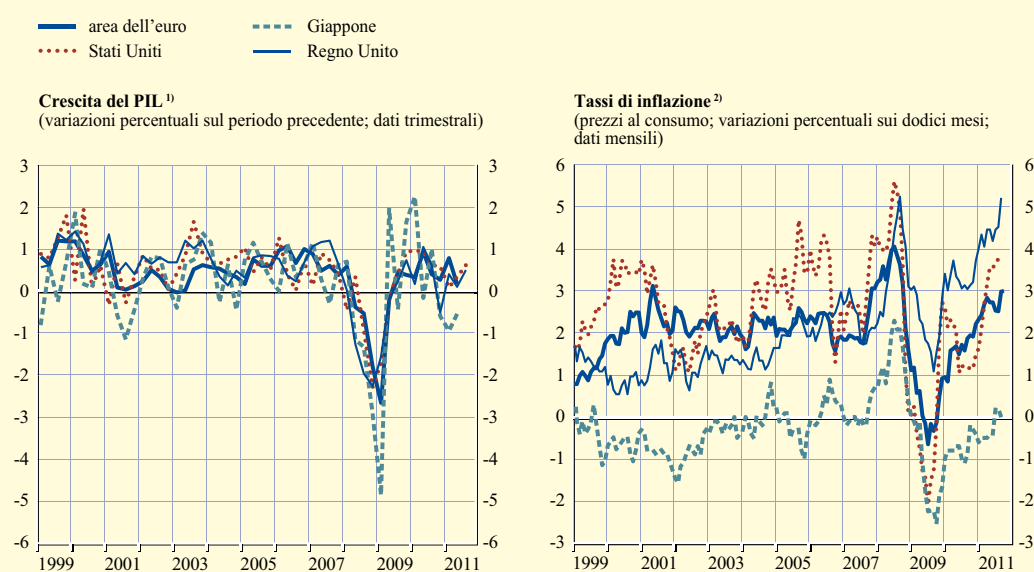
soglia tra espansione e contrazione, e quella relativa all'occupazione ha proseguito a mantenersi su un livello superiore a 50.

Le pressioni sui prezzi avrebbero continuato ad attenuarsi lievemente a livello mondiale. In ottobre il PMI relativo ai prezzi degli *input* nel settore manifatturiero è sceso a 49,9, da 56,6 nel mese precedente. L'inflazione complessiva sui dodici mesi si è generalmente stabilizzata nelle economie avanzate, mentre in quelle emergenti le spinte al rialzo sui prezzi sono rimaste più pronunciate. Nell'area dell'OCSE il tasso complessivo è salito al 3,3 per cento in settembre (dal 3,2 di agosto), mentre quello calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è stato pari all'1,9 per cento (contro l'1,8 di agosto). Nelle economie emergenti l'inflazione è ancora elevata, per i vincoli di capacità produttiva e per la maggiore incidenza delle materie prime nei rispettivi panieri di consumo.

STATI UNITI

Negli Stati Uniti la ripresa ha acquisito slancio nel terzo trimestre del 2011. La stima preliminare del Bureau of Economic Analysis segnala che in tale periodo la crescita del PIL in termini reali è salita al 2,5 per cento in ragione d'anno (0,6 per cento sul periodo precedente), dall'1,3 del secondo trimestre, supportata dall'espansione della spesa per consumi e degli investimenti delle imprese. I consumi sono aumentati del 2,4 per cento in ragione d'anno, grazie al recupero degli acquisti di beni durevoli dopo la contrazione del trimestre precedente, riconducibile in parte agli effetti delle calamità in Giappone. In prospettiva, la concomitante debolezza del reddito personale disponibile, sceso dell'1,7 per cento in termini reali, e il calo del saggio di risparmio delle famiglie sui livelli più bassi dall'ultimo trimestre del 2007 hanno tuttavia messo in discussione la sostenibilità dell'accelerazione. Al tempo stesso gli investimenti delle imprese sono aumentati del 16,3 per cento in ragione d'anno e quelli in edilizia residenziale hanno continuato a registrare incrementi modesti a partire

Figura 3 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



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

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

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

da livelli estremamente bassi. Le esportazioni nette hanno contribuito positivamente alla crescita del PIL, poiché le esportazioni sono salite più delle importazioni, mentre le scorte hanno fornito un contributo fortemente negativo.

Con riferimento ai prezzi, l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è salita al 3,9 per cento in settembre (dal 3,8 di agosto), il livello più alto degli ultimi tre anni. L'aumento dell'inflazione complessiva nel corso del 2011 continua a riflettere il pronunciato incremento sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici e alimentari (rispettivamente pari al 19,3 e 4,7 per cento). Il tasso calcolato al netto di queste due componenti è stato pari al 2,0 per cento, invariato rispetto ad agosto, dopo aver seguito una tendenza crescente per circa un anno. La stabilizzazione dell'inflazione di fondo sui dodici mesi ha riflesso in parte una lieve moderazione del costo dei veicoli a motore e dell'abbigliamento, che ha compensato il sostanziale incremento osservato nei mesi precedenti.

Il 21 settembre 2011 il Federal Open Market Committee (FOMC) ha deciso di mantenere inalterato l'obiettivo per il tasso ufficiale sui Federal Funds entro un intervallo compreso tra zero e 0,25 per cento e ha continuato a prevedere che le condizioni economiche giustifichino valori eccezionalmente bassi del tasso almeno fino alla metà del 2013. Al tempo stesso ha annunciato nuove misure intese a stimolare la lenta ripresa economica e contribuire a sostenere le condizioni nei mercati dei mutui ipotecari, compresa l'estensione della scadenza media dei titoli da esso detenuti.

GIAPPONE

In Giappone l'attività economica ha segnato una ripresa significativa dopo il crollo provocato dal terremoto che ha colpito la parte orientale del paese, poiché i vincoli dal lato dell'offerta si sarebbero nel frattempo allentati considerevolmente. Nel terzo trimestre si dovrebbe quindi registrare una crescita piuttosto positiva dopo tre trimestri di contrazione. Il ritmo della ripresa si sarebbe tuttavia lievemente moderato rispetto al rapido recupero nel periodo immediatamente successivo al sisma. In settembre l'indice destagionalizzato della produzione industriale è sceso di circa il 4 per cento rispetto al mese precedente, dopo avere registrato un incremento modesto a luglio e agosto. Ciò nonostante, le esportazioni di beni sono salite del 3,4 per cento sul periodo precedente, in termini reali destagionalizzati, dopo una crescita moderata nei due mesi precedenti, e le importazioni sono diminuite per la prima volta da marzo (dell'1,8 per cento sul mese precedente). Il saldo commerciale in termini nominali è rimasto negativo, come avviene successivamente al sisma, ma il disavanzo si è ridotto significativamente in termini destagionalizzati (a 21,8 miliardi di yen, rispetto ai 265,2 di agosto). Il governo ha recentemente presentato alla Dieta una terza proposta di bilancio supplementare per un totale di circa 12.000 miliardi di yen, per lo più destinati ad attività di ricostruzione.

Con riferimento ai prezzi al consumo, l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa allo 0,0 per cento in settembre (dallo 0,2 di agosto). Il tasso calcolato al netto dei beni alimentari freschi è stato pari allo 0,2 per cento, invariato rispetto al mese precedente, mentre quello ottenuto escludendo gli alimentari freschi e i prodotti energetici è salito da -0,5 a -0,4 per cento. Nella sua riunione di politica monetaria più recente, tenutasi il 27 ottobre, la Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariato l'obiettivo per il tasso sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale entro un intervallo compreso fra lo 0,0 e lo 0,1 per cento e di accrescere di circa 5.000 miliardi di yen – fino ad approssimativamente 55.000 miliardi – il suo programma di acquisto di attività finanziarie.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito l'attività economica è rimasta relativamente moderata durante il periodo recente. Nel terzo trimestre del 2011 il PIL in termini reali è salito dello 0,5 per cento sul periodo preceden-



te, riflettendo in larga parte il venir meno di alcuni fattori transitori presenti nel secondo trimestre. Gran parte degli indicatori delle indagini presso le imprese e i consumatori si è mantenuta debole in ottobre. Nel breve periodo è quindi probabile che il ritmo di crescita resti nell'insieme contenuto, anche se le azioni di stimolo della politica monetaria dovrebbero in prospettiva sostenere l'attività economica. Si prevede ancora 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. È altresì probabile che il peggioramento delle prospettive per la domanda estera pesi sulla dinamica delle esportazioni.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è rimasta elevata nel periodo recente e in settembre ha registrato un aumento (al 5,2 per cento, dal 4,5 di agosto), principalmente riconducibile al sostanziale rincaro dei servizi di pubblica utilità, in presenza di una perdurante ascesa dei prezzi sia dei beni energetici sia di quelli non energetici. Nel breve periodo è probabile che l'inflazione si mantenga su livelli elevati. In prospettiva, tuttavia, il graduale venir meno di determinati fattori temporanei (i precedenti rincari delle materie prime, gli effetti ritardati del deprezzamento della sterlina e l'incremento dell'aliquota IVA a decorrere da gennaio 2011) e l'esistenza di un margine di capacità inutilizzata dovrebbero contribuire ad attenuare le spinte inflazionistiche. Il Monetary Policy Committee della Bank of England ha mantenuto invariato allo 0,5 per cento il tasso ufficiale corrisposto sulle riserve delle banche commerciali. In ottobre ha tuttavia stabilito di procedere a un ulteriore acquisto di titoli per 75 miliardi di sterline, finanziato dall'emissione di riserve della banca centrale, che andrà a incrementare lo stock di 200 miliardi di sterline accumulato con gli acquisti precedenti.

CINA

In Cina l'economia ha finora evidenziato una buona tenuta di fronte al peggioramento delle prospettive mondiali e le statistiche disponibili segnalano un "atterraggio morbido" nei prossimi trimestri. Nel terzo trimestre del 2011 la crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è scesa al 9,1 per cento, dal 9,5 del secondo trimestre, con un contributo alla crescita della domanda interna in riduzione e quello delle esportazioni nette negativo. Il ritmo di apprezzamento del renminbi sul dollaro statunitense si è notevolmente moderato dai primi di settembre, mese in cui è stato registrato un lieve calo dello stock di riserve internazionali dovuto a effetti di cambio. La banca centrale della Repubblica popolare cinese ha mantenuto invariati i tassi di riferimento e i coefficienti di riserva, in presenza di perduranti spinte inflazionistiche e di un'abbondante liquidità interna. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa di appena 0,1 punti percentuali rispetto ad agosto, portandosi al 6,1 per cento in settembre. Tale risultato va ricondotto principalmente ai prezzi dei beni alimentari, ma anche il tasso calcolato al netto di questa componente ha subito una lieve riduzione. Nel mercato immobiliare il calo delle quotazioni è stato solo marginale, nonostante gli sforzi concertati delle autorità. A ottobre il fondo sovrano cinese ha deciso di acquistare un piccolo quantitativo di azioni delle quattro principali banche commerciali di proprietà statale, per sostenere il clima di mercato in un contesto di crescenti vulnerabilità finanziarie interne.

1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

I prezzi del petrolio sono aumentati in ottobre. Il 2 novembre il greggio di qualità Brent veniva quotato a 108,0 dollari per barile, un livello superiore del 15,8 per cento rispetto agli inizi dell'anno e del 4,5 per cento nel confronto con i primi di ottobre (cfr. figura 4). In prospettiva, tuttavia, gli operatori si attendono prezzi inferiori nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti *future* con scadenza a dicembre 2012 che si collocano a circa 103,1 dollari per barile.

L'aumento dei prezzi è stato associato a condizioni relativamente tese dei fondamentali del mercato fisico, incluse le interruzioni dell'offerta – soprattutto nei paesi non appartenenti all'OPEC – che hanno concorso ad accentuare il calo dei livelli delle scorte. Ciò nonostante, le spinte al rialzo sui prezzi sono state lievemente attenuate dal riemergere delle tensioni in alcuni mercati del debito sovrano dell'area dell'euro e il loro atteso impatto frenante sulla domanda. A questo proposito, l'Agenzia internazionale per l'energia ha rivisto ulteriormente al ribasso le proiezioni per la domanda di petrolio nel 2011 e 2012.

I corsi delle materie prime non energetiche hanno nell'insieme continuato a scendere in ottobre, riflettendo in larga parte la netta flessione nella componente relativa al minerale ferroso. Quelli delle derrate alimentari e dei metalli sono invece aumentati. Tali incrementi vanno in gran parte ricondotti rispettivamente al granturco e al rame, le cui quotazioni sono salite per il vigore delle importazioni delle economie emergenti e – nel caso del rame – anche per le condizioni tese dell'offerta. A fine ottobre l'indice aggregato dei prezzi (in dollari) delle materie prime non energetiche era inferiore dell'11,7 per cento rispetto agli inizi dell'anno.

1.3 TASSI DI CAMBIO

Tra la fine di luglio e gli inizi di novembre il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise dei 20 più importanti partner commerciali dell'area – è rimasto sostanzialmente invariato in un contesto di volatilità piuttosto elevata e il 2 novembre era inferiore dello 0,1 per cento al livello di fine luglio 2011 e dello 0,3 per cento alla media del 2010 (cfr. figura 5).

In termini bilaterali, negli ultimi tre mesi l'euro si è deprezzato rispetto a gran parte delle divise principali. Fra il 31 luglio e il 2 novembre si è indebolito nei confronti del dollaro statunitense, della sterlina britannica, dello yen giapponese e del renminbi cinese (rispettivamente del 3,2, 1,5, 2,5 e 4,4 per cento). Nello stesso periodo si è apprezzato del 6,6 per cento sul franco svizzero (che attualmente si colloca al di sopra del tasso di cambio minimo fissato dalla Banca nazionale svizzera), del 3,0 per cento sul won coreano e del 2,3 per cento sul dollaro di Singapore. La moneta unica si è inoltre notevolmente rafforzata su alcune altre divise europee, in particolare il fiorino ungherese e lo zloty polacco (rispettivamente del 13,1 e 9,1 per cento), oltre che sulla corona ceca (4,0 per cento) (cfr. tavola 1). Nel periodo in esame la volatilità misurata in base ai prezzi delle opzioni su valute è aumentata significativamente per tutti i cambi bilaterali, a eccezione della coppia euro/franco svizzero, e si colloca attualmente ben al di sopra dei livelli medi di lungo periodo.

Figura 4 Principali andamenti dei mercati delle materie prime

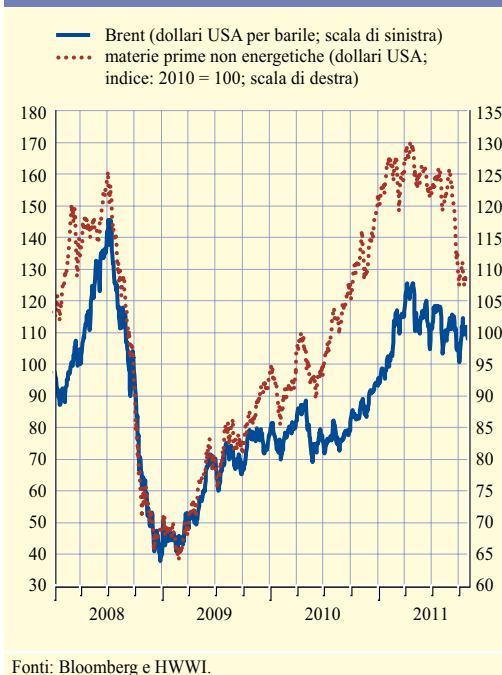
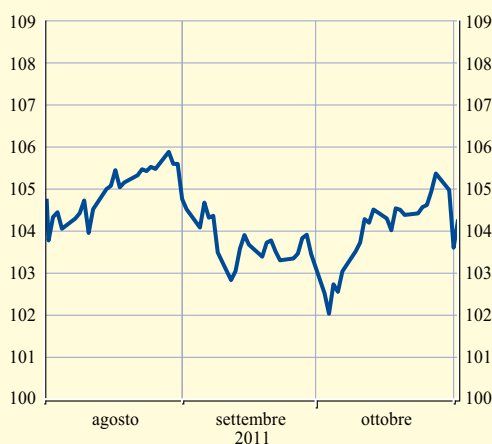


Figura 5 Tasso di cambio effettivo dell'euro (TCE-20) e sue componenti ¹⁾

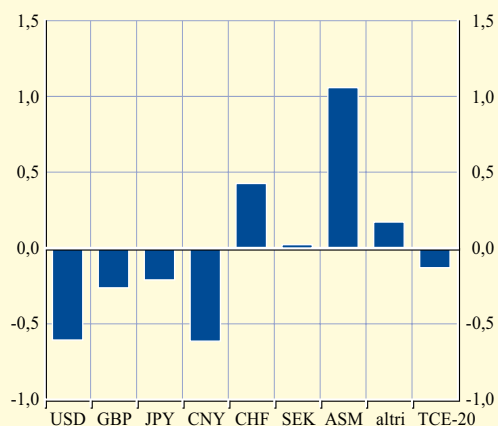
(dati giornalieri)

Indice: 1° trim. 1999=100



Contributi alle variazioni del TCE-20²⁾

Dal 29 luglio 2011 al 2 novembre 2011
(punti percentuali)



Fonte: BCE.

1) Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro nei confronti di 20 fra i 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 luglio e il 2 novembre 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 avvicinato alla sua parità centrale all'interno della banda di oscillazione del ± 1 per cento fissata unilateralmente.

Tavola I Andamenti dei tassi di cambio dell'euro¹⁾

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

	peso nel TCE-20	tasso di cambio al 2 novembre 2011	apprezzamento (+)/deprezzamento (-) dell'euro al 2 novembre 2011		
			da: 29 luglio 2011	1° gennaio 2010	rispetto a: media del 2010
Dollaro statunitense	19,4	1,381	-3,2	-4,0	4,2
Sterlina britannica	17,8	0,862	-1,5	-3,3	0,5
Renminbi cinese	13,6	8,779	-4,4	-10,6	-2,1
Yen giapponese	8,3	107,8	-2,5	-19,3	-7,3
Franco svizzero	6,4	1,217	6,6	-18,2	-11,9
Zloty polacco	4,9	4,373	9,1	6,6	9,5
Corona svedese	4,9	9,073	0,0	-11,0	-4,9
Corona ceca	4,1	25,15	4,0	-4,3	-0,5
Won sudcoreano	3,9	1,548	3,0	-6,9	1,1
Fiorino ungherese	3,1	305,4	13,1	13,2	10,8
TCEN ²⁾		104,3	-0,1	-6,8	-0,3

Fonte: BCE.

1) Tassi di cambio bilaterali in ordine decrescente del peso nell'interscambio commerciale della valuta di ciascun paese nell'indice TCE-20.

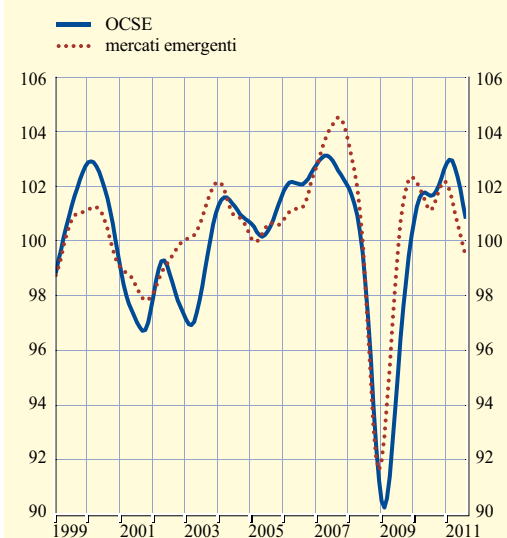
2) Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro misurato rispetto alle divise dei 20 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro (TCE-20).

I.4 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

In prospettiva, il graduale venir meno di alcuni fattori transitori avversi dovrebbe sostenere l'attività economica mondiale nella seconda metà dell'anno. Al tempo stesso, le difficoltà strutturali, avvertite soprattutto nelle economie avanzate, e le rinnovate tensioni nei mercati finanziari mondiali dovrebbero frenare la dinamica della crescita a medio termine. Ciò è in linea con l'indicatore anticipatore composito dell'OCSE – concepito per anticipare i punti di svolta dell'attività economica rispetto al *trend* – relativo ad agosto, che continua a segnalare un rallentamento dell'attività in gran parte dei paesi dell'OCSE e delle principali economie non appartenenti all'organizzazione. Inoltre, anche le statistiche più recenti sul commercio internazionale segnalano un'espansione modesta nei prossimi mesi. In un contesto di incertezza particolarmente elevata, i rischi per l'attività restano orientati verso il basso. Essi sono principalmente connessi alle attuali tensioni in alcuni segmenti dei mercati finanziari, come anche al perdurante livello elevato dei prezzi dei beni energetici, alle pressioni protezionistiche e a una possibile correzione disordinata degli squilibri globali.

Figura 6 Indicatore anticipatore composito dell'OCSE

(dati mensili corretti per l'ampiezza)



Fonte: OCSE.

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

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

La crescita sui dodici mesi di M3 è ulteriormente aumentata a settembre, mentre quella dei prestiti al settore privato è rimasta invariata. Il rafforzamento della crescita di M3 in agosto e settembre è ampiamente riconducibile all'acuirsi delle tensioni in alcuni mercati finanziari. Finora non sono emerse chiare indicazioni del fatto che le accresciute tensioni finanziarie abbiano inciso sull'offerta di prestiti. Nondimeno, considerato il ritardo con cui potrebbero manifestarsi questi effetti sull'offerta, nel prossimo periodo occorrerà seguire da vicino gli andamenti del credito. Guardando oltre i flussi di portafoglio di breve periodo innescati dal contesto di incertezza, il ritmo dell'espansione di fondo della moneta e del credito resta nel complesso moderato.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

La crescita sui dodici mesi di M3 è salita al 3,1 per cento a settembre, dal 2,7 di agosto (cfr. figura 7). L'incremento sul mese precedente, pari allo 0,4 per cento, è stato notevole, anche se molto più modesto rispetto a quello eccezionalmente elevato dell'1,2 per cento registrato ad agosto. A questo afflusso continuo hanno contribuito i livelli di incertezza particolarmente alti prevalsi nei mercati finanziari da agosto. In particolare, le famiglie hanno aumentato le attività monetarie liquide detenute a scapito di quelle più rischiose, a fronte della notevole incertezza sulle prospettive economiche, dell'intensificarsi della crisi del debito sovrano e dei considerevoli ribassi nei mercati azionari. Analogamente, il fatto che volumi relativamente ampi di operazioni pronti contro termine continuino ad essere condotti tramite controparti centrali sottolinea il clima di diffidenza fra banche e segnala che ai prestiti interbancari diretti non garantiti vengono preferiti i prestiti interbancari garantiti negoziati tramite piattaforme elettroniche.

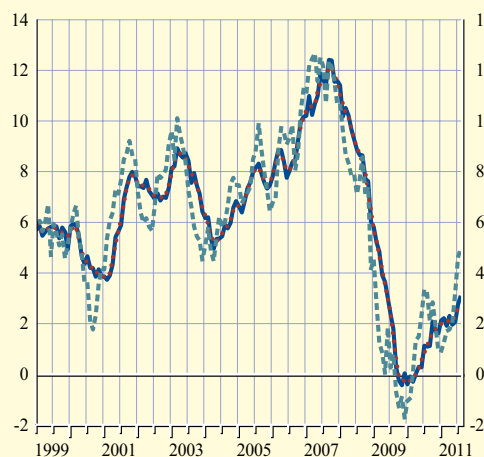
Dal lato delle componenti, la crescita sui dodici mesi di M1 è aumentata ulteriormente a settembre, nonostante una consistente riduzione dei depositi *overnight* detenuti dalle società non finanziarie sul mese precedente. Il tasso di incremento sui dodici mesi degli altri depositi a breve termine (M2-M1) è rimasto sostanzialmente invariato, mentre quello degli strumenti negoziabili (M3-M2) si è ulteriormente accresciuto. Questo andamento è riconducibile agli aumenti pressoché analoghi che hanno interessato sia le operazioni pronti contro termine condotte tramite controparti centrali, sia gli acquisti da parte del settore detentore di moneta di titoli di debito a breve termine delle IFM e di quote e partecipazioni in fondi comuni monetari.

Dal lato delle contropartite, il tasso di espansione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è rimasto invariato al 2,7 per cento in settembre. L'andamento ha rispecchiato l'assenza di variazioni sostanziali nei tassi di crescita dei prestiti del settore alle famiglie e alle società non finanziarie.

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.

In settembre le principali attività detenute dalle IFM dell'area dell'euro (escluso l'Eurosistema) hanno segnato il terzo incremento mensile successivo. L'andamento è ascrivibile soprattutto a un ulteriore forte aumento dei prestiti fra IFM, il quale potrebbe rispecchiare il sempre maggiore ricorso al finanziamento presso l'Eurosistema. Un modesto contributo all'incremento di settembre è provenuto altresì dall'aumento delle attività sull'estero e dei prestiti al settore privato delle IFM.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

I tassi di variazione sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto M1 e degli strumenti negoziabili sono stati le principali determinanti dell'accelerazione di M3 a settembre, mentre il tasso relativo agli altri depositi a breve termine è rimasto sostanzialmente immutato.

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è salito al 2,0 per cento in settembre, dall'1,7 di agosto. Questa ulteriore accelerazione di M1 rispecchia probabilmente l'elevato grado di incertezza economica, evidenziato dal brusco calo della fiducia dei consumatori rilevato dalle indagini. Dopo il forte afflusso di agosto, in settembre i depositi *overnight* hanno mostrato un certo riequilibrio, registrando un flusso mensile negativo dovuto alla netta riduzione delle consistenze delle società non finanziarie. Per contro, sia le famiglie sia gli intermediari finanziari non monetari diversi da fondi pensione e società di assicurazione (AIF) hanno aumentato le loro consistenze di depositi *overnight*. Sempre in settembre i corsi azionari hanno registrato nuovi ribassi, anche se a ritmi più lenti che in agosto, il che ha probabilmente spinto il settore privato ad accrescere le vendite di titoli per acquistare strumenti liquidi compresi in M3.

Il tasso di espansione sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* è rimasto sostanzialmente invariato in settembre, al 3,1 per cento. L'andamento cela dinamiche divergenti fra le due componenti: infatti, mentre la crescita sui dodici mesi dei depositi a termine a breve scadenza (depositi con durata prestabilita fino a due anni) non ha segnato variazioni di rilievo, quella dei depositi a risparmio a breve termine (depositi rimborsabili con preavviso non superiore a tre mesi) si è notevolmente contratta. Nondimeno, nel mese in esame entrambe le componenti hanno registrato flussi mensili positivi. Il fatto che, fin dall'inizio dell'anno, i depositi a termine a breve scadenza abbiano fatto osservare afflussi maggiori rispetto ai depositi *overnight* e ai depositi a risparmio a breve termine rispecchia l'ampliamento del differenziale di rendimento fra la prima tipologia di strumenti e le altre due registrato in questo periodo.

Il tasso di crescita sui dodici mesi degli strumenti negoziabili è aumentato ulteriormente, portandosi al 7,3 per cento in settembre dal 5,3 di agosto. Sebbene l'afflusso mensile sia stato inferiore a quello di agosto, il contributo fornito dalle operazioni pronti contro termine condotte fra banche tramite controparti centrali ha continuato ad essere significativo. È probabile che tali transazioni rispecchino in parte una preferenza per i prestiti interbancari garantiti negoziati tramite controparti centrali, dato il contesto di accresciuta incertezza circa la solidità finanziaria percepita delle controparti. Inoltre, come già in agosto, le quote e le partecipazioni in fondi comuni monetari hanno fatto osservare flussi positivi. È probabile che questi ultimi riflettano ricomposizioni di portafoglio di natura transitoria, in particolare sotto forma di vendite di quote e partecipazioni in fondi di investimento. Un uso temporaneo di questi strumenti era già stato osservato nel periodo di eccezionali riallocazioni di portafoglio compreso tra il 2001 e la metà del 2003. Sono aumentate anche le consistenze di titoli di debito a breve termine (con scadenza fino a due anni) detenuti dal settore detentore di moneta.

La crescita sui dodici mesi dei depositi di M3 – che comprendono i depositi a breve termine e i contratti pronti contro termine e rappresentano l'aggregato monetario più ampio per cui è disponibile una tempestiva scomposizione per settore – si è mantenuta al 3,6 per cento in settembre. Mentre fa-

miglie e AIF hanno fatto osservare flussi mensili positivi, i flussi relativi a società non finanziarie, amministrazioni pubbliche diverse da quelle centrali e imprese di assicurazione e fondi pensione sono divenuti negativi.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto concerne le contropartite di M3, il tasso di incremento sui dodici mesi del credito delle IFM ai residenti dell'area dell'euro si è collocato al 2,4 per cento in settembre, sostanzialmente invariato rispetto al mese precedente (cfr. tavola 2). All'accelerazione del credito alle amministrazioni pubbliche ha fatto riscontro il rallentamento di quello al settore privato.

L'accelerazione del credito alle amministrazioni pubbliche è riconducibile all'aumento degli acquisti di titoli di debito pubblici, che in parte è stato compensato dal rallentamento dei prestiti a questo settore. L'elevato tasso di espansione sui dodici mesi del credito alle amministrazioni pubbliche riflette in larga parte l'impatto del finanziamento dei precedenti trasferimenti di attività alle *bad bank* classificate all'interno di questo settore.

Il tasso di variazione sui dodici mesi del credito al settore privato è sceso all'1,6 per cento a settembre, dall'1,8 del mese precedente. La flessione rispecchia la significativa dismissione di azioni e titoli di debito detenuti dalle IFM e cela un modesto aumento dei prestiti da queste concessi. Il flusso mensile positivo dei prestiti delle IFM al settore privato (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) ha pressoché eguagliato quello dei prestiti mantenuti nei bilanci delle IFM, suggerendo una modesta attività di cessione e cartolarizzazione dei prestiti in settembre. A questo flusso mensile positivo hanno contribuito prevalentemente i prestiti alle società non finanziarie e, in misura minore, quelli alle famiglie; mentre sono diminuiti i prestiti agli AIF.

Tavola 2 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie

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

	Consistenze in essere in percentuale di M3 ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 ago.	2011 set.
M1	48,5	4,9	3,2	1,7	1,4	1,7	2,0
Banconote e monete in circolazione	8,5	5,6	4,9	4,2	4,5	4,5	5,3
Depositi <i>overnight</i>	40,1	4,8	2,9	1,2	0,8	1,1	1,4
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	38,8	-1,1	1,3	3,4	3,4	3,2	3,1
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	18,9	-8,7	-2,7	2,3	3,2	3,0	3,1
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	19,9	7,2	5,4	4,5	3,7	3,5	3,0
M2	87,4	2,2	2,4	2,4	2,3	2,4	2,5
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	12,6	-3,0	-1,7	-0,4	3,3	5,3	7,3
M3	100,0	1,5	1,9	2,1	2,4	2,7	3,1
Credito a residenti nell'area dell'euro		3,4	3,7	3,1	2,5	2,5	2,4
Credito alle amministrazioni pubbliche		11,8	10,9	6,5	5,2	5,4	5,6
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		15,5	17,7	10,7	7,0	6,3	6,1
Credito al settore privato		1,5	2,1	2,4	1,9	1,8	1,6
Prestiti al settore privato		1,7	2,4	2,6	2,5	2,5	2,5
Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e la cartolarizzazione ²⁾		2,2	2,8	2,9	2,7	2,7	2,7
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		2,7	2,8	3,4	3,6	3,5	3,1

Fonte: BCE.

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

2) Correzione dovuta alla cancellazione dei prestiti dai bilanci delle IFM per cessioni o cartolarizzazioni.

Tavola 3 Prestiti delle IFM al settore privato

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale ¹⁾	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					
		2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 ago.	2011 set.
Società non finanziarie	42,2	-0,3	0,6	1,1	1,5	1,5	1,6
<i>Corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni ²⁾</i>	-	0,6	1,5	1,9	2,2	2,1	2,2
Fino a un anno	24,7	-4,6	-1,2	1,6	4,0	4,0	3,6
Oltre un anno e fino a cinque anni	18,3	-2,6	-2,4	-2,9	-3,6	-3,5	-3,8
Oltre cinque anni	57,1	2,6	2,4	2,2	2,2	2,1	2,5
Famiglie ³⁾	46,7	2,8	3,1	3,4	3,0	2,9	2,9
<i>Corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni ²⁾</i>	-	3,0	3,1	3,0	2,7	2,7	2,6
Credito al consumo ⁴⁾	11,9	-0,9	-0,9	-0,9	-1,9	-2,0	-1,9
Mutui per l'acquisto di abitazioni ⁴⁾	72,2	3,6	4,0	4,4	4,0	3,9	3,9
Altri prestiti	15,9	2,6	2,4	2,1	2,5	2,3	2,4
Società di assicurazione e fondi pensione	0,8	7,7	7,6	3,2	6,8	9,8	7,4
Altri intermediari finanziari non monetari	10,2	4,7	7,0	6,0	4,1	4,6	4,6

Fonte: BCE.

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

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

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

3) In base alla definizione SEC 95.

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

In settembre il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è rimasto sostanzialmente invariato al 2,2 per cento, con un consistente flusso mensile positivo. Una scomposizione dei prestiti per durata indica che incrementi sono stati registrati per tutte le scadenze; particolarmente consistenti sono stati quelli relativi alle scadenze superiori a cinque anni. I maggiori flussi registrati dai prestiti con scadenze più lunghe rispetto a quelli con scadenze più brevi indicano che, nel complesso, i prestiti erogati non sono provenuti, almeno non in misura significativa, da linee di credito precedentemente concesse, in genere associate a prestiti a breve termine. Allo stesso tempo, l'eterogeneità degli andamenti dei prestiti tra paesi è rimasta significativa, in linea con le differenze osservate all'interno dell'area dell'euro in termini di ritmo della ripresa economica, fabbisogno di finanziamento esterno dei singoli settori industriali, difficoltà a reperire fondi da parte delle banche e livello di indebitamento delle società non finanziarie. Per un approfondimento sulla dinamica dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie per settore economico, cfr. il Riquadro 1.

Riquadro 1
**ANDAMENTI RECENTI DEI PRESTITI EROGATI DALLE IFM ALLE SOCIETÀ
NON FINANZIARIE DISAGGREGATI PER SETTORE ECONOMICO**

Gli andamenti dei prestiti erogati dalle IFM al settore privato, in particolare quelli a favore delle società non finanziarie (SNF), vengono periodicamente esaminati nell'ambito dell'analisi economica e monetaria della BCE. La recente crisi economica e finanziaria e la successiva ripresa dell'attività economica hanno coinciso con forti oscillazioni del tasso di crescita dei

prestiti alle SNF, in parte riflettendo l'alternarsi del ricorso a fonti di finanziamento bancarie e di mercato. Soprattutto per effetto di una forte contrazione della domanda di prestiti, il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle SNF è sceso da oltre il 15 per cento agli inizi del 2008 a circa il -3 per cento agli inizi del 2010, per poi tornare in territorio positivo a partire dal primo trimestre del 2011. Facendo seguito alla recente pubblicazione delle statistiche relative ai prestiti delle IFM alle SNF disaggregati per settore economico (in base alla nomenclatura NACE) fino al secondo trimestre del 2011, questo riquadro esamina in maggiore dettaglio la scomposizione settoriale dei prestiti totali alle SNF nel contesto della ripresa del credito ¹⁾.

La ripresa della crescita dei prestiti nel secondo trimestre del 2011

Sebbene si possano individuare discontinuità nelle serie statistiche relative ad alcuni sottosectori specifici, a un livello più alto di aggregazione la distribuzione dei prestiti fra i vari settori è rimasta relativamente stabile a partire dalla prima rilevazione dei dati nel 2003 (in particolare, i settori dei servizi, dell'industria e delle costruzioni sono destinatari rispettivamente di quasi il 70, 20 e 10 per cento dei prestiti). Ciò detto, i dati relativi alla scomposizione settoriale dei prestiti alle IFM andrebbero interpretati con cautela ²⁾.

Andamenti a livello di settori e di paesi

Nella prima metà del 2011 la crescita sul periodo corrispondente dei prestiti alle SNF ha segnato un recupero, tornando su valori positivi, di riflesso agli andamenti economici favorevoli che hanno interessato queste società. Più in particolare, i dati relativi alle società quotate di medie e grandi dimensioni indicavano un leggero miglioramento della redditività. Grazie al vigoroso commercio con l'estero, il tasso di espansione sul periodo corrispondente del fatturato netto delle imprese ha continuato anch'esso ad aumentare nei primi due trimestri dell'anno, sebbene in misura minore che in quelli precedenti. Inoltre, la prima metà del 2011 si è caratterizzata per un andamento dinamico della crescita degli investimenti fissi e delle variazioni delle scorte, a indicare un accresciuto fabbisogno di finanziamento esterno. Nel contempo la ripresa dell'espansione dei prestiti è rimasta modesta, poiché rispetto ai parametri storici, l'indebitamento delle imprese restava elevato, un fattore che le ha probabilmente indotte a limitare la domanda di nuovi prestiti.

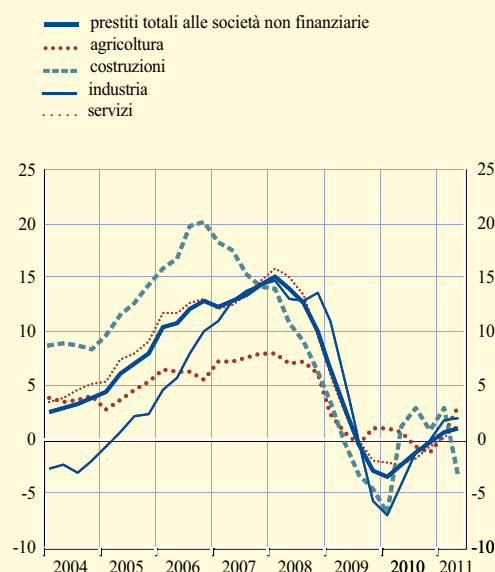
Il recupero del tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali alle SNF nella prima metà del 2011 ha interessato tutti i principali settori, ad eccezione di quello delle costruzioni, dove nel secondo trimestre dell'anno il tasso di espansione dei prestiti ha subito un considerevole calo (cfr. figura A). Ciò detto, gli andamenti complessivamente positivi osservati per i servizi celano una notevole eterogeneità a livello di sottosectori. Ad esempio, per le attività di trasporto, magazzino e comunicazioni il tasso di crescita dei prestiti è calato nella prima metà dell'anno, divenendo negativo nel secondo trimestre. Per contro, l'espansione dei prestiti per le attività

1) Per maggiori dettagli sugli ultimi dati pubblicati, cfr. il comunicato stampa del 17 ottobre 2011 (www.ecb.europa.eu/stats/html/index.en.html). Per un'analisi precedente, cfr. il riquadro intitolato "Il ruolo dei vari comparti negli andamenti recenti dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie", *Bollettino mensile*, BCE, novembre 2010.

2) Diversamente dalle statistiche aggregate della BCE sui prestiti delle IFM, la scomposizione settoriale disponibile per i prestiti delle IFM alle SNF si basa su dati a livello nazionale (ad esempio centrali dei rischi o indagini) non pienamente armonizzati e in parte stimati. Inoltre, l'introduzione della nuova classificazione NACE (NACE Rev. 2) ha comportato vari cambiamenti per quanto riguarda la scomposizione settoriale dei prestiti totali alle SNF, con ripercussioni sui tassi di crescita dei prestiti ai singoli settori nel 2010 e 2011.

Figura A Prestiti alle società non finanziarie: scomposizione per settore economico

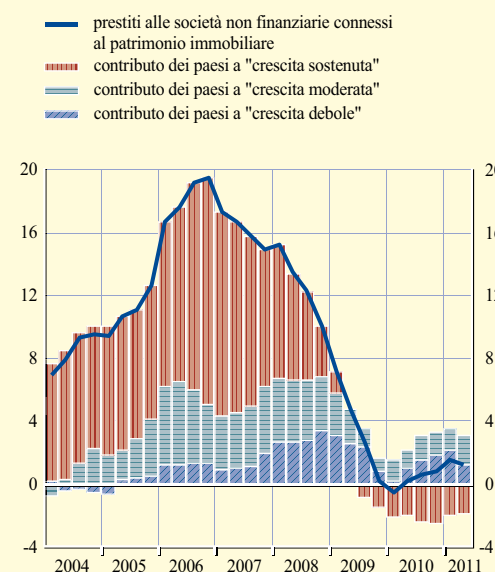
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

Figura B Prestiti alle società non finanziarie connessi al patrimonio immobiliare ed eterogeneità fra paesi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; punti percentuale)



Fonte: BCE.

Note: i "prestiti connessi al patrimonio immobiliare" comprendono quelli concessi alle società non finanziarie impegnate nelle costruzioni e in attività immobiliari (e si basano sui dati di quei paesi che riportano le relative serie dal 2003 in poi). I paesi sono considerati a crescita "sostenuta" (Italia, Spagna, Irlanda e Grecia), "moderata" (Francia, Belgio, Finlandia e Lussemburgo) o "debole" (Germania, Paesi Bassi, Austria e Portogallo) sulla base dei tassi di crescita registrati a livello nazionale nel 2006.

immobiliari, di affitto, intermediazione e consulenza immobiliare ha segnato una forte ripresa, divenendo nel secondo trimestre la principale determinante della crescita totale dei prestiti alle SNF. Anche il tasso di espansione dei prestiti all'industria (comprendente produzione/fabbricazione, fornitura di energia elettrica, gas ed acqua, nonché l'estrazione di minerali metalliferi) si è significativamente ripreso nella prima metà del 2011.

Poiché le riclassificazioni hanno influito in certi paesi sulla scomposizione settoriale dei prestiti, la valutazione degli andamenti della crescita dei prestiti potrebbe trarre vantaggio dall'aggregazione di determinati settori. Ad esempio, è lecito affermare che, considerato il legame esistente fra le costruzioni e i servizi immobiliari e il fatto che questi due settori siano stati soggetti in alcuni paesi a riclassificazioni, sarebbe più appropriato combinare tali settori per analizzare l'andamento dei prestiti³⁾. L'aggregato risultante evidenzia che la crescita dei prestiti destinati a queste attività si è indebolita in misura solo lieve nel secondo trimestre, dopo aver segnato una modesta ripresa fra la metà del 2010 e il primo trimestre del 2011 (cfr. figura B).

3) Poiché i dati per i servizi immobiliari sono riportati, in gran parte dei casi, solo in combinazione con quelli relativi ad altre attività (come locazione e gestione di immobili), i prestiti immobiliari vengono stimati utilizzando i dati per i paesi dell'area che forniscono stime separate nazionali per le attività immobiliari. Queste sono utilizzate per ottenere una stima dei prestiti collegati ad attività immobiliari a livello di area dell'euro. L'aggregato per l'area dell'euro, inoltre, si basa unicamente sui dati dei paesi che segnalano le serie pertinenti a partire dal 2003.

Segnali di andamenti eterogenei dei prestiti a seconda dei paesi si riscontrano per gran parte dei settori, ma tendono a essere più marcati per quello immobiliare, data la diversa evoluzione dei mercati delle abitazioni nei singoli paesi dell'area dell'euro. Tale eterogeneità può essere illustrata raggruppando i paesi dell'area in tre categorie sulla base del tasso di crescita medio dei prestiti collegati al settore immobiliare registrato nell'anno di picco di quest'ultimo, il 2006. I paesi a "forte crescita", che hanno trainato gran parte del boom del credito prima del 2007, nonché la successiva flessione, continuano a fornire un contributo negativo all'espansione dei prestiti collegati al settore immobiliare. La modesta ripresa in atto è invece riconducibile ai paesi a "crescita debole", mentre il contributo dei paesi a "crescita moderata" è rimasto sostanzialmente invariato.

Nel complesso, nella prima metà del 2011 si è assistito a un modesto recupero della crescita dei prestiti alle SNF, che ha interessato tutti i principali settori (fatte salve alcune eccezioni specifiche). Nel contempo si osservano segnali persistenti di differenze fra paesi, specie per quanto riguarda i prestiti collegati al settore immobiliare.

Tra agosto e settembre il tasso di espansione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle famiglie, corretti per cessioni e cartolarizzazioni, e quello dei prestiti allo stesso settore riportati nei bilanci delle IFM sono rimasti sostanzialmente invariati, al 2,6 e al 2,9 per cento rispettivamente. Per quanto riguarda le principali componenti dell'indebitamento delle famiglie, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti per l'acquisto di abitazioni è rimasto invariato, mentre quello del credito al consumo è rimasto in territorio negativo (pur aumentando lievemente). La debolezza del credito al consumo potrebbe riflettere in una certa misura le prospettive più deboli circa l'attività economica e i livelli elevati di indebitamento delle famiglie. Nel complesso i dati di settembre confermano la valutazione secondo cui la ripresa dei prestiti a questo settore si è stabilizzata. Un'ampia analisi condotta su risparmi, investimenti e finanziamenti a livello di settore è esposta nel riquadro dal titolo "I conti integrati dell'area dell'euro per il secondo semestre del 2011" nella Sezione 2.6.

Riguardo alle altre contropartite di M3, il tasso di variazione sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) è sceso al 3,1 per cento in settembre, dal 3,5 di agosto. Il calo è imputabile al forte rallentamento dei titoli di debito delle IFM a lungo termine, dovuto principalmente a effetti base nonché, in misura minore, ai flussi negativi registrati da questa tipologia di strumenti. La crescita sui dodici mesi dei depositi a termine a lunga scadenza ha segnato un lieve rafforzamento, il quale va quasi interamente ricondotto all'aumento di questi strumenti detenuti dagli AIF nel quadro di operazioni di cartolarizzazione cui non è seguita la rimozione dei prestiti dai bilanci. In settembre la voce capitale e riserve ha registrato un flusso mensile lievemente negativo, che potrebbe essere imputabile alle minusvalenze sui titoli di Stato iscritte in bilancio dalle banche di diversi paesi.

Gli afflussi annui registrati per la posizione netta sull'estero delle IFM sono aumentati a 233 miliardi di euro in settembre, da 194 miliardi in agosto (cfr. figura 8). L'aumento è dovuto a un afflusso mensile di 43 miliardi di euro, che risulterebbe coerente con l'acquisto da parte di soggetti non residenti di titoli emessi dal settore detentore di moneta dell'area dell'euro. È inoltre possibile che i soggetti residenti abbiano venduto attività emesse da soggetti esterni all'area dell'euro, contribuendo così al forte flusso a favore di M3.

Nel complesso, l'accelerazione di M3 in agosto e settembre è ampiamente imputabile al clima di incertezza nei mercati finanziari e segnala una certa difficoltà delle banche di specifici paesi a

reperire fondi. Finora, non sono emerse chiare indicazioni del fatto che le accresciute tensioni finanziarie abbiano inciso sull'offerta di prestiti nell'insieme dell'area dell'euro. Nondimeno, considerato il ritardo con cui potrebbero manifestarsi gli effetti sull'offerta, nel prossimo periodo occorrerà seguire da vicino gli andamenti del credito. Assumendo l'adeguata prospettiva di medio periodo e guardando oltre i flussi risultanti dalle riallocazioni di portafoglio innescate dall'accresciuta incertezza nei mercati finanziari, il ritmo dell'espansione di fondo della moneta e del credito resta moderato.

2.2 EMISSIONE DI TITOLI

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è sceso al 3,3 per cento in agosto. Il calo delle emissioni da parte di amministrazioni pubbliche e intermediari finanziari potrebbe aver rispecchiato in parte la recrudescenza delle tensioni sui mercati durante l'estate, mentre il ricorso delle società non finanziarie al finanziamento mediante titoli di debito emessi sul mercato si è mantenuto inalterato. Allo stesso tempo, il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate è aumentato lievemente, all'1,9 per cento. L'aumento è ascrivibile alle emissioni delle IFM, mentre i collocamenti delle società non finanziarie e delle società finanziarie diverse dalle IFM non hanno segnato variazioni di rilievo.

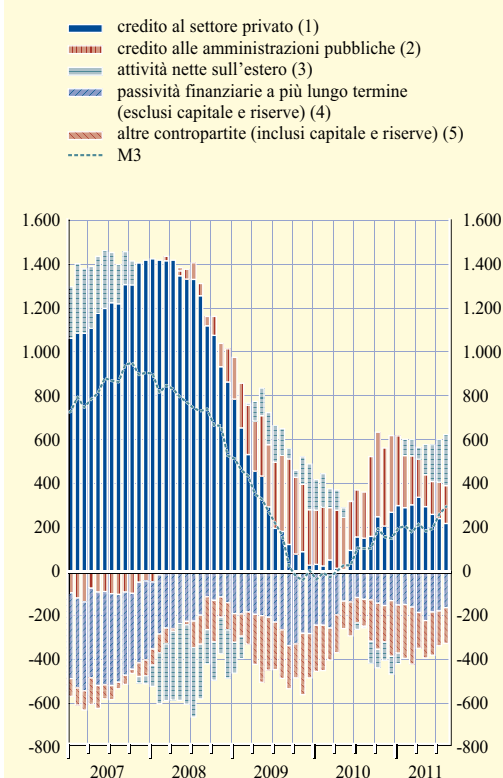
TITOLI DI DEBITO

In agosto il tasso di crescita espresso in ragione d'anno dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è sceso al 3,3 per cento dal 3,7 del mese precedente (cfr. tavola 4). Questo andamento generale è riconducibile principalmente alle emissioni di titoli di debito a lungo termine a tasso fisso, mentre è proseguita la contrazione dei collocamenti sia di titoli a breve termine sia di titoli a lungo termine a tasso variabile. 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, è rimasto sostanzialmente invariato in agosto, a circa il 2,5 per cento (cfr. figura 9). Questa stabilità nel breve periodo della crescita delle emissioni di titoli di debito rispecchia un'accelerazione delle emissioni di titoli di debito delle società non finanziarie, che è stata compensata da un più forte calo di quelle delle istituzioni finanziarie diverse dalle IFM.

La contrazione registrata dalle emissioni di titoli a breve termine dagli inizi del 2010 è stata più che compensata dalla crescita di quelle di titoli a lungo termine a tasso fisso. Questo andamento è proseguito ad agosto. Il segmento delle emissioni a lungo termine a tasso variabile ha dato segni di

Figura 8 Contropartite di M3

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



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

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2011 ago.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2010 3° trim.	2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 lug.	2011 ago.
Emissione di titoli di debito:	16.240	3,4	3,6	3,7	3,4	3,7	3,3
IFM	5.392	-0,6	-0,1	0,6	1,1	1,8	1,9
Società finanziarie non monetarie	3.237	0,9	1,3	1,8	0,6	0,5	-1,0
Società non finanziarie	849	10,5	8,5	6,4	4,0	4,8	5,1
Amministrazioni pubbliche	6.762	7,6	7,5	7,3	6,9	6,8	6,4
di cui:							
Amministrazioni centrali	6.165	7,3	7,1	6,7	6,1	6,2	5,6
Altre amministrazioni pubbliche	597	11,0	12,4	13,0	15,8	13,3	15,3
Emissione di azioni quotate:	3.993	1,8	1,7	1,3	1,4	1,8	1,9
IFM	383	5,2	6,6	6,4	7,5	12,1	13,4
Società finanziarie non monetarie	282	4,3	3,3	1,8	2,6	3,3	3,3
Società non finanziarie	3.328	0,9	0,8	0,6	0,5	0,4	0,4

Fonte: BCE.

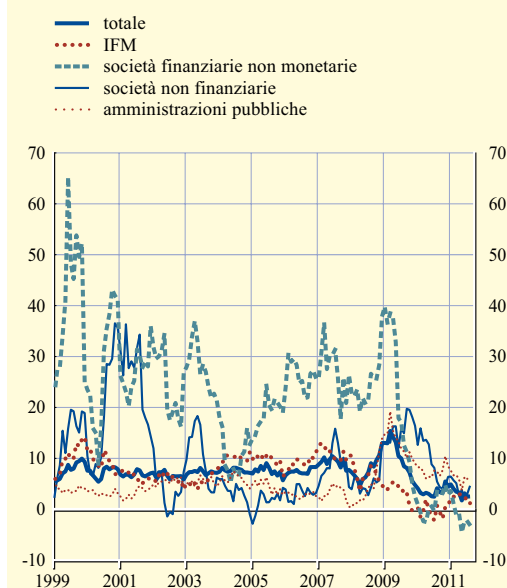
1) Per maggiori dettagli, cfr. le Note tecniche relative alle sezioni 4.3 e 4.4 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro*.

una moderata ripresa alla fine del 2010 e agli inizi del 2011. Tale andamento tuttavia non è proseguito nel secondo trimestre del 2011, né nei primi due mesi del terzo trimestre. Di fatto, il calo delle emissioni di titoli di debito a lungo termine a tasso variabile è accelerato ad agosto, in continuità con la serie di valori molto deboli registrati da marzo di quest'anno.

Il tasso di crescita complessivo delle emissioni di titoli di debito ad agosto cela andamenti differenziati nei diversi settori. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche è ulteriormente calato ad agosto, al 6,4 per cento dal 6,8 di luglio. Per contro, il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito collocati dalle società non finanziarie è salito al 5,1 per cento in agosto, dal 4,7 di luglio. Questo incremento potrebbe essere in parte riconducibile ai più stringenti criteri di concessione dei prestiti applicati dalle banche nel terzo trimestre di quest'anno, che hanno obbligato le società a finanziarsi sui mercati del debito. L'attività di collocamento delle società non finanziarie tuttavia ha continuato a mantenersi ben al disotto dei massimi raggiunti nel 2009 e nel 2010. Nel settore finanziario, le emissioni di titoli di debito sono rimaste contenute in corrispondenza dell'acuirsi delle tensioni nel mercato finanziario. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei titoli

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

(tassi di crescita semestrali annualizzati; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

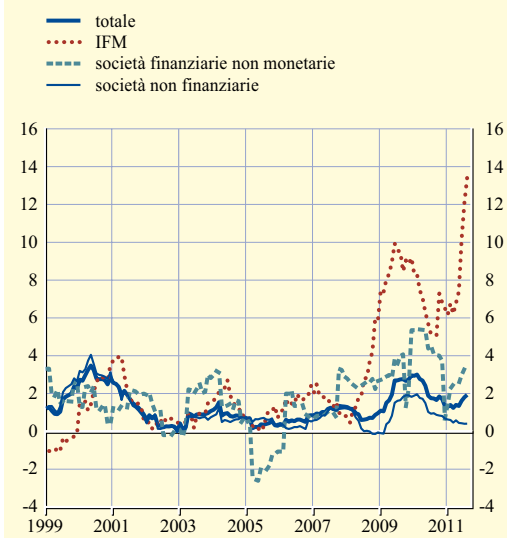
di debito emessi dalle IFM si è mantenuto su livelli storicamente molto bassi, collocandosi all'1,9 per cento in agosto, mentre nello stesso mese il tasso relativo alle emissioni delle società finanziarie diverse dalle IFM è diventato negativo, al -1,0 per cento.

AZIONI QUOTATE

Il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro è aumentato lievemente all'1,9 per cento in agosto, principalmente per effetto della maggiore attività di collocamento delle IFM. Il tasso di crescita delle azioni emesse dalle IFM è salito al 13,4 per cento in agosto, dal 12,1 per cento del mese precedente (cfr. figura 10). Queste emissioni hanno sostenuto le iniziative in atto volte a rafforzare i bilanci e ricostituire le basi patrimoniali. Nel contempo, il tasso di incremento sui dodici mesi delle azioni quotate emesse dalle società finanziarie diverse dalle IFM e dalle società non finanziarie è rimasto invariato al 3,3 e allo 0,4 per cento, rispettivamente.

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

(tassi di crescita sui dodici mesi)



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

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

I tassi di interesse del mercato monetario sono rimasti sostanzialmente invariati tra l'inizio e la fine di ottobre. Nel decimo periodo di mantenimento del 2011, iniziato il 12 ottobre, l'Eonia si è collocato su un livello relativamente basso per i primi due giorni ed è in seguito aumentato, portandosi nel corso del mese su valori più prossimi al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali rispetto al precedente periodo di mantenimento.

Tra l'inizio e la fine di ottobre i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono rimasti sostanzialmente invariati. Il 2 novembre i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente all'1,36, 1,58, 1,78 e 2,11 per cento, livelli superiori di 1, 2, 2 e 2 punti base rispetto a quelli osservati il 5 ottobre. 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 aumentato di un punto base, collocandosi a 75 punti base il 2 novembre (cfr. figura 11).

Il 2 novembre il tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi si collocava allo 0,71 per cento, in calo di 3 punti base rispetto al 5 ottobre. Lo stesso 2 novembre il corrispondente tasso sui depositi privi di garanzia era pari all'1,58 per cento, in aumento di 2 punti base. Di conseguenza, il differenziale tra l'Euribor a tre mesi non garantito e il tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi è aumentato di 5 punti base, attestandosi a 87 punti base.

Il 2 novembre i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a dicembre 2011 e marzo, giugno e settembre 2012 si collocavano rispettivamente all'1,31,

Figura 11 Tassi di interesse del mercato monetario

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

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

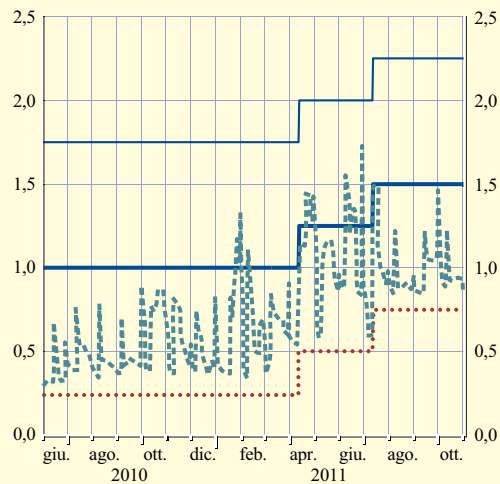


Fonti: BCE e Thomson Reuters.

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

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

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



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

1,06, 1,05 e 1,10 per cento, registrando un aumento di 7 e 1 punti base e un calo di 1 e 1 punti base rispettivamente dai livelli osservati il 5 ottobre.

Tra il 5 ottobre e la fine del nono periodo di mantenimento l'11 ottobre, l'Eonia è rimasto stabile allo 0,95 per cento circa, in una condizione di protratta eccedenza di liquidità, per poi aumentare all'1,22 per cento nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento. Nella parte restante del mese di ottobre l'Eonia si è attestato su livelli marginalmente più prossimi al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali rispetto al precedente periodo di mantenimento, per poi diminuire all'inizio di novembre. Il 2 novembre l'Eonia si collocava allo 0,90 per cento (cfr. figura 12). Nell'insieme, questo andamento dell'Eonia ha rispecchiato la preferenza delle banche ad adempiere agli obblighi di riserva nella fase iniziale del periodo di mantenimento unitamente all'ammontare complessivo della liquidità in eccesso.

L'Eurosistema ha condotto varie operazioni di rifinanziamento tra il 5 ottobre e il 2 novembre. L'11 ottobre ha effettuato un'operazione di regolazione puntuale in cui sono stati assorbiti 163,0 miliardi di euro per far fronte all'eccedenza di liquidità emersa alla fine del nono periodo di mantenimento del 2011. Nelle operazioni di rifinanziamento principali del decimo periodo di mantenimento, condotte l'11, il 18, il 25 e il 31 ottobre, l'Eurosistema ha aggiudicato rispettivamente 204,9, 201,2, 197,4 e 182,8 miliardi di euro. In ottobre l'Eurosistema ha condotto anche tre operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, tutte mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi: l'11 ottobre un'operazione di rifinanziamento con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento (con aggiudicazione di 59,0 miliardi di euro), il 26 ottobre un'operazione di rifinanziamento a più lungo termine della durata di dodici mesi (con aggiudicazione di 56,9 miliardi di euro) e, sempre il 26 ottobre, un'operazione di rifinanziamento a più lungo termine a tre mesi (con aggiudicazione di 44,6 miliardi di euro). Inoltre, l'Eurosistema ha condotto quattro operazioni di assorbimento della liquidità a una settimana l'11, il 18, il 25 e il 31 ottobre mediante aste a tasso variabile con tasso massimo di offerta dell'1,50 per cento. Con queste operazioni l'Eurosistema ha assorbito interamente la liquidità offerta mediante gli acquisti effettuati nell'ambito del Programma per i mercati dei titoli finanziari.

Il decimo periodo di mantenimento dell'anno, iniziato il 12 ottobre, è stato caratterizzato da livelli elevati di liquidità in eccesso, con un ricorso medio giornaliero ai depositi presso la banca centrale di 192 miliardi di euro, al 2 novembre.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

In ottobre e agli inizi di novembre i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con rating AAA sono aumentati, così come quelli sui titoli di Stato statunitensi dello stesso tipo. Gli andamenti dei rendimenti sui titoli di Stato sono ampiamente imputabili alle aspettative in vista del vertice tra i capi di Stato o di governo dell'area dell'euro, in programma per il 26 ottobre. A seguito dell'annuncio sulle decisioni assunte in tale occasione, i rendimenti a lungo termine sono ulteriormente aumentati poiché il clima di mercato ha continuato a migliorare. Tuttavia, tale incremento sui rendimenti a lungo termine ha subito una parziale inversione quando il clima di fiducia ha registrato un brusco peggioramento dopo l'annuncio a sorpresa del Primo ministro greco di un voto di fiducia al suo governo e di un referendum nel paese. Al di là della dinamica riconducibile alla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro, alcuni dati economici per gli Stati Uniti si sono rivelati migliori delle aspettative, attenuando i timori degli investitori di un rallentamento economico mondiale e contribuendo ad accrescere i rendimenti a lungo termine dei titoli di Stato. A causa del permanere di tensioni acute connesse alla crisi del debito sovrano, l'incertezza sulla futura evoluzione dei mercati obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita di questi ultimi, è aumentata e i differenziali di

rendimento delle obbligazioni sovrane all'interno dell'area dell'euro si sono ulteriormente ampliati per la maggior parte dei paesi. Allo stesso tempo gli indicatori delle attese di inflazione desunti dai mercati indicano che le aspettative di inflazione degli operatori di mercato rimangono pienamente coerenti con la stabilità dei prezzi.

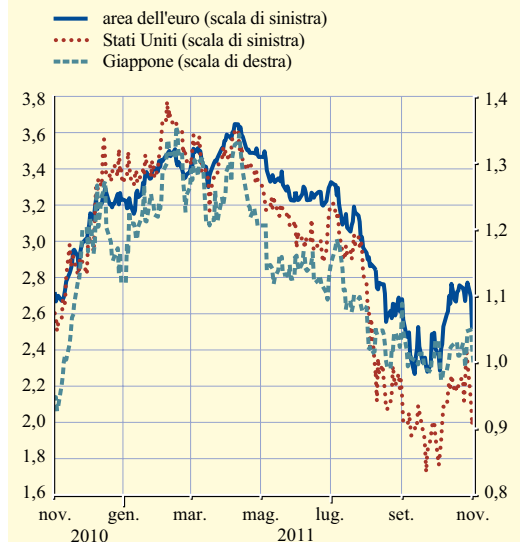
Tra la fine di settembre e il 2 novembre i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con rating AAA sono aumentati di 18 punti base, portandosi al 2,6 per cento alla fine del periodo in rassegna. Negli Stati Uniti i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine hanno registrato un incremento inferiore, pari a 7 punti base, e il 2 novembre si sono collocati al 2,0 per cento (cfr. figura 13). Di conseguenza, il differenziale fra i tassi di interesse nominali sui titoli di Stato a dieci anni degli Stati Uniti e dell'area dell'euro si è ampliato nel periodo in esame. In Giappone i rendimenti delle obbligazioni a 10 anni sono rimasti sostanzialmente invariati nel periodo, collocandosi il 2 novembre all'1,0 per cento.

Nel complesso, l'incertezza degli investitori circa gli andamenti a breve termine dei mercati obbligazionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, misurata dalla volatilità implicita nelle opzioni, si è accresciuta nel periodo in rassegna. Nell'area dell'euro così come negli Stati Uniti, la volatilità implicita dei mercati obbligazionari ha evidenziato un marcato incremento fino all'incontro tra i capi di Stato e di governo dell'area dell'euro il 26 ottobre, riflettendo l'incertezza degli investitori circa l'esito dello stesso. Dopo l'annuncio a sorpresa del Primo ministro greco di un voto di fiducia al suo governo e di un referendum nel paese, la volatilità implicita dei mercati obbligazionari è aumentata ulteriormente. Il 2 novembre la volatilità implicita dei mercati obbligazionari dell'area dell'euro si è collocata su livelli analoghi al picco osservato a metà agosto 2011. Il livello della volatilità implicita dei mercati obbligazionari negli Stati Uniti è al momento decisamente inferiore rispetto a quella nell'area dell'euro.

Nella prima parte del periodo di riferimento l'andamento dei rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine degli Stati Uniti e dell'area dell'euro con rating AAA è stato ampiamente influenzato dalle attese di un miglioramento delle condizioni di mercato, in esito all'incontro tra i capi di Stato o di governo dell'area dell'euro del 26 ottobre, dal quale ci si aspettavano interventi importanti per far fronte alla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro. In seguito all'annuncio delle decisioni assunte il 26 ottobre, i rendimenti a lungo termine sono ulteriormente aumentati a fronte di un miglioramento del clima di fiducia. Tuttavia, l'aumento dei rendimenti a lungo termine ha subito una parziale inversione quando il clima di mercato ha evidenziato un brusco peggioramento dopo l'annuncio a sorpresa del Primo ministro greco di un voto di fiducia sul suo governo e di un referendum in Grecia. Al di là della dinamica riconducibile alla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro, alcuni dati economici per gli Stati Uniti si sono rivelati migliori delle attese, attenuando i timori degli investitori di un rallentamento economico mondiale e contribuendo ad accrescere i rendimenti a lungo termine dei titoli di Stato. A causa del permanere di tensioni acute connesse alla crisi del de-

Figura 13 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

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

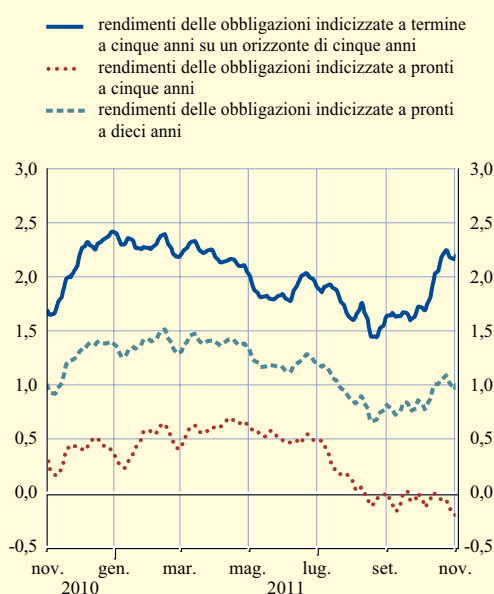


Fonti: Bloomberg e Thomson Reuters.

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.

Figura 14 Rendimenti zero coupon, ricavati dalle obbligazioni indicizzate all'inflazione nell'area dell'euro

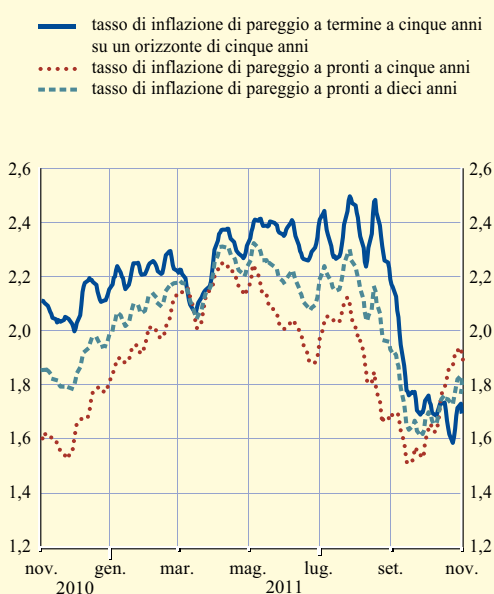
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

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

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



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

bito sovrano nell'area dell'euro, la domanda di titoli di Stato liquidi e con merito di credito elevato è rimasta sostenuta.

Nel periodo in rassegna i differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro rispetto ai titoli di Stato tedeschi si sono ulteriormente ampliati per la maggior parte dei paesi. Allo stesso tempo, la domanda di titoli di Stato liquidi e con merito di credito elevato ha continuato a deprimere i rendimenti sulle obbligazioni sovrane tedesche. La Spagna è stata declassata da tutte e tre le principali agenzie di *rating*, mentre il Belgio e l'Italia sono state declassate da una agenzia di *rating*. Inoltre, l'avvertimento di Moody's che le prospettive di *rating* per la Francia potrebbero essere riviste in negativo nei prossimi tre mesi hanno gravato sul clima di mercato, spingendo in alcuni giorni del periodo in esame il differenziale di rendimento tra le obbligazioni sovrane francesi e i titoli di Stato tedeschi su livelli mai osservati negli ultimi 19 anni. Dopo l'incontro tra i capi di Stato o di governo del 26 ottobre, i differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro rispetto ai titoli di Stato tedeschi hanno registrato temporaneamente un restringimento significativo. Questa dinamica però ha subito un'inversione e i differenziali si sono bruscamente ampliati in seguito all'annuncio a sorpresa del Primo ministro greco.

I rendimenti sui titoli di Stato indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro a cinque anni sono diminuiti lievemente nel periodo in rassegna, mentre quelli a dieci anni sono aumentati di circa 30 punti base (cfr. figura 14). Il 2 novembre i rendimenti reali a pronti a cinque e dieci anni si sono collocati rispettivamente al -0,2 e 1,0 per cento. Nello stesso periodo il tasso di inflazione di pareggio implicito a termine (a cinque anni su un orizzonte quinquennale) nell'area dell'euro si è ridotto di 32 punti base, collocandosi il 2 novembre all'1,4 per cento (cfr. figura 15). Il tasso corrispondente

desunto dagli *swap* sull'inflazione è salito di 13 punti base, portandosi alla stessa data al 2,1 per cento. I tassi di inflazione di pareggio sono stati volatili negli ultimi mesi, riflettendo la volatilità elevata dei rendimenti nominali e reali dei titoli di Stato nel contesto delle tensioni nei mercati e dei flussi verso investimenti "rifugio". Le aspettative di inflazione desunte dai mercati obbligazionari sono state quindi più volatili di quelle basate sui segnali ricevuti dai mercati degli *swap* sull'inflazione. I bassi livelli dei tassi di inflazione di pareggio a termine rispetto a quelli dei tassi *swap* sull'inflazione sono attribuibili alla domanda di investimenti "rifugio" che deprime i rendimenti sulle obbligazioni nominali rispetto ai rendimenti sui titoli indicizzati all'inflazione. Nel complesso, gli indicatori basati sul mercato suggeriscono che le aspettative di inflazione degli operatori di mercato rimangono pienamente coerenti con la stabilità dei prezzi.

L'andamento generale dei rendimenti sulle obbligazioni a lungo termine dell'area dell'euro con *rating* AAA può essere scomposto in variazioni delle aspettative sui tassi di interesse (e dei connessi premi al rischio) a diversi orizzonti

(cfr. figura 16). Rispetto alla fine di settembre, la struttura per scadenza dei tassi a termine di breve periodo si è spostata verso l'alto sugli orizzonti di scadenza a lungo termine. Su scadenze superiori a circa sei anni tali tassi sono saliti approssimativamente di 30-40 punti base. Questi andamenti hanno rispecchiato le revisioni delle attese sui rendimenti e dei premi al rischio in presenza di un certo miglioramento delle prospettive per l'attività economica mondiale.

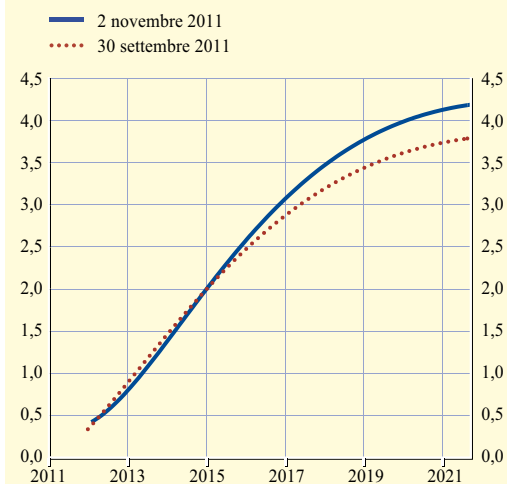
Nel periodo in esame i differenziali di rendimento delle obbligazioni di qualità più elevata (*investment grade*) emesse da società non finanziarie sono diminuiti, ad eccezione di quelli relativi alle categorie di *rating* più elevato, che sono rimasti sostanzialmente invariati. I differenziali di rendimento delle obbligazioni *investment grade* emesse da società finanziarie sono scesi per tutte le categorie, ma in misura più marcata nel caso delle categorie di *rating* più basso. Questi andamenti potrebbero rispecchiare un certo miglioramento del clima di fiducia degli investitori nei confronti delle attività più rischiose. Inoltre, l'accordo raggiunto dai membri del Consiglio europeo sulle ricapitalizzazioni bancarie e l'esigenza di assicurare il finanziamento a medio termine delle banche potrebbero essere stati percepiti come notizie positive da parte degli investitori in obbligazioni emesse da società finanziarie.

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

In settembre i tassi di interesse delle IFM hanno evidenziato andamenti in qualche misura contrastanti tra le varie scadenze. I tassi di interesse a breve termine hanno mostrato la tendenza ad aumentare, ancorché solo lievemente, per la maggior parte delle categorie di prestito, mentre i tassi a lungo termine sono diminuiti, dopo la significativa volatilità registrata nei mesi recenti.

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

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



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

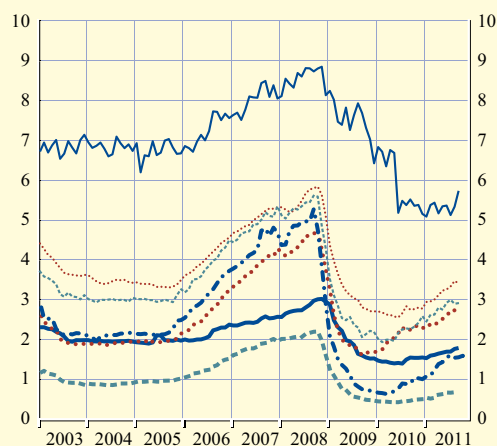
Note: la curva dei tassi a termine impliciti, che è derivata dalla struttura per scadenza dei tassi di interesse di mercato osservati, riflette le aspettative del mercato riguardo ai futuri livelli dei tassi di interesse a breve termine. Il metodo utilizzato per calcolare le curve dei tassi a termine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

In settembre i tassi di interesse delle IFM a breve termine sono rimasti sostanzialmente invariati per i depositi, mentre hanno mostrato la tendenza ad aumentare per la maggior parte delle categorie di prestito. Nel mese in esame i tassi di interesse a breve termine sui depositi delle famiglie e delle società non finanziarie sono stati di fatto stabili (cfr. figura 17). Per contro, i tassi di interesse delle IFM sui prestiti a breve termine alle famiglie sono lievemente diminuiti, di 6 punti base, nel caso dei mutui per l'acquisto di abitazioni, mentre sono marcatamente aumentati, di 40 punti base circa, nel caso del credito al consumo. I tassi di interesse sugli scoperti di conto sono saliti di 7 punti base per le società non finanziarie e di 6 punti base per le famiglie. In settembre i tassi delle IFM sui prestiti di modesta entità (fino a 1 milione di euro) erogati alle imprese hanno evidenziato un lieve incremento, di 8 punti base, mentre i tassi bancari sui prestiti di grande entità (superiori a 1 milione di euro) con un periodo di determinazione del tasso fino a un anno sono rimasti sostanzialmente invariati. Dal momento che l'Euribor ha registrato un aumento marginale di 4 punti base circa, in settembre sia il differenziale rispetto ai tassi sui prestiti a breve termine erogati dalle IFM alle famiglie sia quello rispetto ai tassi sui prestiti di grande entità concessi alle società non finanziarie sono in qualche misura diminuiti (cfr. figura 18).

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

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

- depositi delle famiglie rimborsabili con preavviso fino a tre mesi
- depositi delle famiglie con durata prestabilita fino a un anno
- - - depositi *overnight* di società non finanziarie
- prestiti alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo con tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno
- prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni a tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno
- - - 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
- · - · tasso del mercato monetario a tre mesi



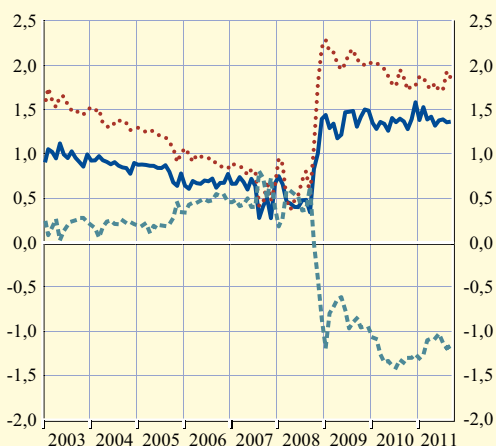
Fonte: BCE.

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).

In una prospettiva di più lungo periodo, durante l'ultimo ciclo di allentamento della politica monetaria (tra ottobre 2008 e marzo 2010) si è registrata una trasmissione significativa delle variazioni dei tassi di mercato ai tassi sui prestiti bancari. Il successivo aumento dell'Euribor a tre mesi nel periodo tra aprile 2010 e luglio 2011 si è in parte rispecchiato nei tassi sui prestiti bancari a breve termine concessi alle società non finanziarie e in quelli concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, mentre il tasso sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo è rimasto sostanzialmente stabile (se non si tiene conto della riclassificazione statistica del giugno 2010).

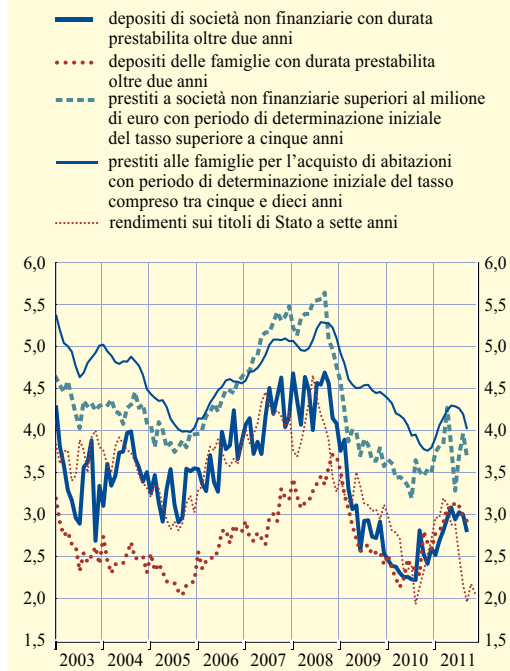
Quanto alle scadenze più lunghe, i tassi sui prestiti delle IFM hanno mostrato la tendenza a diminuire sia per le famiglie sia per le società non finanziarie (cfr. figura 19). Più specificatamente, i tassi sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con periodo di determinazione iniziale del tasso tra cinque e dieci anni sono diminuiti di 20 punti base in settembre, mentre quelli sui prestiti per l'acquisto di beni di consumo con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni erogati alle imprese sono diminuiti di circa 10 punti base, al 4,2 per cento, mentre quelli sui prestiti di grande entità con scadenza analoga sono scesi di circa 30 punti base, al 3,7 per cento.

In settembre i differenziali rispetto ai rendimenti sui titoli di Stato a sette anni con *rating* AAA hanno registrato solo variazioni molto contenute. In particolare, il differenziale tra i tassi a lungo termine sui mutui concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e il rendimento sui titoli di Stato a sette anni con *rating* AAA è rimasto sostanzialmente invariato, a 200 punti base circa. Per le società non finanziarie, il differenziale di tali rendimenti rispetto ai prestiti di grande entità si è leggermente ridotto, mentre quello rispetto ai prestiti di modesta entità è salito di 8 punti base.

In una prospettiva di più lungo periodo, i tassi sui prestiti alle famiglie e quelli sui prestiti a lungo termine di modesta entità alle società hanno mostrato in genere una trasmissione in qualche misura incompleta e lenta, mentre i tassi sui prestiti a lungo termine di grande entità concessi alle società hanno seguito un'evoluzione più simile a quella dei rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine con *rating* AAA. Le regolarità nelle relazioni storiche tra i tassi sui prestiti a lungo termine e i rendimenti sui titoli di Stato con *rating* AAA potrebbero aver subito una significativa distorsione dovuta alla vulnerabilità di bilancio delle banche dell'area dell'euro e alle tensioni nei costi di provvista a carico delle stesse, nonché al premio di liquidità insito nei rendimenti sulle obbligazioni sovrane con *rating* AAA.

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

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



Fonte: BCE.

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

2.6 MERCATI AZIONARI

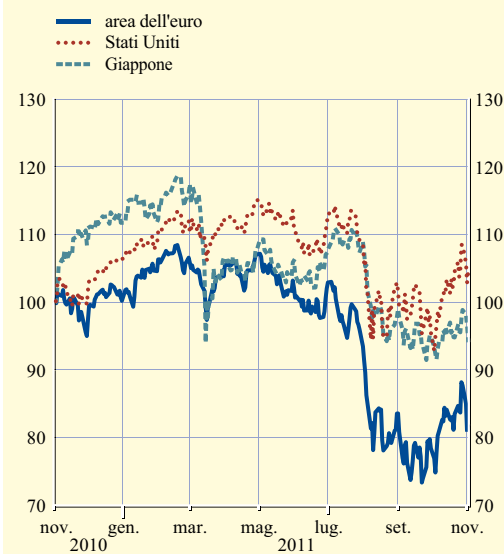
In ottobre e agli inizi di novembre i corsi azionari sono aumentati sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. Tale aumento ha rispecchiato principalmente le attese in vista del vertice dei capi di Stato o di governo del 26 ottobre. In seguito all'annuncio delle decisioni assunte in tale occasione, i corsi azionari hanno registrato un forte incremento poiché il clima di fiducia del mercato ha continuato a migliorare. Tuttavia, questi incrementi hanno subito in gran parte un'inversione quando il clima di fiducia è peggiorato bruscamente dopo l'annuncio a sorpresa del Primo ministro greco di un voto di fiducia al suo governo e di un referendum nel paese. Al di là della dinamica riconducibile alla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro, l'aumento delle quotazioni azionarie ha rispecchiato altresì alcuni dati economici migliori delle attese per gli Stati Uniti, che hanno attenuato i timori degli investitori di un rallentamento economico mondiale. L'incertezza circa l'andamento dei corsi azionari, misurata dalla volatilità implicita, è diminuita su entrambe le sponde dell'Atlantico, ma è rimasta su livelli analoghi a quelli osservati nel maggio 2010.

Nel periodo in esame i corsi azionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti sono aumentati. Nel complesso, le quotazioni azionarie dell'area dell'euro, misurate dall'indice ampio Dow Jones Euro Stoxx, sono salite del 4,5 per cento tra fine settembre e il 2 novembre. Negli Stati Uniti l'indice Standard & Poor's 500 è cresciuto del 9,4 per cento (cfr. figura 20). Nello stesso periodo i corsi azionari in Giappone, misurati dall'indice Nikkei 225, hanno registrato una flessione dell'1 per cento.

L'aumento delle quotazioni azionarie ha rispecchiato principalmente le aspettative in vista del vertice dei capi di Stato o di governo dell'area dell'euro del 26 ottobre. In seguito all'annuncio delle decisioni assunte in tale occasione, i corsi azionari hanno registrato un forte incremento poiché il clima di fiducia del mercato ha continuato a migliorare. Tuttavia, questi incrementi dei corsi azionari hanno subito in gran parte un'inversione quando il clima di fiducia ha evidenziato un brusco peggioramento dopo l'annuncio a sorpresa del Primo ministro greco di un voto di fiducia al suo governo e di un referendum nel paese. Al di là della dinamica imputabile alla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro, l'aumento dei corsi azionari ha altresì rispecchiato alcuni dati economici migliori delle attese per gli Stati Uniti, che hanno attenuato i timori degli investitori di un rallentamento economico mondiale. Per le società dell'area dell'euro comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx, i dati sugli utili societari hanno indicato un calo della crescita sui dodici mesi degli utili effettivi per azione all'8 per cento in ottobre, dall'11 per cento di settembre. Al contempo, anche l'incremento degli utili per azione atteso dagli operatori di mercato su un orizzonte di dodici mesi è sceso all'8 per cento, dal 10 per cento di settembre.

Figura 20 Indici dei corsi azionari

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



Fonte: Thomson Reuters.

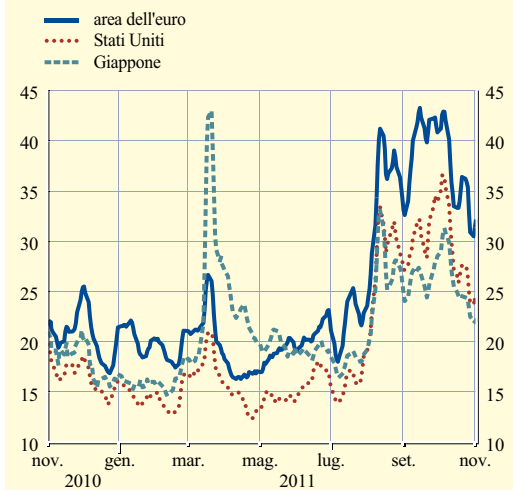
Note: indice ampio Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti e Nikkei 225 per il Giappone.

Sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, l'incertezza circa l'andamento dei corsi azionari, misurata dalla volatilità implicita, è diminuita nel periodo in esame (cfr. figura 21). Tale evoluzione è stata determinata principalmente dal maggiore ottimismo per quanto concerne l'economia mondiale. I livelli della volatilità implicita dei mercati azionari sono tuttavia ancora analoghi a quelli osservati nel maggio 2010.

Nel complesso, gli indici dei corsi azionari nell'area dell'euro sono aumentati per la maggior parte dei settori in ottobre e agli inizi di novembre. Nella prima parte del periodo in esame le quotazioni dei titoli finanziari dell'area dell'euro sono aumentate in misura molto più moderata rispetto a quelle della maggior parte dei settori, per effetto dell'incertezza circa l'entità dello sconto sul debito pubblico della Grecia, dei requisiti di ricapitalizzazione e di un'evoluzione negativa del *rating* per molte banche. Tuttavia, in seguito all'accordo raggiunto dai membri del Consiglio europeo il 26 ottobre, che prevede la necessità di assicurare la raccolta bancaria a medio termine, i corsi dei titoli del comparto finanziario hanno registrato un marcato incremento. Questi incrementi, però, sono stati più che invertiti dopo l'annuncio a sorpresa del Primo ministro greco, e le quotazioni dei titoli finanziari nell'area dell'euro sono diminuite dell'1 per cento circa tra la fine di settembre e il 2 novembre. Nel periodo in esame anche le azioni relative ai settori dei servizi ai consumatori, della sanità, delle telecomunicazioni e dei servizi di pubblica utilità nell'area dell'euro hanno evidenziato risultati meno positivi rispetto ad altri comparti. Negli Stati Uniti, tra i settori con i migliori risultati sono da annoverare i titoli finanziari, mentre i servizi ai consumatori e i beni di consumo, la sanità, le telecomunicazioni e i servizi di pubblica utilità figurano fra i settori le cui azioni hanno riportato risultati inferiori all'indice.

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.

Riquadro 2

I CONTI INTEGRATI DELL'AREA DELL'EURO PER IL SECONDO TRIMESTRE DEL 2011 ¹⁾

I conti integrati dell'area dell'euro forniscono informazioni esaustive su reddito, spesa, finanziamento e scelte di portafoglio dei settori istituzionali dell'area dell'euro. I dati relativi al secondo trimestre del 2011, diffusi il 28 ottobre, possono essere interpretati come il segnale di una pausa nel processo di ribilanciamento settoriale dei disavanzi/avanzi finanziari avviato nei trimestri precedenti: nel secondo trimestre, infatti, il tasso di risparmio delle famiglie è aumentato leggermente, pur rimanendo su livelli contenuti, l'indebitamento netto delle società non finanziarie (SNF) ha smesso di crescere e i miglioramenti registrati nei trimestri precedenti per quanto riguarda i

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

disavanzi delle amministrazioni pubbliche sono stati in parte annullati nel secondo trimestre. Nel contempo, i dati più recenti confermano il processo di reintermediazione già ravvisabile nei dati per il primo trimestre dell'anno, comportamento in linea con un più regolare flusso di credito bancario.

Reddito e accreditamento netto/indebitamento netto dell'area dell'euro

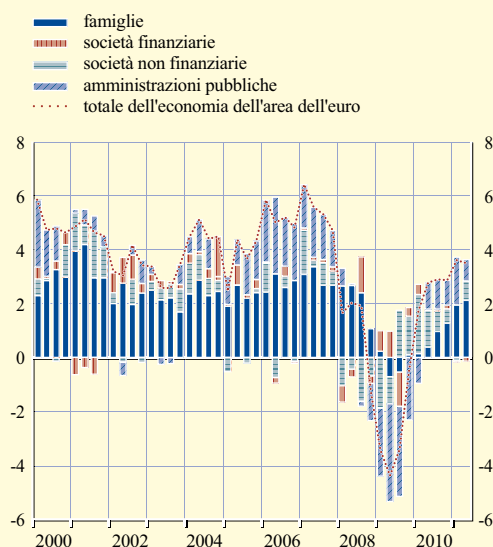
Il reddito lordo nominale disponibile dell'area dell'euro si è stabilizzato a un tasso annuo del 3,5 per cento nel secondo trimestre, riflettendo il rallentamento dell'attività nel secondo trimestre (cfr. figura A).

Essendo il reddito dell'area aumentato più rapidamente dei consumi (inclusi quelli pubblici, cresciuti in misura inferiore all'1 per cento), il risparmio lordo dell'area ha registrato un robusto incremento rispetto al periodo corrispondente. Tale incremento ha interessato tutti e tre i settori non finanziari: le amministrazioni pubbliche hanno nuovamente ridimensionato il loro risparmio negativo (che rimane tuttavia considerevole) mentre il risparmio delle famiglie è cresciuto dopo alcuni trimestri di contrazione e gli utili non distribuiti delle SNF sono tornati a registrare un incremento. La crescita degli investimenti lordi nel secondo trimestre è scesa al 4,8 per cento sul periodo corrispondente dell'anno precedente, per effetto di un minore dinamismo degli investimenti fissi lordi (a sua volta in parte riconducibile al venire meno degli effetti prodotti dalle condizioni meteorologiche favorevoli nel trimestre precedente) e malgrado una forte attività di ricostituzione delle scorte.

Di fronte a un aumento del risparmio leggermente superiore rispetto a quello degli investimenti totali, l'indebitamento/accreditamento netto dell'area dell'euro è migliorato (passando nel secon-

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

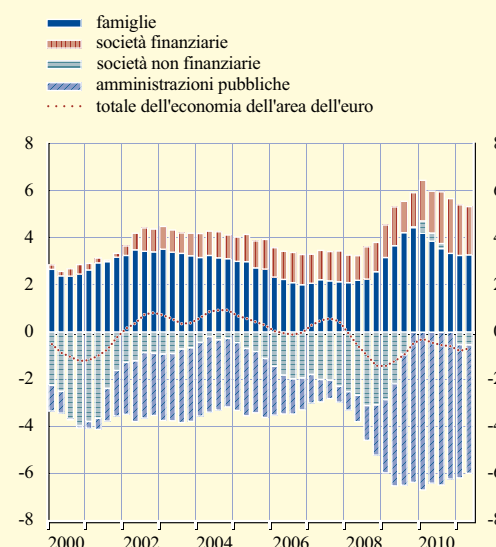
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat e BCE.

Figura B Accredimento netto/indebitamento netto nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL; somma mobile di quattro trimestri)



Fonti: Eurostat e BCE.

do trimestre del 2011 ad un indebitamento netto dello 0,7 per cento del PIL calcolato come somma mobile di quattro trimestri). Da un punto di vista settoriale, ciò riflette, su base destagionalizzata, l'aumento dell'accREDITAMENTO netto delle famiglie e una contrazione dell'indebitamento netto delle SNF, che hanno compensato il peggioramento del saldo delle amministrazioni pubbliche, intervenuto dopo due trimestri di marcata riduzione dei disavanzi (sebbene, calcolato come somma mobile di quattro trimestri, il disavanzo delle amministrazioni pubbliche sia ulteriormente calato)²⁾.

L'immagine speculare di questi andamenti economici è riscontrabile, nei conti con l'estero, nella riduzione del disavanzo che riflette un miglioramento dei redditi netti da capitale (reinvestimento degli utili in investimenti diretti esteri). Quanto alla copertura del fabbisogno netto di finanziamento dell'area dell'euro, sono aumentati gli afflussi netti sotto forma di titoli di debito mentre quelli in titoli azionari hanno segnato una crescita più moderata e i deflussi netti per depositi sono rimasti elevati. Per quanto concerne le esposizioni lorde, le transazioni transfrontaliere hanno continuato a registrare considerevoli aumenti nell'ordine di 150-200 miliardi di euro per trimestre (dopo gli incrementi di 500-600 miliardi di euro a trimestre al picco del boom), con afflussi vigorosi sotto forma di titoli di debito, preferibilmente di emittenti con rating elevato.

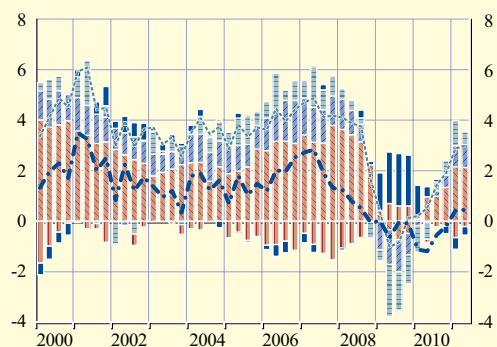
Le scelte economiche dei settori istituzionali

La crescita del reddito nominale delle famiglie si è stabilizzata (al 3,0 per cento sul periodo corrispondente) nel secondo trimestre, dal momento che l'andamento dei salari e quello del reddito misto si sono bilanciati. L'impatto significativo di freno esercitato sul reddito delle famiglie dai flussi di reddito derivanti dalle amministrazioni pubbliche (trasferimenti sociali netti e pagamenti di imposte) nel primo trimestre è diminuito. Ciò ha appena compensato la concomitante riduzione del contributo positivo fornito dai redditi netti da capitale (ad esempio dividendi) alla crescita del reddito delle famiglie (cfr. figura C). In termini reali, per il secondo trimestre consecutivo, la crescita del reddito delle famiglie è lievemente aumentata su base annua dopo la contrazione dovuta, in particolare, all'inflazione indotta dagli elevati prezzi delle materie prime (fine 2010). Dal momento che la crescita del reddito sul periodo corrispondente ha progressivamente recuperato terreno rispetto a quella dei consumi privati nominali, si è interrotta la graduale erosione del risparmio precauzionale delle famiglie. Infatti il saggio

Figura C Reddito disponibile lordo nominale delle famiglie

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

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



Fonti: Eurostat e BCE.

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

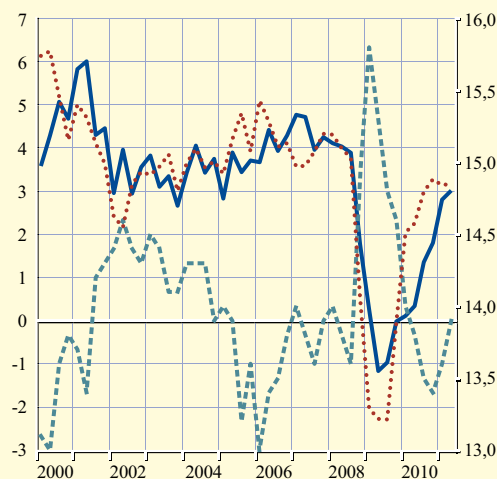
di risparmio delle famiglie è tornato ad aumentare lievemente, portandosi su base destagionalizzata al 13,9 per cento (cfr. figura D), pur rimanendo basso e prossimo ai livelli antecedenti la crisi. Poiché i flussi di risparmio sono nuovamente cresciuti sul periodo corrispondente e gli investimenti sono rimasti modesti, l'accreditamento netto delle famiglie ha cominciato ad aumentare. Dal momento che la crescita del finanziamento si è ridotta, l'accumulo di attività finanziarie da parte delle famiglie è rimasto molto contenuto, accompagnandosi di fatto ad una preferenza per i fondi intermediati dalle banche.

Il margine operativo lordo delle *società non finanziarie* (SNF) ha segnato un nuovo pronunciato calo nel secondo trimestre, sulla scorta di una flessione della crescita del valore aggiunto, mentre la crescita dei redditi da lavoro dipendente è rimasta stabile. Tuttavia, l'incremento del reddito netto da capitale e una crescita molto più lenta delle imposte dirette versate hanno fatto sì che il risparmio delle SNF sia tornato ad aumentare da un livello già piuttosto alto (cfr. figura E). Nel contesto di lenta espansione degli investimenti fissi (su livelli ancora abbastanza depressi), ma di vigorosa ricostituzione delle scorte, l'indebitamento netto delle SNF si è stabilizzato a livelli moderati. Questo comportamento prudentemente espansivo da parte delle SNF è altresì riscontrabile nella crescita leggermente più rapida del finanziamento su base consolidata. I segnali di reintermediazione riguardanti il finanziamento esterno delle SNF sono stati confermati: i prestiti delle IFM sono cresciuti (a 38 miliardi di euro per trimestre nella prima metà del 2011, il flusso trimestrale maggiore dal quarto trimestre del 2008), con un aumento particolarmente elevato di quelli a breve termine sullo sfondo del considerevole accumulo di scorte. Il ricorso vigoroso al finanziamento sul mercato e la vivace attività di prestito intrasettoriale (credito commerciale e credito infragruppo) osservati nel 2009-2010 si sono ulteriormente contenuti nella prima metà

Figura D Crescita del reddito delle famiglie, crescita dei consumi e tasso di risparmio

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

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

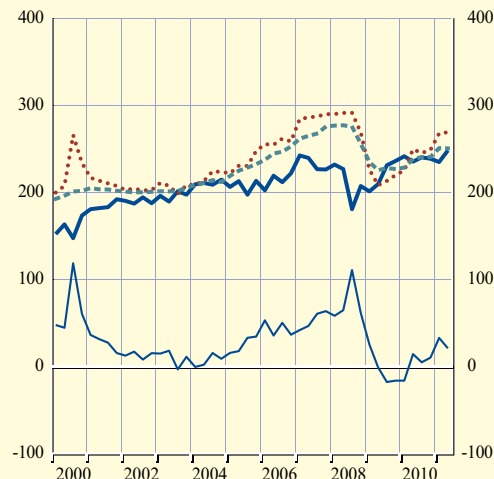


Fonti: Eurostat e BCE.

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

(miliardi di euro, destagionalizzato)

- utili non distribuiti (risparmio lordo) al netto di trasferimenti di capitale
- investimenti non finanziari di cui investimenti fissi lordi
- indebitamento netto (+)/accreditamento netto (-)



Fonti: Eurostat e BCE.
Nota: destagionalizzazione a cura della BCE.

del 2011. Le SNF hanno accresciuto gli acquisti di azioni quotate, continuando tuttavia a costituire riserve di liquidità (depositi e fondi comuni).

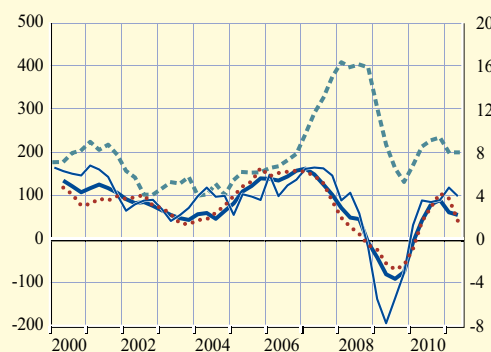
Nel secondo trimestre si è interrotta (su base destagionalizzata) la rapida contrazione dei disavanzi delle amministrazioni pubbliche osservata nei due trimestri precedenti, e ciò per effetto di una minore crescita dei redditi e di un sensibile calo di quella delle entrate per IVA. Dal lato della spesa, la progressione sul periodo corrispondente degli esborsi totali è rimasta ancora una volta prossima allo zero, di riflesso all’impatto di ingenti misure di risanamento (compreso un aumento nullo delle retribuzioni dei dipendenti pubblici), e malgrado incrementi significativi dei pagamenti per interessi. Calcolato come somma mobile di quattro trimestri, il disavanzo è sceso al 5,5 per cento del PIL, da un massimo del 6,7 per cento nel primo trimestre del 2010. L’emissione di debito è rimasta elevata.

Il reddito disponibile delle società finanziarie è diminuito sul periodo corrispondente, per effetto di una maggiore crescita dei dividendi versati rispetto a quella dei dividendi percepiti, mentre il valore aggiunto sommato agli interessi netti percepiti ha continuato ad aumentare. Gli ingenti utili netti trattenuti (pari a 40 miliardi di euro a trimestre) hanno continuato a controbilanciare le minusvalenze subite negli ultimi trimestri. Inoltre, le perdite incorse sui titoli di debito emessi da alcuni governi sono state in parte compensate dalle plusvalenze registrate su quelli di altri paesi. Le attività nette delle società finanziarie, misurate al valore di mercato, sono rimaste elevate e ben più consistenti di quanto implicito nel capitale proprio misurato al valore di mercato (cfr. figura G). La differenza fra queste due grandezze è andata costantemente crescendo a partire da metà 2009 e indica che i mercati mostrano scarsa fiducia nella sostenibilità del modello di atti-

Figura F Prestiti concessi da società non finanziarie e loro crediti commerciali attivi e passivi

(somma mobile di quattro trimestri; miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

- crediti commerciali attivi (scala di sinistra)
- ... crediti commerciali passivi (scala di sinistra)
- prestiti concessi da società non finanziarie (scala di sinistra)
- tasso annuo di crescita del valore aggiunto (scala di destra)

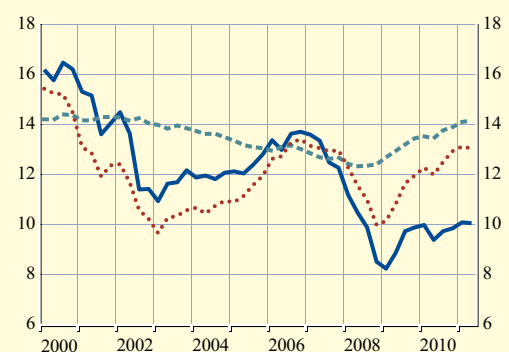


Fonti: Eurostat e BCE.
Nota: i crediti commerciali attivi e passivi sono stimati dalla BCE sulla base di informazioni non esaustive.

Figura G Coefficienti patrimoniali delle istituzioni finanziarie esclusi i fondi comuni

(percentuale delle attività finanziarie totali)

- rapporto fra azioni e attività
- ... rapporto fra patrimonio e attività
- rapporto fra patrimonio nozionale e attività



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

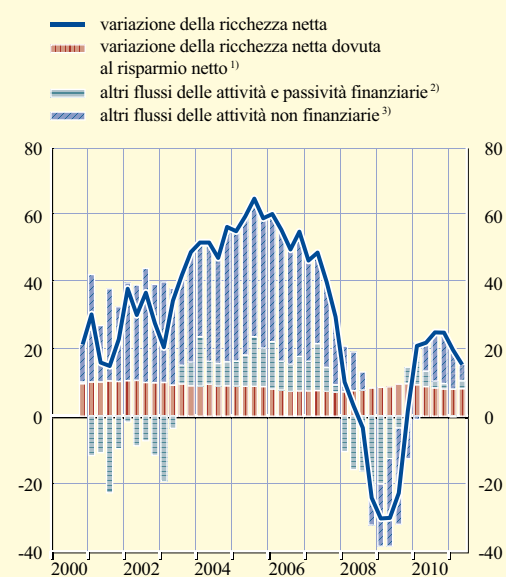
vità di molte istituzioni finanziarie. Nel contesto di una tendenziale riduzione del grado di leva finanziaria, l'espansione dei bilanci delle società finanziarie (al netto dei prestiti interbancari) è rimasta contenuta, ammontando a circa 200 miliardi di euro per trimestre, a fronte di un importo sino a 1.000 miliardi di euro nel corso della fase di espansione della leva finanziaria. Infine, le dinamiche di pronunciata disintermediazione finanziaria emerse dopo il tracollo di Lehman Brothers sarebbero in fase di ridimensionamento: le famiglie mostrano una maggiore preferenza per i fondi intermediati e il finanziamento esterno delle SNF si basa in misura maggiore sui prestiti delle IFM.

Le dinamiche di bilancio

Nel secondo trimestre del 2011 la crescita della ricchezza netta delle famiglie è ulteriormente calata, al 15,2 per cento del reddito (dal 19,5 per cento del primo trimestre). In aggiunta all'impatto positivo del risparmio netto (pari all'8,1 per cento del reddito), le famiglie hanno beneficiato di plusvalenze significative (pari al 7,1 per cento del reddito), derivanti perlopiù dalla crescita, sia pure a un tasso in rallentamento, dei prezzi delle abitazioni. Nel complesso, le plusvalenze sulle attività finanziarie sono rimaste modeste (su base annuale), dopo che nel trimestre precedente erano risultate pressoché pari a zero (cfr. figura H).

Figura H Variazione della ricchezza netta delle famiglie

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



Fonti: Eurostat e BCE.
Nota: i dati sulle attività non finanziarie sono stime della BCE.
1) Questa voce ricomprende il risparmio netto, i trasferimenti di capitale attivi e la discrepanza fra i conti non finanziari e finanziari.
2) Prevalentemente profitti e perdite su azioni e altre partecipazioni.
3) Prevalentemente profitti e perdite su attività immobiliari e terreni.

3 PREZZI E COSTI

La stima preliminare dell'Eurostat indica per l'area dell'euro un tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC al 3,0 per cento in ottobre, invariato rispetto a settembre. I tassi di inflazione si sono collocati su livelli elevati dalla fine dello scorso anno, principalmente per effetto dei rincari dell'energia e delle altre materie prime. In prospettiva, è probabile che si mantengano al di sopra del 2 per cento nei prossimi mesi, per poi scendere al di sotto di tale livello nel corso del 2012. Ci si attende che l'inflazione resti in linea con la stabilità dei prezzi nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria. Tale evoluzione riflette l'aspettativa che, in un contesto caratterizzato da un rallentamento della crescita sia nell'area sia a livello mondiale, anche le pressioni su prezzi, costi e salari nell'area dell'euro siano contenute. I rischi per le prospettive a medio termine sull'evoluzione dei prezzi sono sostanzialmente bilanciati.

3.1 I PREZZI AL CONSUMO

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat a ottobre l'inflazione tendenziale misurata sullo IAPC è stata pari al 3,0 per cento, invariata rispetto a settembre ma al di sopra delle attese (cfr. tavola 5). Il dettaglio per le principali componenti dell'indice non è ancora disponibile. Tuttavia, i dati del bollettino petrolifero settimanale della Commissione europea, che fornisce un'indicazione sull'andamento di circa la metà della componente energetica dello IAPC, mostrano che i prezzi al consumo dei carburanti per trasporto e dei combustibili per riscaldamento sono leggermente aumentati in ottobre rispetto al mese precedente.

In settembre, l'ultimo mese per cui è disponibile una scomposizione ufficiale, il tasso di crescita sui dodici mesi dello IAPC totale è aumentato di 0,5 punti percentuali rispetto ad agosto (cfr. figura 22). Tale incremento trova riscontro nell'accelerazione dei prezzi di tutte le componenti, in particolare quelli dei beni industriali non energetici, ad eccezione dei servizi, i cui prezzi sono rimasti invariati.

Tavola 5 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

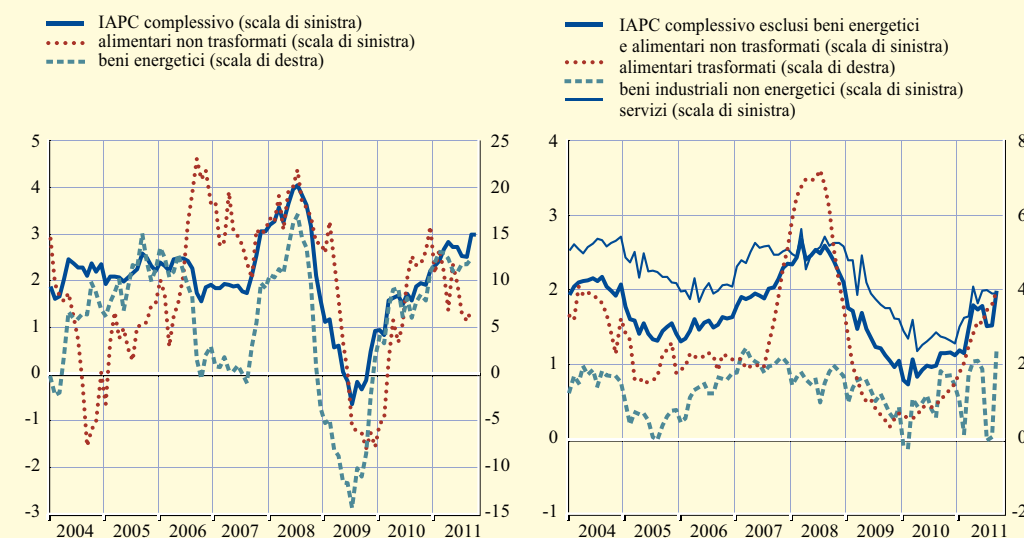
	2009	2010	2011 mag.	2011 giu.	2011 lug.	2011 ago.	2011 set.	2011 ott.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	0,3	1,6	2,7	2,7	2,5	2,5	3,0	3,0
Beni energetici	-8,1	7,4	11,1	10,9	11,8	11,8	12,4	.
Alimentari non trasformati	0,2	1,3	2,4	2,0	1,3	1,1	1,4	.
Alimentari trasformati	1,1	0,9	3,2	3,1	3,4	3,6	4,0	.
Beni industriali non energetici	0,6	0,5	1,0	0,9	0,0	0,0	1,2	.
Servizi	2,0	1,4	1,8	2,0	2,0	1,9	1,9	.
Altri indicatori di prezzi								
Prezzi alla produzione nell'industria	-5,1	2,9	6,2	5,9	6,1	5,8	.	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	44,6	60,7	79,8	79,1	81,7	76,7	79,8	78,9
Prezzi delle materie prime non energetiche	-18,5	44,7	11,1	8,7	7,6	2,5	1,5	1,9

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

1) Il dato sullo IAPC di ottobre 2011 si riferisce alla stima preliminare dell'Eurostat.

Figura 22 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

Esaminando più in dettaglio i principali aggregati dell'indice, l'inflazione dei beni energetici è salita al 12,4 per cento, dall'11,8 di agosto. Tale incremento ha rispecchiato principalmente l'accelerazione dei prezzi delle voci legate al petrolio (combustibili liquidi e carburanti, lubrificanti per il trasporto di persone), sospinta dal rialzo in settembre delle quotazioni in euro delle materie prime petrolifere. Per contro, la variazione tendenziale dei prezzi dell'elettricità è diminuita lievemente.

La dinamica dei prezzi degli alimentari freschi è salita all'1,4 per cento, dopo la flessione del trimestre precedente, trainata dal rialzo dei prezzi di carne e frutta. La crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari trasformati è aumentata ulteriormente, al 4,0 per cento (il livello più elevato dal novembre 2008), in seguito all'accelerazione dei prezzi di varie sottocomponenti, come pane, cereali e prodotti caseari. La variazione tendenziale dei prezzi dei tabacchi è aumentata per il terzo mese consecutivo, dopo aver seguito un andamento al ribasso nella prima metà dell'anno.

Al netto delle componenti alimentare ed energetica, che costituiscono circa il 30 per cento del paniere dello IAPC, l'inflazione sui dodici mesi è salita in settembre all'1,6 per cento, dall'1,2 di luglio e agosto. L'inflazione 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.

L'inflazione dei beni industriali non energetici è risalita all'1,2 per cento in settembre, dopo essere scesa dallo 0,9 in giugno allo 0,0 in luglio e agosto. Tale contrazione è riconducibile quasi interamente agli effetti della nuova disciplina sul trattamento dei prodotti stagionali. Poiché questi effetti sono stati trascurabili in settembre, l'aumento in tale mese del tasso di crescita tendenziale è attribuibile per circa due terzi al progressivo venir meno dell'effetto statistico che aveva indotto una distorsione al ribasso dell'inflazione nei mesi estivi, e per il restante terzo all'effettivo rialzo dei prezzi di diverse voci, principalmente vestiario e calzature.

L'inflazione sui dodici mesi nei servizi è rimasta invariata all'1,9 per cento in settembre, rispecchiando, da un lato, il rallentamento delle sottocomponenti dei servizi di trasporto e comunicazione e, dall'altro lato, l'accelerazione dei prezzi sia degli alloggi sia dei servizi ricreativi e personali.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

Dalla pubblicazione del numero di ottobre di questo Bollettino non si sono resi disponibili nuovi dati sui prezzi alla produzione nell'industria nell'area dell'euro. I dati nazionali disponibili indicano che il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è rimasto con ogni probabilità invariato in settembre, dopo la lieve flessione dal 6,1 al 5,8 per cento registrata tra luglio e agosto. Questo calo è stato determinato soprattutto dal rallentamento delle componenti dei beni intermedi ed energetici, di riflesso alla moderazione dei prezzi delle materie prime. L'inflazione dei prezzi alla produzione nell'industria al netto delle costruzioni e dell'energia è diminuita su base annua dal 4,1 al 3,9 per cento. Agli stadi successivi della filiera produttiva l'inflazione alla produzione dei beni di consumo è rimasta invariata al 3,3 per cento in agosto, mentre l'inflazione all'origine dei beni di consumo alimentari ha continuato a registrare una graduale flessione. Tale andamento riflette l'attenuazione delle spinte inflazionistiche connesse alle quotazioni delle materie prime alimentari nell'area dell'euro e prefigura ulteriori cali nei prossimi mesi. Per contro, il tasso di variazione annuale della componente dei beni di consumo non alimentari è salito ancora, segnalando perduranti pressioni all'origine sulle componenti di fondo dell'inflazione al consumo.

I risultati delle indagini sui prezzi alla produzione in ottobre indicano un ulteriore allentamento delle pressioni sui prezzi degli *input* (cfr. figura 24). Quasi tutti gli indicatori sono diminuiti ancora

Figura 23 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

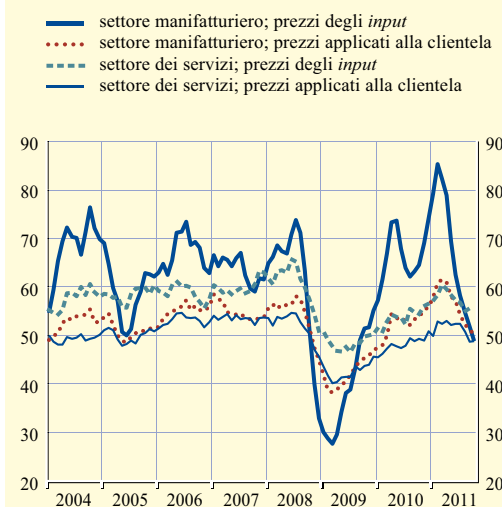
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

(indici di diffusione; dati mensili)



Fonte: Markit.

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

rispetto a settembre, sembra a causa dei recenti cali dei prezzi delle materie prime. Nel settore manifatturiero l'indice dei prezzi degli *input* è sceso al di sotto del valore soglia di 50, per la prima volta dal settembre 2009, a segnalare una contrazione dei prezzi. Nello stesso comparto è diminuito anche l'indice dei prezzi di vendita, a 50,0 in ottobre da 51,3 nel mese precedente. Nel settore dei servizi l'indice dei prezzi degli *input* è diminuito lievemente dopo l'aumento di settembre, mentre quello dei prezzi di vendita è rimasto sostanzialmente invariato a 48,8.

In sintesi, la tendenza flettente del tasso di crescita complessivo sui dodici mesi dei prezzi alla produzione negli ultimi mesi riflette il generale contenimento della dinamica dei prezzi delle materie prime. I livelli elevati di inflazione alla produzione rimangono in linea con le aspettative di perduranti pressioni all'origine.

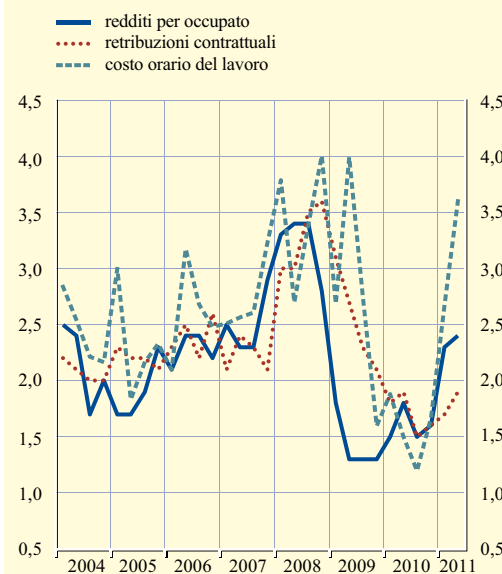
3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Le pressioni derivanti dai costi interni stanno aumentando gradualmente dal lato del costo del lavoro. Nel secondo trimestre del 2011 gli indicatori del costo del lavoro sono risultati migliori del previsto. Nel recente passato la dinamica salariale era rimasta relativamente contenuta, riflettendo fra l'altro un eccesso di offerta nei mercati del lavoro nell'area dell'euro. Tuttavia, le informazioni preliminari sulle retribuzioni contrattuali di agosto hanno confermato che l'incremento della dinamica salariale nella prima metà dell'anno non è stato temporaneo, ma con tutta probabilità continuerà a un ritmo più sostenuto nel breve periodo.

Nel secondo trimestre del 2011 le retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro sono cresciute a un tasso dell'1,9 per cento sul periodo corrispondente, dopo l'1,7 del trimestre precedente (cfr. tavola 6 e figura 25). Il tasso di crescita tendenziale del costo orario del lavoro è salito al 3,6 per cento

Figura 25 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Tavola 6 Indicatori del costo del lavoro

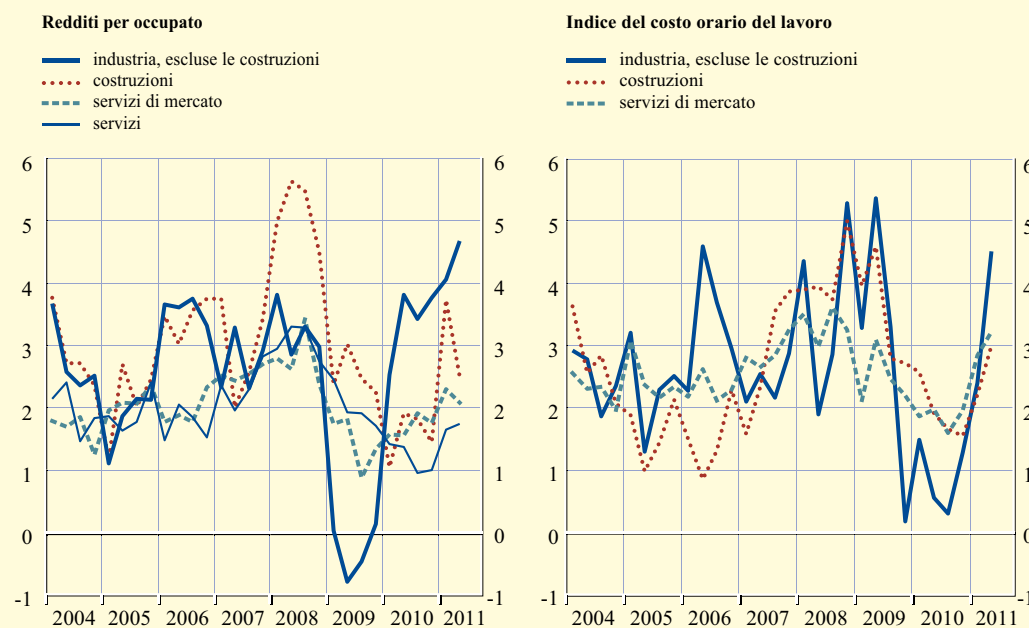
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 26 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

nel secondo trimestre. Tale accelerazione ha interessato in maniera generalizzata tutti i settori (cfr. figura 26), ma è stata particolarmente pronunciata nel comparto industriale. A livello di singole economie, la Germania sembra essere la principale responsabile dell'accelerazione dei costi orari del lavoro, sia a causa dell'incremento dei premi corrisposti, sia per l'ulteriore rientro dei programmi di riduzione delle ore lavorate. Nel complesso, i costi non salariali hanno continuato ad aumentare a un ritmo più sostenuto rispetto alla componente salariale dei costi orari del lavoro nell'area dell'euro.

A fronte di un rallentamento del PIL in termini reali nel secondo trimestre del 2011, la crescita sul periodo corrispondente della produttività del lavoro è diminuita bruscamente, all'1,1 per cento dal 2,1 del primo trimestre, mentre il tasso di variazione tendenziale dei redditi per addetto è salito leggermente, al 2,4 per cento, dopo una significativa revisione al rialzo dei dati per il primo trimestre. Di conseguenza, nel secondo trimestre la dinamica annuale del costo unitario del lavoro è salita all'1,3 per cento, dallo 0,2 del periodo precedente, dopo essere rimasta in territorio negativo nel 2010. In prospettiva, i risultati delle ultime indagini segnalano un ulteriore rallentamento della produttività nei prossimi trimestri, prefigurando un'accelerazione del costo unitario del lavoro, che dovrebbe altresì accrescere le pressioni interne sui prezzi nell'area dell'euro.

3.4 I PREZZI DEGLI IMMOBILI RESIDENZIALI NELL'AREA DELL'EURO

Nel secondo trimestre del 2011 i prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro sono aumentati su base annua dell'1,1 per cento, a fronte del 2,3 e 2,8 per cento nel primo trimestre del 2011 e nello scorcio del 2010, rispettivamente. Per informazioni più dettagliate cfr. il riquadro 3.

Riquadro 3

ANDAMENTI RECENTI DEI PREZZI DELLE ABITAZIONI NELL'AREA DELL'EURO

Nel secondo trimestre del 2011 i prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro¹⁾ sono aumentati dell'1,1 per cento sul periodo corrispondente, contro il 2,3 nel trimestre precedente e il 2,8 nello scorcio del 2010. Tale rallentamento ha interrotto la ripresa delle quotazioni immobiliari nell'area iniziata alla fine del 2009, che aveva spinto l'indice dei prezzi degli alloggi fino a livelli prossimi a quelli registrati prima dell'inizio della crisi finanziaria (cfr. la figura). L'interruzione della ripresa è avvenuta quando i tassi di crescita erano ben al di sotto di quello medio annuo nominale, superiore al 5 per cento, osservato dal 1999.

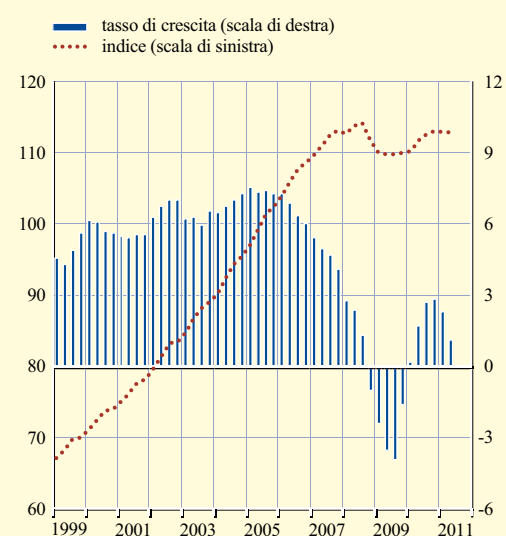
È probabile che la ripresa incerta e debole dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro rispecchi il loro sostanziale disallineamento rispetto ai fondamentali, determinatosi in diversi paesi prima della crisi. Sebbene la sopravvalutazione dei prezzi delle abitazioni si sia ridotta negli ultimi tre anni, essa è ancora presente e si prevedono ulteriori correzioni²⁾.

La ripresa irregolare delle quotazioni immobiliari riflette altresì la concomitanza di differenti fattori che influiscono più in generale sui mercati immobiliari. I tassi sui prestiti bancari sono su livelli contenuti, ma i criteri per l'erogazione del credito si sono ancora inaspriti lievemente negli ultimi trimestri. Inoltre, l'incertezza sulle prospettive di reddito delle famiglie – e quindi il rischio di una minore accessibilità finanziaria delle case – sono aumentati ulteriormente.

La recente evoluzione dei prezzi degli alloggi nell'area dell'euro continua a celare dinamiche alquanto diverse tra i paesi. Il rallentamento registrato nella prima metà del 2011 è stato relativamente generalizzato, ma si è verificato in un contesto caratterizzato da tassi di crescita piuttosto diversi (cfr. la tavola). Ad esempio, in Belgio, Francia, Austria e Portogallo i tassi di variazione tendenziale sono stati positivi, mentre in Irlanda, Spagna e Paesi Bassi sono rimasti negativi. Per contro, in alcuni paesi l'accelerazione dei prezzi degli alloggi si è protratta nella prima metà dell'anno, benché con tassi di crescita positivi modesti, come in Italia, o ancora ne-

Prezzi degli immobili residenziali (nominali)

(indice: 2005=100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: BCE, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.
Nota: cfr. la nota 1 nel testo per i dettagli relativi alla compilazione dell'indice nominale.

- 1) A partire dall'inizio del 2010, la BCE ha compilato l'indicatore dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro con cadenza trimestrale. Per la Germania, i dati trimestrali sui prezzi sono ricavati da quelli annuali (utilizzando fra l'altro le anticipazioni provenienti da alcune grandi città), mentre nel caso dell'Italia i dati trimestrali sono calcolati sulla base di rilevazioni effettuate con frequenza semestrale (impiegando fra l'altro indicatori trimestrali). Per il 2010 il dato annuale e quello semestrale relativi rispettivamente a Germania e Italia pubblicati all'inizio del 2011 non hanno implicato revisioni significative delle precedenti stime trimestrali, comprovando quindi la validità delle assunzioni che sottendono l'elaborazione di tali stime. Per informazioni più dettagliate, cfr. il riquadro *Andamenti recenti del mercato immobiliare nell'area dell'euro* nel numero di dicembre 2010 di questo Bollettino.
- 2) Per una disamina più approfondita dei cicli delle quotazioni immobiliari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, cfr. l'articolo *Andamenti dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro e negli Stati Uniti* in questo numero del Bollettino.

Prezzi nominali degli immobili residenziali nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	Pesi	2009	2010	2010		2011	2009				2010				2011	
				prima metà	seconda metà		1° tr.	2° tr.	3° tr.	4° tr.	1° tr.	2° tr.	3° tr.	4° tr.	1° tr.	2° tr.
Belgio ¹⁾	3,8	-0,4	5,4	4,9	5,9	3,1	0,9	-2,1	-1,4	1,2	3,8	5,9	5,8	5,9	3,2	3,0
Germania ²⁾	26,7	0,6	2,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Estonia ³⁾	0,2	-35,9	0,1	-4,5	5,1	6,4	-34,9	-40,3	-37,4	-30,5	-8,1	-0,6	6,2	4,0	2,2	10,7
Irlanda ²⁾	1,8	-13,7	-15,5	-14,9	-11,2	-11,8	-15,0	-18,8	-20,6	-19,1	-16,6	-13,0	-11,3	-11,0	-11,1	-12,4
Grecia ³⁾	2,6	-3,7	-4,7	-3,2	-6,1	-4,9	-3,3	-2,5	-5,1	-4,0	-1,8	-4,7	-5,2	-7,0	-5,2	-4,5
Spagna ²⁾	11,7	-6,7	-2,0	-1,9	-2,0	-5,5	-7,6	-7,7	-7,0	-4,4	-2,9	-0,9	-2,2	-1,9	-4,1	-6,8
Francia ¹⁾	21,3	-7,1	6,4	3,7	9,0	8,3	-6,9	-9,3	-7,9	-4,4	1,4	6,1	8,4	9,6	8,9	7,7
Italia ²⁾	17,0	-0,4	0,1	-0,2	0,4	0,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cipro ²⁾	0,2	-4,1	-2,5	-0,6	-4,3	-	-3,4	-5,8	-5,6	-1,5	0,0	-1,1	-2,4	-6,2	-	-
Lussemburgo ³⁾	0,4	-2,1	4,5	3,5	5,4	4,0	0,6	-4,0	-2,6	-2,3	2,6	4,4	5,7	5,1	2,4	5,7
Malta ²⁾	0,1	-5,0	1,1	2,4	-0,2	-1,3	-9,9	-6,0	-2,5	-1,4	4,5	0,5	1,5	-2,0	-2,6	0,0
Paesi Bassi ¹⁾	6,4	-3,3	-2,0	-3,2	-0,8	-1,6	-0,3	-2,8	-5,1	-5,0	-4,3	-2,0	-0,6	-1,0	-1,2	-1,9
Austria ²⁾	3,1	3,6	5,7	5,5	5,9	-	4,3	4,9	3,4	1,9	5,7	5,3	5,0	6,8	3,9	-
Portogallo ²⁾	1,9	0,4	1,8	1,4	2,2	0,4	2,7	0,3	-0,8	-0,6	1,3	1,6	2,9	1,6	0,6	0,2
Slovenia ¹⁾	0,4	-8,2	2,8	2,6	3,1	-	-7,1	-9,8	-10,9	-5,0	1,1	4,1	4,6	1,5	1,1	-
Slovacchia ¹⁾	0,7	-11,1	-3,9	-6,0	-1,7	-2,7	-4,3	-13,4	-14,3	-12,3	-8,3	-3,7	-1,3	-2,1	-2,5	-2,8
Finlandia ¹⁾	1,9	-0,3	8,7	10,9	6,6	3,7	-5,5	-3,6	0,4	7,9	11,4	10,3	8,0	5,2	4,2	3,2
area dell'euro ⁴⁾	100,0	-2,9	1,9	0,9	2,8	1,7	-2,4	-3,6	-3,9	-1,6	0,2	1,7	2,7	2,8	2,3	1,1

Fonti: dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Note: i pesi sono basati sul PIL nominale nel 2009.

1) Immobili residenziali esistenti (case e appartamenti).

2) Tutte le abitazioni (case e appartamenti nuovi ed esistenti), intero paese.

3) Tutti gli appartamenti, intero paese.

4) La stima dell'aggregato dell'area dell'euro include i contributi trimestrali per Germania e Italia basati su interpolazioni e disaggregazione temporale di dati (dati annuali per la Germania e semestrali per l'Italia), nonché, dal 2008 per la Germania, dati trimestrali di sette grandi città, compilati e corretti dalla Deutsche Bundesbank.

gativi, come in Grecia, che già nel 2010 aveva registrato un rinnovato indebolimento dei prezzi delle case. Nel secondo trimestre del 2011 le differenze nei livelli di crescita delle quotazioni immobiliari tra i paesi sono rimaste consistenti. Gli incrementi tendenziali più elevati sono stati registrati in Estonia e Francia, mentre i cali più bruschi sono stati rilevati in Irlanda, Grecia e Spagna.

Nel complesso, è probabile che la dinamica dei prezzi degli alloggi nell'area dell'euro rimanga contenuta rispetto alla vigorosa crescita registrata nell'ultimo decennio. Tale andamento riflette, in particolare, gli aggiustamenti necessari a seguito delle precedenti sopravvalutazioni in alcuni paesi.

3.5 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

In prospettiva, l'inflazione dovrebbe mantenersi al di sopra del 2 per cento nei prossimi mesi, per poi scendere sotto tale livello nel corso del 2012. Ci si attende che i tassi di inflazione rimangano in linea con la stabilità dei prezzi nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria. Tale andamento riflette l'aspettativa che, in un contesto caratterizzato da un rallentamento della crescita sia nell'area dell'euro sia a livello mondiale, anche le pressioni su prezzi, costi e salari nell'area siano contenute.

I risultati dell'ultima *Survey of Professional Forecasters* della BCE (cfr. riquadro 4) mostrano che, rispetto alla precedente indagine, i previsori hanno mantenuto immutate al 2,6 per cento le loro aspettative di inflazione per il 2011, mentre le prospettive di inflazione per il 2012 e il 2013 sono state riviste lievemente al ribasso, all'1,8 per cento in entrambi gli anni. Le aspettative di inflazione che emergono dalla SPF per il periodo 2011-2013 sono sostanzialmente in linea con gli intervalli di valori riportati nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2011. Le aspettative di inflazione a più lungo termine (per il 2016) sono rimaste invariate al 2,0 per cento.

I rischi per le prospettive a medio termine sull'evoluzione dei prezzi sono sostanzialmente bilanciati. I rischi verso l'alto riguardano la possibilità di incrementi delle imposte indirette e dei prezzi amministrati, data l'esigenza di risanare i conti pubblici nei prossimi anni. Nell'attuale contesto, tuttavia, le spinte inflazionistiche dovrebbero affievolirsi. I principali rischi al ribasso sono connessi all'impatto di una crescita inferiore alle attese nell'area dell'euro e a livello mondiale. Infatti, se dovesse protrarsi, una crescita economica più lenta potrebbe ridurre le pressioni inflazionistiche a medio termine nell'area dell'euro.

Riquadro 4

RISULTATI DELLA *SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS* DELLA BCE PER IL QUARTO TRIMESTRE DEL 2011

Questo riquadro presenta i risultati della *Survey of Professional Forecasters* (SPF) per il quarto trimestre del 2011, condotta dalla BCE tra il 14 e il 18 ottobre 2011 sulla base delle risposte di 64 previsori¹⁾.

I risultati implicano prospettive stabili per l'inflazione nel 2011 e una revisione al ribasso delle aspettative di inflazione per il 2012 e il 2013, dovuta soprattutto all'allentamento delle pressioni derivanti dai prezzi delle materie prime e all'indebolimento delle prospettive di espansione economica. Le aspettative sulla crescita del PIL sono state corrette verso il basso per tutti gli orizzonti considerati, principalmente alla luce dell'evoluzione della crisi del debito sovrano e del peggioramento del contesto esterno, superiore alle attese. Per quanto riguarda le aspettative di inflazione a più lungo termine (per il 2016), la previsione puntuale media è restata immutata al 2,0 per cento e anche la mediana delle stime puntuali è rimasta stabile al 2,0 per cento.

Aspettative di inflazione a più breve termine invariate per il 2011 e riviste al ribasso per il 2012 e 2013

Le aspettative di inflazione della SPF si collocano al 2,6 per cento per il 2011 e all'1,8 per cento per il 2012 e il 2013. Rispetto all'indagine precedente, il dato per il 2011 è invariato, mentre per il 2012 e il 2013 rappresenta una correzione al ribasso di 0,2 e 0,1 punti percentuali, rispettivamente (cfr. la tavola). Le aspettative per tutti questi orizzonti sono sostanzialmente in linea con le corrispondenti previsioni pubblicate nelle edizioni di ottobre del 2011 di *Consensus Economics* e di *Euro Zone Barometer*, e risultano inoltre all'interno degli intervalli riportati nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE lo scorso settembre.

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

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

IAPC complessivo	Orizzonte di previsione			
	2011	2012	2013	a più lungo termine ²⁾
SPF, 4° trim. 2011	2,6	1,8	1,8	2,0
Precedente SPF, 3° trim. 2011	2,6	2,0	1,9	2,0
Proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE (settembre 2011)	2,5-2,7	1,2-2,2	-	-
<i>Consensus Economics</i> (ottobre 2011)	2,6	1,8	1,8	2,0
<i>Euro Zone Barometer</i> (ottobre 2011)	2,6	1,7	1,7	1,9
Crescita del PIL in termini reali	2011	2012	2013	a più lungo termine²⁾
SPF, 4° trim. 2011	1,6	0,8	1,6	1,8
Precedente SPF, 3° trim. 2011	1,9	1,6	1,8	1,9
Proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE (settembre 2011)	1,4-1,8	0,4-2,2	-	-
<i>Consensus Economics</i> (ottobre 2011)	1,6	0,6	1,5	1,7
<i>Euro Zone Barometer</i> (ottobre 2011)	1,6	0,6	1,6	1,9
Tasso di disoccupazione¹⁾	2011	2012	2013	a più lungo termine²⁾
SPF, 4° trim. 2011	10,0	10,0	9,7	8,5
Precedente SPF, 3° trim. 2011	9,8	9,5	9,2	8,2
<i>Consensus Economics</i> (ottobre 2011)	10,0	10,1	-	-
<i>Euro Zone Barometer</i> (ottobre 2011)	10,0	10,0	9,3	8,2

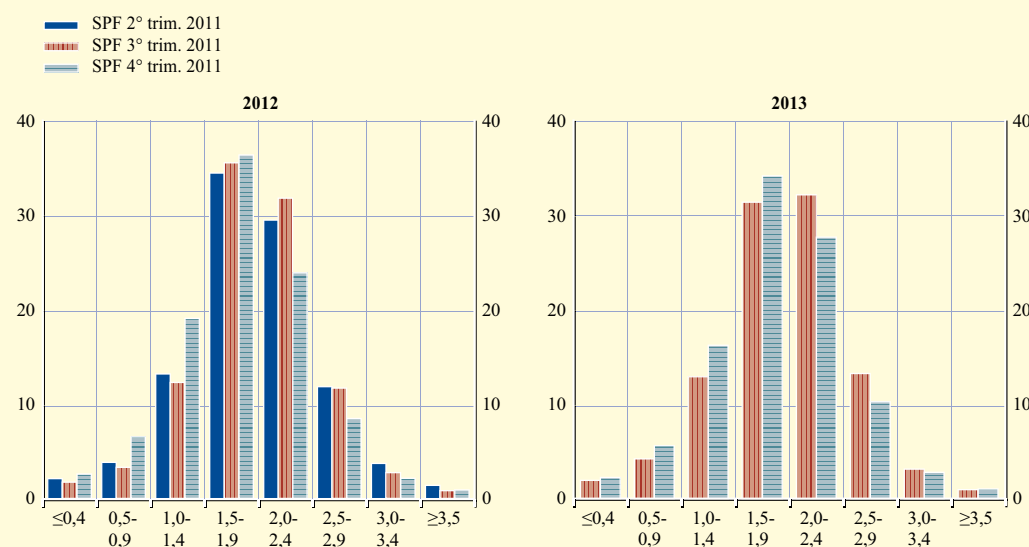
1) In percentuale delle forze di lavoro.

2) Le aspettative di inflazione a più lungo termine si riferiscono al 2015 nell'*Euro Zone Barometer* e al 2016 nella SPF e in *Consensus Economics*.

Rispetto alla precedente indagine, le distribuzioni di probabilità aggregate relative al 2012 e al 2013 si sono entrambe spostate verso livelli di inflazione più bassi, con la probabilità maggiore assegnata nei due casi all'intervallo tra l'1,5 e l'1,9 per cento (cfr. figura A).

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

(probabilità in percentuale)



Fonte: BCE.

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

La revisione al ribasso delle previsioni per il 2012 e il 2013 è riconducibile all'allentamento delle pressioni derivanti dai prezzi delle materie prime, nonché all'indebolimento delle prospettive di crescita economica, strettamente interrelate alla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro. Come rischi al rialzo vengono citati i rincari del petrolio e delle materie prime, mentre i principali rischi al ribasso per lo scenario di base dell'inflazione scaturiscono da una crescita inferiore alle attese. In base alle singole distribuzioni di probabilità, i rischi complessivi per le previsioni puntuali a più breve termine sarebbero orientate verso l'alto per il 2011 e verso il basso per il 2012 e il 2013²⁾.

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

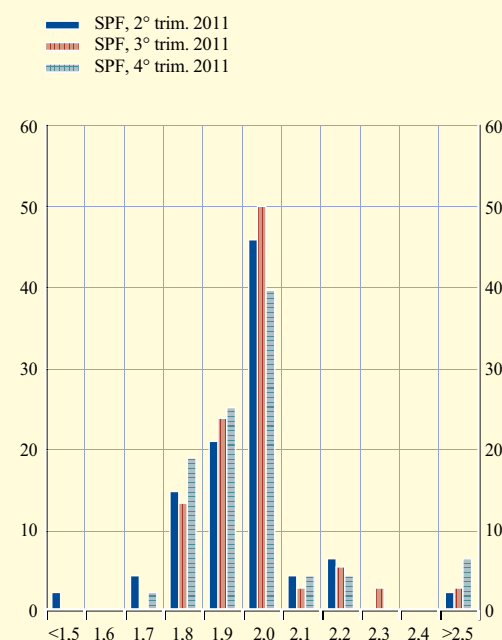
La previsione media puntuale per l'inflazione a più lungo termine è rimasta al 2,0 per cento per il 2016. Con un arrotondamento a due decimali, le aspettative si collocano in media al 2,01 per cento, pari al secondo livello più elevato dal terzo trimestre del 2008, ma invariate rispetto all'indagine precedente. La mediana e il valore modale delle stime puntuali sono stabili al 2,0 per cento (cfr. figura B). Questi dati sono sostanzialmente in linea con le previsioni a più lungo termine pubblicate nell'edizione di ottobre del 2011 di *Consensus Economics* (per il 2016) e di *Euro Zone Barometer* (per il 2015).

La distribuzione di probabilità aggregata si è spostata verso risultati più bassi rispetto alla precedente rilevazione. Di fatto, la probabilità che l'inflazione sia pari o superiore al 2,0 per cento è scesa al 48 per cento. Nel contempo, quella assegnata a risultati estremi è rimasta stabile su livelli relativamente bassi. Essendo assai più numerosi gli intervistati che hanno formulato una stima puntuale superiore alla media della loro distribuzione di probabilità, si può ritenere che i rischi complessivi per la previsione puntuale media siano orientati ampiamente verso il basso.

Il disaccordo fra i previsori riguardo alle attese di inflazione a più lungo termine, misurato come deviazione standard delle loro previsioni puntuali, è aumentato a 0,3 punti percentuali (+0,1 punti percentuali). L'incertezza aggregata che caratterizza queste attese di inflazione, misurata dalla deviazione standard della distribuzione di probabilità aggregata, è stabile a livelli piuttosto elevati (cfr. figura C)³⁾.

Figura B Distribuzione *cross-section* delle previsioni puntuali di inflazione a lungo termine (a 5 anni)

(percentuali di intervistati)



Fonte: BCE.

- 2) I rischi complessivi sono valutati con orientamento verso l'alto (il basso) se gli intervistati con una previsione puntuale superiore (inferiore) alla media della loro distribuzione di probabilità sono di meno rispetto a quelli con una previsione puntuale inferiore (superiore) alla media.
- 3) Per una trattazione delle misure di incertezza, cfr. il riquadro *La misurazione dell'incertezza macroeconomica percepita*, nel numero di gennaio 2010 di questo Bollettino.

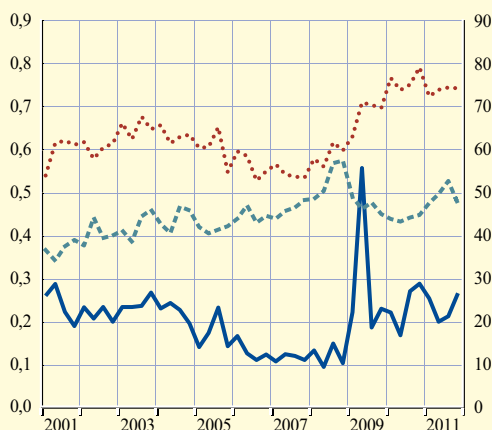
Aspettative per la crescita del PIL in termini reali riviste al ribasso, specie per il 2012

Nel complesso le aspettative di crescita del PIL in termini reali per il più breve termine sono state riviste al ribasso per tutti gli orizzonti, ma soprattutto per il 2012. Esse si collocano attualmente all'1,6, 0,8 e 1,6 per cento per il 2011, 2012 e 2013, rispettivamente. Rispetto alle previsioni corrispondenti più recenti di *Consensus Economics* e di *Euro Zone Barometer*, quelle della SPF risultano sostanzialmente comparabili per il 2011 e 2013 e leggermente più favorevoli per il 2012. Esse rientrano negli intervalli riportati nelle proiezioni macroeconomiche di settembre degli esperti della BCE. Le distribuzioni di probabilità aggregata per il 2011, 2012 e 2013 si sono spostate considerevolmente verso risultati più bassi. Per il 2012, in particolare, i partecipanti assegnano ora la probabilità più elevata (28 per cento) all'intervallo 0,5-0,9 per cento, mentre nell'edizione precedente dell'indagine la distribuzione si concentrava nell'intervallo 1,5-1,9 per cento (cfr. figura D).

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

(valori percentuali)

- deviazione standard delle stime puntuali (scala di sinistra)
- incertezza aggregata (scala di sinistra)
- - - probabilità di inflazione pari o superiore al 2 per cento (scala di destra)



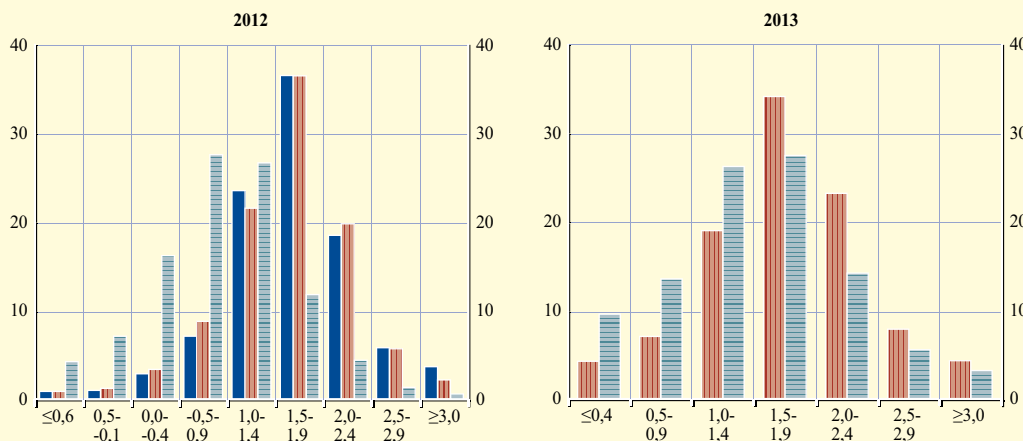
Fonte: BCE.
Nota: l'incertezza aggregata è definita come la deviazione standard della distribuzione di probabilità aggregata (considerando una funzione di densità di probabilità discreta in cui la massa di probabilità è concentrata al centro dell'intervallo).

Secondo gli intervistati lo scenario di base più negativo prospettato è ascrivibile alle ulteriori misure di risanamento dei conti pubblici, all'inasprimento delle condizioni finanziarie,

Figura D Distribuzione di probabilità aggregata delle aspettative relative alla crescita del PIL in termini reali nel 2012 e nel 2013 (Survey of Professional Forecasters, ultime inchieste)¹⁾

(probabilità in percentuale)

- SPF 2° trim. 2011
- SPF 3° trim. 2011
- SPF 4° trim. 2011



Fonte: BCE.

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

all'aumento dell'incertezza e alla più bassa domanda estera. I rischi complessivi per le prospettive di crescita sarebbero orientati verso il basso. Il rischio al rialzo più citato è quello di una rapida soluzione della crisi del debito sovrano, mentre un eventuale fallimento al riguardo rappresenta il principale rischio al ribasso. Fra i principali rischi al ribasso figurano inoltre ulteriori cali della fiducia di consumatori e imprese e un aumento dell'incertezza.

Le aspettative per la crescita a più lungo termine (per il 2016) si collocano all'1,8 per cento, ossia a 0,1 punti percentuali in meno rispetto all'edizione precedente dell'indagine. I rischi complessivi al riguardo si orientano verso il basso. La distribuzione di probabilità aggregata si è spostata solo lievemente verso i risultati più bassi, e i previsori assegnano tuttora una probabilità di circa il 30 per cento a una crescita del PIL in termini reali a più lungo termine nell'intervallo tra l'1,5 e l'1,9 per cento.

Aspettative per il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro riviste al rialzo per il 2011 e il 2012

Le aspettative sul tasso di disoccupazione sono state riviste al rialzo al 10,0 per cento per il 2011 e al 9,7 per cento per il 2012. I previsori continuano pertanto ad aspettarsi un calo del tasso di disoccupazione sull'orizzonte di previsione, che dovrebbe tuttavia verificarsi più tardi. La correzione al rialzo delle aspettative sulla disoccupazione è principalmente dovuta all'attuale rallentamento dell'attività economica e alla riduzione dei costi in corso. Il principale rischio al rialzo per tale scenario attiene a un improvviso deterioramento della crisi in atto che comporti un ulteriore peggioramento dell'attività economica. I rischi al ribasso sono associati soprattutto al successo delle attuali riforme dei mercati del lavoro, che ne determinerebbero una maggiore flessibilità. Un confronto tra le previsioni puntuali e le medie delle distribuzioni di probabilità mostra che i rischi complessivi sono considerati orientati verso l'alto.

Le aspettative sul tasso di disoccupazione a più lungo termine (per il 2016) sono aumentate all'8,5 per cento, e si ritiene che i rischi complessivi siano orientati al rialzo. La distribuzione di probabilità aggregata si è spostata leggermente verso risultati più elevati, ma la maggiore probabilità (20 per cento) è tuttora assegnata all'intervallo fra l'8,5 e l'8,9 per cento.

Altre variabili e ipotesi determinanti

Secondo le altre informazioni fornite dagli interpellati, le previsioni si basano sulle seguenti ipotesi. I corsi petroliferi dovrebbero collocarsi intorno a 107 dollari al barile nel 2011 e nel 2012 e poi aumentare leggermente. Il tasso di cambio euro/dollaro dovrebbe rimanere in media a 1,36 durante l'insieme del 2011 e del 2012, per poi apprezzarsi lievemente. Il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali della BCE dovrebbe collocarsi in media all'1,3 nel 2012 e salire ad un valore medio pari all'1,6 per cento nel 2013. Infine, la crescita media dei redditi per occupato dovrebbe stabilizzarsi intorno al 2,1 per cento nel 2012 e nel 2013.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro, dopo aver rallentato nel secondo trimestre allo 0,2 per cento rispetto al periodo precedente, è attesa su livelli molto modesti nella seconda metà di quest'anno. Ci sono segnali che i rischi al ribasso individuati in precedenza si stiano materializzando, come evidenziato dai risultati sfavorevoli delle indagini qualitative. In prospettiva, una serie di fattori sembra frenare la dinamica di crescita dell'area, fra questi la decelerazione della domanda mondiale e gli impatti avversi sulle condizioni complessive di finanziamento e sul clima di fiducia derivanti dalle tensioni in atto in diversi mercati del debito sovrano dell'area dell'euro. Nel contempo l'attività economica dell'area dovrebbe trarre vantaggio dalla persistente crescita positiva delle economie emergenti, nonché dai bassi tassi di interesse e dalle varie misure prese a sostegno del funzionamento del settore finanziario.

4.1 LE COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

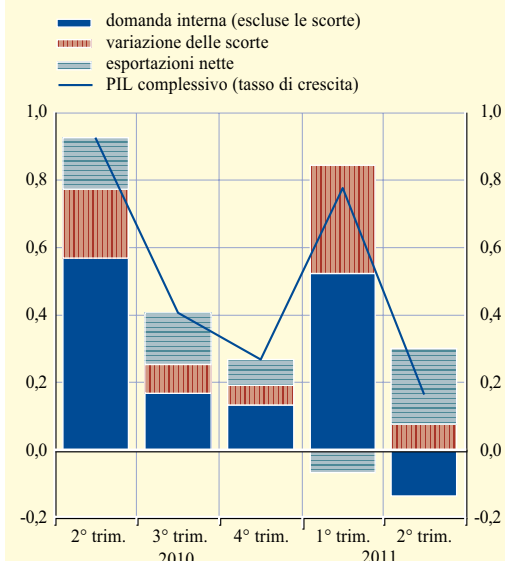
Nel secondo trimestre del 2011 la crescita del PIL dell'area dell'euro è diminuita in termini reali dello 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo la progressione dello 0,8 per cento del trimestre precedente (cfr. figura 27). La più debole dinamica della domanda interna, che riflette in parte fattori specifici, è stata la principale determinante di tale rallentamento. Sebbene il PIL sia cresciuto per otto trimestri consecutivi dall'inizio della ripresa, nel secondo trimestre il livello del prodotto era ancora inferiore di quasi il 2 per cento rispetto a quello massimo registrato nel primo trimestre del 2008.

Dopo sei trimestri di crescita positiva ma moderata, nel secondo trimestre del 2011 i consumi privati sono diminuiti dello 0,2 per cento sul periodo precedente. A tale risultato negativo hanno contribuito sia il commercio al dettaglio sia gli acquisti di nuove autovetture.

Per quanto riguarda il terzo trimestre del 2011, le informazioni sui consumi privati segnalano il protrarsi di questa tendenza moderata della spesa. Il volume delle vendite al dettaglio è aumentato dello 0,1 per cento in agosto e nei primi due mesi del terzo trimestre si è situato in media su un livello dello 0,2 per cento superiore a quello del secondo trimestre, quando le vendite al dettaglio erano diminuite dello 0,3 per cento. Nel contempo, le immatricolazioni di nuove autovetture sono aumentate dello 0,7 per cento in settembre rispetto al mese precedente ma, ciò nondimeno, sono diminuite dello 0,6 per cento nel terzo trimestre rispetto al periodo precedente, dopo la contrazione molto più pronunciata (4,0 per cento) nel secondo trimestre. I dati sulle indagini nel settore del commercio al minuto indicano una perdurante debolezza dei consumi di beni al dettaglio (cfr. figura 28). L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il commercio al dettaglio è rimasto inferiore a 50 per tutto il terzo trimestre, indicando una riduzione delle vendite. In ottobre, tuttavia, l'indice è salito a

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.

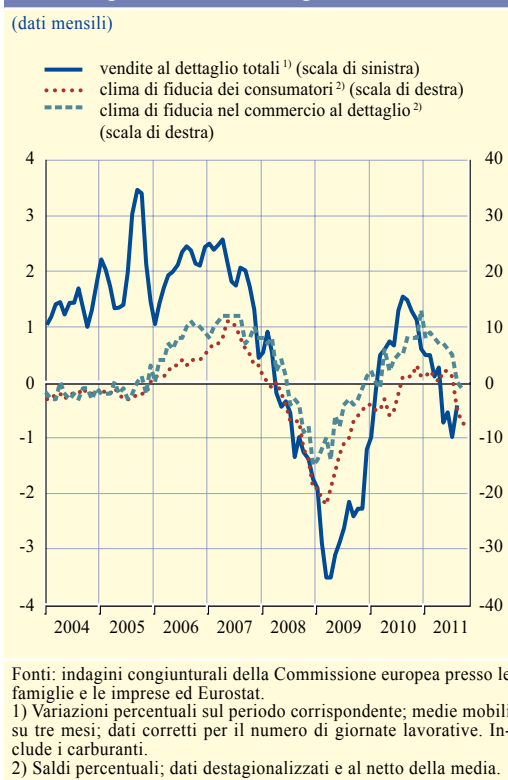
un livello leggermente superiore a 50. Inoltre, secondo l'indagine presso i consumatori della Commissione europea la fiducia dei consumatori, nonostante sia diminuita ulteriormente in ottobre, è scesa in misura minore rispetto ai tre mesi precedenti. Nel contempo, l'indicatore delle attese sugli acquisti rilevanti rimane su livelli storicamente molto bassi, a indicazione che i consumatori sono ancora cauti nelle decisioni di acquisto di beni durevoli.

Nel secondo trimestre del 2011 gli investimenti fissi lordi sono aumentati dello 0,1 per cento sul periodo precedente, dopo la crescita dell'1,8 nel trimestre precedente. La ripresa degli investimenti è stata più lenta ed erratica del recupero dell'attività complessiva. Per quanto riguarda la scomposizione degli investimenti nel secondo trimestre, gli investimenti in costruzioni, che sono la componente più volatile, sono diminuiti dello 0,5 per cento rispetto al trimestre precedente, mentre quelli in beni diversi dalle costruzioni sono aumentati dello 0,9 per cento.

In prospettiva, la produzione industriale di beni di investimento, un indicatore degli investimenti futuri in beni diversi dalle costruzioni, è aumentata del 2,2 per cento in agosto, dopo un incremento del 3,3 in luglio. Il livello medio della produzione di beni di investimento nei due mesi è stato del 3,9 per cento superiore alla media del secondo trimestre. Tale risultato, dopo la progressione dell'1,6 per cento registrata nel secondo trimestre, indica un forte avvio del terzo trimestre. Tuttavia, i dati delle indagini sul settore industriale al netto delle costruzioni (sia l'indice dei responsabili degli acquisti sia l'indicatore del clima di fiducia nell'industria della Commissione europea) segnalano un rallentamento dell'attività di investimento nel corso del terzo trimestre e all'inizio del quarto. L'indicatore della fiducia delle imprese è rimasto prossimo alla sua media storica per tutto il terzo trimestre e anche in ottobre, mentre nello stesso periodo l'indice dei responsabili degli acquisti si è collocato al di sotto della soglia teorica di espansione di 50. Inoltre, le indagini della Commissione indicano che in ottobre il grado di utilizzo della capacità produttiva ha continuato a diminuire. La misura del livello di capacità produttiva inutilizzata nel settore manifatturiero, desunta dalle indagini, presenta, tra l'altro, il vantaggio di essere raramente soggetta a revisioni, a differenza di molte misure del grado di utilizzo dei fattori di produzione che sono basate su tecniche di stima più sofisticate (cfr. riquadro 5).

In agosto la produzione nel settore delle costruzioni dell'area dell'euro è diminuita dello 0,2 per cento sul mese precedente, dopo un aumento dell'1,8 in luglio. Vi sono alcuni primi segnali che la produzione nel settore delle costruzioni dell'area possa essersi stabilizzata negli ultimi mesi. Tuttavia, considerate l'elevata volatilità e le frequenti revisioni di tali dati, occorre una certa cautela nell'interpretare i recenti andamenti. Inoltre dalle indagini emerge un quadro più negativo. Ad esempio, l'indicatore della fiducia nel settore delle costruzioni pubblicato dalla Commissione europea rimane su livelli al di sotto della sua media storica (dati disponibili sino a ottobre 2011). Nel

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



contempo, il PMI per le costruzioni nell'area dell'euro si è collocato in media nettamente al di sotto di 50 nel terzo trimestre, suggerendo ulteriori sviluppi negativi in tale periodo, dopo la debolezza del secondo trimestre.

Riquadro 5

EVIDENZE RECENTI DELL'INCERTEZZA CHE CARATTERIZZA LE STIME IN TEMPO REALE DELL'OUTPUT GAP DELL'AREA DELL'EURO

Le misure della crescita del prodotto potenziale rispecchiano il tasso di espansione conseguibile in base ai fattori produttivi disponibili senza generare pressioni inflazionistiche. L'*output gap*, definito come deviazione percentuale del livello effettivo del prodotto dal suo livello potenziale, rileva il grado di utilizzo dei fattori produttivi nell'economia e può essere considerato come un indicatore sia dello stato del ciclo economico sia delle pressioni inflazionistiche.

Poiché il prodotto potenziale è una variabile non osservabile, la sua misurazione nonché quella dell'*output gap* possono essere solo stimate con un certo grado di incertezza. Per quanto riguarda le attuali stime riviste del prodotto potenziale relativo agli anni passati, l'incertezza può essere ridotta considerando i risultati sia passati sia attuali dell'andamento economico futuro che all'epoca non erano noti. Per contro, le informazioni relative all'evoluzione economica futura disponibili per le stime in tempo reale del prodotto potenziale possono solo contemplare previsioni, anziché risultati effettivi. Le misure in tempo reale del prodotto potenziale sono quindi particolarmente incerte e possono subire profonde revisioni a posteriori.

Il presente riquadro passa in rassegna le revisioni apportate alle stime in tempo reale delle misure del prodotto potenziale e dell'*output gap*, prestando particolare attenzione al modo in cui la crisi economica e finanziaria potrebbe aver ridefinito le valutazioni del prodotto potenziale e delle pressioni inflazionistiche nell'economia dell'area dell'euro negli anni precedenti la crisi.

Revisioni alle stime in tempo reale della crescita del prodotto potenziale nell'area dell'euro

Eventi di grande rilievo come la recente crisi economica e finanziaria possono dar luogo a considerevoli modifiche delle stime del prodotto potenziale, anche per anni remoti. In alcuni paesi dell'area dell'euro, la recente crisi economica e finanziaria ha posto fine a un periodo di crescita del PIL insolitamente elevata e ha determinato una caduta particolarmente considerevole e persistente dell'attività economica. Benché l'impatto della crisi sul livello e sul tasso di crescita del prodotto potenziale negli anni successivi a tale evento sia ancora incerto¹⁾, ora si può ritenere che le misure della crescita del prodotto potenziale negli anni precedenti la crisi racchiudano un grado più elevato di incertezza. Un confronto con le misure aggiornate del prodotto potenziale stimate immediatamente prima della crisi può quindi fornire indicazioni sulle possibili fonti di errore nelle misure precedenti la crisi della crescita potenziale.

La figura A confronta le revisioni alle stime della crescita potenziale nei paesi dell'area dell'euro nel periodo tra il 2000 e il 2007, basate sulle stime effettuate nella primavera del 2011, con

1) Per l'impatto della crisi economica e finanziaria sul prodotto potenziale, cfr. l'articolo *Tendenze del prodotto potenziale* nel numero di gennaio 2011 di questo Bollettino, nonché il riquadro *Stime del prodotto potenziale per l'area dell'euro* nel numero di luglio 2009 della stessa pubblicazione.

le misure stimate per lo stesso periodo nell'autunno 2007. In particolare, le revisioni rivelano che il tasso di crescita potenziale per l'intero periodo è stato sovrastimato per quasi tutti i paesi dell'area dell'euro. Le revisioni alle stime della crescita potenziale per il periodo dal 2009 al 2011 sono particolarmente marcate, come era prevedibile dal momento che le stime dell'autunno 2007 per il periodo in esame erano basate necessariamente su previsioni che non avevano anticipato la

Figura A Revisioni medie alle stime delle organizzazioni internazionali della crescita del prodotto potenziale nell'area dell'euro e in alcuni paesi dell'area

(punti percentuali)



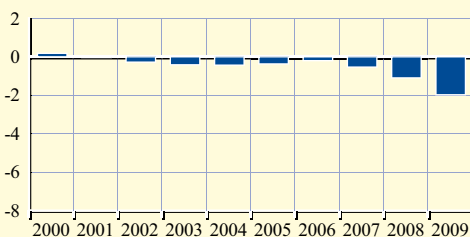
Fonti: FMI, OCSE e Commissione europea.

Nota: le revisioni alla crescita del prodotto potenziale sono calcolate come differenze fra le stime di crescita della primavera 2011 e quelle dell'autunno 2007, utilizzando la media delle stime fornite dall'OCSE, dall'FMI e dalla Commissione europea.

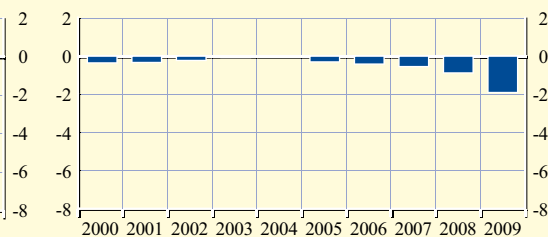
Figura A Revisioni medie alle stime delle organizzazioni internazionali della crescita del prodotto potenziale nell'area dell'euro e in alcuni paesi dell'area dell'euro (segue)

(punti percentuali)

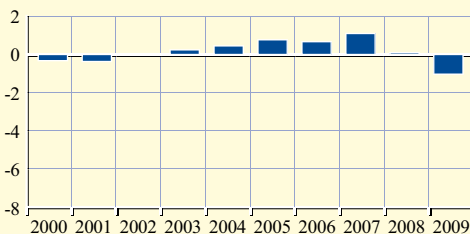
Cipro



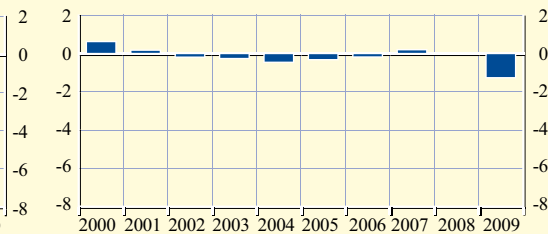
Lussemburgo



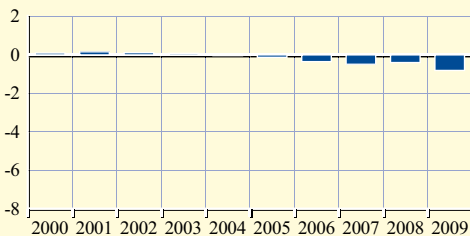
Malta



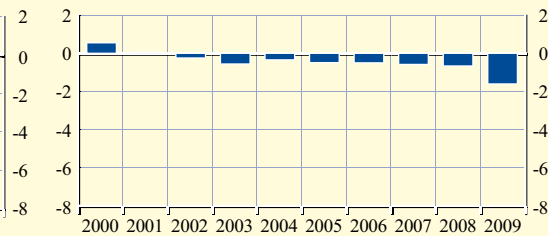
Paesi Bassi



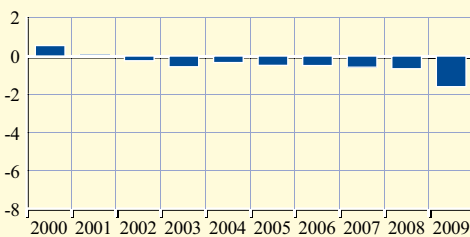
Austria



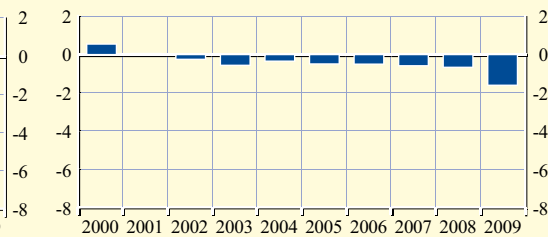
Portogallo



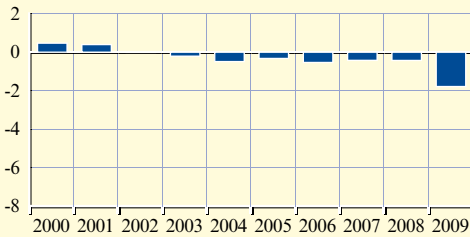
Slovenia



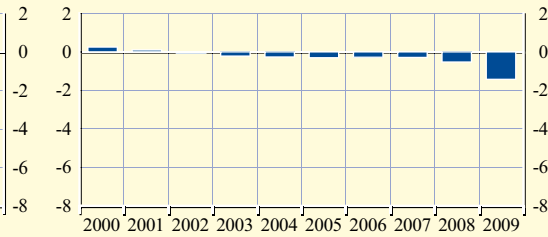
Slovacchia



Finlandia



Area dell'euro



Fonti: FMI, OCSE e Commissione europea.

Nota: le revisioni alla crescita del prodotto potenziale sono calcolate come differenze fra le stime di crescita della primavera 2011 e quelle dell'autunno 2007, utilizzando la media delle stime fornite dall'OCSE, dall'FMI e dalla Commissione europea.

crisi e il suo impatto significativo sulla crescita del prodotto potenziale. Quanto agli anni più remoti, le revisioni sono in genere contenute, ma se ne possono osservare di significative per il periodo immediatamente precedente la crisi nel caso di alcuni paesi (Grecia, Estonia, Irlanda, Slovacchia e Slovenia), forse per effetto di una espansione straordinaria in alcuni settori dell'economia come i servizi finanziari e/o le costruzioni, ma anche, possibilmente, a causa di una crescita non sostenibile del settore pubblico.

La figura B mette in relazione queste revisioni, calcolate come media nel periodo precedente la crisi dal 2000 al 2007, con i tassi di crescita medi del PIL in termini reali nello stesso periodo. È degno di nota il fatto che le revisioni *ex post* alla crescita potenziale tendano a essere superiori nei paesi in cui il PIL in termini reali è cresciuto a un ritmo relativamente più rapido rispetto a quelle per i paesi che hanno registrato una crescita del PIL reale nella media (o inferiore alla media) nello stesso periodo. Nel primo gruppo rientrano alcuni paesi che in seguito sono stati sottoposti a programmi di risanamento economico, come Irlanda e Grecia. In generale, i risultati suggeriscono che i tassi di espansione relativamente elevati osservati in alcuni paesi nel periodo tra il 2000 e il 2007 non erano sostenibili.

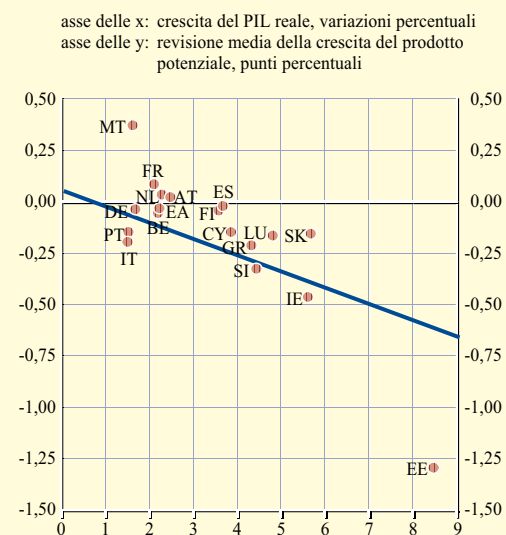
Revisioni alle stime in tempo reale dell'output gap dell'area dell'euro

L'incertezza delle stime in tempo reale relative al prodotto potenziale e all'output gap discende da varie fonti, tra cui l'incertezza insita nei modelli, l'instabilità dei parametri e le revisioni dei dati²⁾. Tale incertezza si rispecchia nelle ampie revisioni che interessano le stime in tempo reale del prodotto potenziale. A titolo di esempio a questo proposito, la figura C mostra le revisioni alle stime in tempo reale dell'output gap dell'area dell'euro da parte di alcune organizzazioni internazionali (Commissione europea, FMI e OCSE) alla fine del 2010. È degno di nota il fatto che queste revisioni siano spesso del medesimo ordine di grandezza, o addirittura superiori, rispetto alle stime stesse dell'output gap, come già riscontrato per gli Stati Uniti da Orphanides e van Norden³⁾. Marcellino e Musso dimostrano che ciò vale anche per varie altre stime desunte in base a metodi diversi, che vanno da semplici filtri a modelli econometrici più complessi.

2) Marcellino, M. e A. Musso (2011), "The reliability of real-time estimates of the euro area output gap", *Economic Modelling*, vol. 28, pp. 1842-56. Cfr. anche il riquadro *Verifica incrociata tra stime dell'output gap dell'area dell'euro e altri indicatori ciclici* nel numero di giugno 2011 di questo Bollettino, nonché il riquadro *La scarsa affidabilità delle stime in tempo reale dell'output gap* nel numero di febbraio 2005 di questa stessa pubblicazione.

3) Cfr. Orphanides, A. e S. van Norden (2002), "The unreliability of output-gap estimates in real time", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 84, pp. 569-83.

Figura B Tassi di crescita medi del PIL reale e revisioni medie della crescita del prodotto potenziale nel periodo dal 2000 al 2007



Fonti: FMI, OCSE e Commissione europea.
Note: le revisioni della crescita del prodotto potenziale sono definite nella nota alla figura A. La linea di regressione è stata calcolata escludendo l'Estonia (come outlier) e i dati relativi all'area dell'euro.

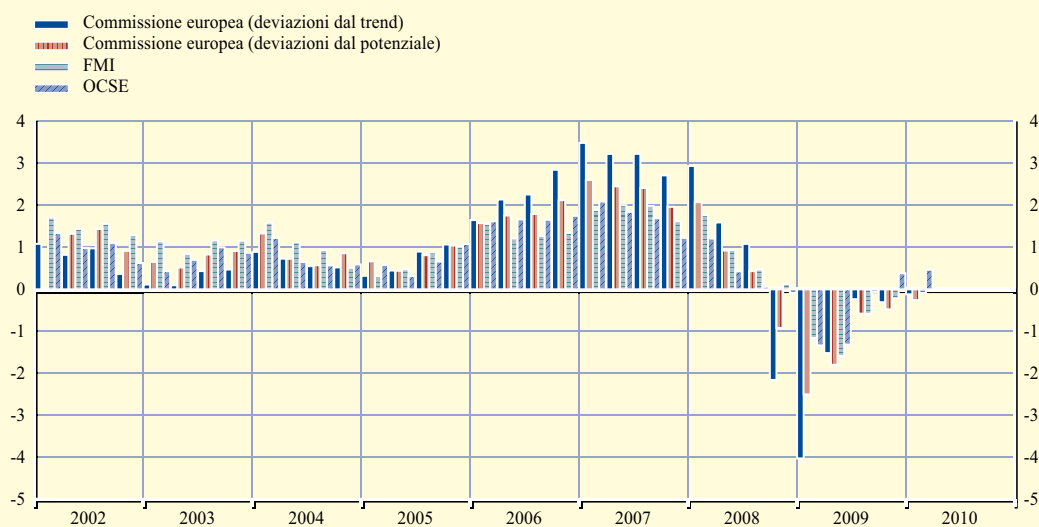
È importante notare che le revisioni all'*output gap* sarebbero sistematicamente più ampie (e positive) nel caso delle stime in tempo reale del 2007, soprattutto rispetto agli anni più remoti, a indicare che la maggior parte delle misure hanno sottostimato in tempo reale il livello dell'*output gap* appena prima che iniziasse la crisi. Ciò corrisponde al risultato già menzionato secondo cui il prodotto potenziale nel periodo immediatamente precedente la crisi è stato notevolmente sovrastimato in passato.

Le stime in tempo reale dell'*output gap* dell'area dell'euro e le previsioni di inflazione

Le evidenze recenti suggeriscono che le stime in tempo reale dell'*output gap* dell'area dell'euro possono incorporare solo informazioni limitate ai fini delle previsioni di inflazione, come già accertato per gli Stati Uniti⁴⁾. Infatti, Marcellino e Musso forniscono alcuni riscontri per l'area dell'euro che indicano come le stime in tempo reale dell'*output gap* siano solo marginalmente di aiuto per le previsioni di inflazione sia nel breve termine (su un orizzonte di un trimestre e di un anno) sia nel medio termine (su un orizzonte di due e tre anni). Ciò è in linea con le evidenze relative all'instabilità e alla non linearità che caratterizzano la relazione tra l'*output gap* e l'inflazione nell'area dell'euro, nonché al calo di importanza dell'*output gap* nello spiegare la dinamica dei prezzi negli anni recenti⁵⁾.

Figura C Revisioni alle stime in tempo reale dell'*output gap* dell'area dell'euro fornite dalle organizzazioni internazionali

(punti percentuali)



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

Nota: gli istogrammi rappresentano la differenza fra le stime disponibili a fine 2010 e le stime in tempo reale (cfr. Marcellino, M. e Musso, A., "The reliability of real-time estimates of the euro area output gap", *Economic Modelling*, Vol. 28, 2011, pagg. 1842-56).

- 4) Cfr. Marcellino, M. e A. Musso, *The forecasting performance of real time estimates of the euro area output gap*, Discussion Paper del CEPR, n. 7763, Centre for Economic Policy Research, marzo 2010. Per gli Stati Uniti, cfr. Orphanides, A. e S. van Norden (2005), "The Reliability of Inflation Forecasts Based on Output Gap Estimates in Real Time," *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 37, pp. 583-601.
- 5) Cfr. ad esempio Musso, A., L. Stracca e D. van Dijk (2009), "Instability and nonlinearity in the euro area Phillips curve", *International Journal of Central Banking*, vol. 5, pp. 181-212; Anderton, R., A. Galesi, M. Lombardi e F. di Mauro (2010), "Key elements of global inflation", in *Challenges to inflation in an era of relative price shocks*, Reserve Bank of Australia; nonché l'articolo intitolato *Tendenze del prodotto potenziale* nel numero di gennaio 2011 di questo Bollettino.

Per quanto riguarda i flussi commerciali, nel secondo trimestre è diminuita la crescita sia delle importazioni sia delle esportazioni, in linea con il rallentamento complessivo del commercio mondiale. Nella media dei tre mesi terminanti in agosto rispetto al trimestre precedente il valore dell'interscambio di beni con l'esterno dell'area è diminuito, mentre l'interscambio di servizi è stato sostanzialmente stabile. Di recente il commercio mondiale ha mostrato segni di stabilizzazione, in particolare nei mercati emergenti, fornendo sostegno alla crescita dell'interscambio con l'esterno dell'area. I recenti andamenti delle quote geografiche delle esportazioni verso l'esterno dell'area e il loro impatto sulla domanda interna all'area sono altresì esaminati nel riquadro 6. Nel complesso, gli ultimi dati indicano che l'interscambio dell'area dell'euro è aumentato moderatamente nel terzo trimestre del 2011. In prospettiva, il PMI relativo ai nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero nell'area dell'euro, che è disponibile fino a ottobre, segnala una crescita delle esportazioni più debole nel breve termine.

Riquadro 6

AGGIORNAMENTO DELLE MISURE DELLA DOMANDA ESTERA DELL'AREA DELL'EURO IN RELAZIONE AI CAMBIAMENTI DELLA STRUTTURA GEOGRAFICA DELLE ESPORTAZIONI DELL'AREA

Assieme all'evoluzione della competitività di prezzo e di costo, gli andamenti della domanda estera dell'area dell'euro – vale a dire, della domanda mondiale di esportazioni dell'area – costituiscono una determinante fondamentale della crescita di queste ultime. La modalità di calcolo delle misure della domanda estera riveste quindi un'importanza cruciale sia nel monitoraggio e nella previsione della dinamica delle esportazioni verso l'esterno dell'area sia nella valutazione dei risultati ottenuti dagli esportatori dell'area nei mercati mondiali ¹⁾. Un elemento essenziale del suddetto calcolo è costituito dalla struttura geografica delle esportazioni dell'area dell'euro, le cui modifiche nel tempo influiscono sulla misurazione della domanda estera e sulla valutazione degli andamenti delle esportazioni dell'area. Questo riquadro esamina l'evoluzione recente delle quote delle diverse aree geografiche sul totale delle esportazioni verso l'esterno dell'area e l'impatto della stessa sulle misure della domanda estera dell'area.

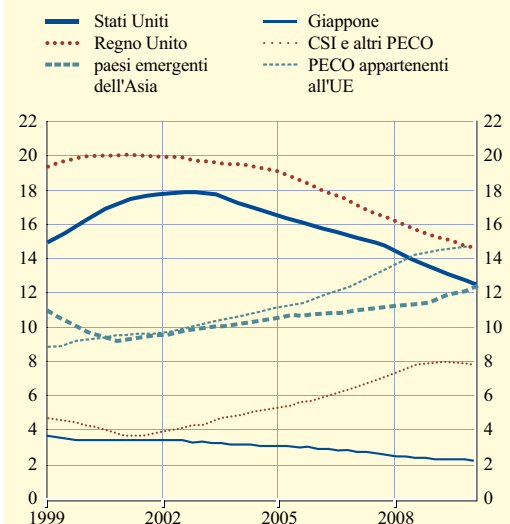
La domanda estera dell'area dell'euro è definita come la media ponderata delle importazioni dei suoi partner commerciali, calcolata utilizzando la quota di ciascuno di essi sul totale delle esportazioni di beni verso l'esterno dell'area. Queste ultime hanno evidenziato una dinamica relativamente sostenuta negli ultimi anni, di riflesso alla rapida espansione dell'interscambio mondiale: tra il 2005 e il 2010 ²⁾ esse sono aumentate di circa il 26 per cento in termini di valore, contro il 35 per cento circa del commercio globale. Durante lo stesso periodo anche la struttura geografica delle esportazioni verso l'esterno dell'area si è notevolmente modificata, in linea con le variazioni nel profilo dell'interscambio internazionale. In particolare, la crescente integrazione dei paesi emergenti nell'economia mondiale si è rispecchiata in un aumento dei flussi di esportazioni dall'area verso tali destinazioni, a indicare che l'area dell'euro trae sempre più beneficio dalla domanda robusta di questi paesi.

Le modifiche nella struttura dell'interscambio dell'area dell'euro trovano altresì riflesso nell'evoluzione dei pesi utilizzati per il calcolo della domanda estera dell'area dell'euro, calcolati come

- 1) Per maggiori informazioni sulla misurazione della domanda estera, cfr. Hubrich, K. e Karlsson, T., *Trade consistency in the context of the Eurosystem projection exercises*, Occasional Paper della BCE, n. 108, marzo 2010.
- 2) I precedenti andamenti storici sono stati esaminati nei riquadri *La composizione geografica della domanda estera dell'area dell'euro* e *Variazioni recenti nella composizione geografica della domanda estera dell'area dell'euro*, rispettivamente pubblicati nei numeri di ottobre 2004 e ottobre 2008 di questo Bollettino.

Figura A Andamento delle quote di esportazioni dell'area dell'euro verso alcuni paesi e regioni

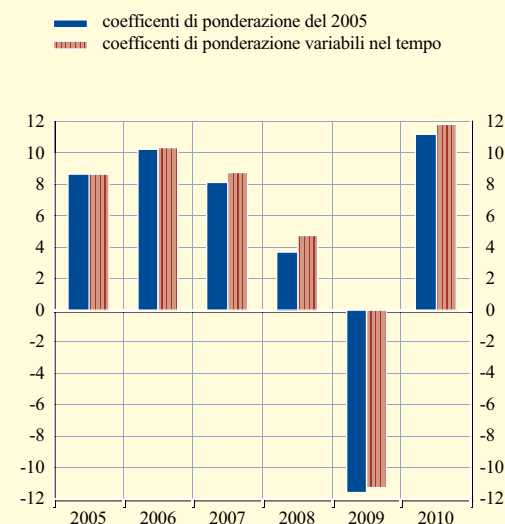
(valori percentuali, sulla base di medie mobili di tre anni)



Fonti: *Direction of Trade Statistics* dell'FMI e BCE.
 Note: l'ultima osservazione è relativa al primo trimestre 2010. "CSI e altri PECO" indica la Comunità degli Stati Indipendenti e gli altri paesi dell'Europa centrale e orientale; "PECO appartenenti all'UE" comprende i paesi non appartenenti all'area dell'euro che hanno aderito all'UE dal 2004.

Figura B Due misure della domanda estera dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: *Direction of Trade Statistics* dell'FMI e BCE.

media mobile di tre anni delle quote di esportazione verso l'esterno dell'area a partire da statistiche aggiornate fino al primo trimestre del 2010 (cfr. figura A). Uno degli aspetti più salienti è costituito dalla crescita dell'incidenza degli Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale (PECO), la quale rispecchia l'elevato ritmo di crescita dei flussi di esportazioni verso tali paesi dopo il loro ingresso nell'Unione europea: tra il 2005 e il 2010 il loro peso sul totale della domanda estera dell'area dell'euro è salito dall'11,5 a circa il 14,6 per cento. Inoltre, la crescente integrazione di economie quali la Cina e i paesi appartenenti alla Comunità di Stati Indipendenti (CSI) si è altresì tradotta in un significativo aumento dei flussi di esportazioni verso tali destinazioni e quindi in un aumento della quota delle stesse sul totale delle esportazioni verso l'esterno dell'area. Il peso della CSI (compresa la Russia) e degli altri PECO è salito di circa 2,1 punti percentuali (a circa l'8 per cento) e quello dei paesi emergenti dell'Asia di 1,7 punti percentuali (al 12,5 per cento), grazie soprattutto alla Cina. Gli andamenti recenti hanno per contro confermato il perdurante calo della quota di gran parte delle economie avanzate. In particolare, nel periodo in esame il Regno Unito e gli Stati Uniti hanno visto scendere notevolmente la loro incidenza sul totale. Nel 2010 la quota del Regno Unito, per tradizione il principale partner commerciale dell'area dell'euro, è scesa di quasi 4 punti percentuali (a circa il 15 per cento). Il peso delle economie emergenti dell'Asia è ora più o meno pari a quello degli Stati Uniti.

Per dimostrare l'impatto dei mutamenti nella struttura geografica delle esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro sul calcolo della domanda estera, la figura B riporta due misure diverse di quest'ultima. La prima si basa su ponderazioni variabili nel tempo, aggiornate fino al 2010 utilizzando la media mobile di tre anni delle quote, mentre la seconda su pesi posti pari alla loro media del 2005. Nell'insieme, la serie del 2005 sembra mediamente sottostimare di circa 0,5 punti percentuali la crescita annua della domanda estera dell'area dell'euro nel periodo 2006-10.

Ciò evidenzia l'importanza di un aggiornamento regolare dei pesi utilizzati per il calcolo della domanda estera, in modo da cogliere appieno gli effetti dei mutamenti nella struttura geografica dell'interscambio.

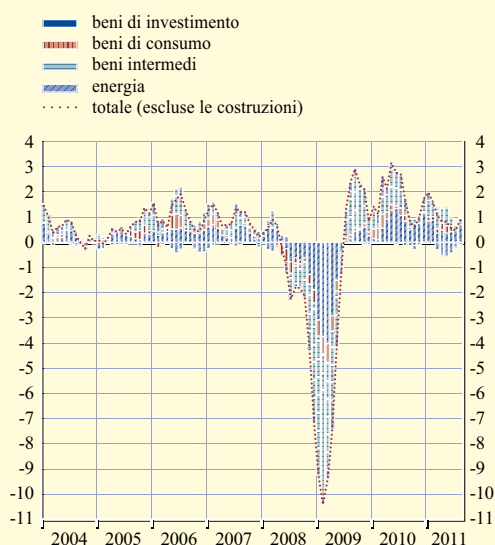
4.2 ANDAMENTI DEL PRODOTTO, DELL'OFFERTA E DEL MERCATO DEL LAVORO

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

Quanto agli sviluppi nel terzo trimestre del 2011, in agosto la produzione industriale (al netto delle costruzioni) è aumentata dell'1,5 per cento sul mese precedente, dopo un incremento dell'1,2 in luglio. Il tasso di crescita della media trimestrale con termine nel mese di riferimento sui tre mesi precedenti è salito dallo 0,5 per cento in luglio allo 0,9 in agosto (cfr. figura 29). Contestualmente, i nuovi ordini industriali (al netto dei mezzi di trasporto pesante) sono cresciuti in agosto dello 0,6 per cento sul mese precedente, dopo una progressione dell'1,4 in luglio. Malgrado tali sviluppi, il tasso di crescita della media trimestrale con termine nel mese di riferimento sui tre mesi precedenti, che era stato pari allo 0,6 per cento in luglio, è divenuto negativo, collocandosi al -0,4 per cento, in agosto. Nel complesso, i più recenti risultati delle indagini qualitative mostrano un quadro di maggiore debolezza degli andamenti del terzo trimestre e dell'inizio del quar-

Figura 29 Crescita della produzione industriale e contributi

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

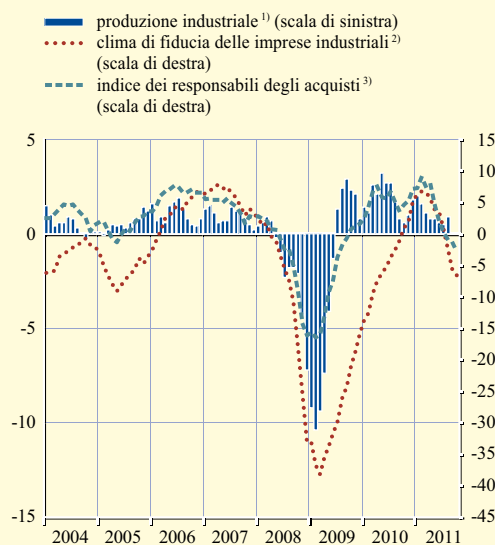


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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) Saldo percentuali.

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

to trimestre rispetto ai dati quantitativi finora disponibili (cfr. figura 30). Ad esempio, l'indice PMI relativo alla produzione manifatturiera è rimasto al di sotto di 50 per tutto il terzo trimestre e si è collocato a quota 46,6 in ottobre, indicando un'ulteriore contrazione. Nel contempo, i dati dell'indagine della Commissione europea indicano che i "vincoli alla produzione" sono diminuiti nei tre mesi fino a ottobre. Tale calo è principalmente riconducibile alla minore domanda. Gli indici dell'attività nel settore dei servizi sono anch'essi diminuiti, da 55,5 nel secondo trimestre a 50,6 nel terzo, e ulteriormente a 47,2 in ottobre. Altre indagini congiunturali presso le imprese, come quelle condotte dalla Commissione europea, sono risultate sostanzialmente in linea con l'andamento del PMI.

MERCATO DEL LAVORO

Il miglioramento delle condizioni nel mercato del lavoro registrato nella prima metà dell'anno sembra essersi arrestato. Nel secondo trimestre del 2011 l'occupazione è cresciuta dello 0,3 per cento sul periodo precedente, dopo l'aumento dello 0,1 per cento nei due precedenti trimestri (cfr. tavola 7). Diversamente da quanto osservato all'inizio della ripresa, quando le ore lavorate sono aumentate più rapidamente del numero degli occupati, nel secondo trimestre le ore lavorate sono calate dello 0,2 per cento. A livello settoriale, gli ultimi dati sull'occupazione, relativi al secondo trimestre, indicano una crescita rispetto al trimestre precedente dello 0,1 per cento sia nell'industria (al netto delle costruzioni) sia nel comparto delle costruzioni e dello 0,4 per cento nel settore dei servizi.

Dato che, nel secondo trimestre, la crescita dell'occupazione è stata maggiore di quella del PIL, la produttività ha registrato un rallentamento. I tassi di crescita annuali della produttività del lavoro per occupato e della produttività per ora lavorata sono diminuiti rispettivamente di un punto percentuale e di 0,1 punti percentuali nel secondo trimestre, portandosi all'1,1 e all'1,5 per cento rispettivamente (cfr. figura 32). In prospettiva, i più recenti andamenti dell'indice PMI di produttività suggeriscono un ulteriore calo della crescita della produttività nel terzo trimestre.

Nel mese di settembre, il tasso di disoccupazione è salito di 0,1 punti percentuali, al 10,2 per cento (cfr. figura 33). Gli andamenti hanno mostrato una sostanziale eterogeneità tra paesi nel corso dell'anno. Gli indicatori delle indagini, tuttavia, segnalano una crescita dell'occupazione

Tavola 7 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

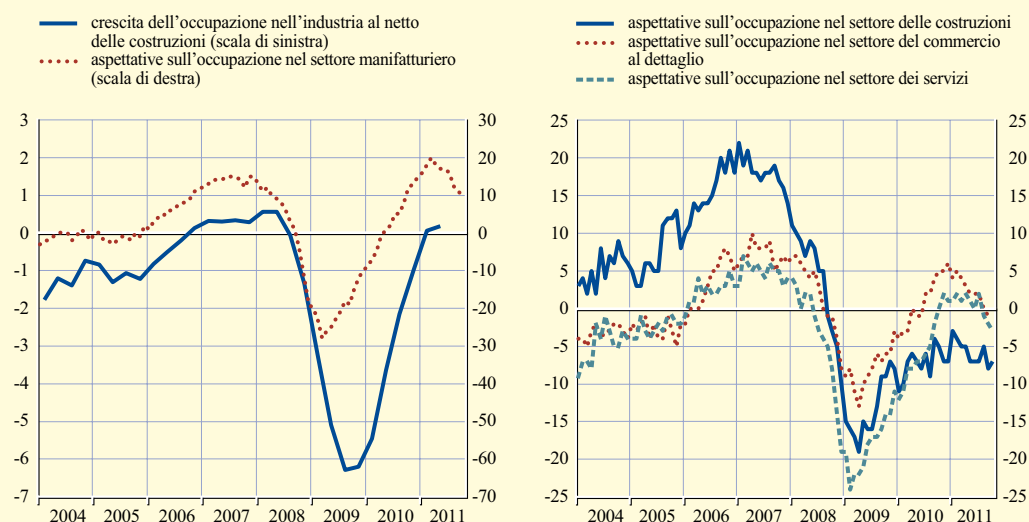
	Variazioni annuali		Persone			Variazioni annuali		Ore		
	2009	2010	Variazioni trimestrali			2009	2010	Variazioni trimestrali		
			2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 2° trim.			2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 2° trim.
Totale economia	-1,9	-0,5	0,1	0,1	0,3	-3,5	0,4	0,0	0,3	-0,2
<i>di cui:</i>										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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Comprende anche istruzione, sanità e altri servizi.

Figura 31 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione

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

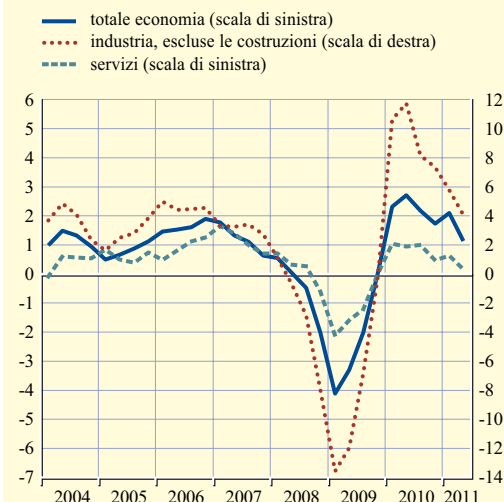


Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.
Nota: I saldi percentuali sono espressi come scarti dalla media.

perdurante, seppur in decelerazione, sia nell'industria sia nei servizi nel terzo trimestre e all'inizio del quarto trimestre del 2011 (cfr. figura 31). Nel complesso, i recenti sviluppi sono in linea con una revisione al rialzo dei tassi di disoccupazione attesi per il 2011 e il 2012 nell'ultima *Survey of Professional Forecasters* (cfr. riquadro 4 nella sezione 3).

Figura 32 Produttività del lavoro

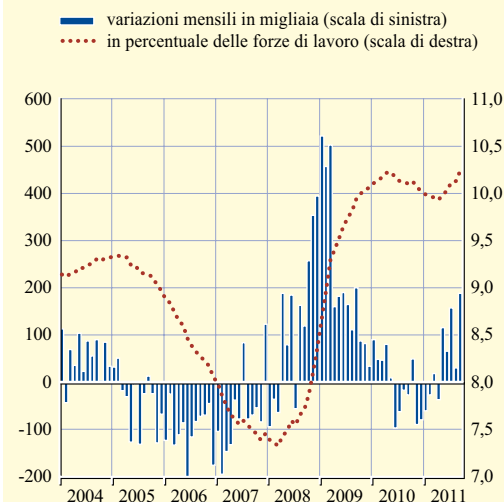
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 33 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

La crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro, dopo aver rallentato nel secondo trimestre allo 0,2 per cento rispetto al periodo precedente, è attesa su livelli molto modesti nella seconda metà di quest'anno. Ci sono segnali che i rischi al ribasso individuati in precedenza si stiano materializzando, come evidenziato dai risultati sfavorevoli delle indagini qualitative. In prospettiva, una serie di fattori sembra frenare la dinamica di crescita dell'area, fra questi la decelerazione della domanda mondiale e gli impatti avversi sulle condizioni complessive di finanziamento e sul clima di fiducia derivanti dalle tensioni in atto in diversi mercati del debito sovrano dell'area dell'euro. Nel contempo l'attività economica dell'area dovrebbe trarre vantaggio dalla persistente crescita positiva delle economie emergenti, nonché dai bassi tassi di interesse e dalle varie misure prese a sostegno del funzionamento del settore finanziario.

I rischi al ribasso per le prospettive economiche dell'area sono confermati, in un contesto di incertezza particolarmente elevata. Tali rischi attengono principalmente a un'ulteriore intensificazione delle tensioni in alcuni segmenti dei mercati finanziari dell'area dell'euro e su scala globale, nonché al potenziale che queste pressioni si propaghino ulteriormente all'economia reale dell'area dell'euro. I rischi al ribasso riguardano inoltre l'impatto dei prezzi tuttora elevati dell'energia, le spinte protezionistiche e una possibile correzione disordinata degli squilibri internazionali.



ANDAMENTI DEI PREZZI DELLE ABITAZIONI NELL'AREA DELL'EURO E NEGLI STATI UNITI

Comprendere il profilo e la natura della dinamica delle quotazioni immobiliari è cruciale per valutare le condizioni e le prospettive macroeconomiche, specie allo stadio attuale, dato che lo scoppio della bolla immobiliare in diversi paesi dell'area dell'euro e negli Stati Uniti ha contribuito in modo rilevante all'attuale crisi finanziaria globale. Quando e in che misura i prezzi delle abitazioni segneranno una ripresa, in alcuni casi a partire da tassi reali di crescita tuttora negativi, dipenderà sia dall'andamento del settore immobiliare sia da alcuni fattori sottostanti il ciclo economico. L'articolo analizza il ciclo dei prezzi degli alloggi nell'area dell'euro, le sue connessioni con il ciclo economico e la sua correlazione con gli andamenti di reddito, canoni di locazione e credito. L'articolo raffronta inoltre gli andamenti delle quotazioni immobiliari e dei fattori sottostanti con quelli osservati nell'economia statunitense e analizza le differenze riscontrate tra i paesi dell'area dell'euro e le regioni degli Stati Uniti. Le principali conclusioni sono che nell'area dell'euro il livello di partenza della ripresa delle quotazioni immobiliari non è stato così debole come sarà negli Stati Uniti e la dinamica dei prezzi delle abitazioni è al momento più eterogenea nei paesi dell'area dell'euro che tra le regioni degli Stati Uniti.

I INTRODUZIONE

Monitorare e valutare gli andamenti dei prezzi delle case è fondamentale per la politica monetaria e per la stabilità finanziaria, considerato il forte impatto che le quotazioni immobiliari possono avere sia sulla domanda aggregata che sui vincoli di bilancio del settore privato. Questo vale durante le normali fasi cicliche e assume particolare rilevanza quando l'emergere di una bolla immobiliare e il suo successivo scoppio infliggono elevati costi economici (cfr. riquadro 1 per una sintesi delle principali conseguenze macroeconomiche degli andamenti dei prezzi delle abitazioni). Negli ultimi anni l'importanza di analizzare le dinamiche delle quotazioni immobiliari è apparsa evidente, poiché queste hanno contribuito in misura rilevante alla crisi finanziaria e alla conseguente recessione. Ciò vale sia per alcuni paesi dell'area dell'euro sia per gli Stati Uniti.

La dinamica del più recente ciclo dei prezzi delle abitazioni è stata pronunciata in entrambe le economie. Nell'area dell'euro, a metà 2009 i prezzi nominali degli immobili hanno registrato una variazione sul periodo corrispondente di circa -4 per cento. I dati degli ultimi trimestri suggeriscono, tuttavia, che il punto minimo sia stato superato, con una crescita annua positiva e superiore al 2 per cento all'inizio del 2011. Negli Stati Uniti i prezzi delle abitazioni han-

no registrato ulteriori cali nel secondo trimestre del 2011, oltre il 4% sul periodo corrispondente. La riduzione dei prezzi si era temporaneamente attenuata, per poi aumentare di nuovo nel 2010 allo scadere dei crediti d'imposta per l'acquisto di prime case.

Il quadro complessivo per l'area dell'euro cela notevoli differenze tra i paesi membri. Ad esempio, in Irlanda, Spagna e nei Paesi Bassi i tassi di crescita dei prezzi nominali degli immobili sono tuttora negativi, mentre in Belgio, Finlandia e Francia sono chiaramente rientrati in territorio positivo. In altri paesi, come Germania e Italia, la dinamica ciclica è stata più contenuta, e in Germania il tasso di crescita dei prezzi delle abitazioni non ha mai assunto segno negativo. Al contrario, negli Stati Uniti, il profilo di crescita delle quotazioni immobiliari negli ultimi anni si è mantenuto più simile tra le varie regioni, che hanno registrato una marcata correzione al ribasso e tassi di crescita ancora negativi nella prima metà del 2011.

In tale contesto, la Sezione 2 del presente articolo passa in rassegna alcuni fatti stilizzati sul ciclo dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, che contribuiscono a porre in prospettiva i più recenti sviluppi. Questo tipo di analisi può costituire un utile complemento alle valutazioni del mercato immobiliare basate su un esame approfondito dei

fattori dal lato della domanda e dell'offerta¹⁾. La Sezione 3 considera il valore dei prezzi degli immobili rispetto agli andamenti di riferimento di reddito, canoni di locazione e variabili rilevanti dal lato della domanda. Infine, la Sezione 4 analizza i differenti andamenti delle quotazio-

ni immobiliari tra i paesi dell'area dell'euro e le regioni degli Stati Uniti.

1) Cfr. l'articolo *Valutazione dell'andamento dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro* nel numero di febbraio 2006 di questo Bollettino e il riquadro *Andamenti recenti del mercato immobiliare nell'area dell'euro* nel numero di dicembre 2010 di questo Bollettino.

Riquadro I

L'IMPATTO MACROECONOMICO DELL'ANDAMENTO DEI PREZZI DELLE ABITAZIONI

Numerose evidenze empiriche indicano che la crescita dei prezzi delle abitazioni anticipa l'andamento dell'attività economica reale e potrebbe altresì svolgere un ruolo causale¹⁾. Sussistono inoltre evidenze che i cicli del PIL associati allo scoppio delle bolle immobiliari siano caratterizzati da fasi recessive più profonde²⁾. Gli effetti, potenzialmente molto destabilizzanti, delle brusche oscillazioni nel settore immobiliare possono agire attraverso il canale dei consumi e quello della stabilità finanziaria.

Il mercato immobiliare può incidere sui consumi in vari modi. Un canale diretto, ad esempio, è connesso all'elevata intensità di lavoro dell'industria delle costruzioni, considerando che la domanda di lavoro e il reddito delle famiglie influenzano il livello dei consumi. Un canale più indiretto è associato all'impatto che le variazioni dei prezzi degli alloggi hanno sulla ricchezza. Gli immobili residenziali costituiscono la fonte primaria di garanzie per numerose famiglie e possono essere usati per ottenere credito dando impulso ai consumi. Il rialzo dei prezzi degli immobili residenziali facilita tale indebitamento e può indurre effetti di propagazione attraverso l'aumento dei consumi. Diversi studi³⁾ suggeriscono che la ricchezza immobiliare abbia un effetto positivo rilevante sui consumi, specie nel Regno Unito, negli Stati Uniti, in Australia e in Canada. In letteratura tuttavia vi sono scarse evidenze che abbia tale effetto nell'area dell'euro.

Il mercato immobiliare incide sull'attività economica reale anche attraverso il canale della stabilità finanziaria. Ad esempio, se il calo delle quotazioni immobiliari coincide con un deterioramento delle condizioni di credito e della capacità delle famiglie di onorare i mutui ipotecari, le istituzioni creditizie subiranno perdite più consistenti. Se poi tali perdite determinassero problemi di solvibilità per tali istituzioni, la stabilità finanziaria potrebbe essere a rischio. Tuttavia, non è necessario che le istituzioni creditizie incorrano effettivamente in problemi di solvibilità perché la stabilità finanziaria sia a rischio. Se gli investitori percepissero un maggiore livello di incertezza sui loro investimenti, potrebbero ritirare i capitali, provocando difficoltà di raccolta per le istituzioni creditizie fino a determinare una situazione caratterizzata da vincoli di liquidità.

L'accumulo degli squilibri dei prezzi delle abitazioni può essere connesso a fattori alquanto diversi, il principale dei quali è la disponibilità di un'ampia liquidità dovuta alla possibilità di

1) Per informazioni più dettagliate sui legami tra credito, prezzi delle abitazioni e fasi recessive, cfr. ad esempio Agnello, L. e Schuknecht, L. (2009), *Booms and busts in housing markets: determinants and implications*, Working Paper della BCE, n. 1071.

2) Cfr. Reinhart, C.M. e Rogoff, K.S. (2008), *This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*, Working Paper del NBER, n. 13882.

3) Cfr. Altissimo, F., Georgiou, E., Sastre, T., Sterne, G., Stocker, M., Valderrama, M.T., Weth, M., Whelan, K. e Willman, A. (2005), *Wealth and asset price effects on economic activity*, Occasional Paper della BCE, n. 29.

accedere facilmente al credito a basso costo. All'inizio di un ciclo dei prezzi delle abitazioni, l'accresciuta accessibilità finanziaria e la maggiore propensione al rischio potrebbero rafforzare la domanda di immobili residenziali, stimolare la domanda di credito e in definitiva innalzare i prezzi delle case. Le istituzioni creditizie potrebbero utilizzare i valori più elevati delle garanzie per erogare credito a condizioni migliori e correggere i rispettivi bilanci, valutando le attività garantite ai prezzi di mercato, al fine di erogare ulteriori prestiti. Ciò stimola la dinamica dei prezzi delle abitazioni e può far sì che essi si discostino, a volte sensibilmente e per periodi protratti, dalla loro dinamica fondamentale.

Anche le politiche economiche, come i regolamenti in materia di imposizione fiscale e mercati finanziari, potrebbero contribuire all'accumulo di squilibri. Le abitazioni, specie se occupate dai proprietari o acquisite tramite strumenti quali i fondi d'investimento immobiliare (*real estate investment trust*, REIT), sono spesso favorite fiscalmente rispetto ad altri investimenti. Gli aspetti specifici variano tra i paesi, ma normalmente le plusvalenze patrimoniali e gli affitti imputati dei proprietari di abitazioni non sono tassati per intero e a volte i pagamenti degli interessi ipotecari sono deducibili dalle imposte. È probabile che il trattamento fiscale privilegiato amplifichi il ciclo degli immobili residenziali, in quanto alcune evidenze disponibili per i singoli paesi indicherebbero una correlazione tra l'entità del boom immobiliare e la generosità del trattamento fiscale delle abitazioni⁴⁾.

4) Cfr. Dam, N.A., Hvolbøl, T.S., Pedersen, E.H., Sørensen, P.B. e Thamsborg, S.H. (2011), "Developments in the Market for Owner Occupied Housing in Recent Years – Can House Prices be Explained?", *Monetary Review*, Danmarks Nationalbank; e van den Noord, P.J. (2003), *Tax Incentives and House Price Volatility in the Euro Area: Theory and Evidence*, Working Paper del Dipartimento Economico dell'OCSE, n. 356.

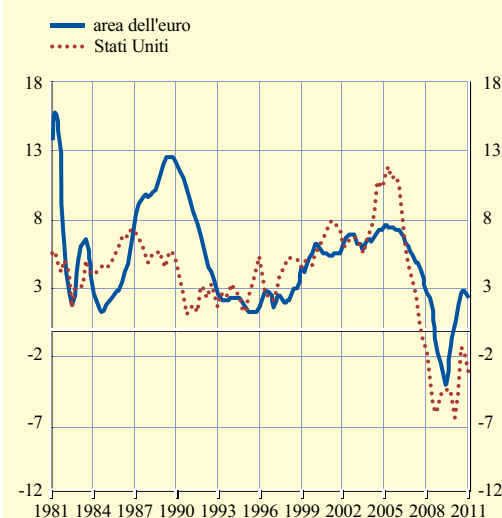
2 ANDAMENTI PROGRESSI DEI PREZZI DEGLI IMMOBILI NELL'AREA DELL'EURO E NEGLI STATI UNITI

Considerando gli ultimi tre decenni, la crescita sul periodo corrispondente delle quotazioni immobiliari sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti ha toccato il livello minimo tre volte: all'inizio degli anni ottanta, all'inizio degli anni novanta e più recentemente alla fine degli anni 2000 (cfr. figure 1 e 2 e il riquadro 2 per una disamina approfondita delle caratteristiche statistiche degli indici dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro e negli Stati Uniti). I livelli minimi marcano l'inizio di due ampi cicli che hanno coinciso in larga misura nelle due aree economiche.

Il punto minimo di crescita delle quotazioni immobiliari registrato alla fine degli anni 2000 è stato differente dai precedenti due in quanto caratterizzato da un calo dei prezzi in termini nominali, mentre nei minimi precedenti i prezzi

Figura 1 Prezzi nominali delle abitazioni nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(variazioni sul periodo corrispondente)



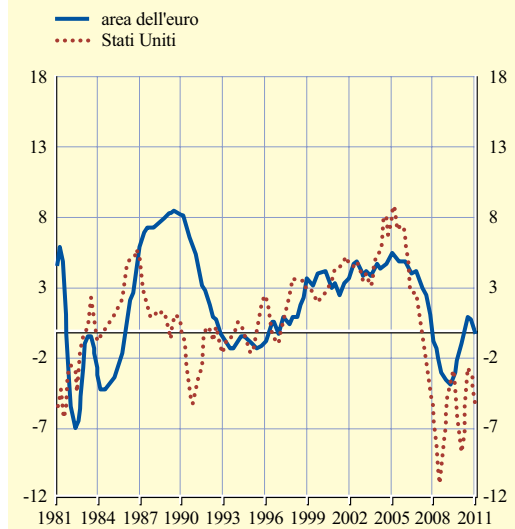
Fonti: Federal Housing Finance Agency, indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, BCE, Eurostat, uffici statistici nazionali ed elaborazioni della BCE.

erano diminuiti solo in termini reali. Nel valutare l'entità del punto minimo raggiunto alla fine degli anni 2000, si deve tenere in considerazione il livello massimo di crescita e l'aumento cumulato dei prezzi reali degli alloggi nel periodo precedente il picco. In entrambe le aree economiche, il ciclo degli anni 2000 è stato nettamente più pronunciato rispetto a quello degli anni novanta quanto a durata della fase espansiva: quasi 12 anni dal minimo al massimo rispetto ai sei/sette anni del ciclo degli anni novanta (cfr. la tavola). Negli Stati Uniti, il ciclo degli anni 2000 è stato più pronunciato rispetto a quello degli anni novanta anche in termini di un aumento cumulato (e un susseguente decremento) molto più forte dei prezzi reali degli alloggi. Al contrario, nell'area dell'euro, le variazioni cumulate sono state più simili nei due cicli. Il rapporto tra l'aumento cumulato delle quotazioni immobiliari e la durata della fase espansiva è talvolta definito la "forza" o velocità del ciclo. Tale misura suggerisce che negli Stati Uniti il ciclo più recente è stato più pronunciato del precedente, mentre nell'area dell'euro i due cicli sono stati più simili.

Negli ultimi tre decenni l'aumento sul periodo corrispondente dei prezzi reali delle abitazioni è stato in media del 2 per cento nell'area dell'euro e dello 0,7 negli Stati Uniti. Differenze strutturali

Figura 2 Prezzi reali delle abitazioni nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(variazioni sul periodo corrispondente)



Fonti: Federal Housing Finance Agency, indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, BCE, Eurostat, uffici statistici nazionali ed elaborazioni della BCE.
Nota: gli indici dei prezzi reali delle abitazioni sono calcolati dividendo gli indici dei prezzi nominali delle abitazioni per i rispettivi indici dei prezzi al consumo.

legate all'offerta di alloggi e alla disponibilità di terreni potrebbero aver contribuito a determinare il differenziale tra i tassi medi di crescita, giacché l'area dell'euro è più densamente popolata

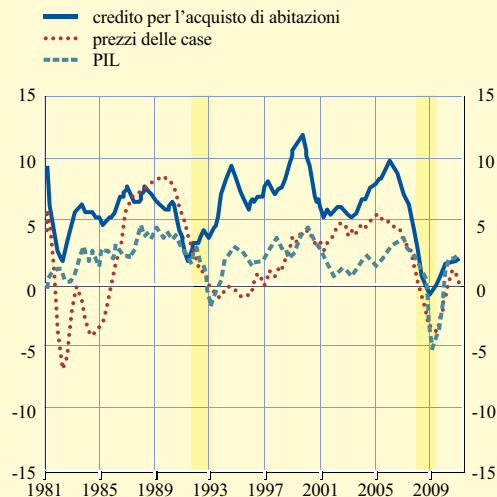
Statistiche sui cicli dei prezzi reali delle abitazioni negli anni novanta e 2000 nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

	Area dell'euro		Stati Uniti	
	anni '90	anni 2000	anni '90	anni 2000
<i>Ciclo completo: (dal minimo al minimo)</i>	T4 1985–T1 1996	T1 1996–T1 2010	T2 1984–T2 1995	T2 1995– ¹⁾
<i>Durata: numero di trimestri</i>				
Dal minimo al massimo	28	47	24	47
Dal massimo al minimo	13	11	23	¹⁾
<i>Variazione cumulata: percentuali</i>				
Incremento: dal minimo al massimo	42,4	46,8	12,2	52,7
Decremento: dal massimo al minimo	-2,9	-6,0	-6,1	-22,1 ²⁾
<i>Tasso di crescita medio annuo: percentuali</i>				
Dal minimo al massimo	5,6	3,3	2,0	3,7
Dal massimo al minimo	-0,8	-1,5	-1,1	-5,1 ²⁾
Dal minimo al massimo al minimo	3,5	2,3	0,5	1,5 ²⁾
<i>Tasso di crescita annuo massimo: percentuali</i>	8,7	5,5	5,9	8,9 ²⁾
<i>Forza (velocità): percentuale media per trimestre</i>				
Fase di incremento	1,5	1,0	0,5	1,1
Fase di decremento	-0,2	-0,5	-0,3	-1,3 ²⁾

Fonti: Federal Housing Finance Agency, BCE, OCSE, uffici statistici nazionali ed elaborazioni della BCE.
Note: gli indici dei prezzi sono stati deflazionati con i rispettivi indici dei prezzi al consumo. Il minimo (picco) reca la data del trimestre che segna la fine di un periodo prolungato di calo (crescita) dei prezzi reali delle abitazioni.
1) Negli Stati Uniti non è stato registrato un minimo dal primo trimestre del 2011.
2) In base ai dati fino al primo trimestre del 2011.

Figura 3 Prezzi delle case, credito per l'acquisto di abitazioni e attività economica nell'area dell'euro (in termini reali)

(variazioni sul periodo corrispondente)

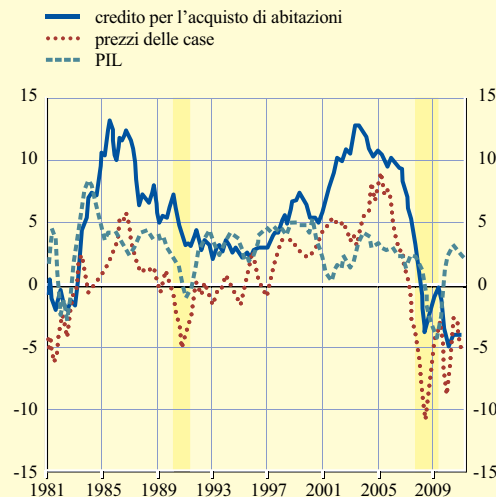


Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le aree ombreggiate in giallo indicano le fasi recessive, secondo la definizione del CEPR Dating Committee.

Figura 4 Prezzi delle case, credito per l'acquisto di abitazioni e attività economica negli Stati Uniti (in termini reali)

(variazioni sul periodo corrispondente)



Fonti: Federal Reserve Economic Data, Federal Housing Finance Agency, Haver, Federal Reserve Board ed elaborazioni della BCE.

Nota: le aree ombreggiate in giallo indicano le fasi recessive, secondo la definizione del National Bureau of Economic Research.

rispetto agli Stati Uniti²⁾. Inoltre, potrebbero aver concorso anche il passaggio alla moneta unica e la conseguente correzione al ribasso dei tassi di interesse in diversi paesi membri dell'area dell'euro.

Il raffronto tra il profilo di crescita delle quotazioni immobiliari e quello del PIL in termini reali e del credito per l'acquisto di alloggi conferma che il ciclo dei prezzi delle abitazioni è allineato con il ciclo economico generale. Ad esempio, le recessioni all'inizio degli anni novanta e alla fine degli anni 2000 hanno coinciso con fasi di crescita negativa dei prezzi reali degli alloggi sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti (cfr. figure 3 e 4). Peraltro, tale allineamento è meno evidente nei cicli di crescita più brevi, che non sono associati a fasi recessive conclamate. Ad esempio, al brusco rallentamento economico osservato all'inizio degli anni 2000 dopo lo scoppio della bolla speculativa dell'alta tecnologia non è corrisposta alcuna correzione al ribasso delle quotazioni immobiliari. Allora, i prezzi delle abitazioni erano sostenuti da un periodo protratto di bassi tassi di interesse e di innovazioni finanziarie,³⁾ che hanno accresciuto le opportunità di indebitamento di numerose famiglie.

Nel complesso, tali connessioni suggeriscono una corrispondenza tra i cicli del credito più ampi, quelli delle quotazioni immobiliari e le fasi cicliche dell'economia non solo nell'ambito delle economie ma anche tra di esse. Quest'ultimo caso è apparso evidente nel più recente ciclo dei prezzi delle abitazioni, quando la combinazione di finanziamenti a basso costo e globalizzazione finanziaria ha determinato un elevato grado di sincronizzazione tra i cicli del credito e quelli dei prezzi delle attività nelle varie economie. Nel valutare le prospettive attuali di ripresa della crescita delle quotazioni immobiliari nell'area dell'euro, è essenziale considerare non solo gli andamenti dell'economia reale e degli stessi mercati immobiliari, ma anche le condizioni dei mercati finanziari e del credito, nonché la necessità di interventi di risanamento dei bilanci.

- 2) In generale, nel 2010 il terreno pro capite disponibile nell'area dell'euro (circa 0,008 km²) è stato nettamente inferiore a quello negli Stati Uniti (0,032 km²).
- 3) Per una disamina delle innovazioni finanziarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, cfr. ad esempio il riquadro *Raffronto dei prestiti delle IFM come fonte di finanziamento delle famiglie nell'area dell'euro, nel Regno Unito e negli Stati Uniti* nel numero di luglio 2008 di questo Bollettino.

CARATTERISTICHE STATISTICHE DEGLI INDICI DEI PREZZI DELLE ABITAZIONI NELL'AREA DELL'EURO E NEGLI STATI UNITI

Questo riquadro descrive le caratteristiche statistiche degli indicatori dei prezzi degli immobili residenziali e degli indici dei prezzi delle abitazioni rispettivamente per l'area dell'euro e gli Stati Uniti. Occorre cautela nel comparare le variazioni dei prezzi degli immobili residenziali, sia nell'area dell'euro sia tra l'area e gli Stati Uniti, perché gli indicatori di questi prezzi nell'area dell'euro presentano alcune differenze statistiche.

Indici dei prezzi delle abitazioni negli Stati Uniti

Il testo principale di questo articolo analizza le variazioni dei prezzi degli immobili residenziali negli Stati Uniti con riferimento all'indice dei prezzi delle abitazioni compilato dalla Federal Housing and Finance Agency (FHFA). Un altro indice ampiamente utilizzato è quello dei prezzi delle abitazioni Standard & Poor's (S&P)/Case-Shiller. Entrambi gli indici sono computati sia per gli Stati Uniti nel loro complesso sia per le singole aree geografiche. Essi riflettono le variazioni nel tempo dei prezzi delle case monofamiliari applicando il metodo delle vendite ripetute. Gli indici delle vendite ripetute consentono di calcolare le variazioni dei prezzi nel tempo comparando il prezzo di rivendita (o, in alternativa, la rivalutazione) delle abitazioni esistenti con il loro prezzo di vendita originario. Mentre l'indice S&P/Case-Shiller è basato sulle 20 principali aree metropolitane, l'indice FHFA considera l'intero territorio nazionale. I prezzi delle transazioni e le valutazioni usati per l'indice FHFA sono quelli correlati ai prestiti ipotecari erogati da Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) e Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation).

Indicatori dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro

Per quanto riguarda l'area dell'euro, finora le analisi della BCE sono state basate su una serie di indicatori dei prezzi degli immobili residenziali, compilati dall'Eurosistema. Le singole banche centrali nazionali nell'area dell'euro hanno individuato fra questi indicatori quelli che meglio riflettono le variazioni nel tempo dei prezzi delle transazioni di case e appartamenti nei rispettivi paesi. Tuttavia, non sempre gli indicatori disponibili sono basati sui prezzi delle transazioni, perché in alcuni casi si utilizzano delle stime. Alcuni indicatori inoltre contemplano principalmente o esclusivamente le aree metropolitane, mentre molti di essi si riferiscono solo alle case e agli appartamenti esistenti. Il trattamento delle variazioni nel tempo delle caratteristiche delle abitazioni differisce tra i vari paesi. A volte, ad esempio, le case e gli appartamenti sono stratificati in base al tipo per limitare l'impatto che l'eterogeneità dei campioni di alloggi può avere nel tempo sulle variazioni di prezzo osservate. Un altro metodo desume le differenze qualitative tra gli alloggi stimando l'impatto della loro età, del numero di camere da letto, ecc. sul prezzo totale. Gran parte degli indicatori dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro è pubblicata a scadenza trimestrale. La BCE compila una serie trimestrale per l'intera area dell'euro che risale al 1980. Il calcolo a ritroso dei dati nazionali si riferisce soprattutto al periodo antecedente la metà degli anni novanta e fa uso di altre fonti, meno rappresentative di quelle utilizzate per il calcolo delle recenti variazioni dei prezzi.

Dal dicembre 2010 l'Eurostat ha avviato la pubblicazione di una nuova serie di indici sperimentali dei prezzi delle abitazioni nei paesi dell'area dell'euro. Inoltre, ha annunciato che dal 2012 avrà ini-

zio la regolare compilazione e pubblicazione degli indici dei prezzi degli immobili residenziali per tutti i paesi dell'Unione europea. Prima di allora, tuttavia, occorrerà introdurre dei miglioramenti sia in termini di regioni e tipi di alloggi considerati, sia per quanto riguarda la loro tempestività.

Nel complesso, nel confrontare i diversi paesi dell'area dell'euro è necessario considerare attentamente anche la mancata armonizzazione dei metodi statistici adottati per compilare gli indicatori dei prezzi degli immobili residenziali nell'area. Per contro, gli indici dei prezzi delle abitazioni compilati dalla FHFA per i singoli Stati statunitensi sono pienamente comparabili in termini statistici.

3 IL VALORE DEI PREZZI DELLE ABITAZIONI NEL CICLO ATTUALE

Analogamente ai prezzi di altre attività, anche per quelli delle abitazioni è difficile definire il valore di equilibrio. Un approccio semplice consiste nell'utilizzare alcuni indicatori che stabiliscono una connessione diretta tra i prezzi delle abitazioni e le principali serie di riferimento⁴⁾. A tale riguardo si utilizzano comunemente due indici. Il primo è il rapporto tra prezzi delle abitazioni e reddito, che esprime l'idea che le quotazioni immobiliari sul lungo periodo sono vincolate dall'accessibilità finanziaria delle case per le famiglie, nonché dalla capacità di ripagare i mutui accesi per il loro acquisto attingendo ai flussi di reddito. Il secondo è il rapporto tra prezzi delle abitazioni e canoni di locazione, che coglie la relazione nel lungo periodo tra il costo del possesso e la redditività della locazione degli alloggi⁵⁾.

Le figure 5 e 6 mostrano, rispettivamente per l'area dell'euro e gli Stati Uniti, le deviazioni percentuali di tali rapporti dalle loro medie di lungo periodo negli ultimi tre decenni. La media di lungo periodo riflette il concetto che la relazione tra la crescita di numeratore e denominatore dei rapporti dovrebbe svilupparsi in un determinato modo nel lungo periodo. È ben inteso, tuttavia, e altresì evidente dalle figure, che ciò possa determinare una deviazione positiva o negativa dei rapporti effettivi dalla media per periodi protratti.

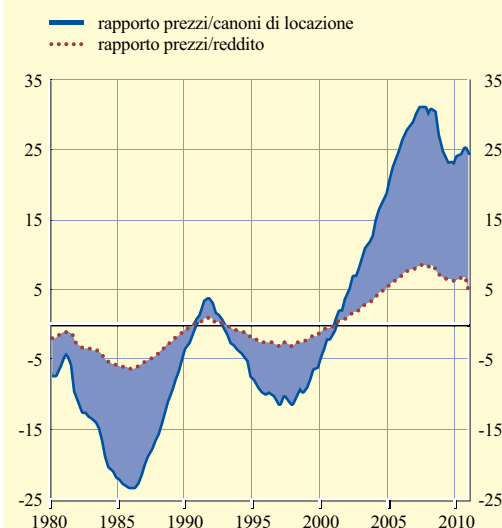
Alla luce di quanto sopra, le figure 5 e 6 puntualizzano alcune osservazioni. Primo, sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, la crescita delle

quotazioni immobiliari nel periodo precedente l'ultimo picco è stata più sostenuta che nel ciclo precedente. Secondo, fino al 2002-2003 la dinamica dei prezzi delle abitazioni è rimasta relativamente contenuta rispetto agli andamenti dei redditi e dei canoni di locazione sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro. Terzo, la correzione al ribasso nel ciclo attuale è stata più brusca e accentuata negli Stati Uniti che nell'area dell'euro. Quarto, nella fase attuale le due misure indicano ancora un disallineamento positivo delle quotazioni immobiliari dai rispettivi fondamentali sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. Quinto, sull'intero periodo di osservazione la banda definita dai due rapporti è molto più ampia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti. Un motivo per cui il rapporto tra prezzi delle abitazioni e canoni di locazione è così marcatamente diverso tra le due aree economiche potrebbe essere il fatto che i prezzi degli affitti in alcuni paesi dell'area dell'euro sono meno flessibili e sensibili alle for-

- 4) Un altro approccio consiste nell'applicare modelli strutturali che tengono conto dei fattori dal lato della domanda e dell'offerta e utilizzano le deviazioni dai livelli di equilibrio indotte da tali fattori come indicazione di un disallineamento. Tali modelli normalmente includono una serie standard di fattori fondamentali, come il reddito delle famiglie, i costi di finanziamento e i fattori demografici. In generale, gli esercizi di stima hanno dimostrato che il ruolo svolto da tali fattori dipende dal mercato geografico preso in esame. Inoltre, gli stessi fattori fondamentali potrebbero presentare disallineamenti e, in alcuni periodi, evolvere in maniera non sostenibile.
- 5) Il canone di locazione effettivo può essere usato come una proxy del flusso di rendimenti fondamentali in un modello di sconto dei dividendi. Cfr. Poterba, J.M. (1984), "Tax Subsidies to Owner-Occupied Housing: An Asset-Market Approach", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 99, n. 4, pp. 729-752; e Campbell, J.Y. e Shiller, R.J. (1988), "The Dividend-Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors", *Review of Financial Studies*, vol. 1, n. 3, pp. 195-228.

Figura 5 Intervalli di deviazione per le valutazioni dei prezzi delle case nell'area dell'euro

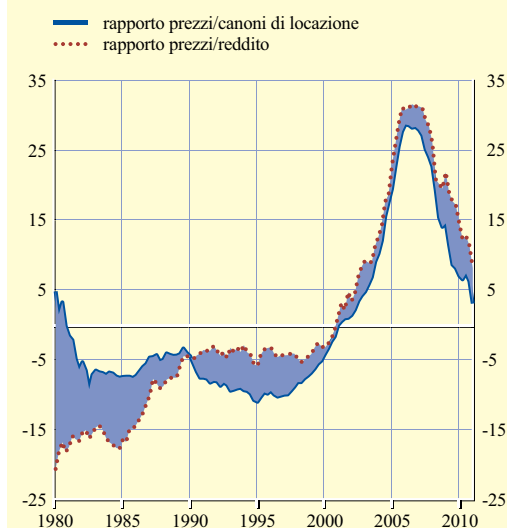
(deviazione percentuale dalla media di lungo periodo)



Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE

Figura 6 Intervalli di deviazione per le valutazioni dei prezzi delle case negli Stati Uniti

(deviazione percentuale dalla media di lungo periodo)



Fonti: Federal Reserve Economic Data, Federal Housing and Finance Agency, Haver ed elaborazioni della BCE.

ze di mercato, per cui la dinamica delle quotazioni immobiliari incide sul rapporto in misura molto più pronunciata. I gradi di disallineamento evidenziati raffrontando i due rapporti con le rispettive medie sul lungo periodo dipendono in parte dal periodo in cui è stata calcolata tale media. Al di là di questo motivo di cautela, i gradi di disallineamento osservati alla fine del periodo suggeriscono che la necessaria correzione potrebbe frenare la ripresa della crescita delle quotazioni immobiliari.

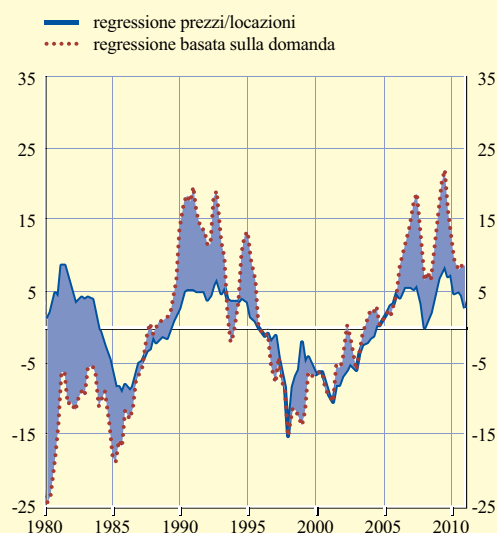
Confrontare i rapporti tra prezzi delle abitazioni e reddito o canoni di locazione con le rispettive medie costanti sul lungo periodo presenta dei limiti se il rapporto di equilibrio, che riflette gli andamenti sostenibili delle quotazioni immobiliari e delle rispettive serie di riferimento, varia nel tempo. Ad esempio, il rapporto di equilibrio nell'area dell'euro potrebbe essere aumentato nella fase precedente l'avvio dell'Unione monetaria, che ha determinato, tra l'altro, un sensibile calo dei tassi di interesse (reali e nominali) in diversi paesi. Di conseguenza, l'inclusione della variabile tasso di interesse consentirebbe di tenere conto di tale cambiamento strutturale. Ai

fini del raffronto, la figura 7 riporta informazioni simili a quelle della figura 5, sebbene i rapporti siano calcolati applicando metodologie basate su modelli che rispecchiano le variabili fondamentali dal lato della domanda⁶⁾. Il raffronto fornisce diversi risultati interessanti degni di nota. Primo, gli intervalli di valutazione sono incentrati sulla linea dello zero e indicano chiaramente due fasi di disallineamento positivo, ossia agli inizi degli anni novanta e l'attuale ciclo dei prezzi delle abitazioni. Secondo, gli intervalli di valutazione sono più contenuti rispetto a quelli nella figura 5, specie nel ciclo attuale. Terzo, i valori di disallineamento basati sulla regressione segnalano una minore sopravvalutazione negli ultimi anni rispetto a quelli riportati nella figura 5, sebbene permanga un lieve disallineamento dei prezzi degli immobili residenziali. Nel complesso, le

6) Sono stati adottati due tipi di modelli: a) il rapporto tra prezzi delle abitazioni e canoni di locazione regredito su un tasso di interesse reale a lungo termine; e b) i prezzi degli alloggi regrediti su PIL reale pro capite, popolazione e un tasso di interesse reale a lungo termine. Tali modelli sono illustrati più in dettaglio nel riquadro "Tools for detecting a possible misalignment of residential property prices from fundamentals", *Financial Stability Review* della BCE, giugno 2011.

Figura 7 Intervalli di deviazione basati su modelli per le valutazioni dei prezzi delle case nell'area dell'euro

(deviazione percentuale)

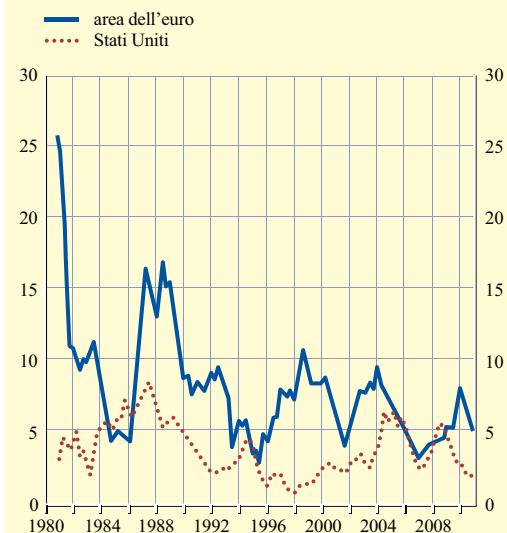


Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: gli intervalli includono due tipi di residuo: a) un residuo derivato da un rapporto prezzi/locazioni regredito su una costante e un tasso d'interesse reale a lungo termine; e b) un residuo derivato dalla regressione delle quotazioni immobiliari su PIL reale pro capite, popolazione e un tasso d'interesse reale a lungo termine.

Figura 8 Indice di dispersione per l'area dell'euro e gli Stati Uniti

(calcolato come deviazione standard della crescita sul periodo corrispondente dei prezzi nominali delle abitazioni nei vari paesi/regioni)



Fonti: Federal Housing Finance Agency, BCE, OCSE, uffici statistici nazionali ed elaborazioni della BCE.

osservazioni desunte da tali metodologie sono sostanzialmente in linea con quelle ricavate dagli indicatori meccanici nella figura 5, ma gli intervalli di valutazione sono più contenuti e, per l'area dell'euro, mostrano che il grado di sopravvalutazione era altrettanto elevato all'inizio degli anni novanta quanto negli ultimi anni.

4 DIVERSITÀ TRA PAESI E TRA REGIONI

Le misure aggregate dei prezzi delle abitazioni potrebbero celare differenze rilevanti tra i paesi dell'area dell'euro o tra le regioni degli Stati Uniti. Comprendere tali differenze è utile da un punto di vista più strutturale per valutare il livello di integrazione dei mercati immobiliari, nonché i fattori sottostanti che ne influenzano gli andamenti. Inoltre, è di grande importanza per analizzare la politica monetaria e la stabilità finanziaria, dato che un livello elevato di dispersione potrebbe segnalare la presenza di squilibri, anche in una situazione in cui, a livello

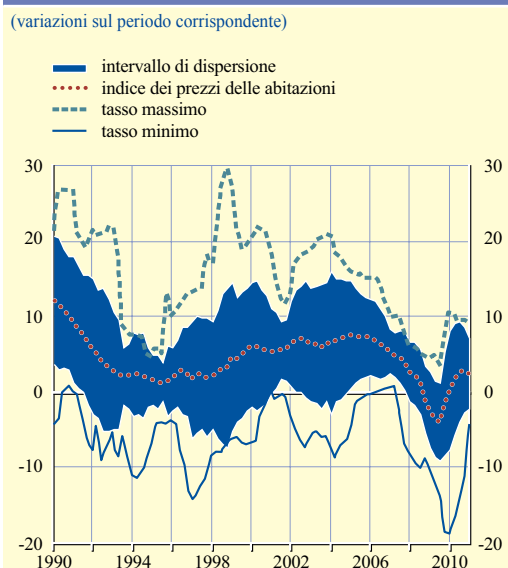
aggregato, i dati indicherebbero un contesto macroeconomico solido.

Sulla base dei dati disponibili sui prezzi delle abitazioni in dieci paesi dell'area dell'euro e in nove regioni degli Stati Uniti⁷⁾ è stato elaborato un indice di dispersione per l'area dell'euro e gli Stati Uniti (cfr. figura 8)⁸⁾. L'eterogeneità viene

7) Per l'area dell'euro sono stati considerati solo i paesi per i quali era disponibile una serie temporale più lunga, ossia Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna. Per gli Stati Uniti la banca dati della Federal Housing Finance Agency ripartisce opportunamente i 50 Stati in nove aree o regioni di censimento, ossia New England, Middle Atlantic, East North Central, West North Central, South Atlantic, East South Central, West South Central, Mountain e Pacific.

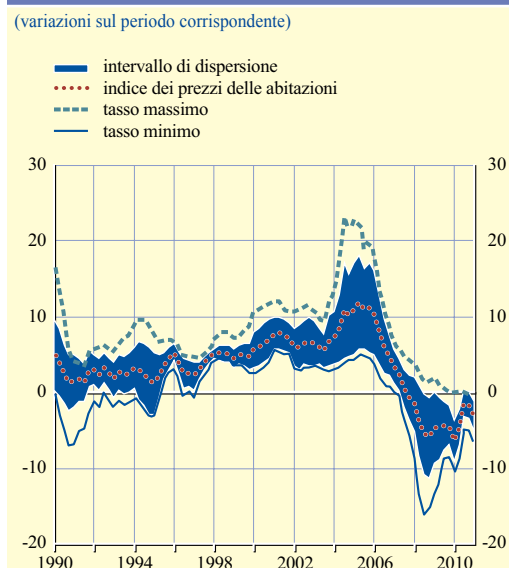
8) L'indice di dispersione è calcolato come deviazione standard dei tassi di crescita sul periodo corrispondente tra paesi/regioni in ciascun trimestre, considerando che un valore più elevato indica differenze più ampie fra i tassi di crescita dei paesi/regioni. Per ragioni legate alla natura dei dati (in particolare la mancanza di serie temporali abbastanza lunghe per l'inflazione in tutte le regioni degli Stati Uniti), l'analisi sulla dispersione in questa sezione è basata sui prezzi nominali delle abitazioni. Tuttavia, calcoli della BCE mostrano che utilizzando i dati reali il quadro complessivo non muta.

Figura 9 Indice dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro, intervallo di dispersione e crescita massima e minima sul periodo corrispondente dei prezzi degli alloggi nei vari paesi



Fonti: BCE, uffici statistici nazionali ed elaborazioni della BCE.
 Note: l'area ombreggiata indica il grado di dispersione (+/- una deviazione standard) dei tassi di crescita sul periodo corrispondente intorno alla serie aggregata dei prezzi delle case. Va notato che questa serie viene ponderata per il PIL di ciascun paese, mentre la deviazione standard non è ponderata.

Figura 10 Indice dei prezzi delle abitazioni negli Stati Uniti, intervallo di dispersione e crescita massima e minima sul periodo corrispondente dei prezzi degli alloggi nelle varie regioni



Fonti: Federal Housing Finance Agency ed elaborazioni della BCE.
 Note: L'area ombreggiata indica il grado di dispersione (+/- una deviazione standard) dei tassi di crescita sul periodo corrispondente intorno alla serie aggregata dei prezzi degli alloggi. Va notato che questa serie viene ponderata per lo stock di abitazioni in ciascuna area o regione di censimento, mentre la deviazione standard non è ponderata.

illustrata anche nelle figure 9 e 10: per ciascun trimestre viene riportato il livello massimo e minimo di crescita sul periodo corrispondente dei prezzi degli alloggi nei paesi o nelle regioni, unitamente alla banda di una deviazione standard dal tasso di crescita delle quotazioni immobiliari nell'economia complessiva.

Per quanto riguarda l'area dell'euro, il grado di dispersione tra i paesi è andato diminuendo e in effetti è divenuto meno volatile nell'ultimo decennio. Di fatto, si è quasi dimezzato tra il ciclo degli anni novanta e quello degli anni 2000 per effetto della sincronizzazione dei cicli economici. Inoltre, il grado di dispersione nell'area dell'euro tende a ridursi in corrispondenza del punto minimo dei cicli delle quotazioni immobiliari, principalmente a causa del forte rallentamento dei prezzi degli alloggi in diversi paesi.

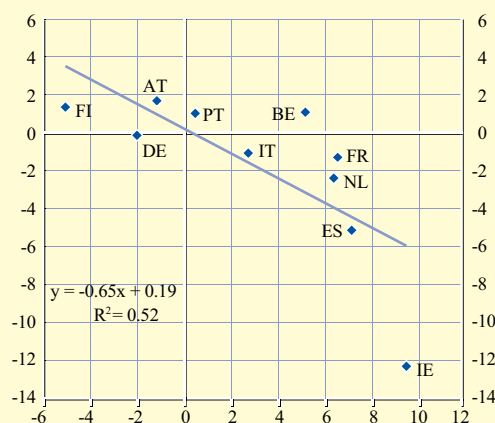
Al confronto, nonostante la crescente convergenza nell'area dell'euro negli ultimi decenni,

il grado di dispersione negli Stati Uniti è stato storicamente inferiore e meno volatile, nonché meno soggetto a idiosincrasie regionali⁹⁾. Gli Stati USA, appartenendo da lungo tempo a un'unione politica e monetaria, hanno sviluppato contesti istituzionali simili e l'integrazione economica, in modo naturale nel tempo. L'integrazione finanziaria inoltre è stata rafforzata dopo la crisi delle casse di risparmio e prestito negli anni ottanta, favorendo il finanziamento nazionale delle attività immobiliari, che è stato

9) Il differente livello di dispersione può dipendere in parte anche da differenze statistiche nel calcolo delle quotazioni immobiliari, o persino dalle caratteristiche locali e dal peso delle grandi aree metropolitane dove gran parte dei dati viene raccolta. Un maggiore livello di dispersione tra i paesi potrebbe celare l'entità della dispersione delle quotazioni immobiliari a livello delle città, dove vive gran parte della popolazione. Le evidenze sembrano indicare un minore grado di dispersione delle quotazioni immobiliari nelle città dei quattro principali paesi dell'area dell'euro rispetto alle aree metropolitane degli Stati Uniti. Cfr. Hiebert, P. e Roma, M. (2010), *Relative house price dynamics across euro area and US cities: convergence or divergence*, Working Paper della BCE n. 1206.

Figura 11 Crescita media dei prezzi reali delle abitazioni nel ciclo degli anni 2000 in alcuni paesi

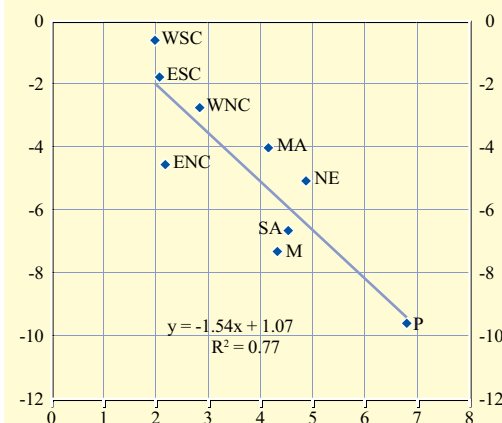
(crescita media sul periodo corrispondente)

asse orizzontale: dal minimo al massimo
asse verticale: dal picco ad oggi

Fonti: BCE, uffici statistici nazionali ed elaborazioni della BCE.
Note: la figura raffronta, per l'attuale ciclo dei prezzi degli alloggi nell'area dell'euro, l'aumento delle quotazioni immobiliari dal minimo al massimo con la successiva correzione.

Figura 12 Crescita media dei prezzi reali delle abitazioni nel ciclo degli anni 2000 in alcune regioni degli Stati Uniti

(crescita media sul periodo corrispondente)

asse orizzontale: dal minimo al massimo
asse verticale: dal picco ad oggi

Fonti: Federal Housing Finance Agency ed elaborazioni della BCE.

Note: la figura raffronta, per l'attuale ciclo dei prezzi degli alloggi negli Stati Uniti, l'aumento dei prezzi degli alloggi dal minimo al massimo con la successiva correzione. ENC: East North Central; ESC: East South Central; M: Mountain; MA: Middle Atlantic; NE: New England; P: Pacific; SA: South Atlantic; WNC: West North Central; e WSC: West South Central.

agevolato da minori vincoli sui prestiti erogati a livello interstatale e dalle imprese di emanazione governativa (*Government Sponsored Enterprises*, GSE), che hanno riunito e cartolarizzato i mutui. Di conseguenza, i prestiti ipotecari, e in parte anche i prezzi locali delle abitazioni, hanno risentito in misura minore delle condizioni finanziarie e bancarie a livello locale, contribuendo forse in misura sensibile a ridurre le disparità tra le quotazioni immobiliari nei vari Stati¹⁰⁾. Per contro, nell'area dell'euro gli indicatori strutturali dei servizi bancari al dettaglio, come le misure delle attività bancarie transfrontaliere, suggeriscono che i mercati degli immobili e dei mutui ipotecari sono ancora parzialmente frammentati fra i paesi, a causa di diversi ostacoli giuridici, regolamentari, infrastrutturali e legati alla disponibilità di informazioni¹¹⁾.

Diversi altri fattori sembrano contribuire a determinare i differenti gradi di dispersione tra le due economie. Nell'area dell'euro il passaggio alla moneta unica è avvenuto in vari paesi contestualmente a profonde correzioni al ribasso

dei tassi di interesse e quindi a una maggiore accessibilità del credito ipotecario, che in seguito avrebbe dato luogo a differenti valutazioni e aspettative circa la sostenibilità della dinamica dei prezzi delle abitazioni. L'effetto sul grado di dispersione potrebbe essere stato amplificato anche dall'adozione di differenti regimi fiscali per l'acquisto di alloggi e i relativi finanziamenti, in quanto i paesi che applicano elevati incentivi fiscali per le case occupate dai proprietari tendono a registrare una maggiore variabilità delle quotazioni immobiliari¹²⁾. Negli Stati Uniti, le specificità geografiche, come la densità demografica delle città e il fatto che alcune regioni siano in prossimità delle coste,

10) Per ulteriori informazioni sugli effetti della più stretta integrazione finanziaria negli Stati Uniti sul miglioramento della convergenza delle quotazioni immobiliari fra gli Stati, cfr. Schnure, C. (2005), *Boom-bust cycles in housing: the changing role of financial structure*, Working Paper del FMI, n. 05/200.

11) Per informazioni più dettagliate sull'argomento, cfr. BCE (2011), *Financial integration in Europe*.

12) Cfr. van den Noord, P.J. (2003), *Tax Incentives and House Price Volatility in the Euro Area: Theory and Evidence*, Working Paper del Dipartimento economico dell'OCSE, n. 356.

potrebbero aver contribuito in misura determinante ad accrescere il grado di dispersione, specie nei periodi di crescita delle quotazioni immobiliari.

Per quanto concerne la più recente dinamica dell'attuale ciclo delle quotazioni immobiliari, il grado di dispersione in generale è aumentato immediatamente prima e in corrispondenza del suo picco, ma ultimamente ha mostrato una tendenza al ribasso sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. L'aumento dei prezzi delle abitazioni nelle regioni degli Stati Uniti è stato più generalizzato rispetto ai precedenti cicli ed è stato agevolato dalla facilità di accesso al credito e dalla cartolarizzazione dei prestiti, che ha determinato una sensibile sopravvalutazione delle quotazioni immobiliari in diverse regioni. In effetti, proprio le aree dove i prezzi delle abitazioni sono aumentati in misura consistente hanno registrato una sensibile contrazione di tali prezzi nella fase successiva alla recessione, la quale ha contribuito al calo di liquidità nei mercati finanziari e ostacolato lo scambio di mutui cartolarizzati. La correlazione tra gli aumenti medi delle quotazioni immobiliari dal minimo al massimo e i successivi cali nell'attuale ciclo dei prezzi delle abitazioni è più evidente nelle regioni degli Stati Uniti che nell'area dell'euro (cfr. figure 11 e 12)¹³. Inoltre, la crescita dei prezzi degli alloggi è ancora negativa in tutte le regioni degli Stati Uniti, mentre è moderatamente positiva in diversi paesi dell'area dell'euro, nonostante gli elevati tassi di incremento osservati in alcune regioni prima del picco.

5 CONCLUSIONI

Il presente articolo esamina gli attuali andamenti dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro e negli Stati Uniti alla luce dell'esperienza storica e in rapporto con le principali serie di riferimento, quali il reddito e i canoni di locazione. In entrambe le aree economiche l'ultimo ciclo dei prezzi delle abitazioni è stato molto pronunciato in termini di durata protratta, crescita cumulata

eccessiva e successivo grado di correzione, sia in termini nominali che reali.

Al tempo stesso, i dati suggeriscono che l'ultimo ciclo immobiliare si è differenziato da quello conclusosi a metà degli anni novanta più negli Stati Uniti che nell'area dell'euro. Ciò vale per l'aumento cumulato dei prezzi reali degli alloggi sia al massimo sia al minimo del ciclo. Inoltre, il profilo della crescita delle quotazioni immobiliari presenta un grado di similitudine più elevato tra le regioni degli Stati Uniti che tra i vari paesi dell'area dell'euro.

La posizione attuale del ciclo dei prezzi delle abitazioni continua a essere caratterizzata da notevole incertezza. Nei primi mesi del 2011 le quotazioni immobiliari erano ancora in calo sul periodo corrispondente negli Stati Uniti, mentre nella fase attuale avrebbero raggiunto il punto di svolta nella maggioranza dei paesi dell'area dell'euro. Secondo diversi indicatori allo stadio attuale permane un certo grado di disallineamento in entrambe le aree economiche. Pertanto, nei prossimi anni entrambe le aree dovrebbero registrare ancora lievi correzioni al ribasso dei prezzi reali delle abitazioni. Tale andamento dovrebbe interessare tutti gli Stati Uniti, mentre nell'area dell'euro potrebbe essere limitato ad alcuni paesi.

Nel complesso, l'articolo pone in evidenza le importanti connessioni cicliche esistenti tra il mercato immobiliare e il resto dell'economia, nonché il prolungato processo di aggiustamento necessario dopo lo scoppio delle bolle immobiliari.

13) Secondo Abel, J.R. e Deitz, R. (2010), "Bypassing the bust: the stability of upstate New York's housing markets during the recession", *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank di New York, l'attuale ciclo immobiliare negli Stati Uniti è caratterizzato dalla proliferazione di mutui ipotecari *subprime*. Non solo l'andamento dei prestiti *subprime* e l'incremento dei prezzi delle abitazioni sono andati di pari passo, ma anche le flessioni più consistenti delle quotazioni immobiliari sono state osservate nelle aree dove la proliferazione di tali prestiti è stata più marcata. Il risultante accumulo di immobili liberi potrebbe continuare a deprimere nel breve termine i prezzi delle abitazioni in gran parte delle regioni degli Stati Uniti.

I MERCATI DELL'AREA DELL'EURO PER GLI STRUMENTI DI DEBITO A LUNGO TERMINE DELLE BANCHE: ANDAMENTI RECENTI, GRADO DI INTEGRAZIONE E IMPLICAZIONI PER LA TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA



Gli strumenti di finanziamento tramite il ricorso al debito a lungo termine costituiscono un'importante fonte di raccolta stabile per le banche dell'area dell'euro. Durante l'ultimo decennio si è osservata una crescita dei mercati dell'area dell'euro per questa forma di finanziamento del settore bancario e allo stesso tempo hanno acquisito rilevanza nuovi segmenti di mercato. Dal settembre 2008, tuttavia, tali mercati hanno risentito pesantemente della crisi finanziaria, nonché delle successive turbolenze nei mercati del debito sovrano. Attualmente, il funzionamento dei mercati per il debito a lungo termine del settore bancario varia da un segmento all'altro e l'accesso degli istituti a questa fonte di raccolta presenta considerevoli differenze anche tra gli emittenti. Molte sfide affrontate dalle banche dell'area dell'euro nell'ottenere finanziamenti mediante debito a lungo termine sono in qualche misura comuni alle banche di altre economie avanzate.

Dal punto di vista dell'integrazione dei mercati finanziari, il presente articolo mostra che, nonostante una netta differenziazione nelle condizioni di prezzo (dopo un periodo di significativa sottovalutazione del rischio nei mercati finanziari), le evidenze relative alle emissioni internazionali non indicano una segmentazione permanente nel mercato primario dell'area dell'euro. Dal punto di vista della trasmissione della politica monetaria, un accesso agevole e a prezzi equi ai mercati del finanziamento a lungo termine da parte delle banche concorre a incidere sull'offerta di credito. Al momento vi sono segnali di una crescente divergenza tra i tassi sui prestiti applicati dalle IFM situate in diversi paesi dell'area dell'euro che presentano condizioni differenti nei mercati del finanziamento a lungo termine. In questo contesto è importante, in una prospettiva di politica monetaria, continuare a seguire con attenzione gli andamenti tendenziali e le condizioni presenti in questi mercati.

I INTRODUZIONE

Le banche si finanziano attraverso una gamma diversificata di fonti che presentano scadenze e caratteristiche di rischio di credito differenti, ad esempio tramite depositi, strumenti di capitale, finanziamento all'ingrosso a breve termine, obbligazioni a lungo termine non garantite, obbligazioni garantite e attività cartolarizzate (*asset-backed securities*, ABS). Il ricorso massiccio ad alcune di queste fonti di raccolta negli anni precedenti alla crisi si è rivelato una delle cause principali dei problemi che si sono verificati in seguito. Da un lato, un ammontare considerevole di finanziamento a breve termine ha dato luogo a un'elevata esposizione ai rischi di liquidità. Dall'altro, le strutture opache e complesse delle ABS, unitamente al disallineamento degli incentivi, hanno indotto un'elevata incertezza e un'errata valutazione del rischio di credito di tali strumenti. In seguito alla dinamica osservata negli ultimi quattro anni è importante, ai fini dell'adeguato funzionamento del settore bancario, dell'integrazione finanziaria e dell'or-

dinata trasmissione della politica monetaria, rafforzare l'architettura e il funzionamento dei mercati degli strumenti di finanziamento a lungo termine quali fonti di raccolta stabile a disposizione delle banche.

Negli anni recenti i mercati degli strumenti di finanziamento a lungo termine del settore bancario hanno subito cambiamenti significativi. La crisi finanziaria ha condotto a una rivalutazione dei rischi, fattore che potrebbe incidere in via permanente sulla domanda di questi titoli. Allo stesso tempo l'offerta in tali mercati può essere condizionata dagli sviluppi della regolamentazione, ad esempio in relazione ai requisiti patrimoniali e di liquidità tesi a migliorare la capacità di tenuta delle banche a fronte di tensioni nei mercati e ad accrescere il loro ricorso a fonti di raccolta stabile. Oltre ai cambiamenti più duraturi nella struttura di questi mercati, il processo di emissione e di formazione dei prezzi ha risentito anche delle tensioni in altri mercati e dei mutamenti nel clima di fiducia degli investitori.

Alla luce di queste premesse, il presente articolo esamina i recenti andamenti nei mercati dell'area dell'euro per gli strumenti di debito a lungo termine delle banche e analizza le implicazioni per l'integrazione finanziaria nonché per la trasmissione della politica monetaria.

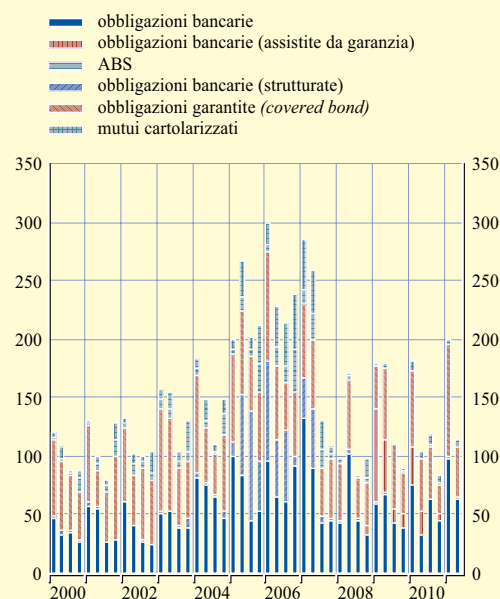
L'articolo è così strutturato: la sezione 2 presenta una panoramica generale dei mercati per gli strumenti di debito a lungo termine delle banche, concentrandosi sull'attività di emissione e sull'impatto delle tensioni nei mercati del debito sovrano sul rischio di credito percepito del settore bancario. La sezione 3 esamina in maggiore dettaglio gli andamenti nel mercato primario e in quello secondario di ciascun segmento: obbligazioni bancarie non garantite, obbligazioni garantite e ABS. La sezione 4 verte sulle implicazioni per l'integrazione dei mercati, la trasmissione della politica monetaria e le politiche di regolamentazione. La sezione 5 trae le conclusioni.

2 I MERCATI DELL'AREA DELL'EURO PER GLI STRUMENTI DI DEBITO A LUNGO TERMINE DEL SETTORE BANCARIO: PANORAMICA GENERALE

L'emissione da parte delle banche dell'area dell'euro di strumenti di debito a lungo termine ha subito varie evoluzioni negli ultimi dieci anni. Innanzitutto, negli anni precedenti alla crisi finanziaria si è osservata una vigorosa crescita delle emissioni di obbligazioni bancarie non garantite e di prodotti cartolarizzati (cfr. figura 1). Ad esempio, tra il primo trimestre del 2005 e il secondo trimestre del 2007 il ricorso delle banche a queste fonti di raccolta è più che raddoppiato rispetto ai livelli osservati negli anni 2000-2003. Inoltre, nel periodo precedente alla crisi, alcune grandi banche hanno emesso quantità considerevoli di obbligazioni con strutture indicizzate ai prezzi di altre categorie di attività, soprattutto azioni o indici azionari. Nel terzo trimestre del 2007 l'emissione complessiva è diminuita bruscamente del 50 per cento, segnando l'inizio di un periodo in cui l'ammontare di strumenti di debito a lungo termine emessi sul

Figura 1 Strumenti di debito a lungo termine del settore bancario: attività di emissione

(miliardi di euro)



Fonti: Dealogic DCM Analytics ed elaborazioni della BCE.
Note: non sono comprese le operazioni di autocartolarizzazione. Le obbligazioni bancarie comprendono le obbligazioni non garantite non subordinate emesse da società finanziarie e classificate come obbligazioni a elevato rendimento o di *investment grade* oppure come *medium term note*. Per obbligazioni bancarie strutturate si intendono obbligazioni con flussi di cassa indicizzati a materie prime, azioni, prodotti derivati, eventi creditizi, ecc.

mercato dalle banche è tornato su livelli prossimi a quelli osservati prima dello sviluppo delle cartolarizzazioni.

Poiché l'incertezza nei mercati connessa ai rischi di finanziamento e di controparte ha registrato un marcato incremento dopo il fallimento di Lehman Brothers, sono stati introdotti vari meccanismi di sostegno in base ai quali le banche hanno potuto emettere titoli di debito con garanzie governative. Di conseguenza, nella prima metà del 2009 circa il 55 per cento di tutte le obbligazioni bancarie di nuova emissione era assistito da garanzie governative. Oltre alle misure di sostegno adottate dai singoli governi, il 7 maggio 2009 la BCE ha annunciato il Programma di acquisto di obbligazioni garantite (*Covered bond purchase programme*, CBPP) la cui operatività, estesa dal 2 luglio 2009 al 30 giugno 2010, ha determinato la ripresa dell'at-

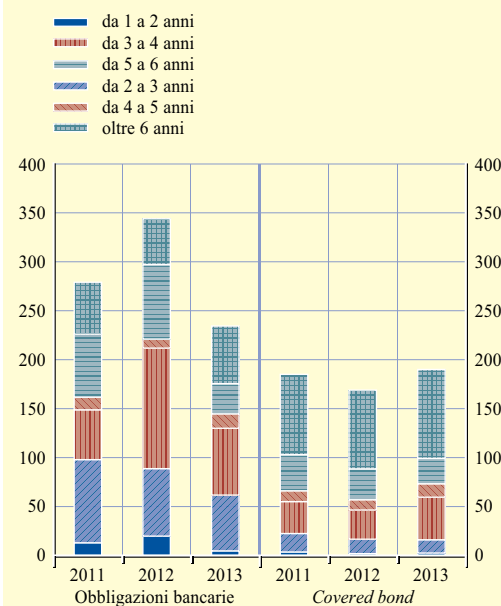
tività di emissione di obbligazioni bancarie garantite nell'area dell'euro¹⁾.

Nei trimestri più recenti le turbolenze in alcuni mercati dei titoli di Stato dell'area dell'euro si sono rispecchiate anche nei mercati degli strumenti di debito a lungo termine del settore bancario. In alcuni segmenti, le banche potrebbero aver cercato in misura crescente di sfruttare periodi di condizioni di mercato relativamente tranquille per anticipare il finanziamento di fabbisogni futuri. Nel complesso, gli andamenti degli ultimi quattro anni di crisi si sono riflessi in un livello di emissione estremamente variabile.

In prospettiva, l'emissione complessiva dei titoli di debito a lungo termine da parte delle banche dell'area dell'euro e la loro distribuzione tra i segmenti di mercato dipenderanno dalla convenienza relativa di questi mercati rispetto a fonti di raccolta alternative. Inoltre, variazioni delle dimensioni complessive del bilancio delle banche potrebbero incidere sull'attività di emissione dei titoli di debito a lungo termine. È probabile che anche gli sviluppi della regolamentazione svolgano un ruolo importante (cfr. il riquadro nella sezione 4). Oltre a questi fattori, l'emissione futura delle banche risentirà della struttura delle scadenze degli attuali strumenti in essere. Come emerge dalla figura 2, nel 2012 l'ammontare delle obbligazioni bancarie in scadenza raggiungerà quasi 350 miliardi di euro, oltre il 20 per cento in più rispetto al 2011. Tale aumento è dovuto principalmente alla scadenza di una quantità relativamente rilevante di obbligazioni con una durata iniziale compresa tra tre e quattro anni, di cui oltre il 60 per cento è assistito da garanzie governative. Per i *covered bond*, il profilo delle scadenze è più stabile e l'ammontare dei titoli in scadenza scenderà del 9 per cento circa nel 2012 rispetto al 2011. Negli anni recenti, pertanto, le obbligazioni bancarie non garantite sono state emesse con una durata più breve rispetto a quelle garantite. Di conseguenza, le banche dell'area dell'euro dovranno accedere al mercato dei titoli di debito non garantiti per importi più elevati, se intendono mantenere un livello stabile di finanziamento da questa fonte.

Figura 2 Obbligazioni in scadenza ripartite per durata iniziale

(miliardi di euro)



Fonti: Dealogic DCM Analytics ed elaborazioni della BCE.
 Note: non sono comprese le operazioni di autocartolarizzazione. Alle obbligazioni bancarie si applicano le stesse definizioni di cui alla figura 1, comprese le obbligazioni assistite da garanzia e strutturate.

In relazione ai costi complessivi per l'accesso ai mercati degli strumenti di debito a lungo termine da parte delle banche dell'area dell'euro, un'importante sfida per alcune di esse deriva dal contagio tra i mercati delle obbligazioni sovrane e quelli della raccolta bancaria. Sussistono vari canali attraverso i quali i mercati del debito sovrano e del debito bancario possono essere strettamente collegati. Ad esempio, ingenti quantità di titoli di stato detenuti da banche domestiche potrebbero comportare un rischio di credito più elevato dei titoli di debito di tali banche, qualora le obbligazioni sovrane diventassero più rischiose. Un altro

1) Per un'analisi dell'impatto del CBPP sui mercati delle obbligazioni garantite, cfr. il riquadro *Andamenti del mercato delle obbligazioni garantite e il Programma di acquisto di obbligazioni garantite* nel numero di agosto 2010 di questo Bollettino, nonché Beirne, J. et al., *The impact of the Eurosystem's covered bond purchase programme on the primary and secondary markets*, Occasional Paper della BCE, n. 122, gennaio 2011.

canale potrebbe essere connesso all'esposizione delle banche al rischio di credito di famiglie e imprese residenti nel paese. Quando il rischio sovrano aumenta ed è necessaria una riduzione significativa della spesa pubblica, i redditi di alcune famiglie e società potrebbero risentirne negativamente nel breve termine, direttamente o tramite un peggioramento della congiuntura economica. Inoltre, l'accesso delle banche ai mercati dei titoli di debito a lungo termine potrebbe essere pregiudicato in caso di tensioni sul debito sovrano per l'avversione e il calo di fiducia degli investitori istituzionali, che potrebbero ritirare i propri fondi dall'intera regione ²⁾. Tenendo presenti questi canali, dal raffronto dei premi sui CDS delle banche dell'area dell'euro emerge una elevata dispersione tra emittenti, tra paesi e all'interno di alcuni di questi, anche rispetto alle banche di Stati Uniti e Regno Unito (cfr. figura 3). Nel complesso, questa differenziazione nella valutazione del rischio di credito delle banche dell'area dell'euro si è propagata a tutti i seg-

menti del mercato degli strumenti di debito a lungo termine, determinando notevoli discrepanze nei costi di raccolta delle banche e, in alcuni casi, nella loro stessa capacità di accedere a taluni segmenti del mercato.

3 ANDAMENTI RECENTI NEI VARI SEGMENTI DI MERCATO

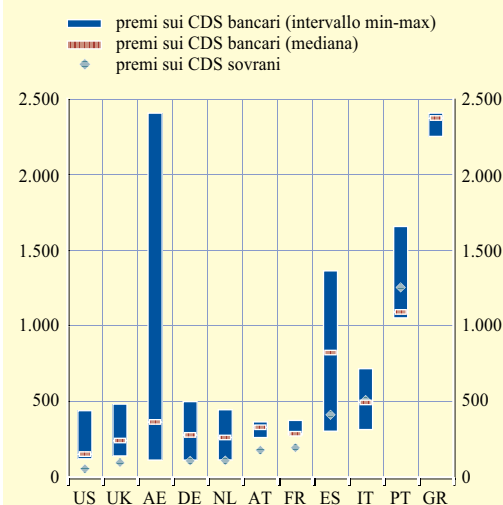
I segmenti dei mercati dell'area dell'euro per gli strumenti di debito a lungo termine delle banche, benché tutti significativamente colpiti dalla crisi, si differenziano nettamente riguardo al loro attuale funzionamento. La presente sezione esamina gli andamenti nel mercato primario e secondario dei principali segmenti dei mercati dei titoli di debito bancari a lungo termine: quelli delle obbligazioni non garantite, delle obbligazioni garantite (*covered bond*) e delle ABS.

3.1 OBBLIGAZIONI NON GARANTITE

Le condizioni di provvista per le banche dell'area dell'euro, rispecchiate nei differenziali di rendimento tra le obbligazioni delle istituzioni finanziarie e i titoli di Stato con *rating* AAA, hanno subito un drastico cambiamento durante gli anni della crisi (cfr. figura 4). Non solo il livello generale dei differenziali è diventato molto più volatile e ha registrato ampie oscillazioni, ma è notevolmente aumentata anche la differenziazione tra emittenti con diverso merito di credito. Alla fine del 2008 e agli inizi del 2009 l'accesso al finanziamento mediante titoli di debito a lungo termine, soprattutto per le banche con *rating* più basso, è divenuto sempre più difficile e in alcuni casi addirittura impossibile. Da allora i differenziali sono diminuiti sensibilmente, sebbene di recente siano nuovamente aumentati in qualche misura, soprattutto per le categorie di *rating* più basso.

Figura 3 Premi sui CDS sovrani e bancari

(punti base; 23 settembre 2011)



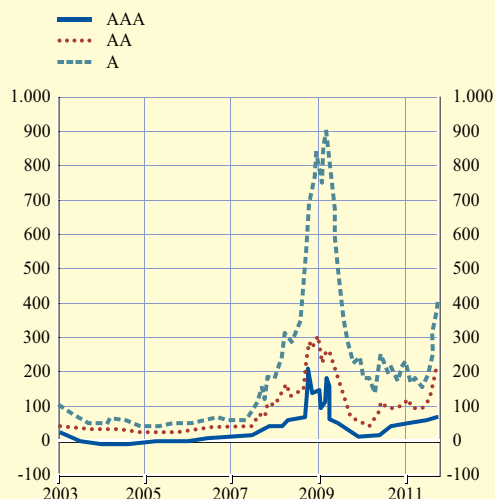
Fonte: Thomson Reuters.

Note: i premi sui CDS riguardano il debito a cinque anni non garantito *senior*. Sono riportati separatamente soltanto i paesi dell'area dell'euro per i quali sono disponibili i premi sui CDS di almeno tre banche. I premi sui CDS sovrani per la Grecia si collocavano a 5.849 punti base il 23 settembre 2011 (dato non riportato nella figura).

2) Per un'ulteriore analisi dei possibili canali, cfr. ad esempio Comitato sul sistema finanziario globale, *The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions*, Paper CSFG, n. 43, luglio 2011.

Figura 4 Differenziali di rendimento sulle obbligazioni delle istituzioni finanziarie nell'area dell'euro

(punti base)

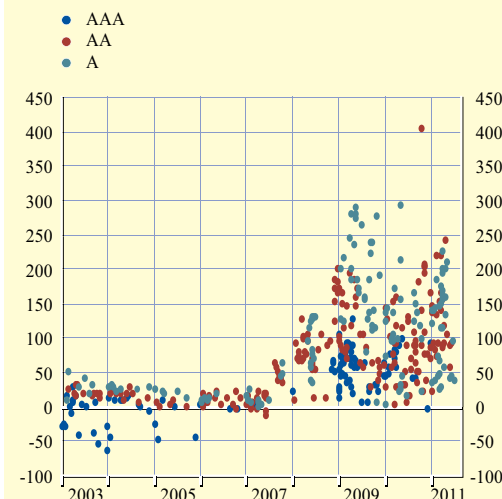


Fonte: Thomson Reuters.

Note: negli indici sono comprese le obbligazioni garantite e non garantite con scadenza superiore a un anno. Il benchmark è l'indice di rendimento dei titoli di Stato dell'UEM con rating AAA. Tutti gli indici sono calcolati da Merrill Lynch.

Figura 5 Differenziali all'emissione sulle obbligazioni bancarie, per categoria di rating

(punti base)



Fonti: Bloomberg, Dealogic DCM Analytics ed elaborazioni della BCE.

Note: i differenziali sono calcolati come z spread rispetto alla curva swap. I dati si basano sulla nazionalità delle operazioni dell'emittente e sono quindi su base non consolidata. La figura riguarda le obbligazioni senior di tipo bullet non garantite a tasso fisso di categoria investment grade e le medium term note con una vita residua compresa tra uno e dieci anni. Sono comprese solo le emissioni denominate in euro con un valore nominale pari almeno a 100 milioni di euro.

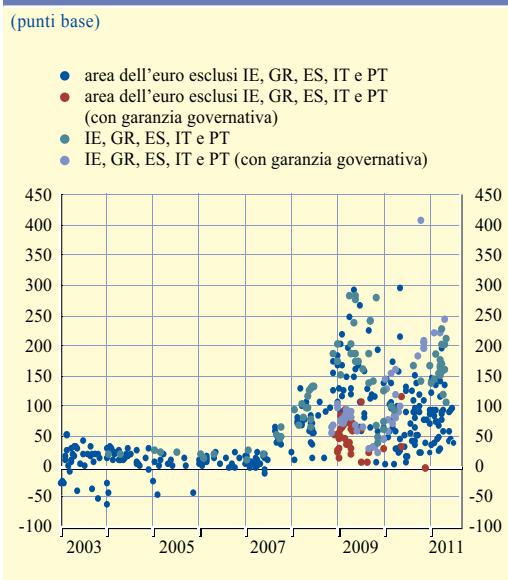
Quanto al mercato primario per l'emissione degli strumenti di debito non garantiti, le figure 5 e 6 mostrano i differenziali all'emissione di alcune obbligazioni³⁾ rispetto ai tassi swap nel periodo 2003-2011 in base al merito di credito e al paese di operatività delle banche emittenti. La figura 6 distingue anche le obbligazioni assistite da garanzie governative. Prima della crisi, gli emittenti di tutte le categorie di rating e di tutti i paesi dell'area dell'euro erano in grado di ottenere finanziamenti a livelli molto prossimi al tasso swap (anche inferiori per alcuni emittenti con merito di credito AAA). Inoltre, prima della crisi, la differenziazione tra le categorie di rating era relativamente modesta, analogamente ai differenziali sul mercato secondario. Durante la crisi, coerentemente all'evoluzione nel mercato secondario, i differenziali all'emissione sono aumentati. Questi incrementi sono stati tuttavia molto più contenuti rispetto ai mercati secondari, probabilmente perché alcuni emittenti si sono semplicemente astenuti dall'accedere

al mercato nel periodo in esame. Emerge altresì con chiarezza come l'emissione di obbligazioni assistite da garanzie governative abbia consentito alle banche di ottenere finanziamenti con differenziali relativamente modesti, sebbene la differenziazione in base alla nazionalità del garante fosse già evidente allora⁴⁾. Nel 2010 e nel 2011 l'intervallo dei differenziali ai quali le banche emettevano obbligazioni a lungo termine era di fatto elevato quasi quanto durante il 2009. La notevole differenziazione tra i vari emittenti nella fase più recente della crisi è però principalmente riconducibile alla nazionalità dell'emittente anziché alla qualità creditizia dello strumento, misurata dai rating.

3) Per i criteri di selezione cfr. le note nelle figure 5 e 6.

4) Per un'analisi delle determinanti nella fissazione del prezzo delle obbligazioni bancarie con garanzia governativa durante la recente crisi finanziaria, cfr. Levy, A. e A. Zaghini, *La determinazione del prezzo delle obbligazioni bancarie a garanzia pubblica*, Temi di Discussione, n. 753, Banca d'Italia, marzo 2010.

Figura 6 Differenziali all'emissione sulle obbligazioni bancarie, per gruppo di paesi e garanzia governativa

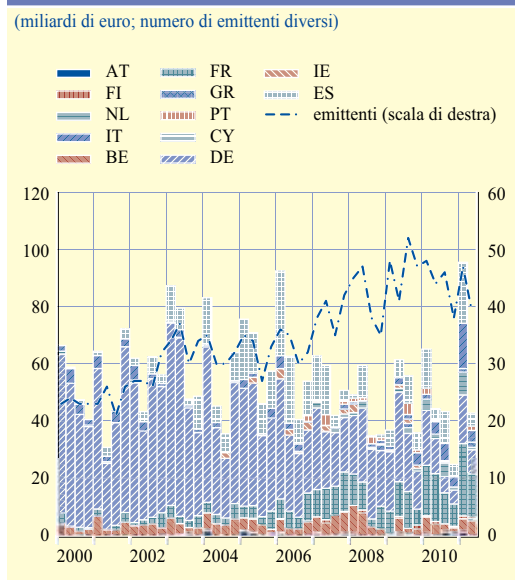


Fonti: Bloomberg, Dealogic DCM Analytics ed elaborazioni della BCE.
 Note: i differenziali sono calcolati come z spread rispetto alla curva swap. I dati si basano sulla nazionalità delle operazioni dell'emittente e sono quindi su base non consolidata. La figura riguarda le obbligazioni senior di tipo *bullet* non garantite a tasso fisso di categoria *investment grade* e le *medium term note* con una vita residua compresa tra uno e dieci anni. Sono comprese solo le emissioni denominate in euro con un valore nominale pari almeno a 100 milioni di euro.

3.2 OBBLIGAZIONI GARANTITE O COVERED BOND

Durante gli ultimi dieci anni le obbligazioni garantite si sono evolute da fonte di finanziamento destinate ai mutui ipotecari e ai progetti di infrastrutture pubbliche in determinati paesi dell'area dell'euro per diventare un'importante fonte di finanziamento a lungo termine per le banche di molti paesi dell'area. La partecipazione sia in termini geografici che di numero di emittenti è aumentata e attualmente in questo mercato operano ogni trimestre tra i 40 e i 50 emittenti dei paesi dell'area dell'euro (cfr. figura 7). Nei mesi successivi al fallimento di Lehman Brothers, quando in questo mercato si è osservata un'attività di emissione molto contenuta, la BCE ha deciso di attuare il Programma di acquisto di obbligazioni bancarie garantite (CBPP), grazie al quale è stato migliorato l'accesso delle banche a questa fonte di finanziamento⁵⁾. La partecipazione a tale mercato da parte sia degli emittenti sia

Figura 7 Emissione di obbligazioni garantite per nazionalità dell'emittente e numero di emittenti per trimestre



Fonti: Dealogic DCM Analytics ed elaborazioni della BCE.
 Note: la nazionalità dell'emittente è determinata in base alla nazionalità della capogruppo. Non sono comprese le operazioni di autocartolarizzazione. I dati trimestrali sui vari emittenti riguardano le capogruppo e sono quindi espressi in termini consolidati.

degli investitori è stata anche favorita dai nuovi requisiti di liquidità previsti da Basilea 3, che hanno incoraggiato le banche a ottenere finanziamenti a lungo termine più stabili. Inoltre, l'attrattiva relativa degli strumenti garantiti come i *covered bond* è stata accresciuta dalle considerazioni sulla potenziale capacità di assorbire perdite delle obbligazioni bancarie non garantite, come si evince, ad esempio, dal documento di lavoro della Direzione generale del Mercato interno e dei servizi della Commissione europea riguardante i dettagli tecnici di un possibile quadro di riferimento dell'UE per la ripresa e la risoluzione per il settore bancario, pubblicato il 6 gennaio 2011 (cfr. anche il riquadro nella sezione 4).

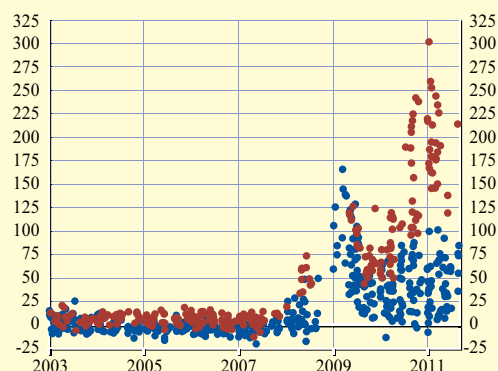
Più di recente, nel primo trimestre del 2011, dato il miglioramento complessivo delle con-

5) Cfr. Beirne, J. et al., *The impact of the Eurosystem's covered bond purchase programme on the primary and secondary markets*, Occasional Paper della BCE, n. 122, gennaio 2011.

Figura 8 Differenziali sulle obbligazioni garantite all'emissione per nazionalità dell'emittente

(punti base)

- DE, FR, NL e AT
- IE, ES, IT e PT



Fonti: Dealogic DCM Analytics ed elaborazioni della BCE.

Note: i differenziali sono calcolati come z spread rispetto alla curva *swap*. Non sono comprese le operazioni di autocartolarizzazione. I dati si basano sulla nazionalità delle operazioni dell'emittente. Sono comprese solo le obbligazioni a tasso fisso denominate in euro con una scadenza all'emissione compresa tra 1,5 e 20 anni e un valore nominale pari almeno a 500 milioni di euro.

Figura 9 Rendimenti sulle obbligazioni garantite a cinque anni

(punti base)

- DE
- FR
- ES (grandi banche)
- ES (obbligazioni garantite strutturate)
- NL
- PT
- IE



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Nota: tassi di parità a cinque anni calcolati sulla base di stime delle curve di rendimento delle obbligazioni garantite.

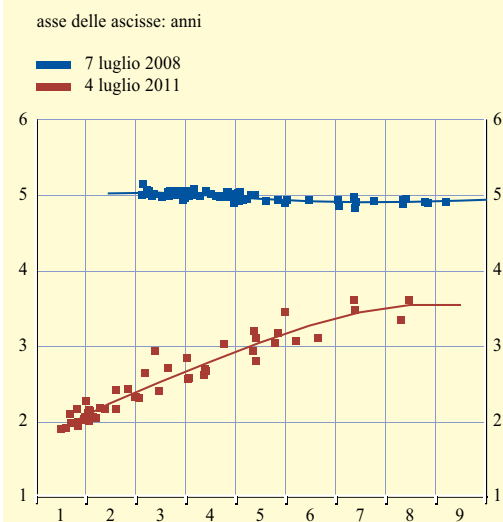
dizioni di mercato, nonostante la ancora predominante incertezza degli investitori sull'evoluzione futura, l'attività di emissione di obbligazioni garantite ha raggiunto massimi storici, con un volume superiore a 95 miliardi di euro. Le emissioni sono state ampiamente distribuite tra i paesi, con volumi significativi ad esempio in Italia e in Spagna, con operazioni di valore più elevato e, in certa misura, scadenze più lunghe. Tuttavia, una parte di questa sostenuta attività nel mercato primario potrebbe rispecchiare anche l'anticipazione del finanziamento delle future necessità di provvista poiché l'incertezza è rimasta elevata. Nel secondo trimestre del 2011 l'emissione era più che dimezzata rispetto al primo trimestre. A parte le rinnovate tensioni nei mercati del debito sovrano, l'attività nel mercato primario del secondo trimestre tende solitamente a essere più debole. Nondimeno, l'attività nel mercato primario risente dell'elevata volatilità dei prezzi nel mercato secondario e gli operatori preferiscono attualmente attendere periodi con minore volatilità,

anticipando nel caso l'attuazione dei piani di emissione.

In relazione alle condizioni di prezzo di mercato, la struttura dei costi di accesso al mercato delle obbligazioni garantite per ottenere finanziamento a lungo termine è stata profondamente ridefinita dalla crisi. Durante il 2008 i differenziali nel mercato primario e secondario sono aumentati e la sostenuta attività di emissione si è interrotta dopo il fallimento di Lehman Brothers. Dopo la ripresa del mercato nel 2009 tramite il CBPP della BCE, i prezzi delle obbligazioni garantite sono stati sempre più influenzati, nel 2010 e 2011, dalla crisi del debito sovrano (cfr. figure 8 e 9). Per alcuni paesi, i rendimenti nei mercati secondari hanno evidenziato un marcato incremento, a indicazione del fatto che l'accesso al mercato primario era possibile unicamente a costi molto elevati. Inoltre, si è osservata una differenziazione dei prezzi nel mercato primario e secondario non soltanto tra i gruppi di emittenti dei vari

Figura 10 Curve di rendimento delle obbligazioni garantite tedesche nel 2008 e nel 2011

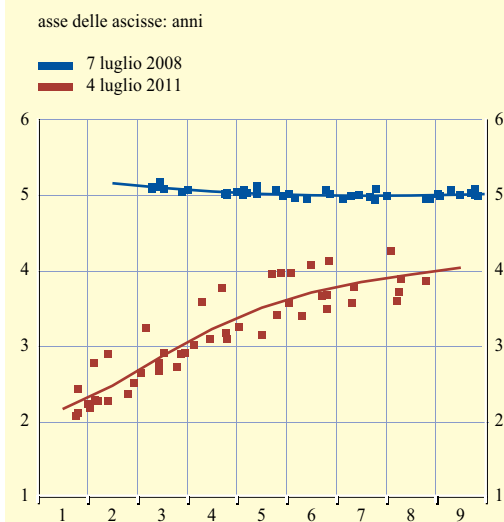
(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.
 Note: per entrambi gli anni è stato scelto il primo lunedì della seconda metà dell'anno (in luglio). Si riportano le stime delle curve dei tassi di parità (linee continue) e i rendimenti osservati alla scadenza (punti).

Figura 11 Curve di rendimento delle obbligazioni garantite francesi nel 2008 e nel 2011

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.
 Nota: per entrambi gli anni è stato scelto il primo lunedì della seconda metà dell'anno (in luglio). Si riportano le stime delle curve dei tassi di parità (linee continue) e i rendimenti osservati alla scadenza (punti).

paesi, ma anche tra i singoli emittenti all'interno di ciascun paese, persino nel caso di paesi meno interessati dalla crisi del debito sovrano come la Francia e la Germania (cfr. figure 10 e 11). In termini storici, l'accresciuta differenziazione di prezzo in questo mercato è un fenomeno nuovo e potrebbe riflettere una maggiore consapevolezza degli investitori circa il rischio di credito e una sua quantificazione più rigorosa rispetto al periodo di sottovalutazione del rischio a cui si è assistito prima della crisi finanziaria quando i premi al rischio erano eccezionalmente bassi.

3.3 LE ATTIVITÀ E I MUTUI CARTOLARIZZATI

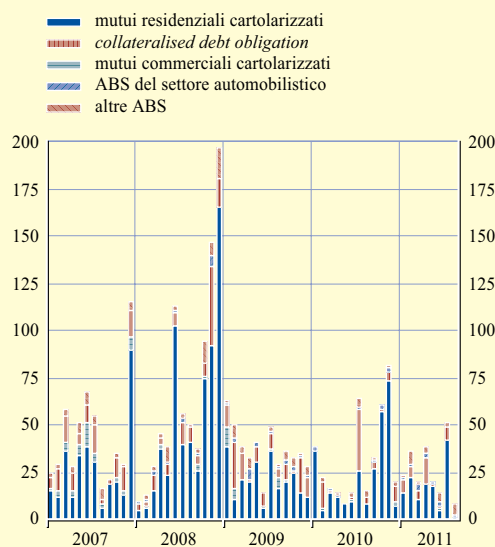
Dopo vari anni di livelli crescenti di emissione, l'attività nel mercato delle ABS dell'area dell'euro si è interrotta agli inizi delle turbolenze nell'agosto 2007. Non è passato molto tempo, però, prima che gli *originator* iniziasero a ricorrere all'autocartolarizzazione sottoscrivendo i titoli di nuova emissione collocati privatamente o pubblicamente, al fine di crea-

re riserve di liquidità, e a stanziare in garanzia queste attività presso le banche centrali (principalmente dell'Eurosistema). Di conseguenza, l'attività di cartolarizzazione è notevolmente aumentata, soprattutto per le operazioni di autocartolarizzazione con collocamento pubblico. Di fatto, le emissioni hanno raggiunto i livelli massimi nell'ultimo trimestre del 2008 come conseguenza delle politiche di bilancio delle banche in vista della fine dell'anno. Peraltro, solo una parte estremamente modesta delle nuove operazioni è stata acquistata da investitori finali (cfr. figure 12 e 13).

Sulla base delle informazioni di mercato, le emissioni dell'area dell'euro sono ammontate nel 2009 a 350 miliardi di euro. Sono diminuite nel 2010 a 269 miliardi (137 miliardi sono riconducibili ai Paesi Bassi, 57 miliardi alla Spagna e 21 miliardi al Belgio), di cui 37 miliardi di euro sono stati collocati presso gli investitori finali. L'ammontare inferiore del 2010 potrebbe riflettere i seguenti fattori: a) si era esaurita la capacità di cartolarizzare gli attivi bancari,

Figura 12 Emissione di ABS in Europa dal gennaio 2007

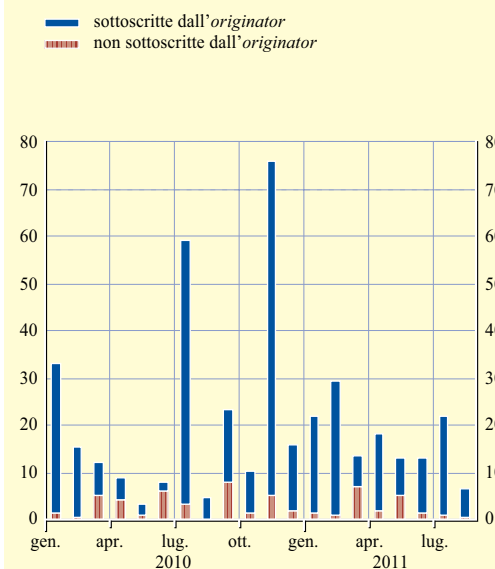
(miliardi di euro)



Fonti: JP Morgan ed elaborazioni della BCE.

Figura 13 Emissione di ABS sottoscritte e non sottoscritte dall'originator nell'area dell'euro

(miliardi di euro)



Fonti: JP Morgan ed elaborazioni della BCE.

b) permaneva l'incertezza in materia di regolamentazione e c) l'inasprimento delle regole dell'Eurosistema sull'uso delle ABS come garanzie ha reso l'emissione di obbligazioni garantite più conveniente ai fini di un'efficiente gestione del collaterale.

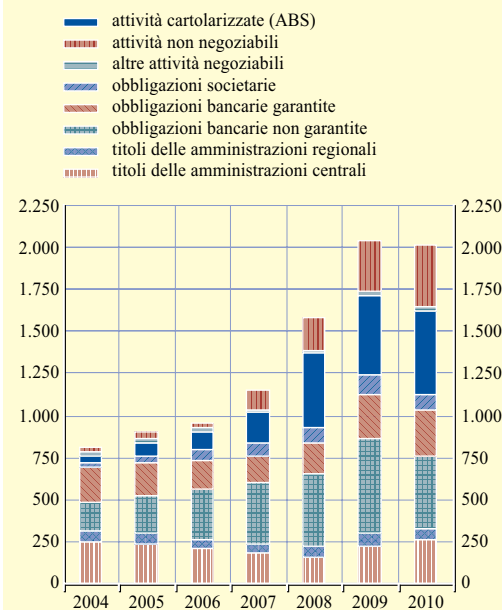
La minore attività si è protratta nella prima metà del 2011. Fino ad agosto le emissioni nell'area dell'euro erano pari a circa 138 miliardi di euro nell'anno, di cui 18 miliardi erano stati collocati presso investitori finali. Ciò corrisponde a una quota del 13 per cento circa, in linea con quella del 2010. In questo periodo (2010 e 2011 a oggi) sono stati attivi sette paesi e gli emittenti con attività sottostanti domiciliate nei Paesi Bassi e in Germania hanno rappresentato circa il 75 per cento delle transazioni rivolte al mercato. Sebbene l'ammontare delle operazioni non sottoscritte interamente dall'*originator* sia tutt'altro che soddisfacente, la tendenza è positiva con segnali di moderata ripresa, in particolare nei Paesi Bassi e in Belgio per i mercati dei mutui residenziali cartolarizzati (*residential mortgage-*

backed securitisation, RMBS) con elevato merito di credito nonché nel mercato tedesco delle ABS riguardanti il settore automobilistico.

Allo stesso tempo, le ABS hanno iniziato a essere impiegate spesso come tipo di attività stanziata in garanzia nelle operazioni di credito dell'Eurosistema (cfr. figura 14). Infatti, quando il mercato all'ingrosso delle ABS ha cessato di funzionare nel 2007 e nel 2008, l'ammontare delle ABS utilizzate come garanzia nelle operazioni con l'Eurosistema è aumentato in maniera considerevole ed è passato da circa 100 miliardi di euro nel 2006 a quasi 500 miliardi agli inizi del 2010. L'ammontare nel 2010 corrisponde a una quota del 25 per cento circa delle garanzie stanziata in totale. Pertanto, con il tempo, il primo modello di cartolarizzazione incentrato su creazione e trasferimento (*originate to distribute*) si è trasformato in modelli che prevedono creazione e sottoscrizione dei titoli (*originate to retain*) o creazione e stipulazione di contratti pronti contro termine (*originate to repo*); la cartolarizzazione è stata impiegata dalle banche come meccanismo di sostegno (attra-

Figura 14 Attività stanziare in garanzia nelle operazioni con l'Eurosistema

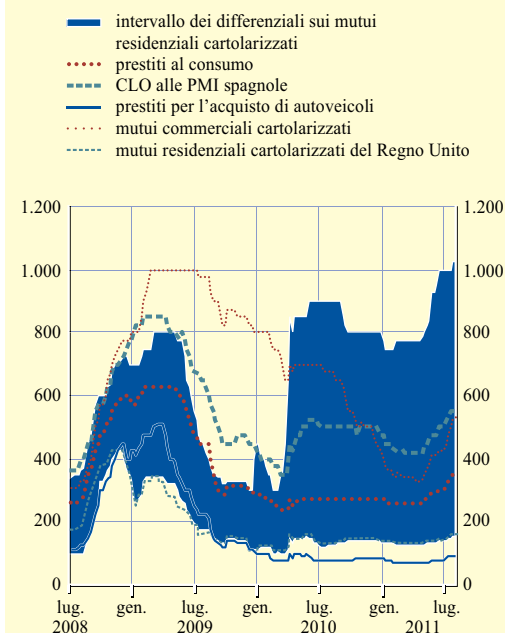
(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Figura 15 Differenziali nel mercato secondario rispetto all'Euribor

(punti base)



Fonti: JP Morgan ed elaborazioni della BCE.
Nota: i CLO (*collateralised loan obligation*) designano i prestiti obbligazionari garantiti.

verso le banche centrali) anziché come strumento di finanziamento (sul mercato).

Vari fattori spiegano questa dinamica nel mercato delle ABS. Innanzitutto, il declassamento del merito di credito, sulla scorta della revisione dei criteri adottati dalle agenzie di *rating*, e gli andamenti tendenziali negativi del credito hanno concorso a un atteggiamento avverso nei confronti del mercato in questione. In secondo luogo, i veicoli speciali di investimento (*special investment vehicles*, SIV) e le società veicolo (*conduit*), che costituivano un vasto gruppo di quasi-investitori, sono stati notevolmente meno attivi durante la crisi. In terzo luogo, con il protrarsi delle turbolenze, gli investitori si sono concentrati più sul portafoglio delle attività già detenute anziché sull'acquisto di attività di nuova emissione. Infine, il perdurare di timori per il rischio di credito, della volatilità dei prezzi e dei rischi generali ha alimentato la preoccupazione in merito ai prodotti delle

cartolarizzazioni. Tale accresciuta avversione al rischio si è rispecchiata in differenziali più elevati nel mercato secondario (cfr. figura 15). Alcuni di questi differenziali su specifiche categorie di attività hanno raggiunto livelli elevati nel 2009 per poi restringersi gradualmente. Nel contesto della crisi del debito sovrano e di una maggiore avversione al rischio, i differenziali hanno iniziato ad ampliarsi nuovamente a metà 2011.

Per effetto della protratta avversione al rischio, la domanda si è concentrata sulle garanzie con elevato merito di credito che mostravano rischi contenuti con andamenti di mercato positivi e provenivano principalmente da paesi con basso rischio di credito sovrano. Sul mercato riuscivano a essere collocate solo strutture elementari con un significativo presidio della qualità creditizia (*credit enhancement*) da parte degli *originator* più attivi e con una buona reputazione.

Nel complesso, il riavvio relativamente lento dei mercati delle ABS potrebbe essere connesso a molti problemi in alcune giurisdizioni (ad esempio fondamentali deboli quali crescita negativa del PIL, deboli condizioni della finanza pubblica, una situazione macroeconomica incerta, disoccupazione in aumento, misure di austerità), nonché all'incertezza e all'avversione al rischio. Quanto al futuro potenziale dei mercati delle ABS, le evidenze aneddotiche desunte dagli operatori di mercato suggeriscono che vi è un certo grado di incertezza per quanto concerne l'esito definitivo della normativa dell'UE, comprese la quarta direttiva sui requisiti patrimoniali (CRD IV) e la seconda direttiva sulla solvibilità (Solvency II). Ciò rende sia gli emittenti sia gli investitori incerti sulle prospettive del mercato. Alcuni commentatori arrivano ad affermare che, senza una visione d'insieme, i recenti incentivi normativi possono di fatto creare un ostacolo alla ripresa del mercato.

Le operazioni di cartolarizzazione sono quasi per loro natura attività uniche, basate sulla normativa nazionale in materia. Sussistono alcune caratteristiche comuni tra le attività ma la loro categoria e il segmento di mercato necessitano di una maggiore standardizzazione e armonizzazione prima che tali attività possano contribuire a un'accresciuta integrazione finanziaria nell'area dell'euro. La contrazione della base degli investitori dall'inizio delle turbolenze non ha migliorato la situazione in tale prospettiva. L'ammontare crescente di titoli emessi e sottoscritti dall'*originator* dall'inizio delle turbolenze indica anche che i titoli di nuova emissione nel mercato primario non sono venduti oltre i confini nazionali. Sebbene le informazioni pubbliche su venditori e acquirenti delle ABS nonché i dati sulle ABS detenute siano scarsi e incompleti, i riscontri aneddotici provenienti dagli operatori di mercato mostrano distorsioni geografiche nel mercato⁶⁾.

A tale riguardo, e per accrescere la trasparenza e la standardizzazione nell'ambito delle ABS, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso nel dicembre 2010 di introdurre progressivamente un requisito in base al quale gli *originator* di

ABS devono fornire i dati sulle singole attività sottostanti, sulla base di modalità informative concordate, per la stanziabilità in garanzia nelle operazioni di credito con l'Eurosistema. Questa iniziativa è un tentativo di standardizzare il mercato delle ABS in Europa, che renderà anche disponibili molte più informazioni agli operatori di mercato: potrebbe così concorrere alla completezza del sistema finanziario europeo, accrescere le possibilità di finanziamento oltre i confini nazionali e promuovere l'integrazione attraverso un'accresciuta comparabilità tra gli strumenti dei vari paesi.

4 IMPLICAZIONI PER L'INTEGRAZIONE DEI MERCATI, LA TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA E LE POLITICHE DI REGOLAMENTAZIONE

4.1 GRADO DI INTEGRAZIONE DEI MERCATI

Un funzionamento efficiente del mercato e l'integrazione finanziaria favoriscono un'ordinata ed equilibrata trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro. In particolare, dato il ruolo delle banche nel meccanismo di trasmissione, riveste grande importanza il grado di integrazione dei mercati della provvista bancaria. L'integrazione di tali mercati nell'area dell'euro non implica necessariamente uniformità dei prezzi nel mercato primario e in quello secondario fra differenti emittenti. Dal momento che banche diverse hanno qualità creditizia differente, è necessario che i prezzi riflettano i rispettivi premi al rischio. L'integrazione finanziaria è pregiudicata soltanto quando, al di là del singolo rischio di credito delle banche percepito dagli investitori, gli emittenti devono affrontare problemi e costi aggiuntivi per l'accesso al mercato degli strumenti di debito a lungo termine a causa del paese di origine. Sebbene possa essere arduo individuare con esattezza tali ostacoli all'accesso al mercato o tali costi aggiuntivi, alcuni indicatori basati sui prezzi e sui volumi sono in grado di fornire informazioni piuttosto utili.

6) Cfr. Barclays Capital, *European Securities Products Weekly*, 23 maggio 2011.

L'analisi dei prezzi nei mercati primario e secondario presentata nelle sezioni precedenti mostra che durante la crisi finanziaria i prezzi hanno seguito un andamento divergente nei vari segmenti dei mercati del finanziamento a lungo termine delle banche. Di conseguenza, l'accesso a questi ultimi è divenuto più oneroso per alcuni emittenti. Innanzitutto parte di questa divergenza è chiaramente imputabile a una valutazione del rischio e a una determinazione dei prezzi più accurate, a prescindere dal paese di origine degli emittenti, come si desume dalla differenziazione dei prezzi anche tra i singoli emittenti provenienti dai medesimi paesi con *rating* AAA (cfr. la dispersione dei prezzi nelle figure 10 e 11). Tuttavia, attualmente nel mercato primario dei titoli di debito bancari a lungo termine vi sono anche segnali di una differenziazione dei prezzi in base al paese, iniziata con la crisi del debito sovrano. Come illustrano le figure 5 e 6, durante il 2009 i costi sostenuti dalle banche per accedere al mercato primario delle obbligazioni a lungo termine dipendevano dalla categoria di *rating*. Inoltre, l'emissione di obbligazioni con garanzie governative era meno onerosa, con scarse differenze dovute all'origine del titolo garantito. Nel 2011 i costi di emissione nel mercato primario sono dipesi chiaramente dal paese di origine, più che dal merito di credito. Inoltre, le differenze dei costi delle obbligazioni garantite si sono accentuate tra i paesi. Queste evidenze, pur indicando esplicitamente un accesso in qualche misura più problematico al finanziamento mediante titoli di debito a lungo termine per le banche provenienti dai paesi fortemente interessati dalla crisi del debito sovrano, sarebbero in qualche misura imputabili alla percezione degli investitori che la qualità creditizia delle banche dipenda dalla robustezza delle obbligazioni sovrane, anziché da un segnale evidente di minor integrazione in questo mercato (cfr. anche la sezione 2). Il fatto inoltre che la nazionalità dell'emittente sia attualmente più importante dei *rating* ai fini della fissazione dei prezzi potrebbe anche riflettere in parte giudizi degli investitori non pienamente allineati con la valutazione delle agenzie di *rating*.

Dal punto di vista dell'integrazione finanziaria, è importante l'accesso all'intero mercato

dell'area dell'euro per tutti gli emittenti. Oltre agli indicatori di rischio, anche le quantità emesse nel mercato internazionale forniscono quindi molte informazioni. Alla luce di queste considerazioni, le figure 16 e 17 riportano la percentuale di obbligazioni emesse a livello internazionale, cioè obbligazioni vendute a investitori di almeno un altro paese oltre a quello di origine dell'emittente⁷⁾. Fino a metà 2007 questo indicatore aveva in genere segnalato un'elevata emissione internazionale di obbligazioni bancarie sia garantite che non garantite. Di fatto, quasi tutte le obbligazioni emesse dai paesi oggi fortemente colpiti dalla crisi del debito sovrano sono state emesse a livello internazionale. Dal confronto dei volumi di emissione del 2006 e del 2008 (ossia l'ultimo anno intero prima della crisi e il primo intero di crisi), l'emissione complessiva nei paesi dell'area dell'euro di obbligazioni bancarie internazionali è diminuita di 156 miliardi di euro (di 42 miliardi per le obbligazioni garantite) e l'emissione delle obbligazioni nazionali è aumentata di 72 miliardi di euro (di 113 miliardi per le obbligazioni garantite). Queste evidenze suggeriscono che le banche si sono attivate per compensare il deterioramento dei mercati internazionali di raccolta rivolgendosi agli investitori domestici.

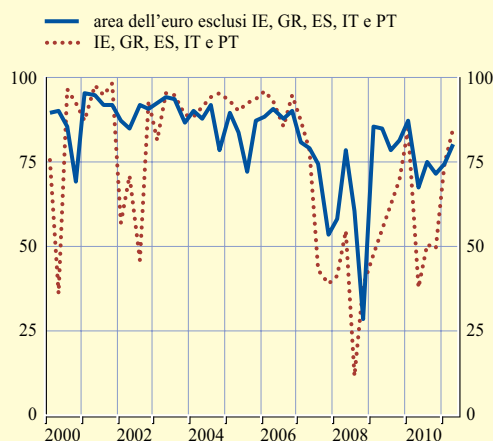
Dalla metà del 2007, al di là del calo dell'emissione internazionale (e complessiva) dopo il fallimento di Lehman Brothers⁸⁾, la quota di obbligazioni collocate a livello internazionale ha mostrato la tendenza a essere in qualche misura inferiore per le obbligazioni non garantite, ma non per quelle garantite. Per i paesi dell'area dell'euro meno interessati dalla crisi del debito sovrano, la quota delle obbligazioni bancarie internazionali emesse si è ampiamente norma-

7) Un motivo di cautela per questa misura risiede nel fatto che indica soltanto se una parte delle obbligazioni emesse sia stata venduta quanto meno a un investitore non nazionale.

8) Questo calo riflette in parte il fatto che la modesta attività di emissione in tale periodo ha indotto una cessazione quasi completa delle operazioni internazionali di grande entità. Ad esempio, per le obbligazioni garantite di tipo *jumbo*, collocate quasi interamente a livello internazionale, si è osservata nel mercato primario un'attività praticamente nulla nell'ultimo trimestre del 2008 e un'attività solo molto contenuta nel primo trimestre del 2009.

Figura 16 Quota di obbligazioni bancarie emesse a livello internazionale

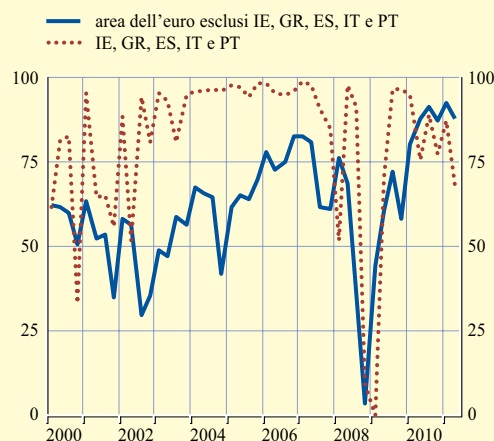
(incidenza sull'emissione totale; valori percentuali)



Fonti: Dealogic DCM Analytics ed elaborazioni della BCE.
Note: la nazionalità dell'emittente è determinata in base alla nazionalità della capogruppo o, se l'obbligazione è assistita da garanzia, alla nazionalità del garante. Non sono comprese le operazioni di autocartolarizzazione e le obbligazioni strutturate (cfr. anche le note alle figure 1 e 2).

Figura 17 Quota di obbligazioni garantite emesse a livello internazionale

(incidenza sull'emissione totale; valori percentuali)



Fonti: Dealogic DCM Analytics ed elaborazioni della BCE.
Note: la nazionalità dell'emittente è determinata in base alla nazionalità della capogruppo. Non sono comprese le operazioni di autocartolarizzazione.

lizzata dal primo trimestre del 2009. Questo processo è stato sospinto inizialmente da forti emissioni di obbligazioni con garanzia governativa, che per questi paesi sono state collocate prevalentemente a livello internazionale ⁹⁾. Per i paesi più colpiti dalla crisi del debito sovrano, il ritorno al mercato internazionale è stato più graduale, poiché l'effetto delle emissioni internazionali con garanzia governativa è stato offuscato da un aumento molto marcato delle obbligazioni non garantite collocate sul mercato domestico. Negli ultimi tre trimestri del 2010 questo gruppo di paesi ha assistito a una nuova flessione della quota delle emissioni internazionali con l'acuirsi della crisi del debito sovrano. In tale periodo l'ammontare delle obbligazioni con garanzia governativa provenienti da questi paesi era costituito per metà da emissioni nazionali, rispetto a un'incidenza inferiore al 10 per cento nelle precedenti fasi della crisi.

Per quanto concerne il mercato delle obbligazioni garantite, la quota delle emissioni internazionali è migliorata a partire dal secondo trimestre del 2009, sulla scorta di un'attività fortemente accresciuta nel mercato primario

dopo l'annuncio e l'attuazione del CBPP da parte della BCE. Nel complesso, l'emissione internazionale nei mercati delle obbligazioni garantite dei paesi meno colpiti dalla crisi del debito sovrano sarebbe attualmente superiore rispetto al periodo precedente alla crisi, probabilmente per effetto di una maggiore conoscenza e interesse degli investitori per questo prodotto oggi rispetto ad allora. Per contro, le banche residenti nei paesi in cui attualmente si osservano tensioni nei mercati del debito sovrano tenderebbero in qualche misura a dipendere dagli investitori domestici più di quanto avvenisse prima della crisi.

Nel complesso, ampie oscillazioni del tasso di partecipazione degli investitori internazionali potrebbero amplificare le oscillazioni nei singoli mercati attraverso gli effetti esercitati sulla domanda. Inoltre, periodi prolungati di bassa attività internazionale possono comportare dif-

9) Per i paesi meno colpiti dalla crisi del debito sovrano, la partecipazione transnazionale potrebbe essere in parte riconducibile agli effetti della fuga verso investimenti di qualità (*flight to quality*).

ferenziali di prezzo permanenti non connessi al credito poiché potrebbero influire negativamente sulle condizioni di liquidità nei segmenti di mercato di fatto esclusi dal resto dell'area dell'euro. Sulla base della quota di emissioni internazionali, non si può escludere che i bassi livelli di partecipazione degli investitori internazionali, soprattutto in periodi di acute tensioni provenienti o dal settore bancario o dai mercati del debito sovrano, potrebbero aver accentuato le differenze nei costi di finanziamento a lungo termine tra i paesi dell'area dell'euro. Non esistono tuttavia chiare evidenze del fatto che la crisi abbia comportato una segmentazione permanente in termini di partecipazione al mercato primario all'interno dell'area dell'euro.

Oltre ai costi e alla possibilità di accesso delle banche ai mercati del finanziamento a lungo termine nell'area dell'euro, un indicatore importante dell'integrazione dei mercati è costituito dai titoli di debito bancari a lungo termine detenuti oltre confine. Per esaminare questo aspetto, la figura 18 riporta l'incidenza delle consistenze transfrontaliere dei titoli di debito emessi dal-

le IFM dell'area dell'euro e detenuti da questo stesso settore. La figura mostra una tendenza al rialzo delle disponibilità internazionali dell'area dell'euro tra il 2000 e il 2007. Durante la crisi la quota di queste ultime è diminuita in qualche misura ma è rimasta elevata rispetto agli inizi dell'ultimo decennio.

Nel complesso, sintetizzando le evidenze desunte dagli indicatori sui prezzi, sull'emissione e sui titoli di debito bancari a lungo termine in portafoglio, vi sono indicazioni di difficoltà di accesso al mercato per gli emittenti di alcuni paesi, soprattutto in termini di prezzo. Tuttavia, l'integrazione finanziaria non comporta un'assenza di differenziali e nel complesso non vi sono chiari segnali del fatto che il mercato dell'area dell'euro per i titoli di debito bancari a lungo termine sia attualmente meno integrato rispetto agli anni precedenti alla forte espansione delle emissioni.

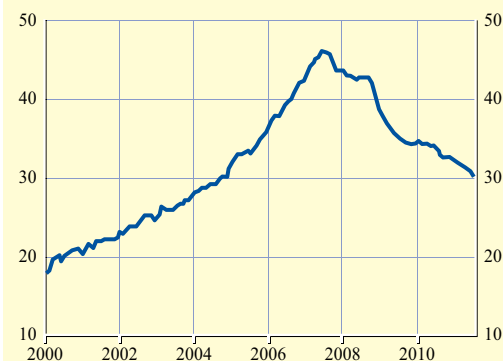
4.2 IMPLICAZIONI PER LA TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA

Contrariamente alla tesi secondo cui le banche non svolgono un ruolo attivo bensì fungono da intermediari passivi attraverso i quali le banche centrali influenzano l'economia nel suo complesso, la crisi in atto ha messo in evidenza l'importanza di un funzionamento efficiente dell'intermediazione finanziaria per favorire un'ordinata trasmissione della politica monetaria. Pertanto, la cosiddetta *credit view*¹⁰⁾, che attribuisce un ruolo speciale alle banche nei processi di trasmissione della politica monetaria, potrebbe essere l'approccio più promettente per spiegare e comprendere le esperienze degli anni recenti.

Una componente importante della *credit view* è la presenza di frizioni nei mercati creditizi, derivanti ad esempio da informazioni imperfette, che implicano un divario tra i costi di provvista sul mercato interno e su quelli esterni. Inciden-

Figura 18 Quota delle consistenze transfrontaliere di titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro e detenuti da questo stesso settore

(quota sulle disponibilità detenute, escluso l'Eurosistema; valori percentuali)



Fonti: Dealogic DCM Analytics ed elaborazioni della BCE.

Note: le quote delle consistenze transfrontaliere dell'area dell'euro corrispondono alle consistenze in titoli di debito emessi dalle IFM di tutti i paesi dell'area dell'euro detenute da tutte le IFM dell'area dell'euro (escluso l'Eurosistema) al netto delle emissioni del rispettivo paese di origine, divise per le stesse consistenze comprensive però anche delle emissioni del rispettivo paese di origine. Sono considerati solo i titoli con oltre due anni alla scadenza.

10) Cfr. Bernanke, B. S. e M. Gertler, "Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n. 4, autunno 1995, pp. 27-48.

do sulle condizioni economiche generali e sulle aspettative di crescita e redditività future, la politica monetaria può influenzare i costi della raccolta sul piano internazionale in misura maggiore rispetto alla variazione dell'evoluzione attesa per i tassi di interesse a breve termine. Questo canale può funzionare attraverso il premio versato dai prenditori non finanziari quando ottengono finanziamenti o sul mercato o dal sistema bancario. Ad esempio, in confronto ai costi di provvista sul mercato, il premio corrisposto dai prenditori di fondi alle banche riflette il fatto che esse dispongano di informazioni private desunte dalla selezione e dal monitoraggio della clientela. Inoltre, il canale di trasmissione può anche funzionare attraverso il premio che le banche devono pagare per finanziarsi sul mercato.

L'attribuzione di un ruolo importante alle banche nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria fa sì che, in una prospettiva di banca centrale, diventi importante seguire con attenzione gli andamenti tendenziali e le condizioni dei mercati della raccolta bancaria, poiché questi possono in alcuni periodi attenuare o amplificare l'effetto degli interventi di politica monetaria sull'economia reale. Per avere una visione più completa sia delle condizioni attuali che delle aspettative su quelle future nei mercati della raccolta bancaria nonché dell'influenza che queste condizioni possono esercitare sull'offerta di credito bancario, le banche centrali possono anche condurre indagini in cui si chiede agli istituti di quantificare tali effetti. Ad esempio, l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*) correla la capacità delle banche di accedere al finanziamento sul mercato ai criteri di erogazione del credito applicati dalle stesse¹¹⁾. Inoltre, in tale indagine sono state introdotte durante la crisi alcune domande puntuali incentrate specificamente sulla situazione nei mercati finanziari.

Poiché i mercati della raccolta bancaria sono soggetti ad altri shock oltre agli interventi di politica monetaria, questi possono comportare variazioni nei flussi creditizi diverse da quelle che

discendono dall'orientamento di politica monetaria. Per esempio, durante la recente crisi, benché la domanda di prestiti fosse senza dubbio più debole del consueto, i timori per l'offerta di credito dovuti all'elevata avversione al rischio delle banche, il malfunzionamento dei mercati della raccolta e la necessità di ridimensionare la leva finanziaria erano diffusi in molte economie. Pur non essendo necessario che una banca centrale cerchi di contrastare ogni shock o inefficienza in un determinato mercato, in situazioni estreme l'importanza del finanziamento sul mercato può far sì che una banca centrale debba ricorrere a misure non convenzionali mirate a segmenti specifici dei mercati per assicurare che il flusso di credito non sia compromesso dal loro malfunzionamento. Ad esempio, uno degli obiettivi del CBPP della BCE era di "incoraggiare gli enti creditizi a mantenere e accrescere i prestiti alla clientela"¹²⁾.

Quanto all'evidenza empirica, l'analisi nelle sezioni precedenti mostra che attualmente nell'area dell'euro i mercati degli strumenti per il finanziamento a lungo termine delle banche sono caratterizzati da una notevole eterogeneità tra i vari emittenti e paesi. Come mostra la tavola seguente, il premio chiesto dagli investitori alle banche di diversi paesi è maggiore rispetto a due anni fa, durante la fase di ripresa dopo la crisi di Lehman Brothers¹³⁾. Anche la differenziazione da un paese all'altro ha registrato un marcato aumento. Analogamente, vi sono segnali di una crescente divergenza tra i tassi sui prestiti applicati dalle IFM situate nei vari paesi dell'area dell'euro. In questo contesto, in una prospettiva di politica monetaria è molto importante tenere

11) Per uno studio empirico che si avvale delle informazioni desunte dall'indagine sul credito bancario dell'area dell'euro (e dalla *US Senior Loan Officer Survey*) per individuare le variazioni della domanda e dell'offerta di prestiti, cfr. Ciccarelli, M., A. Maddaloni e J.-L. Peydró, *Trusting the bankers – A new look at the credit channel of monetary policy*, Working Paper della BCE, n. 1228, luglio 2010.

12) Decisione della Banca centrale europea, del 2 luglio 2009, sull'attuazione di un programma per l'acquisto di obbligazioni garantite (BCE/2009/16).

13) Per una migliore comparabilità, la tavola presenta i premi sui CDS, che sono per lo più simili ai differenziali delle obbligazioni bancarie corrispondenti nel mercato secondario rispetto ai tassi *swap*.

Premi sui CDS bancari e tassi di interesse a breve termine delle IFM sui prestiti alle società non finanziarie in alcuni paesi dell'area dell'euro

(tassi di interesse espressi in percentuale in ragione d'anno; nuove operazioni; premi sui CDS in punti base)

	Premi sui CDS settembre 2009	Premi sui CDS settembre 2011	Tassi di interesse settembre 2009	Tassi di interesse settembre 2011
Germania	91	271	2,43	3,13
Francia	81	284	1,84	2,94
Italia	58	472	2,28	3,32
Spagna	152	823	2,66	3,68
Portogallo	87	1.066	4,36	6,14
Irlanda	631	514	2,82	3,81
Grecia	144	2.246	3,62	5,91
<i>Differenza (max-min)</i>	<i>573</i>	<i>1.975</i>	<i>2,51</i>	<i>3,19</i>

Fonti: Datastream, BCE ed elaborazioni dell'Eurosistema.

Note: i tassi di interesse a breve termine fanno riferimento alle scadenze fino a un anno. Per i tassi di interesse gli ultimi dati disponibili risalgono al luglio 2011, mentre i premi sui CDS corrispondono al premio mediano delle medie mobili a cinque giorni alla fine della quarta settimana di settembre. Per l'Irlanda i dati disponibili riguardano una sola banca.

sotto osservazione gli andamenti tendenziali e le condizioni dei mercati per il finanziamento a lungo termine delle banche.

4.3 IMPLICAZIONI PER LA STABILITÀ E LA REGOLAMENTAZIONE DEL SETTORE BANCARIO

Un insegnamento fondamentale della crisi consiste nella necessità di una regolamentazione delle banche in modo da evitare eccessivi rischi di liquidità attraverso un ricorso sproporzionato al finanziamento a breve termine. Ciò nonostante, il finanziamento a lungo termine delle banche può comportare altri rischi per l'economia. Se si fissano costi di raccolta elevati per un periodo prolungato, vi è il rischio che le banche trasmettano detti costi ai prenditori per molto tempo in futuro¹⁴). Nondimeno, il ricorso delle banche al finanziamento mediante titoli di debito a lungo termine dovrebbe ridurre la loro esposizione alla volatilità del mercato nel breve termine, soprattutto in periodi di frequente mutazione del clima di fiducia e della propensione al rischio degli investitori. Pertanto, il ricorso attivo delle banche ai mercati del finanziamento mediante debito a lungo termine nei paesi dell'area dell'euro andrebbe sostenuto e l'ordinato funzionamento di questi mercati dovrebbe costituire un obiettivo importante per le autorità di regolamentazione e vigilanza (per una rassegna dei recenti sviluppi della regola-

mentazione e le relative implicazioni per i mercati degli strumenti di finanziamento del settore a lungo termine, cfr. riquadro 1).

Quanto all'attuale situazione in questi mercati, soprattutto se si confrontano i dati dei vari paesi dell'area dell'euro, il notevole livello di dispersione dei costi di provvista è connesso in ampia misura alla crisi del debito sovrano. Ciò mette in evidenza quanto sia importante che i debitori sovrani conducano le finanze pubbliche su un percorso sostenibile, anche nella prospettiva di ridurre la divergenza nei costi della provvista bancaria. Inoltre, adeguate prassi di gestione del rischio nelle banche dovrebbero indebolire il nesso tra il rischio sovrano e quello del settore bancario. Poiché la dispersione dei costi è anche chiaramente visibile all'interno dei paesi, a indicazione del fatto che gli operatori di mercato sono più attenti nel valutare e quantificare il rischio di credito, le banche dovrebbero, ove necessario, accrescere la propria base patrimoniale, in modo da diminuire il premio di finanziamento richiesto dagli investitori nei titoli di debito bancari a lungo termine.

14) Per evidenze empiriche sul fatto che le banche dipendenti dal finanziamento sul mercato trasmettono gli shock nei mercati obbligazionari ai prenditori, cfr. ad esempio Hale, G. e J. A. C. Santos (2010), *Do Banks Propagate Debt Market Shocks?*, Working Paper della Federal Reserve Bank of San Francisco, n. 2010-08.

Riquadro 1

IMPLICAZIONI DEGLI SVILUPPI DELLA REGOLAMENTAZIONE PER I MERCATI DEGLI STRUMENTI DI FINANZIAMENTO DEL SETTORE BANCARIO MEDIANTE DEBITO A LUNGO TERMINE

Negli anni recenti il Financial Stability Board (FSB) e il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) hanno svolto, sotto l'egida del G20, un'ingente mole di lavoro sulla riforma della regolamentazione del settore finanziario. In particolare, Basilea 3 costituisce il cardine della riforma della regolamentazione per il settore bancario, intesa a rafforzare l'ampia gamma dei precedenti requisiti prudenziali attraverso l'inasprimento delle misure esistenti e l'introduzione di standard del tutto nuovi, come i requisiti per la liquidità e un coefficiente di leva finanziaria non incentrato sul rischio.

Ci si attende che l'introduzione di questi nuovi standard determini un miglioramento significativo della capacità di tenuta del sistema bancario. Al contempo, le possibili implicazioni che le norme potrebbero avere dal lato sia dell'offerta sia della domanda dei vari segmenti dei mercati finanziari devono essere studiate con attenzione e tenute sotto osservazione.

Il presente riquadro analizza, in particolare, le implicazioni dei nuovi standard di liquidità per gli strumenti di finanziamento del settore bancario mediante il ricorso al debito a lungo termine. Contrariamente agli standard relativi alla solvibilità degli istituti (stabiliti nello schema di regolamentazione di Basilea 2 e recepiti nell'ordinamento europeo), i requisiti di liquidità si sono finora sottratti all'armonizzazione internazionale: le regole prudenziali nazionali in materia di liquidità (laddove presenti) differiscono notevolmente da un paese all'altro. I nuovi standard di liquidità costituiscono quindi il primo esempio di consenso internazionale su requisiti di liquidità.

In reazione all'inadeguatezza delle prassi di gestione del rischio di liquidità delle banche messa in evidenza dalla crisi finanziaria, nel dicembre 2010 il CBVB ha proposto due nuovi standard che fissano livelli minimi di liquidità: 1) l'indicatore di breve termine (*Liquidity Coverage Ratio*, LCR) intende assicurare che le banche detengano attività liquide di elevata qualità in quantità sufficiente a resistere in uno scenario di crisi acuta della durata di un mese; 2) nel più lungo periodo, l'indicatore strutturale (*Net Stable Funding Ratio*, NSFR) accresce gli incentivi per le banche a finanziarsi con un maggiore ricorso a fonti stabili in termini strutturali.

Il punto di partenza per l'analisi dell'impatto della nuova regolamentazione sul rischio di liquidità sui mercati dei capitali consiste nei "punti di segmentazione" relativi a) alla definizione di "attività liquida" e b) alla definizione di "scadenza a lungo termine" (30 giorni per l'LCR e 1 anno per l'NSFR). Questi punti di segmentazione (o soglie) definiscono in quale tipo di attività le banche saranno incentivate/disincentivate a investire e quali tipologie di fonti di finanziamento saranno incentivate/disincentivate a utilizzare. Nel complesso, è probabile che i requisiti di liquidità influiscano su entrambi i lati dei bilanci del sistema bancario, in quanto le banche dovranno sia detenere più attività liquide, sia allungare la durata media del debito emettendo titoli a più lungo termine. Sebbene non sia del tutto noto il modo preciso in cui i bilanci del sistema bancario si modificheranno nell'attuale congiuntura, ci si può attendere quanto segue.

– *In primo luogo, occorrerà finanziare le maggiori consistenze di attività liquide obbligatorie ai sensi dell'LCR: dal lato dell'attivo del bilancio, le banche probabilmente cercheranno di*

acquisire più attività liquide idonee, come titoli di Stato liquidi e con *rating* elevato (AA- o superiore) e anche obbligazioni garantite e societarie con alto merito di credito. Ipotizzando dimensioni costanti del bilancio bancario, a tali acquisizioni dovrà corrispondere una riduzione delle altre attività “non liquide”, come obbligazioni sovrane e societarie con *rating* più basso nonché attività non negoziabili (quali i prestiti). A un livello più strutturale, non si può escludere che l’attività complessiva di alcuni segmenti del mercato dei capitali diminuirà se le banche saranno fortemente disincentivate ad acquisire determinati strumenti del mercato dei capitali, come obbligazioni sovrane, obbligazioni garantite e obbligazioni societarie con merito di credito più basso, obbligazioni emesse da istituzioni finanziarie nonché azioni e altre partecipazioni.

In alternativa, dal *lato del passivo*, le banche potrebbero cercare di ridurre i “deflussi di cassa netti” nel periodo di stress di 30 giorni (il denominatore dell’LCR). Ciò potrebbe essere realizzato in vari modi, ad esempio riducendo il ricorso al finanziamento all’ingrosso a breve termine, diminuendo gli impegni di liquidità nei confronti dei veicoli fuori bilancio e ricorrendo in misura maggiore al finanziamento “stabile” mediante depositi e alle emissioni a più lungo termine.

- *In secondo luogo, nel quadro dell’NSFR si avrà un’accresciuta domanda di strumenti di provvista della liquidità a più lungo termine*: oltre all’effetto positivo sull’NSFR derivante dal rispetto dell’LCR, le banche dovranno adottare una serie di iniziative per conseguire un coefficiente di finanziamento strutturale soddisfacente. Un insieme plausibile di interventi potrebbe essere il seguente: innanzitutto, si possono detenere più strumenti di capitale in rapporto al debito aumentando il capitale di base (*tier 1*) e riducendo il finanziamento all’ingrosso a breve termine. La plausibilità di questo scenario cresce ulteriormente in considerazione del nuovo schema di regolamentazione patrimoniale che impone alle banche di detenere livelli più elevati di *tier 1* (cfr. infra). In secondo luogo, le banche potrebbero allungare la scadenza del finanziamento all’ingrosso oltre l’anno emettendo ad esempio più obbligazioni a lungo termine. Sia il primo che il secondo intervento accrescerebbero l’“ammontare disponibile di provvista stabile” (il numeratore dell’NSFR). In terzo luogo, a integrazione del rispetto dell’LCR, le banche potrebbero sostituire nei propri portafogli di investimento le obbligazioni con *rating* più basso con una maggiore quantità di quelle idonee a *rating* elevato. In questo processo, però, potrebbero essere sostituite/ridotte anche altre tipologie di attività, compresi i prestiti a lungo termine al settore privato. Questo terzo intervento ridurrebbe l’“ammontare obbligatorio di provvista stabile” (il denominatore dell’NSFR).

Nel complesso, è probabile che siano ridimensionati i mercati che comportano un finanziamento all’ingrosso a breve termine senza garanzie o attività “non liquide”, come le obbligazioni di altre banche e obbligazioni di società non finanziarie di bassa qualità, mentre crescerà presumibilmente la domanda nei mercati del finanziamento a più lungo termine e delle attività più liquide come il debito sovrano e le obbligazioni garantite di elevata qualità. Allo stesso tempo potrebbero emergere innovazioni finanziarie indotte dalla regolamentazione, adattate agli orizzonti temporali fissati dalla normativa sulla liquidità.

Oltre ai nuovi criteri di liquidità, altri aspetti della riforma della regolamentazione potrebbero influire sulla domanda e sull’offerta delle banche di alcune tipologie di strumenti di debito. Da un lato, i requisiti patrimoniali più elevati consentiranno di attenuare gli effetti delle insol-

venze e pertanto (a parità di condizioni) ridurranno la rischiosità degli investimenti effettuati dai detentori di obbligazioni. Dall'altro lato, per ridurre la probabilità di fallimenti bancari destabilizzanti e molto costosi, le autorità di regolamentazione stanno valutando se si possano utilizzare forme di *bail-in*¹⁾ per aiutare a ricapitalizzare le banche in periodi di tensione. Tale approccio potrebbe accrescere le difficoltà di raccolta per le banche poiché è probabile che gli investitori chiedano un maggiore premio al rischio per investire negli strumenti di debito del settore bancario.

Sono in corso anche alcune riforme riguardanti le istituzioni finanziarie non bancarie, che avranno probabilmente un impatto sulla domanda di strumenti di debito delle banche. Per le compagnie di assicurazione europee, ad esempio, sarà più costoso detenere sia obbligazioni sia azioni emesse dalle banche ai sensi delle nuove proposte sullo schema Solvency II²⁾, la cui introduzione è prevista all'inizio del 2013. In termini generali, detto schema può dar luogo a una preferenza per il debito sovrano e per il debito bancario a breve termine e con *rating* più elevato (soprattutto obbligazioni garantite), rispetto a titoli di altre società, e potrebbe ridurre la capacità delle banche di emettere titoli di debito non garantiti.

I nuovi requisiti di liquidità sono anche soggetti a un lungo periodo di osservazione durante il quale va condotta un'attenta valutazione degli effetti indesiderati, che potrebbe comportare un ulteriore aggiustamento. In Europa, la Commissione europea ha proposto (il 20 luglio 2011) una revisione della direttiva sui requisiti patrimoniali allo scopo di recepire Basilea 3 nel diritto dell'Unione europea. Quanto ai requisiti di liquidità, la Commissione propone l'introduzione di un indice di copertura della liquidità (dopo un periodo di osservazione e di revisione) nel 2015, in linea con le disposizioni di Basilea 3. Per quanto concerne il coefficiente strutturale, la Commissione si avvarrà del periodo di osservazione più lungo (fino al 2018) previsto da Basilea 3 per elaborare una proposta legislativa.

- 1) Secondo il concetto di *bail-in*, i detentori di titoli di debito bancari rischierebbero che alcune *tranche* fossero ristrutturate (sottoposte cioè a svalutazione o a conversione in strumenti di capitale), qualora fosse soddisfatto un insieme di condizioni determinanti. Tra le autorità di regolamentazione è ancora in corso il dibattito sulla funzionalità del debito sottoposto a *bail-in* e sul modo in cui strutturarne.
- 2) Si tratta di uno schema creato dalla Commissione europea e non dall'Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa, l'equivalente del CBVB nel settore assicurativo. Pertanto è più incerta l'influenza dello stesso all'esterno dell'Unione europea, rispetto a Basilea 3.

5 CONCLUSIONI

Il presente articolo esamina lo stato corrente dei mercati dell'area dell'euro per gli strumenti di finanziamento a lungo termine del settore bancario e analizza le implicazioni per l'integrazione finanziaria, la politica monetaria e la regolamentazione.

Nella prima parte, l'articolo mostra che la maggioranza dei segmenti di mercato per la raccolta a lungo termine ha evidenziato una ripresa dopo le tensioni registrate durante la crisi, an-

cora soltanto parziale sotto alcuni aspetti. Allo stesso tempo, i mercati sono stati nuovamente influenzati dalla crisi del debito sovrano nonché dall'accresciuta consapevolezza complessiva degli investitori in merito alla valutazione e alla quantificazione del rischio di credito.

Nella seconda parte l'articolo conclude che nella prospettiva dell'integrazione finanziaria, sebbene la valutazione di mercato sia attualmente connessa al paese di origine delle banche, non si riscontra che la crisi abbia indotto una segmentazione permanente in termini di partecipazione al

mercato primario all'interno dell'area dell'euro. Dal punto di vista della politica monetaria, il divario nell'accesso e nei costi del finanziamento a lungo termine per le banche può avere un impatto negativo sulla concessione di prestiti bancari e quindi pregiudicare la trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro.

Nel complesso, è prevedibile che l'eliminazione dei fattori negativi che attualmente influenzano i mercati dell'area dell'euro per il finanziamento a lungo termine del settore bancario conduca a una situazione in cui il divario tra emittenti

rifletta soltanto le differenze fondamentali nei fattori di rischio. Diversità tra emittenti possono ovviamente persistere anche all'interno di un solido sistema finanziario costituito da banche che perseguono modelli imprenditoriali diversi. Tuttavia, l'obiettivo delle autorità di regolamentazione e delle banche stesse dell'area dell'euro dovrebbe essere di ridurre queste discrepanze a livelli sostenibili, incentrandosi sulla riduzione del livello complessivo del rischio di credito mediante l'aumento della base patrimoniale e il rafforzamento dei sistemi di gestione dei rischi.

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO



INDICE ¹⁾

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

S5

I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

S6

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

S7

1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante procedura d'asta

S8

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

S9

2 MONETA, BANCHE E ALTRE SOCIETÀ FINANZIARIE

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro

S10

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro

S11

2.3 Statistiche monetarie

S12

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM

S14

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM

S17

2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM

S20

2.7 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM

S21

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

S22

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

S23

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

S24

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

S25

3 CONTI DELL'AREA DELL'EURO

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale

S26

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

S30

3.3 Famiglie

S32

3.4 Società non finanziarie

S33

3.5 Società di assicurazione e fondi pensione

S34

4 MERCATI FINANZIARI

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

S35

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

S36

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

S38

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

S40

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

S42

4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

S44

4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro

S45

4.8 Indici del mercato azionario

S46

5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

S47

5.2 Produzione e domanda

S50

5.3 Mercato del lavoro

S54

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

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

Segni convenzionali nelle tavole

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



TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

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

1. Andamenti monetari e tassi di interesse ¹⁾

	M1 ²⁾	M2 ²⁾	M3 ²⁾³⁾	M3 ²⁾³⁾ media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche ²⁾	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM ²⁾	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor; valori percentuali in ragione d'anno; valori medi)	Tassi a pronti a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno; fine periodo) ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8
2009	9,5	4,8	3,3	-	1,6	23,7	1,22	3,76
2010	8,5	1,8	0,5	-	0,6	3,9	0,81	3,36
2010 4° trim.	4,9	2,2	1,5	-	1,7	2,1	1,02	3,36
2011 1° trim.	3,2	2,4	1,9	-	2,4	2,2	1,10	3,66
2° trim.	1,7	2,4	2,1	-	2,6	1,4	1,42	3,41
3° trim.	1,4	2,3	2,4	-	2,5	.	1,56	2,48
2011 mag.	1,2	2,4	2,3	2,1	2,7	1,2	1,43	3,37
giu.	1,3	2,3	1,9	2,1	2,5	1,6	1,49	3,41
lug.	1,0	2,2	2,1	2,3	2,4	1,2	1,60	3,06
ago.	1,7	2,4	2,7	2,6	2,5	0,4	1,55	2,76
set.	2,0	2,5	3,1	.	2,5	.	1,54	2,48
ott.	.	.	.	.	.	.	1,58	2,79

2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro ⁵⁾

	IAPC ¹⁾	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	PII (dest.)	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'industria mani- fatturiera (in perc.)	Occupazione (dest.)	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro; dest.)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2009	0,3	-5,1	2,7	-4,2	-14,8	70,9	-1,9	9,6
2010	1,6	2,9	1,6	1,8	7,5	76,9	-0,5	10,1
2011 2° trim.	2,8	6,3	3,6	1,6	4,2	81,2	0,5	10,0
3° trim.	2,7	.	.	.	.	80,3	.	10,2
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.
2011 mag.	2,7	6,2	-	-	4,3	-	-	10,0
giu.	2,7	5,9	-	-	2,8	-	-	10,0
lug.	2,5	6,1	-	-	4,4	80,8	-	10,1
ago.	2,5	5,8	-	-	5,6	-	-	10,1
set.	3,0	.	-	-	.	-	-	10,2
ott.	3,0	.	-	-	.	79,7	-	.

3. Statistiche sull'estero

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)			Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Posizione patrimoniale netta sull'estero (in percentuale del PIL)	Debito estero lordo (in percentuale del PIL)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-20 ⁶⁾ (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Investimenti diretti e di portafoglio					Nominale	Reale (IPC)	
		Beni							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2009	-18,6	36,0	158,6	462,4	-15,7	116,3	111,7	110,6	1,3948
2010	-36,7	12,9	98,1	591,2	-13,4	120,2	104,6	103,0	1,3257
2010 4° trim.	4,7	5,5	99,0	591,2	-13,4	120,2	104,4	102,4	1,3583
2011 1° trim.	-27,8	-13,0	118,7	576,6	-13,4	117,3	103,7	101,5	1,3680
2° trim.	-20,1	-2,7	127,1	580,9	-14,5	119,4	106,4	104,2	1,4391
3° trim.	.	.	.	646,7	.	.	104,6	102,1	1,4127
2011 mag.	-15,7	0,6	37,3	592,7	.	.	106,0	103,8	1,4349
giu.	0,6	0,5	101,5	580,9	.	.	106,1	104,0	1,4388
lug.	-1,6	3,3	-20,5	621,6	.	.	105,2	102,6	1,4264
ago.	-4,2	-3,1	35,7	656,4	.	.	104,9	102,3	1,4343
set.	.	.	.	646,7	.	.	103,8	101,4	1,3770
ott.	.	.	.	.	.	.	104,0	101,7	1,3706

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

	7 ottobre 2011	14 ottobre 2011	21 ottobre 2011	28 ottobre 2011
Oro e crediti in oro	419.824	419.823	419.824	419.825
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	226.804	227.103	226.877	228.491
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	34.593	32.231	32.496	32.685
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	20.437	19.803	21.563	26.714
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	580.690	586.619	585.241	596.442
Operazioni di rifinanziamento principali	198.881	204.939	201.182	197.438
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	378.935	379.474	379.474	395.996
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	2.837	2.166	4.562	2.852
Crediti connessi a scarti di garanzia	38	40	22	156
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	68.334	78.180	79.747	84.998
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	560.742	562.443	567.214	571.339
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	222.253	224.496	228.691	232.706
Altri titoli	338.489	337.946	338.523	338.634
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	33.965	33.966	33.966	33.966
Altre attività	350.340	350.689	346.248	338.912
Attività totali	2.295.727	2.310.857	2.313.175	2.333.373

2. Passività

	7 ottobre 2011	14 ottobre 2011	21 ottobre 2011	28 ottobre 2011
Banconote in circolazione	859.614	859.517	858.311	863.122
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	571.514	597.991	580.330	596.587
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	154.144	298.573	213.075	178.704
Depositi <i>overnight</i>	255.569	136.194	202.098	248.057
Depositi a tempo determinato	160.500	163.000	165.000	169.500
Operazioni temporanee di <i>fine tuning</i>	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	1.301	223	157	327
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	1.957	3.494	3.743	3.463
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	62.406	53.281	77.221	75.072
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	48.289	48.319	48.241	49.561
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	3.676	2.545	1.891	2.799
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	12.250	10.449	11.040	11.386
Contropartite dei DSP dell'FMI	54.486	54.486	54.486	54.486
Altre passività	216.779	216.017	213.154	212.140
Rivalutazioni	383.276	383.276	383.276	383.276
Capitale e riserve	81.481	81.481	81.481	81.481
Passività totali	2.295.727	2.310.857	2.313.175	2.333.373

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

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

Con effetto dal ¹⁾	Depositi <i>overnight</i> presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale	
			Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile	Variazione	Livello	Variazione
	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Livello	Livello			
	Livello 1	Variazione 2	Livello 3	Livello 4	Variazione 5	Livello 6	Variazione 7
1999 1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9 apr.	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5 nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4 feb.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17 mar.	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28 apr.	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9 giu.	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1 set.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6 ott.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11 mag.	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31 ago.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18 set.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9 nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6 dic.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7 mar.	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6 giu.	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005 6 dic.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006 8 mar.	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
15 giu.	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
9 ago.	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
11 ott.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
13 dic.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007 14 mar.	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
13 giu.	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008 9 lug.	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
8 ott.	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
9 ⁴⁾	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
15 ⁵⁾	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...
12 nov.	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
10 dic.	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75
2009 21 gen.	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	...
11 mar.	0,50	-0,50	1,50	-	-0,50	2,50	-0,50
8 apr.	0,25	-0,25	1,25	-	-0,25	2,25	-0,25
13 mag.	0,25	...	1,00	-	-0,25	1,75	-0,50
2011 13 apr.	0,50	0,25	1,25	-	0,25	2,00	0,25
13 lug.	0,75	0,25	1,50	-	0,25	2,25	0,25
9 nov.	0,50	-0,25	1,25	-	-0,25	2,00	-0,25

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 di rifinanziamento principali su iniziativa delle controparti intorno al tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Il 21 gennaio il corridoio è stato riportato a 200 punti base.
- L'8 ottobre 2008 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali sarebbero state condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Questa modifica sostituisce la decisione precedente (assunta lo stesso giorno) di ridurre di 50 punti base il tasso minimo d'offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali condotte mediante asta a tasso fisso.

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

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
				Aste a tasso fisso	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Operazioni di rifinanziamento principali								
2011 20 lug.	197.070	291	197.070	1,50	-	-	-	7
27	164.200	193	164.200	1,50	-	-	-	7
3 ago.	172.021	168	172.021	1,50	-	-	-	7
10	157.073	153	157.073	1,50	-	-	-	7
17	147.689	139	147.689	1,50	-	-	-	7
24	133.674	133	133.674	1,50	-	-	-	7
31	121.669	135	121.669	1,50	-	-	-	7
7 set.	115.408	126	115.408	1,50	-	-	-	7
14	163.768	142	163.768	1,50	-	-	-	7
21	201.149	153	201.149	1,50	-	-	-	7
28	208.349	159	208.349	1,50	-	-	-	7
5 ott.	198.881	166	198.881	1,50	-	-	-	7
12	204.939	166	204.939	1,50	-	-	-	7
19	201.182	164	201.182	1,50	-	-	-	7
26	197.438	152	197.438	1,50	-	-	-	6
1 nov.	182.773	143	182.773	1,50	-	-	-	8
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine								
2011 15 giu.	69.403	60	69.403	1,25	-	-	-	28
30 ⁵⁾	132.219	265	132.219	1,46	-	-	-	91
13 lug.	67.748	57	67.748	1,50	-	-	-	28
28 ⁵⁾	84.977	165	84.977	1,50	-	-	-	91
10 ago.	75.751	39	75.751	1,50	-	-	-	35
11 ⁵⁾	49.752	114	49.752	.	-	-	-	203
1 set. ⁵⁾	49.356	128	49.356	.	-	-	-	91
14	54.222	37	54.222	1,50	-	-	-	28
29 ⁵⁾	140.628	214	140.628	.	-	-	-	84
12 ott.	59.062	39	59.062	1,50	-	-	-	28
27 ⁵⁾	56.934	181	56.934	.	-	-	-	371
27 ⁵⁾	44.564	91	44.564	.	-	-	-	91

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile					Durata della operazione (giorni)
					Aste a tasso fisso	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso massimo di offerta	Tasso marginale ⁵⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2011 10 ago.	Raccolta di depositi a tempo determinato	95.431	65	74.000	-	-	1,50	1,14	1,01	7
17	Raccolta di depositi a tempo determinato	123.165	78	96.000	-	-	1,50	1,20	0,96	7
24	Raccolta di depositi a tempo determinato	132.874	91	110.500	-	-	1,50	1,15	1,03	7
31	Raccolta di depositi a tempo determinato	152.913	98	115.500	-	-	1,50	1,14	1,02	7
7 set.	Raccolta di depositi a tempo determinato	173.575	100	129.000	-	-	1,50	1,05	1,00	7
13	Raccolta di depositi a tempo determinato	167.763	130	166.963	-	-	1,50	1,30	1,27	1
14	Raccolta di depositi a tempo determinato	187.685	104	143.000	-	-	1,50	1,06	1,01	7
21	Raccolta di depositi a tempo determinato	203.366	109	152.500	-	-	1,50	1,05	0,99	7
28	Raccolta di depositi a tempo determinato	202.875	103	156.500	-	-	1,50	1,15	1,05	7
5 ott.	Raccolta di depositi a tempo determinato	240.553	100	160.500	-	-	1,50	1,02	0,96	7
11	Raccolta di depositi a tempo determinato	273.916	153	273.816	-	-	1,50	1,30	1,27	1
12	Raccolta di depositi a tempo determinato	241.578	108	163.000	-	-	1,50	0,98	0,95	7
19	Raccolta di depositi a tempo determinato	263.579	108	165.000	-	-	1,50	0,91	0,89	7
26	Raccolta di depositi a tempo determinato	231.364	87	169.500	-	-	1,50	0,87	0,85	6
1 nov.	Raccolta di depositi a tempo determinato	197.917	71	173.500	-	-	1,50	0,87	0,83	8

Fonte: BCE.

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

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

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

1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva

Periodo ¹⁾	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi a vista e depositi con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso oltre 2 anni	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	
2008	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7	
2009	18.318,2	9.808,5	760,4	2.475,7	1.170,1	4.103,5	
2010	18.948,1	9.962,6	644,3	2.683,3	1.335,4	4.322,5	
2011 apr.	18.988,1	9.749,5	662,8	2.744,0	1.475,2	4.356,6	
mag.	19.175,7	9.787,9	677,0	2.764,2	1.538,4	4.408,3	
giu.	19.039,4	9.730,8	643,5	2.777,9	1.491,7	4.395,4	
lug.	19.046,3	9.695,1	635,0	2.777,7	1.502,7	4.435,8	
ago.	19.095,3	9.688,3	645,8	2.782,6	1.557,4	4.421,3	

2. Assolvimento dell'obbligo di riserva

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
2009	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2010	211,8	212,5	0,7	0,5	1,00
2011 14 giu.	206,9	209,0	2,0	0,0	1,25
12 lug.	207,7	210,9	3,1	0,0	1,25
9 ago.	208,8	211,5	2,7	0,0	1,50
13 set.	207,0	209,5	2,5	0,0	1,50
11 ott.	206,1	208,7	2,6	0,0	1,50
8 nov.	206,2	.	.	.	.

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema											
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità ³⁾	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità ³⁾	Banconote in circolazione	Conti delle amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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 10 mag.	525,9	109,2	320,5	0,4	136,6	22,8	76,8	833,9	61,3	-111,6	209,5	1.066,1
14 giu.	526,8	114,7	317,9	0,0	135,5	18,4	76,2	836,6	62,6	-107,9	209,0	1.064,0
12 lug.	533,6	146,0	311,6	0,2	134,2	29,5	76,9	846,2	73,4	-111,2	210,9	1.086,6
9 ago.	541,3	171,7	321,5	0,1	133,9	56,7	79,2	854,2	71,4	-104,5	211,5	1.122,4
13 set.	540,3	135,1	389,8	0,3	178,0	121,8	109,8	853,2	52,3	-103,0	209,5	1.184,5
11 ott.	571,0	193,0	373,6	1,5	217,4	168,7	162,9	854,9	50,0	-88,5	208,7	1.232,2

Fonte: BCE.

1) Fine periodo.

2) L'aggregato include la liquidità fornita nel quadro del programma di acquisto di obbligazioni bancarie garantite e del programma per i mercati dei titoli finanziari dell'Eurosistema.

 3) L'aggregato include la liquidità assorbita come risultato delle operazioni di *swap* in valuta dell'Eurosistema. Per ulteriori dettagli, cfr. <http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html>.



MONETA, BANCHE E ALTRE SOCIETÀ FINANZIARIE

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro ¹⁾

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ³⁾	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività ³⁾
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2009	2.829,9	1.490,0	19,5	0,7	1.469,8	451,7	368,3	7,5	75,9	-	16,5	556,8	8,5	306,5
2010	3.212,4	1.551,4	18,6	0,9	1.531,8	574,4	463,8	9,6	101,1	-	18,1	684,1	8,5	376,0
2011 2° trim.	3.132,7	1.434,4	17,8	1,0	1.415,6	594,9	468,9	9,9	116,2	-	19,4	688,4	8,6	386,9
3° trim. ^(p)	3.928,6	2.043,9	18,0	1,0	2.025,0	659,9	544,3	10,9	104,7	-	17,9	767,4	8,7	430,7
2011 giu.	3.132,7	1.434,4	17,8	1,0	1.415,6	594,9	468,9	9,9	116,2	-	19,4	688,4	8,6	386,9
lug.	3.245,0	1.519,1	17,8	1,0	1.500,4	578,0	464,8	10,2	103,0	-	19,0	727,8	8,7	392,4
ago.	3.551,1	1.714,1	17,8	1,0	1.695,4	628,8	514,8	10,4	103,5	-	18,2	776,9	8,7	404,4
set. ^(p)	3.928,6	2.043,9	18,0	1,0	2.025,0	659,9	544,3	10,9	104,7	-	17,9	767,4	8,7	430,7
IFM escluso l'Eurosistema														
2009	31.144,3	17.701,6	1.001,7	10.783,9	5.916,1	5.060,0	1.482,1	1.498,0	2.079,9	85,1	1.236,1	4.252,4	220,7	2.588,3
2010	32.199,8	17.763,0	1.221,8	11.026,1	5.515,2	4.938,6	1.524,1	1.528,7	1.885,8	59,9	1.233,1	4.323,4	223,5	3.658,3
2011 2° trim.	31.742,3	17.889,4	1.152,7	11.225,4	5.511,3	4.695,1	1.457,7	1.473,1	1.764,3	61,6	1.251,6	4.282,9	228,9	3.333,0
3° trim. ^(p)	33.640,3	18.429,9	1.147,4	11.292,1	5.990,4	4.657,4	1.416,9	1.457,5	1.783,0	58,4	1.225,2	4.430,6	230,4	4.608,5
2011 giu.	31.742,3	17.889,4	1.152,7	11.225,4	5.511,3	4.695,1	1.457,7	1.473,1	1.764,3	61,6	1.251,6	4.282,9	228,9	3.333,0
lug.	32.154,3	18.001,3	1.157,2	11.240,2	5.603,9	4.665,1	1.437,6	1.477,7	1.749,9	61,0	1.248,4	4.297,4	229,5	3.651,5
ago.	32.808,2	18.147,0	1.144,9	11.240,8	5.761,3	4.674,9	1.429,7	1.468,5	1.776,7	62,2	1.231,3	4.332,9	229,5	4.130,4
set. ^(p)	33.640,3	18.429,9	1.147,4	11.292,1	5.990,4	4.657,4	1.416,9	1.457,5	1.783,0	58,4	1.225,2	4.430,6	230,4	4.608,5

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ⁴⁾	Obbligazioni ⁵⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività ³⁾
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2009	2.829,9	829,3	1.196,1	103,6	22,1	1.070,5	-	0,1	319,8	140,2	344,4
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 2° trim.	3.132,7	871,6	1.320,1	72,5	11,2	1.236,3	-	0,0	412,2	157,5	371,4
3° trim. ^(p)	3.928,6	882,1	1.984,0	50,1	6,6	1.927,3	-	0,0	475,8	189,4	397,3
2011 giu.	3.132,7	871,6	1.320,1	72,5	11,2	1.236,3	-	0,0	412,2	157,5	371,4
lug.	3.245,0	880,4	1.364,1	86,0	8,2	1.269,9	-	0,0	445,0	174,0	381,4
ago.	3.551,1	874,5	1.616,6	69,5	8,7	1.538,4	-	0,0	493,7	176,4	389,9
set. ^(p)	3.928,6	882,1	1.984,0	50,1	6,6	1.927,3	-	0,0	475,8	189,4	397,3
IFM escluso l'Eurosistema											
2009	31.144,3	-	16.469,0	146,0	10.041,4	6.281,6	732,6	4.908,5	1.921,2	4.098,5	3.014,5
2010	32.199,8	-	16.497,6	196,2	10.526,4	5.774,9	612,3	4.845,2	2.045,0	4.220,3	3.979,4
2011 2° trim.	31.742,3	-	16.614,0	266,4	10.654,7	5.692,8	609,7	4.903,0	2.155,1	3.973,5	3.487,1
3° trim. ^(p)	33.640,3	-	17.079,4	210,7	10.783,6	6.085,0	607,5	4.942,8	2.198,5	4.022,4	4.789,8
2011 giu.	31.742,3	-	16.614,0	266,4	10.654,7	5.692,8	609,7	4.903,0	2.155,1	3.973,5	3.487,1
lug.	32.154,3	-	16.707,3	230,2	10.648,1	5.829,0	599,8	4.893,6	2.190,9	3.970,4	3.792,2
ago.	32.808,2	-	16.819,1	187,1	10.711,7	5.920,3	619,3	4.908,7	2.195,2	3.980,8	4.285,1
set. ^(p)	33.640,3	-	17.079,4	210,7	10.783,6	6.085,0	607,5	4.942,8	2.198,5	4.022,4	4.789,8

Fonte: BCE.

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

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

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

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività ²⁾
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2009	23.848,0	11.805,7	1.021,1	10.784,5	3.355,9	1.850,4	1.505,5	812,7	4.809,2	229,1	2.835,5
2010	25.812,1	12.267,4	1.240,4	11.027,0	3.526,2	1.987,9	1.538,3	799,9	5.007,5	232,0	3.979,2
2011 2° trim.	25.472,0	12.396,9	1.170,5	11.226,4	3.409,5	1.926,6	1.483,0	788,8	4.971,3	237,6	3.667,9
3° trim. ^(p)	27.065,9	12.458,4	1.165,4	11.293,0	3.429,6	1.961,2	1.468,4	752,5	5.198,0	239,1	4.988,3
2011 giu.	25.472,0	12.396,9	1.170,5	11.226,4	3.409,5	1.926,6	1.483,0	788,8	4.971,3	237,6	3.667,9
lug.	25.843,5	12.416,1	1.175,0	11.241,1	3.390,3	1.902,4	1.487,9	782,0	5.025,2	238,2	3.991,7
ago.	26.424,8	12.404,4	1.162,7	11.241,7	3.423,4	1.944,5	1.478,9	765,3	5.109,8	238,2	4.483,7
set. ^(p)	27.065,9	12.458,4	1.165,4	11.293,0	3.429,6	1.961,2	1.468,4	752,5	5.198,0	239,1	4.988,3
Transazioni											
2009	-634,7	15,8	29,4	-13,6	364,5	269,5	95,0	12,4	-464,8	7,8	-571,2
2010	599,4	413,0	206,4	206,6	142,6	144,6	-2,0	5,7	-110,2	2,4	145,7
2011 2° trim.	191,7	68,0	-37,2	105,2	28,6	49,6	-21,0	14,7	35,6	1,9	42,8
3° trim. ^(p)	1.411,4	43,4	-7,3	50,7	30,0	38,7	-8,7	-21,7	45,7	1,6	1.312,4
2011 giu.	-277,6	24,8	-3,4	28,2	5,4	28,3	-22,9	-7,7	-130,3	0,0	-169,7
lug.	279,2	8,1	4,1	4,0	-8,2	-14,1	5,9	-1,8	-28,5	0,7	308,9
ago.	562,5	-11,5	-14,0	2,6	26,0	31,4	-5,4	-8,7	67,1	0,0	489,6
set. ^(p)	569,7	46,8	2,6	44,2	12,2	21,3	-9,2	-11,2	7,1	0,9	513,9

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle amministrazioni centrali	Depositi di altre amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ³⁾	Obbligazioni ⁴⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività ²⁾	Eccesso di passività tra IFM rispetto alle attività
Consistenze										
2009	23.848,0	769,9	249,6	10.063,5	647,5	2.752,9	1.801,0	4.238,8	3.358,9	-33,9
2010	25.812,1	808,6	264,2	10.535,1	552,4	2.858,3	2.022,2	4.374,1	4.351,1	46,0
2011 2° trim.	25.472,0	819,7	339,0	10.666,0	548,1	3.022,6	2.085,1	4.131,0	3.858,5	2,2
3° trim. ^(p)	27.065,9	831,2	260,8	10.790,2	549,1	3.055,0	2.183,7	4.211,8	5.187,1	-3,0
2011 giu.	25.472,0	819,7	339,0	10.666,0	548,1	3.022,6	2.085,1	4.131,0	3.858,5	2,2
lug.	25.843,5	828,2	316,2	10.656,4	538,9	3.040,8	2.150,4	4.144,4	4.173,7	-5,4
ago.	26.424,8	823,4	256,6	10.720,4	557,1	3.028,4	2.204,7	4.157,3	4.675,0	2,0
set. ^(p)	27.065,9	831,2	260,8	10.790,2	549,1	3.055,0	2.183,7	4.211,8	5.187,1	-3,0
Transazioni										
2009	-634,7	45,8	-4,2	286,0	-12,5	-56,4	131,2	-590,3	-490,2	55,8
2010	599,4	38,6	11,8	331,5	-98,2	42,5	96,3	-27,4	151,7	52,6
2011 2° trim.	191,7	21,3	42,6	121,3	-19,7	34,4	45,2	-20,3	-1,5	-31,7
3° trim. ^(p)	1.411,4	11,5	-78,2	105,7	4,0	-5,5	51,2	-25,5	1.353,0	-4,7
2011 giu.	-277,6	9,2	51,6	13,3	-18,4	17,8	32,5	-200,7	-191,5	8,5
lug.	279,2	8,5	-22,7	-14,0	-6,8	-0,4	41,5	-22,1	306,2	-11,1
ago.	562,5	-4,8	-59,7	61,9	18,3	-4,1	9,5	38,0	495,4	7,8
set. ^(p)	569,7	7,7	4,2	57,8	-7,6	-1,1	0,2	-41,5	551,3	-1,4

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 ¹⁾

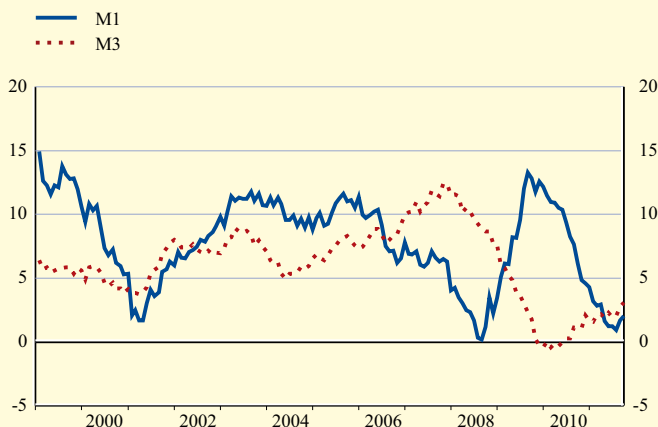
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Aggregati monetari ²⁾ e loro contropartite

	M1		M2		M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro			Attività nette sull'estero ³⁾			
	1	2	3	4	5				6	7	8		9	10	11
Consistenze															
2009	4.495,7	3.701,6	8.197,3	1.134,1	9.331,4	-	6.762,9	2.909,6	13.105,9	10.792,9	-	552,2			
2010	4.694,8	3.700,0	8.394,8	1.125,2	9.520,0	-	7.313,3	3.270,3	13.365,1	11.033,5	-	615,2			
2011 2° trim.	4.715,7	3.782,4	8.498,1	1.163,4	9.661,5	-	7.543,7	3.061,4	13.466,1	11.195,1	-	840,9			
3° trim. ^(p)	4.780,6	3.824,4	8.605,1	1.244,0	9.849,1	-	7.701,9	3.123,3	13.511,7	11.275,3	-	980,1			
2011 giu.	4.715,7	3.782,4	8.498,1	1.163,4	9.661,5	-	7.543,7	3.061,4	13.466,1	11.195,1	-	840,9			
lug.	4.730,1	3.793,7	8.523,7	1.165,0	9.688,7	-	7.619,2	3.064,1	13.494,4	11.216,3	-	889,2			
ago.	4.779,5	3.803,3	8.582,8	1.218,3	9.801,1	-	7.685,8	3.112,3	13.521,1	11.262,5	-	952,2			
set. ^(p)	4.780,6	3.824,4	8.605,1	1.244,0	9.849,1	-	7.701,9	3.123,3	13.511,7	11.275,3	-	980,1			
Transazioni															
2009	488,7	-368,0	120,7	-160,4	-39,6	-	410,8	306,9	90,1	-14,7	31,2	125,1			
2010	194,1	-12,2	181,9	-24,1	157,9	-	248,8	355,1	207,0	204,9	261,8	-82,8			
2011 2° trim.	9,1	31,9	41,1	13,8	54,9	-	90,8	-26,7	43,2	61,8	69,1	46,1			
3° trim. ^(p)	57,4	36,7	94,1	87,4	181,5	-	63,2	63,8	50,3	64,2	75,8	64,5			
2011 giu.	14,4	-3,6	10,8	-8,3	2,5	-	18,7	-2,2	-12,9	1,9	2,7	40,3			
lug.	11,9	9,7	21,7	5,6	27,3	-	31,1	12,4	23,5	10,4	21,5	1,4			
ago.	50,9	9,9	60,8	53,3	114,1	-	26,5	35,8	40,3	48,1	50,1	20,3			
set. ^(p)	-5,4	17,1	11,7	28,5	40,1	-	5,7	15,5	-13,6	5,7	4,2	42,9			
Variazioni percentuali															
2009	12,2	-9,0	1,5	-11,9	-0,4	-0,2	6,5	11,8	0,7	-0,1	0,3	125,1			
2010	4,3	-0,3	2,2	-2,1	1,7	1,8	3,6	12,1	1,6	1,9	2,4	-82,8			
2011 2° trim.	1,3	3,7	2,3	-0,9	1,9	2,1	4,7	4,7	2,2	2,5	2,8	137,2			
3° trim. ^(p)	2,0	3,1	2,5	7,3	3,1	2,6	4,4	5,6	1,6	2,5	2,7	232,8			
2011 giu.	1,3	3,7	2,3	-0,9	1,9	2,1	4,7	4,7	2,2	2,5	2,8	137,2			
lug.	1,0	3,7	2,2	1,2	2,1	2,3	4,7	4,9	2,0	2,4	2,6	166,1			
ago.	1,7	3,2	2,4	5,3	2,7	2,6	4,6	5,4	1,8	2,5	2,7	193,5			
set. ^(p)	2,0	3,1	2,5	7,3	3,1	.	4,4	5,6	1,6	2,5	2,7	232,8			

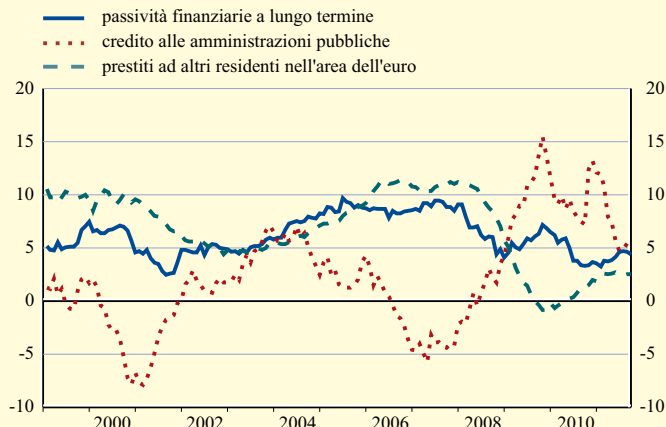
F1 Aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F2 Contropartite ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

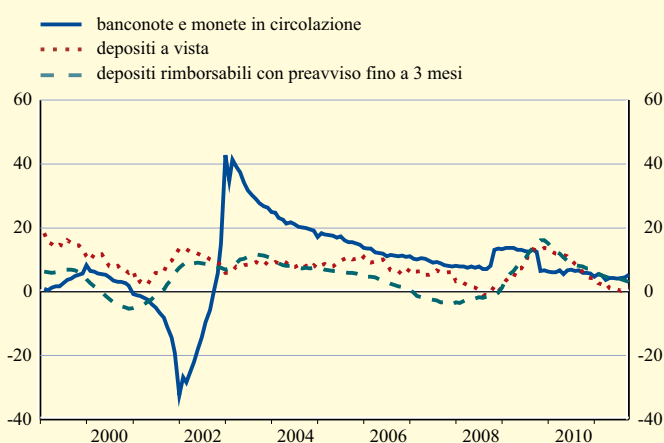
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2009	757,5	3.738,1	1.896,8	1.804,8	334,3	668,1	131,8	2.635,4	132,5	2.207,9	1.787,2
2010	793,6	3.901,2	1.785,1	1.914,9	433,8	570,2	121,2	2.753,6	118,4	2.436,0	2.005,3
2011 2° trim.	815,4	3.900,3	1.844,6	1.937,8	441,2	550,6	171,6	2.845,2	119,7	2.494,2	2.084,6
3° trim. ^(p)	832,3	3.948,3	1.865,2	1.959,2	508,7	552,7	182,7	2.871,7	119,4	2.529,3	2.181,4
2011 giu.	815,4	3.900,3	1.844,6	1.937,8	441,2	550,6	171,6	2.845,2	119,7	2.494,2	2.084,6
lug.	816,3	3.913,8	1.849,6	1.944,1	455,7	535,1	174,2	2.855,2	120,0	2.496,3	2.147,7
ago.	825,4	3.954,1	1.849,9	1.953,4	499,8	546,4	172,2	2.849,3	119,9	2.510,0	2.206,6
set. ^(p)	832,3	3.948,3	1.865,2	1.959,2	508,7	552,7	182,7	2.871,7	119,4	2.529,3	2.181,4
Transazioni											
2009	44,3	444,4	-605,2	237,2	-12,6	-13,1	-134,7	78,6	9,0	194,0	129,2
2010	36,0	158,1	-125,1	113,0	95,2	-101,2	-18,1	61,9	-14,1	108,2	92,8
2011 2° trim.	12,7	-3,6	18,2	13,8	31,4	-17,5	-0,1	31,8	0,0	17,1	41,9
3° trim. ^(p)	16,9	40,5	15,3	21,3	74,5	5,0	8,0	-8,4	-0,3	22,5	49,5
2011 giu.	2,9	11,6	-7,4	3,8	-16,1	-5,3	13,0	5,9	0,2	1,6	11,0
lug.	0,9	11,0	3,5	6,3	19,1	-13,1	-0,4	-5,6	0,3	-2,9	39,3
ago.	9,1	41,7	0,5	9,4	44,3	11,5	-2,5	2,8	-0,1	9,7	14,2
set. ^(p)	6,9	-12,3	11,4	5,7	11,0	6,6	10,9	-5,6	-0,5	15,7	-4,0
Variazioni percentuali											
2009	6,2	13,5	-24,2	15,1	-3,5	-1,9	-50,4	3,0	7,3	9,7	7,9
2010	4,8	4,2	-6,6	6,3	28,3	-15,1	-13,4	2,3	-10,7	4,7	5,0
2011 2° trim.	4,1	0,7	3,1	4,2	14,0	-12,4	8,4	4,7	-6,3	4,5	5,5
3° trim. ^(p)	5,3	1,4	3,1	3,0	31,3	-9,5	13,5	3,4	-2,4	3,1	7,8
2011 giu.	4,1	0,7	3,1	4,2	14,0	-12,4	8,4	4,7	-6,3	4,5	5,5
lug.	4,3	0,3	3,5	3,9	20,1	-12,2	7,1	4,4	-4,6	3,1	7,7
ago.	4,5	1,1	3,0	3,5	31,5	-11,1	6,1	4,4	-3,9	2,8	7,8
set. ^(p)	5,3	1,4	3,1	3,0	31,3	-9,5	13,5	3,4	-2,4	3,1	7,8

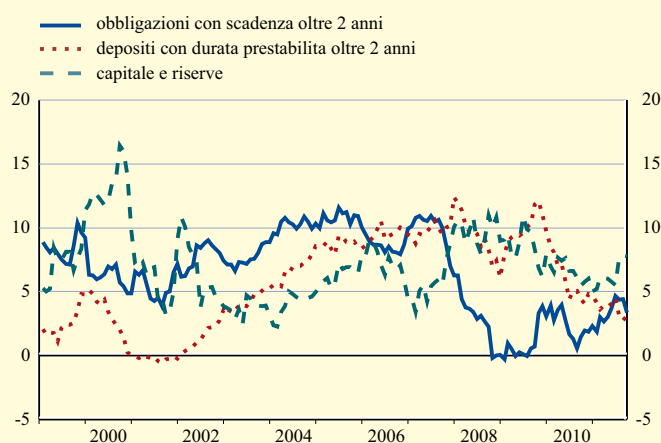
F3 Componenti degli aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

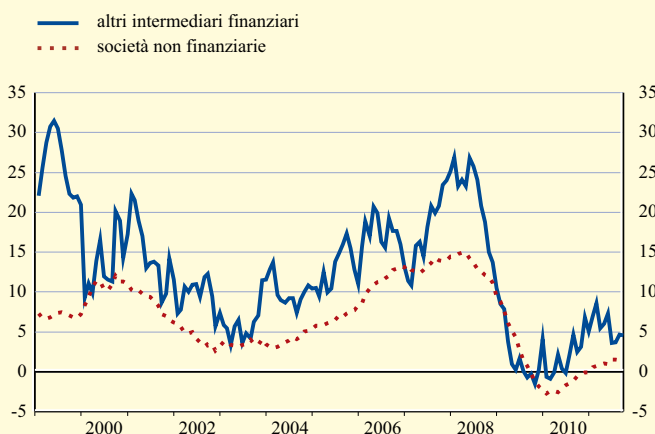
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari		Società non finanziarie			Famiglie ³⁾				
	Totale	Totale	Totale	Prestiti corretti per cessioni e cartolarizzazioni ⁴⁾	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti	
												Prestiti corretti per cessioni e cartolarizzazioni ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2009	89,0	1.060,7	4.690,9	-	1.187,8	937,6	2.565,5	4.952,2	-	631,3	3.546,6	774,3
2010	95,0	1.112,0	4.667,2	-	1.127,3	899,0	2.640,9	5.159,3	-	639,3	3.701,3	818,7
2011 2° trim.	88,8	1.118,4	4.732,5	-	1.175,8	867,3	2.689,4	5.255,4	-	629,4	3.792,8	833,2
3° trim. ^(p)	95,0	1.154,0	4.756,1	-	1.173,2	868,9	2.714,0	5.270,2	-	627,9	3.805,9	836,5
2011 giu.	88,8	1.118,4	4.732,5	-	1.175,8	867,3	2.689,4	5.255,4	-	629,4	3.792,8	833,2
lug.	91,0	1.140,9	4.732,7	-	1.168,3	865,9	2.698,5	5.251,7	-	626,4	3.790,7	834,5
ago.	99,1	1.163,4	4.735,3	-	1.168,2	867,8	2.699,3	5.264,6	-	630,1	3.798,5	836,0
set. ^(p)	95,0	1.154,0	4.756,1	-	1.173,2	868,9	2.714,0	5.270,2	-	627,9	3.805,9	836,5
Transazioni												
2009	-13,6	40,8	-107,0	-108,0	-181,2	-18,9	93,2	65,1	99,5	-1,0	51,4	14,7
2010	7,0	52,9	-2,2	45,6	-37,0	-26,2	61,0	147,1	155,8	-7,6	133,7	21,0
2011 2° trim.	1,0	3,5	30,3	32,8	30,9	-17,2	16,5	27,0	31,0	-7,1	25,5	8,6
3° trim. ^(p)	6,1	28,1	19,4	20,1	-5,1	0,4	24,1	10,8	22,2	-3,1	11,5	2,4
2011 giu.	1,3	-24,8	22,7	23,4	23,9	-11,3	10,1	2,7	2,8	-6,1	6,0	2,8
lug.	2,1	19,4	-4,1	-3,5	-9,1	-2,0	7,0	-7,1	3,5	-3,2	-4,7	0,8
ago.	8,1	21,8	7,1	7,3	1,4	1,3	4,4	11,1	12,9	1,0	9,0	1,1
set. ^(p)	-4,2	-13,2	16,4	16,3	2,6	1,1	12,7	6,7	5,7	-0,9	7,1	0,5
Variazioni percentuali												
2009	-13,2	4,2	-2,2	-	-13,1	-2,0	3,7	1,3	-	-0,2	1,5	1,9
2010	8,0	4,9	0,0	1,0	-3,1	-2,8	2,4	2,9	3,1	-1,2	3,8	2,7
2011 2° trim.	5,7	3,5	1,5	2,4	4,3	-3,7	2,1	3,2	2,9	-1,8	4,3	2,5
3° trim. ^(p)	7,4	4,6	1,6	2,2	3,6	-3,8	2,5	2,9	2,6	-1,9	3,9	2,4
2011 giu.	5,7	3,5	1,5	2,4	4,3	-3,7	2,1	3,2	2,9	-1,8	4,3	2,5
lug.	3,8	3,6	1,6	2,2	4,1	-3,5	2,2	3,0	2,7	-2,0	3,9	2,6
ago.	9,8	4,6	1,5	2,1	4,0	-3,5	2,1	2,9	2,7	-2,0	3,9	2,3
set. ^(p)	7,4	4,6	1,6	2,2	3,6	-3,8	2,5	2,9	2,6	-1,9	3,9	2,4

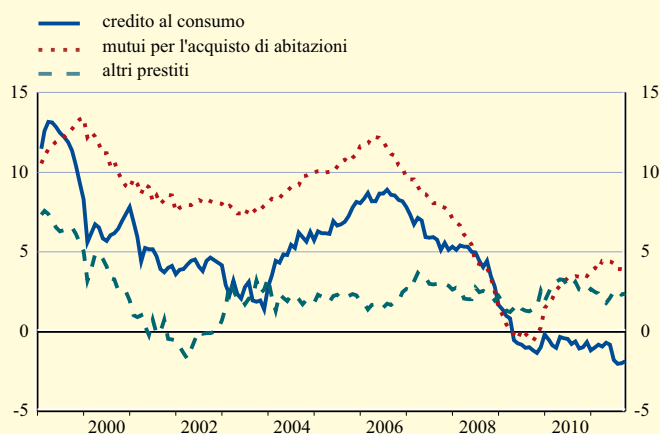
F5 Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



F6 Prestiti alle famiglie ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

2. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione				Altri intermediari finanziari				Società non finanziarie				
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
	1	2	3	4	5	6 Pronti contro termine con controparti centrali	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2010	86,2	66,6	5,2	14,4	1.104,7	142,9	587,7	206,4	310,6	4.667,2	1.120,6	898,6	2.648,0
2011 2° trim.	91,1	71,2	5,6	14,2	1.131,2	153,1	601,4	203,6	326,2	4.740,6	1.185,0	868,6	2.687,0
3° trim. ^(p)	96,2	76,8	5,2	14,3	1.169,7	178,2	633,3	207,3	329,1	4.750,0	1.171,7	869,2	2.709,1
2011 lug.	93,7	73,7	5,8	14,2	1.143,1	159,2	609,6	204,6	328,9	4.743,6	1.174,3	867,6	2.701,7
ago.	99,7	80,1	5,3	14,2	1.154,6	174,9	618,6	206,5	329,5	4.721,6	1.156,1	866,9	2.698,6
set. ^(p)	96,2	76,8	5,2	14,3	1.169,7	178,2	633,3	207,3	329,1	4.750,0	1.171,7	869,2	2.709,1
Transazioni													
2010	6,8	10,1	-1,8	-1,5	54,4	-	17,8	7,1	29,5	-2,5	-37,2	-26,2	60,9
2011 2° trim.	4,2	4,6	-0,1	-0,3	17,5	15,6	14,9	-5,0	7,6	39,3	39,2	-16,0	16,1
3° trim. ^(p)	5,1	5,4	-0,4	0,1	30,9	25,1	28,5	1,4	1,1	5,2	-15,9	-0,6	21,7
2011 lug.	2,5	2,4	0,1	0,0	8,9	6,1	6,5	0,4	1,9	-1,4	-12,4	-1,6	12,6
ago.	6,1	6,5	-0,4	0,0	10,7	15,7	9,4	0,7	0,7	-17,5	-16,7	-1,3	0,4
set. ^(p)	-3,5	-3,4	-0,1	0,0	11,3	3,3	12,6	0,3	-1,6	24,1	13,2	2,3	8,6
Variazioni percentuali													
2010	8,4	17,5	-25,4	-9,1	5,0	-	2,9	3,2	10,4	-0,1	-3,2	-2,8	2,4
2011 2° trim.	5,7	11,1	3,3	-15,9	3,6	21,2	2,6	-3,2	10,5	1,5	4,2	-3,7	2,1
3° trim. ^(p)	7,5	12,1	-6,9	-7,9	4,5	20,1	6,7	-4,5	6,8	1,6	3,7	-3,8	2,5
2011 lug.	3,8	7,6	10,5	-15,2	3,7	18,8	4,1	-3,3	7,7	1,5	4,1	-3,6	2,2
ago.	9,9	16,1	9,6	-16,5	4,7	20,4	6,2	-2,5	6,5	1,5	4,0	-3,5	2,1
set. ^(p)	7,5	12,1	-6,9	-7,9	4,5	20,1	6,7	-4,5	6,8	1,6	3,7	-3,8	2,5

3. Prestiti alle famiglie ³⁾

	Totale	Credito al consumo			Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti					
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11 Imprese individuali	12	13	14
Consistenze														
2010	5.168,0	641,7	147,0	186,5	308,2	3.706,9	14,7	54,9	3.637,2	819,4	402,4	146,7	85,7	587,0
2011 2° trim.	5.262,5	633,0	141,9	185,3	305,7	3.791,0	14,6	55,2	3.721,2	838,6	404,2	152,1	87,0	599,4
3° trim. ^(p)	5.276,1	629,9	140,2	184,9	304,9	3.809,9	14,6	56,6	3.738,7	836,3	405,5	147,9	87,9	600,5
2011 lug.	5.259,8	629,8	140,4	184,3	305,1	3.796,0	14,8	55,6	3.725,6	834,1	403,7	145,3	87,0	601,8
ago.	5.264,9	631,0	141,4	185,4	304,2	3.799,7	14,7	56,0	3.729,0	834,2	405,9	145,6	88,0	600,6
set. ^(p)	5.276,1	629,9	140,2	184,9	304,9	3.809,9	14,6	56,6	3.738,7	836,3	405,5	147,9	87,9	600,5
Transazioni														
2010	147,5	-7,6	-4,8	-8,8	5,9	134,2	-0,6	-3,7	138,6	20,9	-	-6,9	-4,5	32,3
2011 2° trim.	44,1	-0,3	2,5	-2,0	-0,8	29,3	0,5	1,1	27,7	15,1	1,7	5,1	0,2	9,8
3° trim. ^(p)	9,5	-4,5	-0,8	-2,3	-1,4	17,3	-0,1	1,2	16,1	-3,2	-1,3	-5,5	-0,8	3,0
2011 lug.	-6,0	-3,3	-1,5	-1,0	-0,8	2,3	0,1	0,5	1,8	-5,0	-1,1	-7,1	-0,1	2,2
ago.	3,3	-1,5	1,1	-0,9	-1,6	5,0	0,0	0,4	4,6	-0,3	0,0	0,0	-0,6	0,3
set. ^(p)	12,3	0,3	-0,4	-0,3	1,1	9,9	-0,1	0,3	9,7	2,1	-0,3	1,6	-0,1	0,5
Variazioni percentuali														
2010	3,0	-1,2	-3,5	-4,5	2,0	3,8	-4,2	-6,2	4,0	2,7	-	-4,6	-5,1	5,9
2011 2° trim.	3,2	-1,8	-2,6	-5,0	0,6	4,3	0,0	2,6	4,3	2,5	0,4	0,6	-3,3	3,9
3° trim. ^(p)	2,9	-1,9	-1,0	-4,3	-0,8	3,9	-2,0	0,5	4,0	2,4	0,0	0,2	-3,7	3,9
2011 lug.	3,0	-2,0	-2,1	-5,6	0,3	3,9	-0,1	2,1	4,0	2,6	0,5	-0,1	-3,5	4,2
ago.	2,9	-2,0	-1,6	-5,3	-0,1	3,9	-1,6	2,6	4,0	2,3	-0,5	0,3	-3,9	3,7
set. ^(p)	2,9	-1,9	-1,0	-4,3	-0,8	3,9	-2,0	0,5	4,0	2,4	0,0	0,2	-3,7	3,9

Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

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

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

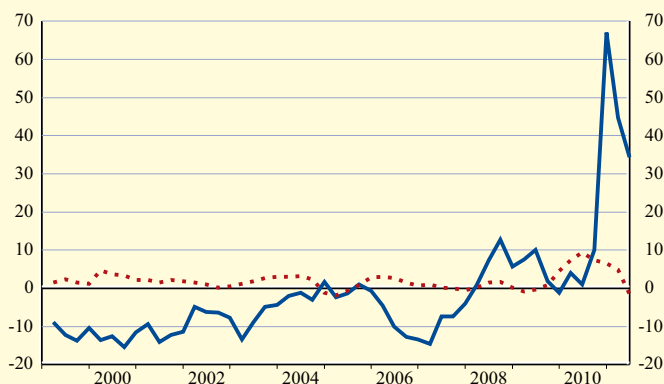
4. Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2010	1.221,8	397,5	225,2	553,0	46,1	2.963,0	2.010,9	952,1	49,5	902,6
2011 ^(p)	1.147,4	346,4	223,4	555,6	27,0	3.152,4	2.003,8	994,5	60,1	934,4
2010 3° trim.	1.075,6	263,8	223,2	544,1	44,5	2.951,5	1.995,5	955,9	51,9	904,1
4° trim.	1.221,8	397,5	225,2	553,0	46,1	2.963,0	2.010,9	952,1	49,5	902,6
2011 1° trim.	1.188,8	359,4	229,6	557,8	41,9	2.934,4	1.957,5	976,9	54,5	922,4
2° trim. ^(p)	1.152,7	346,4	223,4	555,6	27,0	2.998,3	2.003,8	994,5	60,1	934,4
Transazioni										
2010	207,2	156,3	14,9	24,1	11,9	5,2	9,9	-5,0	0,5	-5,5
2011 ^(p)	-72,1	-47,3	-2,2	2,5	-18,1	174,7	20,0	80,0	13,0	66,9
2010 3° trim.	1,6	7,9	-1,9	-3,8	-0,5	-11,6	-14,2	2,5	3,8	-1,2
4° trim.	138,7	126,7	1,6	8,8	1,5	-17,0	-1,9	-15,1	-2,0	-13,1
2011 1° trim.	-28,2	-34,3	4,4	4,9	-3,2	55,7	-1,5	57,0	7,0	50,1
2° trim. ^(p)	-36,5	-13,0	-6,5	-2,4	-14,9	44,5	21,6	22,9	6,1	16,8
Variazioni percentuali										
2010	20,6	67,1	7,1	4,6	35,1	0,5	0,6	-0,4	0,4	-0,5
2011 ^(p)	6,2	34,4	-1,1	1,4	-38,7	5,5	0,2	7,0	30,9	5,8
2010 3° trim.	8,0	10,0	6,5	5,4	43,9	0,9	1,3	-0,5	1,6	-0,6
4° trim.	20,6	67,1	7,1	4,6	35,1	0,5	0,6	-0,4	0,4	-0,5
2011 1° trim.	14,3	44,7	9,6	3,4	0,6	0,5	-0,8	2,2	16,0	1,5
2° trim. ^(p)	7,1	34,4	-1,1	1,4	-38,7	2,6	0,2	7,0	30,9	5,8

F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)

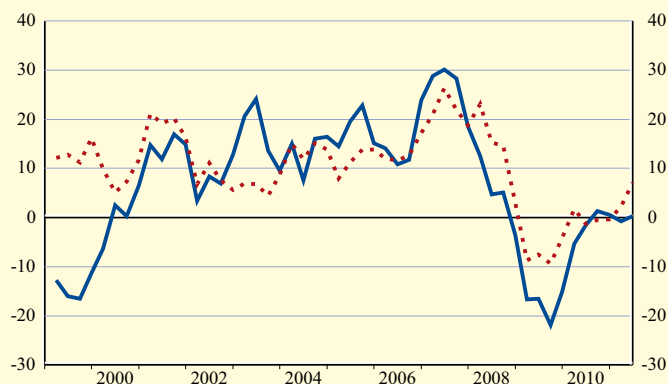
— amministrazioni centrali
 altre amministrazioni pubbliche



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)

— banche non residenti
 operatori non bancari non residenti



Fonte: BCE.

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

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

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

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

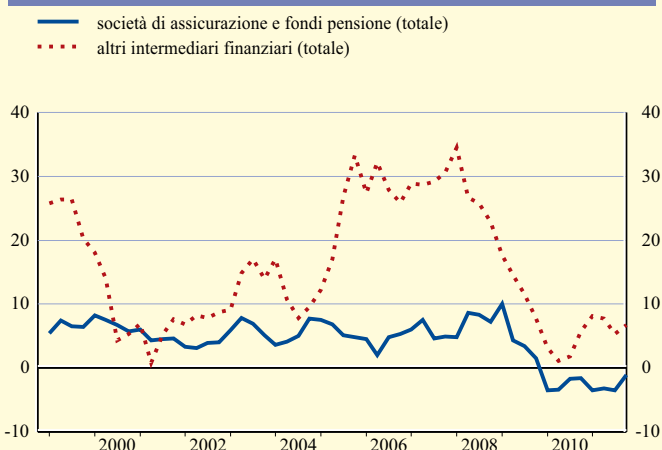
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Depositi degli intermediari finanziari

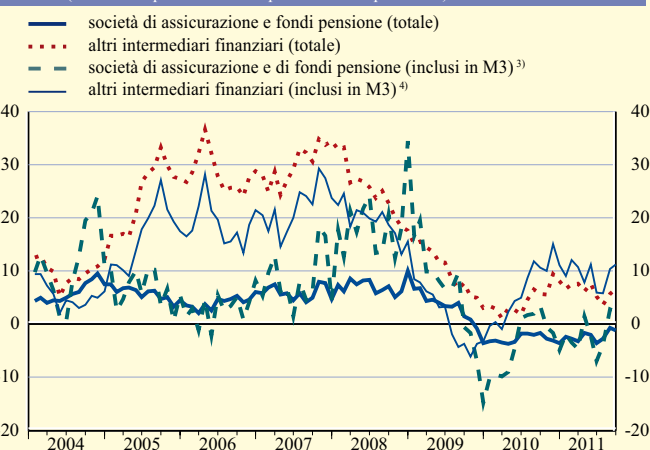
	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari							
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	con controparti centrali	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Consistenze															
2009	738,5	84,1	86,9	543,7	2,2	1,4	20,2	1.871,2	311,7	335,1	957,5	15,9	0,0	250,9	-
2010	716,9	84,5	79,4	528,3	2,6	0,3	21,9	2.167,4	358,3	305,1	1.132,6	10,7	0,5	360,3	255,0
2011 2° trim.	708,6	84,6	77,2	524,0	3,2	0,2	19,3	2.210,2	369,7	291,0	1.152,0	12,5	0,3	384,7	290,4
3° trim.	721,8	88,5	88,7	520,1	3,6	0,2	20,5	2.306,2	382,3	301,8	1.168,1	11,4	0,5	442,2	339,3
2011 giu.	708,6	84,6	77,2	524,0	3,2	0,2	19,3	2.210,2	369,7	291,0	1.152,0	12,5	0,3	384,7	290,4
lug.	713,8	82,8	81,6	523,4	3,7	0,2	22,1	2.186,3	359,8	294,6	1.148,4	11,6	0,3	371,7	282,3
ago.	727,0	89,0	89,7	523,3	3,7	0,2	21,1	2.247,2	368,2	297,6	1.152,1	11,7	0,5	417,0	315,0
set. ^(p)	721,8	88,5	88,7	520,1	3,6	0,2	20,5	2.306,2	382,3	301,8	1.168,1	11,4	0,5	442,2	339,3
Transazioni															
2009	-26,8	-1,0	-30,4	6,3	1,1	-0,1	-2,7	55,4	5,5	-93,6	85,8	3,7	0,0	54,0	-
2010	-26,5	-3,4	-8,2	-16,6	0,2	0,0	1,6	155,9	45,2	-38,6	52,8	-8,0	0,4	104,2	-
2011 2° trim.	-1,6	1,7	-2,2	-2,7	0,3	0,0	1,3	37,8	-1,8	-8,0	2,6	0,7	-0,3	44,5	49,8
3° trim.	12,3	3,3	11,2	-3,9	0,4	0,0	1,2	89,8	10,1	9,3	8,5	-1,1	0,2	62,8	49,6
2011 giu.	-5,7	-0,7	-2,3	-1,5	-0,6	0,0	-0,6	-24,4	-0,1	-18,3	-1,2	0,5	0,0	-5,4	2,1
lug.	5,0	-1,9	4,2	-0,6	0,5	0,0	2,8	-25,6	-10,9	3,0	-8,6	-0,9	0,0	-8,3	-8,2
ago.	13,2	6,3	8,0	0,0	0,0	0,0	-1,0	62,8	9,1	3,4	4,5	0,2	0,2	45,4	32,8
set. ^(p)	-5,9	-1,0	-1,0	-3,3	0,0	0,0	-0,6	52,7	11,9	2,8	12,6	-0,4	0,0	25,7	25,0
Variazioni percentuali															
2009	-3,5	-1,1	-26,4	1,2	96,8	-	-11,8	3,1	1,5	-22,0	10,0	30,0	-	27,4	-
2010	-3,6	-3,6	-9,4	-3,0	9,7	-	7,8	8,1	14,5	-11,4	4,9	-48,5	-	41,1	-
2011 2° trim.	-3,5	-5,7	-9,2	-2,2	26,4	-	-6,6	5,3	1,0	0,6	4,7	5,4	-	15,8	32,9
3° trim.	-1,1	4,3	-1,8	-2,3	28,6	-	7,7	6,7	1,2	-0,7	2,7	2,8	-	33,3	47,7
2011 giu.	-3,5	-5,7	-9,2	-2,2	26,4	-	-6,6	5,3	1,0	0,6	4,7	5,4	-	15,8	32,9
lug.	-2,7	-7,4	-7,8	-2,2	41,0	-	25,5	3,7	-0,2	-1,7	1,7	-0,8	-	19,9	34,7
ago.	-0,7	4,6	-3,2	-1,9	38,3	-	17,4	5,7	0,9	-2,7	1,7	5,0	-	33,9	43,5
set. ^(p)	-1,1	4,3	-1,8	-2,3	28,6	-	7,7	6,7	1,2	-0,7	2,7	2,8	-	33,3	47,7

F9 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)


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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Ricomprende i depositi nelle colonne 2, 3, 5 e 7.
- 4) Ricomprende i depositi nelle colonne 9, 10, 12 e 14.

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

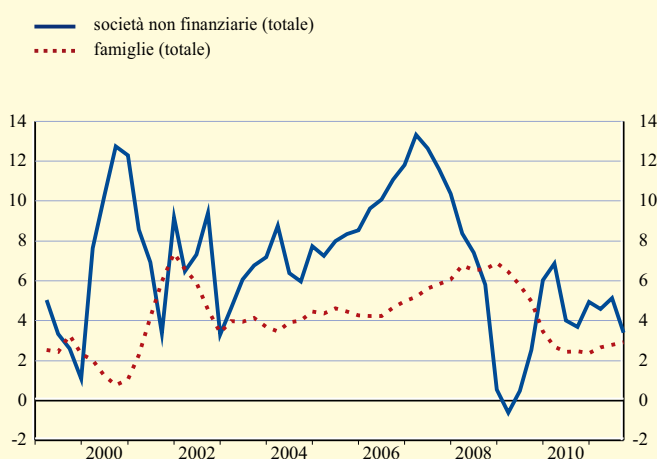
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie ³⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze														
2009	1.601,2	999,2	434,5	80,7	68,7	1,7	16,3	5.601,7	2.156,9	996,5	607,1	1.680,2	123,7	37,3
2010	1.671,6	1.034,1	458,7	87,2	75,8	1,5	14,2	5.739,1	2.243,9	901,6	665,0	1.788,5	110,3	29,8
2011 2° trim.	1.658,5	1.011,4	457,0	94,8	77,3	2,0	15,9	5.822,4	2.257,9	904,1	702,0	1.815,6	109,4	33,5
3° trim.	1.666,8	997,7	475,8	96,7	76,4	1,7	18,5	5.835,7	2.240,5	922,4	708,9	1.820,8	109,0	34,1
2011 giu.	1.658,5	1.011,4	457,0	94,8	77,3	2,0	15,9	5.822,4	2.257,9	904,1	702,0	1.815,6	109,4	33,5
lug.	1.656,2	1.002,1	461,4	95,5	76,5	2,0	18,7	5.844,9	2.261,7	914,0	705,1	1.819,3	109,5	35,4
ago.	1.654,9	994,1	467,1	95,1	77,4	1,8	19,4	5.830,6	2.236,1	919,1	707,0	1.823,7	109,4	35,2
set. ^(p)	1.666,8	997,7	475,8	96,7	76,4	1,7	18,5	5.835,7	2.240,5	922,4	708,9	1.820,8	109,0	34,1
Transazioni														
2009	91,1	112,3	-70,1	15,1	40,8	0,4	-7,4	187,7	320,5	-371,5	85,9	190,5	8,6	-46,3
2010	78,9	40,3	24,1	9,0	7,8	-0,2	-2,1	133,0	81,7	-98,8	58,7	113,6	-14,6	-7,5
2011 2° trim.	11,9	12,4	-5,2	4,0	-0,9	0,0	1,6	55,7	35,2	-2,8	19,5	2,6	-0,9	2,1
3° trim.	5,0	-17,0	17,2	1,8	-0,9	-0,4	4,2	5,3	-18,5	16,5	2,1	5,1	-0,4	0,5
2011 giu.	4,5	12,7	-3,9	0,6	-0,5	0,1	-4,5	29,2	26,0	-0,9	6,4	-1,3	-0,1	-0,8
lug.	-3,9	-10,4	4,0	0,6	-0,8	0,0	2,7	21,8	3,4	9,6	3,1	3,7	0,1	1,8
ago.	-0,3	-7,3	5,9	-0,4	0,9	-0,2	0,9	-19,4	-25,4	4,7	-2,9	4,4	-0,1	-0,1
set. ^(p)	9,2	0,7	7,4	1,5	-1,0	-0,1	0,7	2,9	3,5	2,2	1,8	-3,1	-0,4	-1,1
Variazioni percentuali														
2009	6,0	12,7	-13,9	23,1	146,6	28,3	-31,2	3,5	17,5	-27,1	16,5	12,8	7,5	-55,4
2010	4,9	4,1	5,5	11,2	11,4	-10,0	-12,8	2,4	3,8	-9,9	9,7	6,8	-11,8	-20,2
2011 2° trim.	5,1	1,6	11,8	16,7	2,3	-1,4	6,4	2,8	1,3	-0,2	8,5	4,6	-6,4	10,2
3° trim.	3,4	0,4	8,5	12,0	-2,6	-18,6	43,1	2,9	1,6	2,4	7,4	3,5	-1,7	8,5
2011 giu.	5,1	1,6	11,8	16,7	2,3	-1,4	6,4	2,8	1,3	-0,2	8,5	4,6	-6,4	10,2
lug.	4,8	1,7	10,1	14,8	-0,2	-4,6	34,8	2,9	1,0	1,4	8,4	4,2	-4,6	12,2
ago.	3,8	0,9	8,6	13,8	-1,7	-15,2	37,4	2,8	1,2	1,9	7,4	3,8	-3,2	10,4
set. ^(p)	3,4	0,4	8,5	12,0	-2,6	-18,6	43,1	2,9	1,6	2,4	7,4	3,5	-1,7	8,5

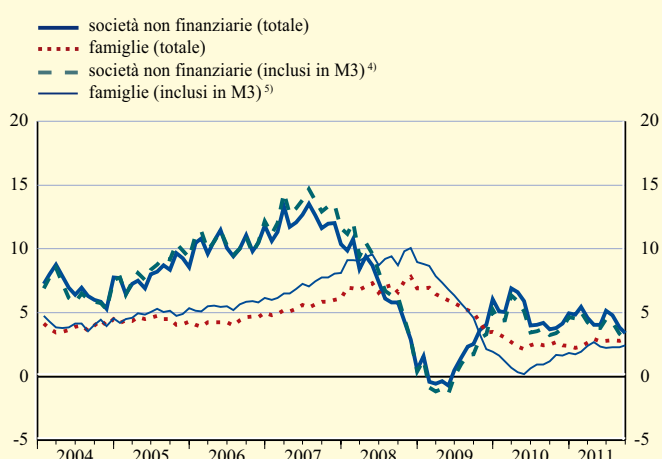
F11 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

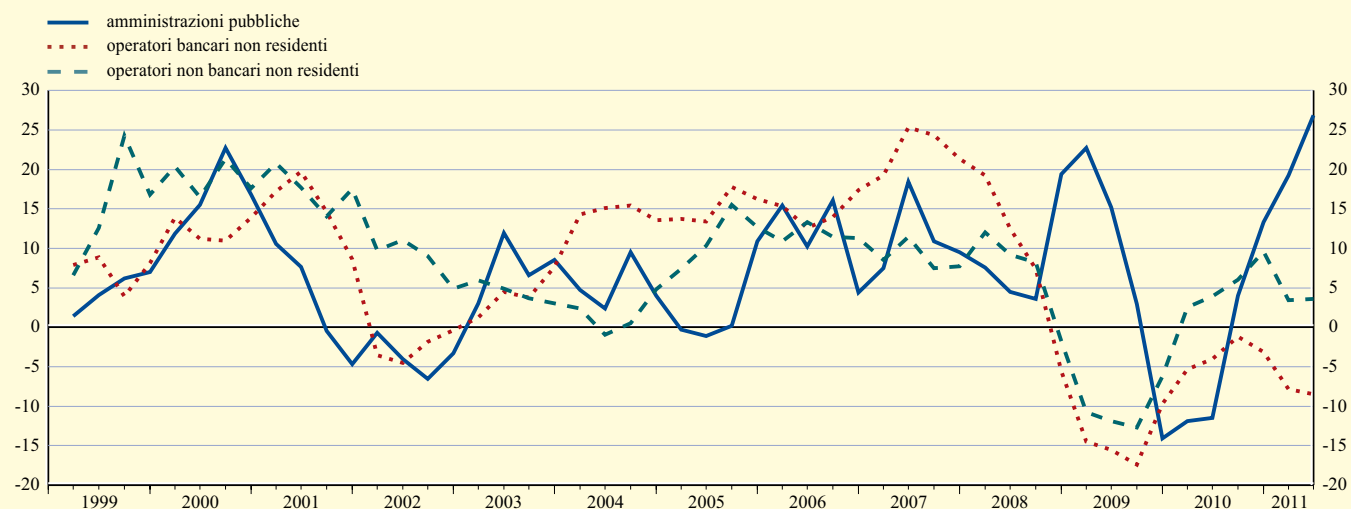
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2010	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3.488,8	2.491,9	996,9	45,9	950,9
2011 ^(p)	463,9	210,7	55,0	112,6	87,5	3.335,2	2.295,9	984,5	47,7	936,8
2010 3° trim.	421,4	176,2	58,7	111,9	74,5	3.580,9	2.597,2	983,7	48,0	935,7
4° trim.	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3.488,8	2.491,9	996,9	45,9	950,9
2011 1° trim.	475,6	235,8	52,3	108,7	78,8	3.314,1	2.346,7	967,4	41,4	925,9
2° trim. ^(p)	521,5	266,4	55,0	112,6	87,5	3.280,6	2.295,9	984,5	47,7	936,8
Transazioni										
2010	50,0	47,4	4,3	-4,9	2,9	0,1	-82,5	82,6	7,5	75,1
2011 ^(p)	38,3	18,5	7,4	1,5	12,9	-110,6	-115,3	18,0	2,8	15,2
2010 3° trim.	9,3	8,8	4,3	-2,0	-1,8	16,1	4,1	12,0	2,2	9,9
4° trim.	5,4	19,3	-11,0	-2,3	-0,5	-102,5	-107,7	5,1	-2,7	7,8
2011 1° trim.	50,4	43,4	4,7	-2,4	4,7	-77,5	-73,5	-4,1	-3,6	-0,5
2° trim. ^(p)	45,7	30,9	2,7	3,9	8,2	-19,5	-41,8	22,1	6,4	15,7
Variazioni percentuali										
2010	13,3	32,2	9,9	-4,3	4,1	0,3	-3,2	9,6	12,7	9,3
2011 ^(p)	10,3	21,2	1,2	-2,5	14,0	-5,9	-8,5	3,6	5,0	3,5
2010 3° trim.	4,0	10,9	15,0	-9,3	4,2	0,7	-1,2	6,0	14,4	5,5
4° trim.	13,3	32,2	9,9	-4,3	4,1	0,3	-3,2	9,6	12,7	9,3
2011 1° trim.	19,2	41,4	4,0	-1,3	9,2	-4,7	-7,8	3,4	-10,5	4,2
2° trim. ^(p)	26,8	61,3	1,2	-2,5	14,0	-5,1	-8,5	3,6	5,0	3,5

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

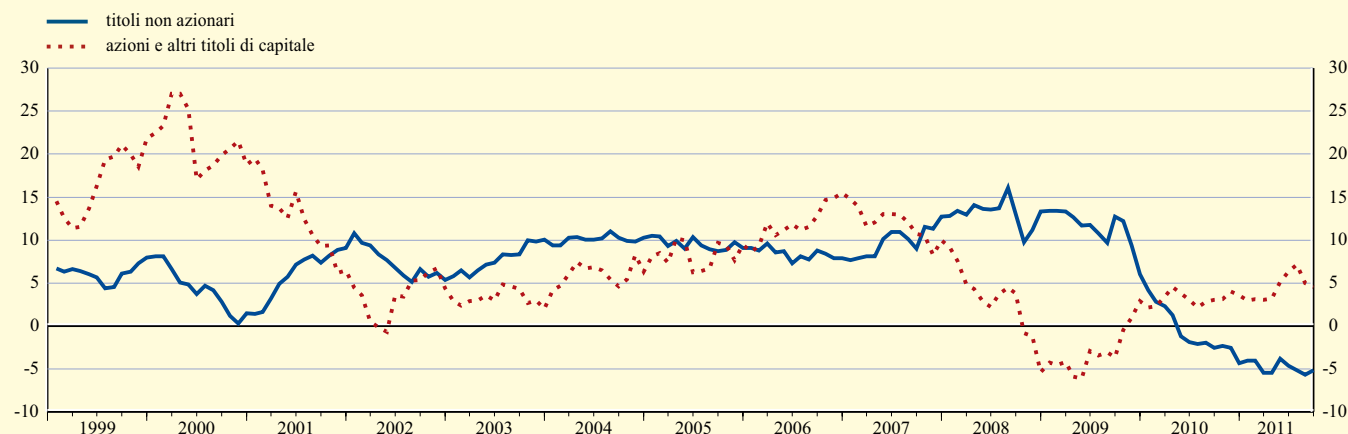
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ^{1), 2)}

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2009	6.207,8	1.970,8	109,1	1.466,1	16,0	1.458,6	39,4	1.147,8	1.516,3	435,0	801,1	280,2
2010	5.993,1	1.778,4	107,4	1.507,7	16,4	1.500,9	27,8	1.054,5	1.535,9	445,3	787,8	302,8
2011 2° trim.	5.663,4	1.674,2	90,0	1.437,0	20,7	1.448,4	24,7	968,4	1.563,7	476,0	775,5	312,1
3° trim.	5.630,7	1.702,1	81,0	1.393,8	23,0	1.432,6	24,9	973,3	1.525,9	484,5	740,7	300,8
2011 giu.	5.663,4	1.674,2	90,0	1.437,0	20,7	1.448,4	24,7	968,4	1.563,7	476,0	775,5	312,1
lug.	5.628,7	1.660,3	89,6	1.417,0	20,6	1.452,6	25,1	963,6	1.560,8	479,4	769,1	312,3
ago.	5.608,1	1.693,1	83,6	1.405,9	23,8	1.441,2	27,3	933,2	1.532,3	478,1	753,2	300,9
set. ^(p)	5.630,7	1.702,1	81,0	1.393,8	23,0	1.432,6	24,9	973,3	1.525,9	484,5	740,7	300,8
Transazioni												
2009	354,9	83,5	16,6	231,0	-3,2	103,0	-12,0	-64,0	43,0	29,1	11,6	2,3
2010	-269,3	-167,1	-7,2	42,7	-2,1	10,3	-14,6	-131,3	54,0	27,8	5,2	20,9
2011 2° trim.	-30,7	-33,7	5,9	44,6	1,0	-17,5	-3,7	-27,3	62,8	36,8	14,6	11,4
3° trim.	-51,5	28,7	-11,2	-42,7	1,0	-8,4	-1,2	-17,7	-17,5	12,2	-21,8	-7,9
2011 giu.	-51,9	-21,8	-8,2	28,7	1,5	-22,6	-0,5	-29,1	-4,4	4,5	-7,8	-1,1
lug.	-32,0	-13,0	0,2	-12,4	-0,7	6,0	-0,5	-11,6	3,5	4,7	-1,9	0,6
ago.	-16,3	32,1	-4,5	-19,0	3,5	-8,3	2,7	-22,7	-17,8	0,6	-8,7	-9,7
set. ^(p)	-3,3	9,7	-6,9	-11,2	-1,8	-6,1	-3,5	16,6	-3,2	6,8	-11,2	1,2
Variazioni percentuali												
2009	6,0	4,4	17,6	18,7	-16,0	7,6	-23,2	-5,3	2,9	7,0	1,5	0,8
2010	-4,3	-8,5	-5,7	2,9	-11,5	0,7	-35,0	-11,1	3,6	6,4	0,6	7,5
2011 2° trim.	-4,6	-9,3	7,1	1,1	22,8	-1,9	1,9	-9,5	6,3	9,9	5,6	2,9
3° trim.	-5,1	-5,4	-6,3	-1,1	28,8	-4,4	-19,1	-11,5	4,6	12,2	1,5	1,0
2011 giu.	-4,6	-9,3	7,1	1,1	22,8	-1,9	1,9	-9,5	6,3	9,9	5,6	2,9
lug.	-5,2	-8,9	13,5	0,4	24,4	-3,5	-1,2	-10,9	7,1	11,5	5,7	4,4
ago.	-5,7	-7,2	-1,7	-0,2	48,5	-4,2	11,1	-14,1	5,0	10,7	3,0	1,5
set. ^(p)	-5,1	-5,4	-6,3	-1,1	28,8	-4,4	-19,1	-11,5	4,6	12,2	1,5	1,0

FI4 Disponibilità in titoli delle IFM ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

1. Prestiti, titoli diversi da azioni e depositi

	IFM ³⁾							Non IFM						
	Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Prestiti a														
<i>Residenti nell'area dell'euro</i>														
2009	5.916,1	-	-	-	-	-	11.785,5	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4	
2010	5.515,2	-	-	-	-	-	12.247,8	96,0	4,0	2,1	0,2	1,1	0,4	
2011 1° trim.	5.488,8	-	-	-	-	-	12.304,8	96,3	3,7	1,8	0,2	1,1	0,4	
2° trim.	5.511,3	-	-	-	-	-	12.378,1	96,2	3,8	1,8	0,2	1,1	0,4	
<i>Non residenti nell'area dell'euro</i>														
2009	1.914,9	45,8	54,2	29,4	2,7	2,9	12,6	906,8	40,0	60,0	42,1	1,2	3,7	8,0
2010	2.010,9	44,9	55,1	30,7	2,9	3,2	11,6	952,1	39,9	60,1	42,8	1,4	3,7	6,7
2011 1° trim.	1.957,5	46,9	53,1	29,9	3,0	3,2	9,7	976,9	40,2	59,8	41,5	1,2	3,7	7,1
2° trim.	2.003,8	45,2	54,8	31,9	2,7	3,2	10,0	994,5	41,4	58,6	39,8	1,4	3,6	6,8
Titoli non azionari														
<i>Emessi da residenti nell'area dell'euro</i>														
2009	2.079,9	94,8	5,2	3,1	0,2	0,3	1,4	2.980,2	98,1	1,9	1,2	0,2	0,1	0,3
2010	1.885,8	94,3	5,7	3,3	0,1	0,3	1,7	3.052,8	98,6	1,4	0,8	0,1	0,1	0,4
2011 1° trim.	1.798,3	94,3	5,7	3,2	0,2	0,3	1,7	2.905,9	98,3	1,7	0,9	0,2	0,1	0,4
2° trim.	1.764,3	94,9	5,1	2,9	0,1	0,3	1,4	2.930,8	98,4	1,6	0,8	0,1	0,1	0,4
<i>Emessi da non residenti nell'area dell'euro</i>														
2009	546,6	55,8	44,2	26,3	0,4	0,5	14,8	601,2	35,0	65,0	38,5	4,2	0,9	15,2
2010	535,1	50,9	49,1	26,1	0,3	0,5	17,2	519,4	32,9	67,1	41,6	3,8	0,8	13,2
2011 1° trim.	526,4	50,5	49,5	26,6	0,3	1,1	17,0	511,1	33,7	66,3	39,5	4,8	0,7	13,0
2° trim.	476,9	54,2	45,8	23,0	0,4	0,6	16,2	491,8	32,8	67,2	40,3	5,2	0,7	12,1
Depositi di														
<i>Residenti nell'area dell'euro</i>														
2009	6.281,6	92,9	7,1	4,4	0,3	1,2	0,7	10.187,4	97,0	3,0	1,9	0,2	0,1	0,4
2010	5.774,9	92,9	7,1	4,1	0,3	1,3	0,8	10.722,6	97,1	2,9	1,9	0,2	0,1	0,4
2011 1° trim.	5.693,4	92,5	7,5	4,3	0,3	1,4	0,8	10.764,0	97,1	2,9	1,9	0,1	0,1	0,4
2° trim.	5.692,8	92,5	7,5	4,3	0,2	1,5	0,8	10.921,2	97,1	2,9	1,9	0,1	0,1	0,4
<i>Non residenti nell'area dell'euro</i>														
2009	2.532,8	49,2	50,8	34,2	1,8	2,2	9,6	836,7	53,5	46,5	31,4	1,1	1,7	7,5
2010	2.491,9	52,1	47,9	31,8	2,2	1,8	8,6	996,9	58,8	41,2	29,3	1,2	1,4	5,1
2011 1° trim.	2.346,7	53,5	46,5	30,0	2,1	1,9	8,1	967,4	58,3	41,7	29,5	1,4	1,5	4,4
2° trim.	2.295,9	53,4	46,6	29,8	2,2	1,9	8,0	984,5	58,7	41,3	29,3	1,3	1,4	4,5

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

	Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	Altre valute				
			Totale				
			USD	JPY	CHF	GBP	
1	2	3	4	5	6	7	
2009	5.168,3	83,3	16,7	8,8	1,6	1,9	2,5
2010	5.082,6	81,6	18,4	9,7	1,8	2,1	2,5
2011 1° trim.	5.133,2	82,0	18,0	9,6	1,6	2,0	2,4
2° trim.	5.155,8	81,9	18,1	9,6	1,6	2,2	2,4

Fonte: BCE.

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

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

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

1. Attività

	Totale	Depositi e prestiti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale (escl. quote di fondi di investimento/fondi comuni monetari)	Fondi di investimento/fondi comuni monetari	Attività non finanziarie	Altre attività (incl. prodotti finanziari derivati)
	1	2	3	4	5	6	7
Consistenze in essere							
2011 feb.	6.382,2	390,4	2.372,1	2.012,7	878,4	223,5	505,3
mar.	6.338,4	387,3	2.354,8	1.973,7	882,7	221,4	518,5
apr.	6.382,9	391,1	2.357,8	1.991,8	891,7	221,7	528,9
mag.	6.432,5	391,9	2.404,6	1.992,2	898,9	222,3	522,6
giu.	6.353,2	390,4	2.392,1	1.958,5	887,6	222,3	502,3
lug.	6.402,3	389,4	2.423,8	1.940,0	890,5	222,9	535,7
ago. ^(p)	6.144,0	405,4	2.383,8	1.734,1	837,8	223,6	559,3
Transazioni							
2010 4° trim.	35,9	-11,0	48,2	49,9	16,6	-3,0	-64,8
2011 1° trim.	110,2	19,4	25,2	14,8	8,5	2,4	40,0
2° trim.	70,4	5,6	43,4	25,8	13,5	3,2	-21,1

2. Passività

	Totale	Depositi e prestiti ricevuti	Quote di fondi di investimento emesse			Altre passività (incl. prodotti finanziari derivati)	
			Totale	Detenute da residenti nell'area dell'euro			
				Fondi di investimento	Detenute da non residenti nell'area dell'euro		
	1	2	3	4	5	6	7
Consistenze in essere							
2011 feb.	6.382,2	124,0	5.823,8	4.519,8	668,1	1.304,0	434,4
mar.	6.338,4	127,1	5.769,9	4.475,9	668,1	1.294,0	441,4
apr.	6.382,9	125,4	5.813,5	4.507,0	677,8	1.306,5	444,1
mag.	6.432,5	125,2	5.859,8	4.530,5	684,0	1.329,4	447,5
giu.	6.353,2	119,4	5.787,6	4.462,9	673,9	1.324,7	446,3
lug.	6.402,3	119,0	5.811,8	4.456,4	673,9	1.355,4	471,5
ago. ^(p)	6.144,0	124,8	5.532,9	4.257,8	620,9	1.275,1	486,3
Transazioni							
2010 4° trim.	35,9	-11,8	81,1	32,6	15,3	48,6	-33,4
2011 1° trim.	110,2	12,0	55,5	25,6	4,1	29,9	42,7
2° trim.	70,4	-4,5	77,2	22,6	11,1	54,7	-2,3

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 gen.	5.766,2	1.801,4	1.720,5	1.403,5	264,9	111,3	464,7	5.681,6	84,6	1.090,4
feb.	5.823,8	1.814,2	1.742,1	1.419,1	266,6	112,4	469,4	5.739,1	84,7	1.097,9
mar.	5.769,9	1.799,7	1.707,8	1.410,4	267,3	112,7	471,9	5.685,4	84,4	1.077,4
apr.	5.813,5	1.797,9	1.724,4	1.429,2	268,4	113,3	480,3	5.729,2	84,3	1.070,8
mag.	5.859,8	1.825,5	1.729,1	1.438,5	270,0	114,5	482,3	5.775,4	84,4	1.090,1
giu.	5.787,6	1.812,6	1.689,1	1.423,9	271,2	112,3	478,4	5.702,1	85,5	1.049,8
lug.	5.811,8	1.837,0	1.671,5	1.427,2	282,7	116,1	477,2	5.725,7	86,0	1.032,6
ago. ^(p)	5.532,9	1.808,0	1.495,5	1.374,5	281,0	114,0	459,8	5.447,9	85,0	1.055,6
Transazioni										
2011 feb.	21,5	10,0	4,1	5,7	0,4	0,7	0,6	21,6	-0,1	8,8
mar.	8,7	4,3	-6,3	2,5	0,6	0,8	6,8	8,7	0,1	-8,7
apr.	41,9	9,9	13,6	13,3	0,8	1,0	3,3	41,7	0,2	6,0
mag.	27,6	9,7	9,5	5,9	-0,2	-1,0	3,6	27,9	-0,3	7,9
giu.	7,7	2,0	2,1	0,8	2,8	-0,5	0,5	5,8	2,0	-34,7
lug.	25,2	8,9	1,9	0,9	11,3	2,3	-0,1	24,7	0,6	-22,3
ago. ^(p)	-52,2	-15,2	-23,9	-10,9	0,3	-0,3	-2,3	-52,1	0,0	28,0

Fonte: BCE.

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

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

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

1. Titoli non azionari

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
		Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze in essere											
2010 3° trim.	2.345,7	1.471,5	385,4	721,8	193,5	6,4	164,3	874,2	242,6	330,9	16,3
4° trim.	2.369,3	1.432,6	375,5	692,0	193,9	6,1	165,1	936,7	247,0	365,8	16,1
2011 1° trim.	2.354,8	1.430,3	383,4	675,7	200,1	5,5	165,7	924,5	246,4	354,5	14,1
2° trim. ^(p)	2.392,1	1.429,6	386,3	671,4	196,2	5,9	169,9	962,5	252,1	364,3	17,8
Transazioni											
2010 4° trim.	48,2	-7,1	-3,3	-8,2	0,7	-0,2	3,8	55,3	6,4	30,0	-1,9
2011 1° trim.	25,2	10,7	9,4	-8,3	7,8	0,0	1,9	14,5	1,9	2,4	-1,0
2° trim. ^(p)	43,4	-1,0	1,4	-3,5	-1,7	0,5	2,3	42,7	8,1	13,6	3,6

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

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
		Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze in essere											
2010 3° trim.	1.792,3	711,8	80,2	-	36,4	24,2	571,0	1.080,4	153,2	314,7	67,3
4° trim.	1.987,7	751,2	77,8	-	39,5	25,2	608,7	1.236,5	171,4	355,8	83,8
2011 1° trim.	1.973,7	782,7	89,2	-	41,7	26,1	625,6	1.191,0	167,2	365,2	71,1
2° trim. ^(p)	1.958,5	773,8	84,1	-	41,2	26,1	622,3	1.184,7	166,4	362,3	77,4
Transazioni											
2010 4° trim.	49,9	4,9	4,5	-	1,7	-0,6	-0,7	45,0	5,1	3,4	6,6
2011 1° trim.	14,8	11,5	5,5	-	2,3	-0,9	4,6	3,3	-0,5	16,0	-3,9
2° trim. ^(p)	25,8	-0,8	-1,1	-	1,3	0,4	-1,4	26,6	2,8	8,0	7,3

3. Quote dei fondi di investimento/fondi comuni monetari

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
		Totale	IFM ²⁾	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari ²⁾	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze in essere											
2010 3° trim.	831,1	707,1	77,1	-	630,0	-	-	124,0	21,4	34,8	0,4
4° trim.	875,3	740,2	76,0	-	664,1	-	-	135,1	23,8	38,6	0,6
2011 1° trim.	882,7	746,1	78,0	-	668,1	-	-	136,6	22,6	41,7	0,5
2° trim. ^(p)	887,6	753,1	79,2	-	673,9	-	-	134,5	22,1	42,5	0,5
Transazioni											
2010 4° trim.	16,6	13,4	-1,9	-	15,3	-	-	3,2	0,5	1,4	0,1
2011 1° trim.	8,5	6,1	2,1	-	4,1	-	-	2,3	-0,9	3,3	-0,1
2° trim. ^(p)	13,5	12,2	1,0	-	11,1	-	-	1,3	0,3	1,1	0,0

Fonte: BCE.

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

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

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

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

1. Attività

	Totale	Depositi e prestiti	Prestiti cartolarizzati							Titoli non azionari	Altre attività cartolarizzate	Azioni e altri titoli di capitale	Altre attività
			Totale	Originati nell'area dell'euro					Originati all'esterno dell'area dell'euro				
				IFM	Mantenuti nel bilancio delle IFM ¹⁾	Altri intermediari finanziari, società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Amministrazioni pubbliche					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2010 1° trim.	2.290,8	358,3	1.440,7	1.135,4	559,3	137,6	25,0	7,3	135,4	280,4	99,3	43,5	68,6
2° trim.	2.285,6	363,1	1.437,2	1.131,6	570,6	140,5	24,7	6,4	133,8	278,7	101,3	41,1	64,2
3° trim.	2.284,8	350,1	1.467,2	1.173,9	582,4	133,8	24,6	6,4	128,6	260,2	100,3	41,4	65,7
4° trim.	2.350,0	373,4	1.522,1	1.238,2	606,4	125,0	22,7	6,0	130,2	251,6	92,5	41,9	68,6
2011 1° trim.	2.254,7	352,8	1.482,7	1.194,3	595,3	131,8	23,0	5,9	127,6	240,3	89,0	36,8	53,1
2° trim.	2.206,0	337,4	1.458,8	1.173,5	585,3	136,0	21,9	5,2	122,1	232,0	89,3	36,4	52,1
Transazioni													
2010 2° trim.	-21,7	1,4	-13,0	-12,5	-	2,4	-0,9	-0,4	-1,6	-2,0	1,0	-3,2	-5,9
3° trim.	-3,9	-12,2	24,2	33,0	-	-2,1	-0,6	-0,1	-6,1	-16,5	-0,5	0,4	0,7
4° trim.	44,8	24,5	24,4	30,1	-	-4,7	-2,1	-0,4	1,4	-5,5	-0,9	-0,6	3,0
2011 1° trim.	-92,2	-23,2	-36,2	-44,2	-	9,1	0,6	0,0	-1,8	-10,1	-2,4	-4,9	-15,3
2° trim.	-56,7	-12,3	-26,8	-23,1	-	2,5	-0,9	-0,3	-5,0	-9,4	0,0	0,0	-8,2

2. Passività

	Totale	Prestiti e depositi ricevuti	Titoli di debito emessi			Capitale e riserve	Altre passività
			Totale	Fino a 2 anni	Oltre 2 anni		
	1	2	3	4	5	6	7
Consistenze							
2010 1° trim.	2.290,8	99,1	1.982,6	96,0	1.886,6	48,4	160,7
2° trim.	2.285,6	107,6	1.960,8	91,1	1.869,7	45,0	172,2
3° trim.	2.284,8	119,9	1.946,7	86,5	1.860,2	43,2	175,0
4° trim.	2.350,0	134,3	1.969,9	93,5	1.876,4	42,6	203,2
2011 1° trim.	2.254,7	133,1	1.886,5	83,9	1.802,6	37,7	197,4
2° trim.	2.206,0	132,7	1.845,0	83,2	1.761,8	35,5	192,8
Transazioni							
2010 2° trim.	-21,7	6,0	-23,0	-5,1	-17,9	-2,8	-1,9
3° trim.	-3,9	11,6	-10,3	-4,2	-6,1	-0,1	-5,1
4° trim.	44,8	15,9	23,9	5,7	18,3	-2,1	7,1
2011 1° trim.	-92,2	-0,9	-79,0	-9,9	-69,1	-4,5	-7,8
2° trim.	-56,7	-0,1	-48,6	-5,2	-43,4	-0,8	-7,2

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					Settore debitore esterno all'area dell'euro	Totale	Residenti nell'area dell'euro			Non residenti nell'area dell'euro	
		Famiglie	Società non azionarie	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche			Totale	IFM	Non IFM		
											Società veicolo finanziarie		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2010 1° trim.	1.135,4	820,3	215,0	20,3	14,8	7,6	57,3	280,4	151,3	47,9	103,5	41,1	129,0
2° trim.	1.131,6	812,7	216,1	19,6	14,7	7,6	61,0	278,7	149,1	50,5	98,7	44,8	129,6
3° trim.	1.173,9	828,9	221,4	18,4	15,0	7,0	83,2	260,2	140,6	47,4	93,2	37,4	119,6
4° trim.	1.238,2	853,2	251,4	17,4	15,2	7,1	94,0	251,6	131,7	45,6	86,1	35,6	119,9
2011 1° trim.	1.194,3	804,3	250,9	17,1	15,4	7,2	99,4	240,3	125,6	42,4	83,2	36,1	114,7
2° trim.	1.173,5	784,9	251,6	18,2	15,4	9,8	93,7	232,0	124,7	43,0	81,8	35,2	107,2
Transazioni													
2010 2° trim.	-12,5	-11,9	-3,5	0,0	-0,1	0,0	3,0	-2,0	2,9	-0,2	3,1	3,0	-4,8
3° trim.	33,0	10,1	1,2	-0,8	0,2	-0,6	22,9	-16,5	-10,0	-2,5	-7,5	-6,9	-6,5
4° trim.	30,1	16,5	14,0	-1,6	-0,2	0,1	1,4	-5,5	-5,3	-1,1	-4,2	-2,2	-0,2
2011 1° trim.	-44,2	-52,5	3,4	-0,5	0,0	0,0	5,3	-10,1	-6,0	-3,2	-2,8	-0,3	-4,1
2° trim.	-23,1	-22,1	0,5	0,6	-0,2	2,6	-4,4	-9,4	-0,5	-0,4	-0,1	-1,1	-8,9

Fonte: BCE.

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

2.11 Bilancio aggregato delle società di assicurazione e dei fondi pensione dell'area dell'euro
(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi comuni di investimento	Quote di fondi comuni monetari	Riserve premi e riserve sinistri	Altri conti attivi/passivi e strumenti derivati	Attività non finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008 3° trim.	6.266,6	762,9	458,8	2.281,6	932,8	1.187,7	87,5	251,1	149,3	154,8
4° trim.	6.158,6	800,7	478,6	2.292,9	819,2	1.088,2	93,9	245,7	184,8	154,5
2009 1° trim.	6.188,2	797,2	493,7	2.361,0	785,7	1.071,9	101,6	244,1	176,2	156,7
2° trim.	6.330,2	782,8	487,7	2.384,4	819,0	1.200,4	89,7	248,6	162,1	155,4
3° trim.	6.517,6	784,2	483,4	2.424,9	792,6	1.377,5	86,1	252,0	163,2	153,9
4° trim.	6.642,6	786,9	477,9	2.462,8	804,4	1.456,8	86,5	256,2	158,1	152,9
2010 1° trim.	6.864,5	784,5	486,3	2.575,8	815,4	1.534,2	83,5	266,9	169,4	148,5
2° trim.	6.891,0	785,5	488,9	2.613,5	792,8	1.518,5	79,9	271,6	190,2	150,2
3° trim.	7.060,0	783,2	498,0	2.698,8	807,5	1.559,8	75,4	272,2	215,1	150,0
4° trim.	6.977,5	774,1	500,9	2.642,2	823,1	1.579,3	65,4	269,0	171,9	151,5
2011 1° trim.	7.048,4	775,1	499,7	2.676,4	826,8	1.602,1	63,5	277,8	172,8	154,2
2° trim.	7.085,5	778,2	505,1	2.688,3	834,2	1.607,6	66,7	275,4	175,8	154,3

2. Titoli non azionari

	Totale	Emessi da residenti nell'area dell'euro						Emessi da non residenti nell'area dell'euro
		Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazioni fondi comuni	Società non finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2008 3° trim.	2.281,6	1.851,3	517,9	975,2	215,2	9,1	134,0	430,3
4° trim.	2.292,9	1.874,6	505,9	1.013,9	207,0	11,4	136,4	418,3
2009 1° trim.	2.361,0	1.939,4	531,1	1.040,5	218,3	13,5	136,1	421,6
2° trim.	2.384,4	1.987,6	541,7	1.060,7	231,2	15,0	139,0	396,8
3° trim.	2.424,9	2.021,6	552,6	1.086,6	229,4	15,1	137,8	403,2
4° trim.	2.462,8	2.053,6	543,7	1.114,3	239,4	16,7	139,5	409,2
2010 1° trim.	2.575,8	2.157,9	578,5	1.184,6	231,8	16,2	146,9	417,9
2° trim.	2.613,5	2.190,3	581,7	1.196,7	244,4	16,6	150,9	423,1
3° trim.	2.698,8	2.271,6	593,4	1.242,2	264,1	19,5	152,4	427,2
4° trim.	2.642,2	2.218,7	594,3	1.215,0	236,2	17,7	155,5	423,5
2011 1° trim.	2.676,4	2.260,3	617,2	1.208,7	262,0	19,0	153,5	416,1
2° trim.	2.688,3	2.263,6	636,9	1.227,6	223,5	16,0	159,6	424,7

3. Passività e ricchezza finanziaria netta

	Passività								Ricchessa netta	
	Totale	Prestiti ricevuti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Riserve tecniche di assicurazione			Altri conti attivi/passivi e strumenti derivati		
					Totale	Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita	Correzioni per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione			Riserve premi e riserve sinistri
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2008 3° trim.	6.177,2	331,4	29,7	475,0	5.190,2	2.938,1	1.410,5	841,6	151,0	89,4
4° trim.	6.123,7	348,8	31,7	422,1	5.178,6	2.909,2	1.445,8	823,6	142,6	34,9
2009 1° trim.	6.129,8	347,8	31,8	378,6	5.228,6	2.927,5	1.460,2	841,0	142,9	58,4
2° trim.	6.215,9	321,6	33,1	395,1	5.325,5	3.005,5	1.477,4	842,6	140,6	114,3
3° trim.	6.363,7	303,8	36,1	440,0	5.438,6	3.094,8	1.501,7	842,2	145,1	153,9
4° trim.	6.441,3	284,6	39,5	436,2	5.527,8	3.168,6	1.519,8	839,3	153,3	201,3
2010 1° trim.	6.620,1	293,6	39,5	454,0	5.675,5	3.255,5	1.560,2	859,8	157,5	244,4
2° trim.	6.655,6	298,9	40,9	425,1	5.730,6	3.280,6	1.589,1	860,9	160,0	235,4
3° trim.	6.765,4	315,0	39,8	431,6	5.823,8	3.337,6	1.629,5	856,6	155,2	294,6
4° trim.	6.802,9	283,9	42,3	439,0	5.887,7	3.380,3	1.651,3	856,0	150,1	174,6
2011 1° trim.	6.907,4	304,2	40,1	455,6	5.957,3	3.412,8	1.664,5	880,0	150,2	140,9
2° trim.	6.934,8	304,4	42,7	449,3	5.987,6	3.438,6	1.670,7	878,3	150,8	150,7

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
2° trim. 2011						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						569
Saldo commerciale ¹⁾						-10
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	1.168	119	741	57	250	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	31	4	19	3	4	
Consumo di capitale fisso	363	95	208	11	49	
Margine operativo netto e reddito misto ¹⁾	550	283	231	36	0	
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto						6
Redditi da lavoro dipendente						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	982	39	489	382	73	123
Interessi	396	36	71	215	73	53
Altri redditi da capitale	587	2	417	167	0	70
Reddito nazionale netto ¹⁾	1.977	1.711	-11	51	226	
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	276	215	47	13	0	5
Contributi sociali	429	429				1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	454	1	18	34	402	1
Altri trasferimenti correnti	188	70	25	47	46	9
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	44	33	10	1	1	1
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	45			45		1
Altro	99	37	15	1	45	7
Reddito netto disponibile ¹⁾	1.957	1.535	-69	53	439	
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.867	1.360			507	
Spese per consumi individuali	1.673	1.360			313	
Spese per consumi collettivi	194				194	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	14	0	0	14	0	0
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero ¹⁾	91	189	-70	39	-68	18
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	472	143	261	12	56	
Investimenti fissi lordi	472	143	261	12	56	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0	1	-1	0	0	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0	-2	1	0	0	0
Trasferimenti in conto capitale	32	9	1	2	20	4
Imposte in conto capitale	6	6	1	0	0	0
Altri trasferimenti in conto capitale	26	3	0	2	20	4
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) ¹⁾	-17	143	-109	36	-87	17
Discrepanza statistica	0	-21	21	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	Conti del mondo
2° trim. 2011						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						559
<i>Saldo commerciale</i>						
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	2.113	502	1.200	108	303	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	236					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	2.349					
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Consumo di capitale fisso						
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i>						
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto	550	283	231	36	0	
Redditi da lavoro dipendente	1.170	1.170				3
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	267				267	0
Redditi da capitale	971	296	247	396	32	134
Interessi	385	60	45	272	8	63
Altri redditi da capitale	586	236	202	124	24	71
<i>Reddito nazionale netto</i>						
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto	1.977	1.711	-11	51	226	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	280				280	1
Contributi sociali	429	1	18	49	361	1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	452	452				3
Altri trasferimenti correnti	166	87	13	46	19	30
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	45			45		1
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	44	34	8	1	0	2
Altro	77	53	5	0	19	28
<i>Reddito netto disponibile</i>						
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile	1.957	1.535	-69	53	439	
Spese per consumi finali						
Spese per consumi individuali						
Spese per consumi collettivi						
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	14	14				0
<i>Risparmio netto/conto corrente verso l'estero</i>						
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	91	189	-70	39	-68	18
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	363	95	208	11	49	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	33	9	16	1	7	3
Imposte in conto capitale	6				6	0
Altri trasferimenti in conto capitale	27	9	16	1	1	3
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>						
Discrepanza statistica						

Fonti: BCE ed Eurostat.

2) Il prodotto interno lordo è uguale al valore aggiunto lordo di tutti i settori interni più le imposte nette (imposte al netto dei trasferimenti) sulla produzione.

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale (continua)

(miliardi di euro)

Attività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
2° trim. 2011								
Bilancio di apertura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		18.863	16.850	31.958	15.222	6.795	3.709	16.575
Oro monetario e DSP				403				
Banconote, monete e depositi		6.636	1.887	8.974	2.318	810	715	3.600
Titoli di debito a breve termine		59	80	515	326	43	34	680
Titoli di debito a lungo termine		1.358	235	6.023	2.397	2.652	448	3.624
Prestiti		79	3.069	13.342	3.556	469	521	1.853
<i>di cui: a lungo termine</i>		59	1.762	10.255	2.539	348	461	.
Azioni e altre partecipazioni		4.487	7.876	1.863	6.324	2.427	1.326	6.080
Azioni quotate		831	1.418	343	2.153	563	267	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.289	6.048	1.215	3.208	292	890	.
Quote di fondi di investimento		1.366	410	305	964	1.572	169	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.783	180	3	0	242	4	230
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		461	3.524	837	300	151	661	508
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								
Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie								
Totale delle transazioni in attività finanziarie		152	133	281	138	2	120	217
Oro monetario e DSP				0				0
Banconote, monete e depositi		72	3	95	52	1	76	-11
Titoli di debito a breve termine		-5	-5	-27	-2	0	-2	14
Titoli di debito a lungo termine		22	-2	21	-1	8	-2	182
Prestiti		1	55	90	56	3	19	18
<i>di cui: a lungo termine</i>		0	31	60	38	4	-3	.
Azioni e altre partecipazioni		-1	105	41	46	-5	-1	14
Azioni quotate		0	23	29	9	-2	1	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		8	66	12	5	1	-2	.
Quote di fondi di investimento		-9	15	1	31	-4	0	.
Riserve tecniche di assicurazione		39	-1	0	0	-6	0	-1
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		25	-21	61	-14	1	30	2
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
Conto delle altre variazioni: attività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		-70	-61	-28	-26	26	-18	7
Oro monetario e DSP				10				
Banconote, monete e depositi		0	-6	46	0	-1	0	-16
Titoli di debito a breve termine		-3	-1	-18	-8	0	0	11
Titoli di debito a lungo termine		0	1	-61	-2	7	-5	59
Prestiti		0	1	-1	-17	0	0	4
<i>di cui: a lungo termine</i>		0	-1	1	-6	0	0	.
Azioni e altre partecipazioni		-75	-75	-5	8	20	-13	-45
Azioni quotate		-15	-22	-5	-15	-4	-6	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		-57	-28	6	27	-3	-6	.
Quote di fondi di investimento		-3	-26	-6	-4	27	0	.
Riserve tecniche di assicurazione		-2	0	0	0	-3	0	5
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		10	20	1	-6	3	0	-11
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
Bilancio di chiusura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		18.944	16.923	32.212	15.333	6.823	3.811	16.799
Oro monetario e DSP				412				
Banconote, monete e depositi		6.708	1.885	9.115	2.370	811	792	3.573
Titoli di debito a breve termine		51	74	470	316	43	32	704
Titoli di debito a lungo termine		1.379	233	5.982	2.394	2.667	441	3.866
Prestiti		80	3.124	13.431	3.595	471	540	1.874
<i>di cui: a lungo termine</i>		59	1.791	10.316	2.570	352	458	.
Azioni e altre partecipazioni		4.411	7.905	1.899	6.378	2.443	1.312	6.049
Azioni quotate		817	1.420	367	2.146	557	262	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.240	6.086	1.233	3.240	291	882	.
Quote di fondi di investimento		1.354	400	299	992	1.595	168	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.820	179	3	0	233	4	234
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		495	3.523	899	280	155	691	499
<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
2° trim. 2011								
Bilancio di apertura: passività finanziarie								
Totale delle passività		6.689	26.635	31.064	14.601	6.877	9.027	14.676
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			31	22.055	24	0	255	2.575
Titoli di debito a breve termine			81	653	71	0	677	255
Titoli di debito a lungo termine			784	4.481	2.739	30	5.876	2.826
Prestiti		6.094	8.472		3.310	270	1.706	3.035
<i>di cui: a lungo termine</i>		5.740	6.010		1.836	119	1.378	.
Azioni e altre partecipazioni		7	13.369	2.635	8.356	436	6	5.574
Azioni quotate			3.923	490	253	130	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		7	9.446	1.068	2.528	305	6	.
Quote di fondi di investimento				1.077	5.576			.
Riserve tecniche di assicurazione		35	336	68	1	6.002	1	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		553	3.562	1.171	100	139	507	410
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>	-1.496	12.174	-9.785	895	620	-82	-5.318	
Conto finanziario, transazioni in passività								
Totale delle transazioni in passività		30	221	253	116	16	207	200
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0	242	-3	0	3	47
Titoli di debito a breve termine			1	-30	7	0	-5	-3
Titoli di debito a lungo termine			9	43	-3	2	152	25
Prestiti		45	95		48	3	-4	54
<i>di cui: a lungo termine</i>		38	54		29	1	26	.
Azioni e altre partecipazioni		0	62	3	68	-2	0	68
Azioni quotate			10	18	6	0	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	52	5	7	-2	0	.
Quote di fondi di investimento				-21	54			.
Riserve tecniche di assicurazione		0	0	0	0	30	0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		-15	53	-6	-1	-18	61	9
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>	-17	122	-88	29	22	-14	-87	17
Conto delle altre variazioni: passività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		-1	-59	12	0	7	-49	-91
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0	13	0	0	0	12
Titoli di debito a breve termine			0	0	0	0	-1	-18
Titoli di debito a lungo termine			5	15	12	0	-32	-4
Prestiti		1	2		-4	0	0	-13
<i>di cui: a lungo termine</i>		4	3		-1	0	0	.
Azioni e altre partecipazioni		0	-76	-15	-31	-13	0	-50
Azioni quotate			-19	-19	-9	-8	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	-57	11	19	-5	0	.
Quote di fondi di investimento				-7	-42			.
Riserve tecniche di assicurazione		0	0	0	0	0	0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		-1	10	-1	23	20	-16	-18
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>	-88	-70	-2	-40	-26	19	31	97
Bilancio di chiusura: passività finanziarie								
Totale delle passività finanziarie		6.719	26.798	31.328	14.717	6.900	9.186	14.786
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			30	22.309	21	0	258	2.634
Titoli di debito a breve termine			83	623	79	0	671	234
Titoli di debito a lungo termine			799	4.539	2.748	33	5.996	2.847
Prestiti		6.141	8.569		3.354	273	1.702	3.077
<i>di cui: a lungo termine</i>		5.782	6.067		1.864	120	1.404	.
Azioni e altre partecipazioni		7	13.356	2.623	8.392	421	6	5.592
Azioni quotate			3.914	489	250	122	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		7	9.442	1.084	2.554	298	6	.
Quote di fondi di investimento				1.050	5.588			.
Riserve tecniche di assicurazione		35	336	69	1	6.032	1	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		536	3.625	1.164	123	141	552	401
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>	-1.601	12.226	-9.874	884	616	-77	-5.375	

Fonte: BCE.

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri)

Impieghi	2007	2008	2009	3° trim. 2009- 2° trim. 2010	4° trim. 2009- 3° trim. 2010	1° trim. 2010- 4° trim. 2010	2° trim. 2010- 1° trim. 2011	3° trim. 2010- 2° trim. 2011
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	4.280	4.462	4.442	4.458	4.472	4.492	4.523	4.557
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	99	94	85	84	88	83	84	89
Consumo di capitale fisso	1.294	1.360	1.385	1.398	1.407	1.417	1.427	1.437
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i> ¹⁾	2.393	2.358	2.111	2.159	2.179	2.207	2.234	2.249
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	3.678	3.925	2.957	2.762	2.763	2.808	2.847	2.917
Interessi	2.129	2.378	1.603	1.424	1.404	1.415	1.440	1.483
Altri redditi da capitale	1.549	1.547	1.354	1.338	1.359	1.393	1.407	1.434
<i>Reddito nazionale netto</i> ¹⁾	7.771	7.806	7.525	7.614	7.672	7.725	7.794	7.860
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.136	1.145	1.028	1.036	1.042	1.053	1.070	1.077
Contributi sociali	1.597	1.670	1.675	1.682	1.688	1.699	1.708	1.718
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.585	1.656	1.772	1.803	1.811	1.819	1.823	1.828
Altri trasferimenti correnti	741	774	779	780	781	774	774	776
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	183	188	182	181	180	180	178	178
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	184	189	183	182	181	181	179	179
Altro	374	397	414	417	420	414	416	419
<i>Reddito netto disponibile</i> ¹⁾	7.678	7.704	7.416	7.500	7.554	7.610	7.679	7.747
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	6.892	7.145	7.145	7.219	7.264	7.308	7.355	7.401
Spese per consumi individuali	6.192	6.407	6.374	6.446	6.490	6.534	6.580	6.625
Spese per consumi collettivi	700	738	771	774	774	773	775	776
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	61	69	61	57	56	55	54	55
<i>Risparmio netto</i> ¹⁾	786	559	270	280	291	303	324	346
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	2.055	2.059	1.707	1.730	1.759	1.785	1.836	1.858
Investimenti fissi lordi	1.978	1.998	1.752	1.738	1.749	1.762	1.788	1.802
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	76	62	-44	-9	10	23	48	56
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-1	1	1	2	2	1	1	1
Trasferimenti in conto capitale	153	152	185	186	220	227	215	207
Imposte in conto capitale	24	24	34	30	30	25	26	25
Altri trasferimenti in conto capitale	129	128	151	156	190	202	190	182
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> ¹⁾	40	-132	-43	-41	-50	-55	-74	-65

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	3° trim. 2009- 2° trim. 2010	4° trim. 2009- 3° trim. 2010	1° trim. 2010- 4° trim. 2010	2° trim. 2010- 1° trim. 2011	3° trim. 2010- 2° trim. 2011
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	8.066	8.274	8.024	8.099	8.147	8.199	8.268	8.331
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	961	947	895	915	933	941	957	959
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	9.027	9.221	8.919	9.014	9.080	9.140	9.225	9.290
Redditi da lavoro dipendente								
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti								
Consumo di capitale fisso								
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i>								
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto	2.393	2.358	2.111	2.159	2.179	2.207	2.234	2.249
Redditi da lavoro dipendente	4.287	4.469	4.449	4.466	4.480	4.500	4.532	4.565
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	1.068	1.048	997	1.015	1.035	1.038	1.055	1.060
Redditi da capitale	3.701	3.858	2.924	2.736	2.740	2.788	2.821	2.902
Interessi	2.098	2.326	1.554	1.380	1.360	1.372	1.401	1.447
Altri redditi da capitale	1.603	1.532	1.370	1.356	1.380	1.415	1.420	1.455
<i>Reddito nazionale netto</i>								
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto	7.771	7.806	7.525	7.614	7.672	7.725	7.794	7.860
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.144	1.153	1.034	1.040	1.047	1.058	1.075	1.084
Contributi sociali	1.596	1.668	1.673	1.681	1.688	1.698	1.708	1.717
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.577	1.648	1.766	1.798	1.805	1.812	1.816	1.821
Altri trasferimenti correnti	648	673	672	668	665	662	661	664
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	184	189	183	182	181	181	179	179
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	181	185	179	178	177	176	175	175
Altro	282	299	309	308	307	305	306	310
<i>Reddito netto disponibile</i>								
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile	7.678	7.704	7.416	7.500	7.554	7.610	7.679	7.747
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	69	61	57	56	55	54	55
<i>Risparmio netto</i>								
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	786	559	270	280	291	303	324	346
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.294	1.360	1.385	1.398	1.407	1.417	1.427	1.437
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	168	161	195	197	232	239	228	218
Imposte in conto capitale	24	24	34	30	30	25	26	25
Altri trasferimenti in conto capitale	144	137	161	167	202	214	202	193
<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	3° trim. 2009- 2° trim. 2010	4° trim. 2009- 3° trim. 2010	1° trim. 2010- 4° trim. 2010	2° trim. 2010- 1° trim. 2011	3° trim. 2010- 2° trim. 2011
Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta								
Redditi da lavoro dipendente (+)	4.287	4.469	4.449	4.466	4.480	4.500	4.532	4.565
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.485	1.526	1.456	1.453	1.456	1.463	1.476	1.490
Interessi attivi (+)	318	351	236	210	207	210	215	223
Interessi passivi (-)	221	250	148	129	127	128	131	136
Altri redditi da capitali attivi (+)	777	779	713	695	700	707	720	725
Altri redditi da capitali passivi (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc. (-)	836	874	843	843	846	849	859	862
Contributi sociali netti (-)	1.592	1.665	1.670	1.677	1.683	1.694	1.703	1.713
Prestazioni sociali nette (+)	1.572	1.643	1.760	1.792	1.800	1.807	1.811	1.815
Trasferimenti correnti netti attivi (+)	62	69	72	70	71	70	69	69
= Reddito lordo disponibile	5.842	6.037	6.015	6.027	6.048	6.077	6.119	6.166
Spese per consumi finali (-)	5.085	5.244	5.157	5.212	5.251	5.293	5.334	5.376
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	61	69	61	57	56	55	54	55
= Risparmio lordo	818	862	919	872	853	838	839	845
Consumo di capitale fisso (-)	356	371	373	375	377	379	380	380
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	12	0	11	7	7	12	12	12
Altre variazioni nella ricchezza netta (+)	1.239	-1.978	-457	811	1.019	1.035	720	490
= Variazioni nella ricchezza netta	1.713	-1.486	101	1.314	1.501	1.506	1.191	967
Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	638	625	535	532	538	544	550	552
Consumo di capitale fisso (-)	356	371	373	375	377	379	380	380
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	420	458	-14	-75	-23	57	118	118
Banconote, monete e depositi	351	438	121	63	89	120	141	138
Partecipazioni in fondi comuni monetari	37	-6	-43	-73	-84	-51	-37	-32
Titoli di debito ¹⁾	32	25	-92	-65	-29	-13	14	12
Attività a lungo	140	21	521	592	488	411	331	314
Depositi	-31	-27	85	104	80	56	40	51
Titoli di debito	83	24	33	35	-4	2	44	53
Azioni e altre partecipazioni	-121	-107	178	205	164	122	44	18
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	30	68	131	139	103	99	57	32
Quote di fondi comuni di investimento	-151	-176	47	66	61	23	-13	-14
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	209	131	225	248	248	231	203	192
Finanziamenti: principali componenti (-)								
Prestiti	384	257	111	135	135	147	148	139
di cui: da IFM dell'area dell'euro	283	83	65	136	135	148	170	164
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Attività non finanziarie	1.176	-566	-770	511	873	916	727	297
Attività finanziarie	114	-1.444	300	299	140	132	-3	170
Azioni e altre partecipazioni	96	-1.183	106	97	-2	82	36	159
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	8	-240	174	183	142	87	28	43
Flussi netti restanti (+)	-34	47	13	-35	-2	-28	-5	36
= Variazioni nella ricchezza netta	1.713	-1.486	101	1.314	1.501	1.506	1.191	967
Bilancio finanziario								
Attività non finanziarie (+)	27.755	27.443	26.835	27.371	27.759	27.916	27.799	27.840
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	5.263	5.805	5.781	5.784	5.771	5.844	5.883	5.913
Banconote, monete e depositi	4.851	5.322	5.475	5.508	5.500	5.600	5.599	5.650
Partecipazioni in fondi comuni monetari	280	316	240	216	204	191	209	196
Titoli di debito ¹⁾	132	167	66	59	67	54	75	66
Attività a lungo	12.140	10.675	11.529	11.667	11.927	12.058	12.107	12.125
Depositi	965	915	971	1.011	1.015	1.028	1.037	1.058
Titoli di debito	1.272	1.296	1.379	1.354	1.349	1.331	1.342	1.364
Azioni e altre partecipazioni	5.116	3.785	4.101	4.050	4.195	4.304	4.279	4.215
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	3.741	2.864	2.996	2.924	3.036	3.113	3.121	3.057
Quote di fondi di investimento	1.375	920	1.105	1.126	1.159	1.191	1.158	1.158
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	4.787	4.678	5.077	5.253	5.368	5.395	5.450	5.488
Restanti attività finanziarie (+)	315	315	299	279	306	294	279	329
Passività (-)								
Prestiti	5.569	5.820	5.925	6.002	6.030	6.087	6.094	6.141
di cui: da IFM dell'area dell'euro	4.831	4.914	4.968	5.140	5.159	5.213	5.256	5.301
= Ricchezza finanziaria netta	39.905	38.418	38.519	39.099	39.732	40.025	39.973	40.065

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	3° trim. 2009- 2° trim. 2010	4° trim. 2009- 3° trim. 2010	1° trim. 2010- 4° trim. 2010	2° trim. 2010- 1° trim. 2011	3° trim. 2010- 2° trim. 2011
Reddito e risparmio								
Valore aggiunto lordo (+)	4.638	4.745	4.485	4.539	4.577	4.619	4.671	4.717
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.712	2.833	2.773	2.776	2.786	2.805	2.832	2.861
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-)	48	45	39	35	39	33	34	38
= Margine operativo lordo (+)	1.877	1.868	1.673	1.727	1.752	1.781	1.805	1.818
Consumo di capitale fisso (-)	724	765	783	792	797	803	810	817
= Margine operativo netto (+)	1.153	1.102	890	936	955	978	996	1.000
Redditi da capitale attivi (+)	636	638	539	518	517	531	532	553
Interessi attivi	222	242	173	158	154	156	158	165
Altri redditi da capitale	414	396	366	360	362	375	374	387
Interest and rents payable (-)	365	422	300	268	264	266	272	281
= Reddito lordo di impresa (+)	1.423	1.318	1.130	1.186	1.208	1.242	1.256	1.272
Utili distribuiti (-)	990	1.021	927	905	913	934	952	958
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	246	233	150	156	159	165	171	173
Contributi sociali da riscuotere (+)	63	67	69	68	68	68	69	69
Prestazioni sociali da erogare (-)	62	65	67	68	68	69	69	69
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	43	48	47	48	48	47	47	47
= Risparmio netto	145	18	8	77	89	96	86	95
Investimento, finanziamento e risparmio								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	421	376	87	124	148	169	207	215
Investimenti fissi lordi (+)	1.068	1.085	917	924	935	950	970	982
Consumo di capitale fisso (-)	724	765	783	792	797	803	810	817
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	77	57	-47	-9	9	23	47	51
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	168	70	96	24	22	16	18	38
Banconote, monete e depositi	153	15	88	58	51	68	62	66
Partecipazioni in fondi comuni monetari	-20	33	40	-23	-29	-41	-27	-19
Titoli di debito ¹⁾	35	22	-32	-11	-1	-11	-17	-9
Attività a lungo	762	710	211	254	403	471	441	501
Depositi	-13	40	4	-10	-7	2	11	6
Titoli di debito	48	-35	11	-9	-12	-9	0	13
Azioni e altre partecipazioni	425	357	76	72	157	211	199	269
Altri prestiti (in prevalenza intragruppo)	302	348	119	202	265	267	231	212
Restanti attività nette (+)	181	-89	72	99	54	-35	-6	-23
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Debito	917	667	84	104	232	225	262	305
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	536	394	-114	-92	-35	-8	30	77
di cui: titoli di debito	33	48	90	89	73	68	44	44
Azioni e altre partecipazioni	402	306	289	238	226	226	238	259
Azioni quotate	58	6	67	47	37	30	30	28
Azioni non quotate e altre partecipazioni	344	300	223	191	189	196	208	231
Trasferimenti netti di capitali attivi (-)	68	73	81	79	78	74	72	71
= Risparmio netto	145	18	8	77	89	96	86	95
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie								
Attività a breve	1.788	1.876	1.960	1.903	1.926	1.972	1.950	1.939
Banconote, monete e depositi	1.507	1.538	1.632	1.608	1.625	1.693	1.667	1.673
Partecipazioni in fondi comuni monetari	163	192	214	184	182	174	179	169
Titoli di debito ¹⁾	119	147	114	111	118	105	104	97
Attività a lungo	10.739	9.300	10.255	10.371	10.735	11.026	11.197	11.282
Depositi	206	246	227	231	240	220	220	211
Titoli di debito	228	183	191	195	200	196	211	210
Azioni e altre partecipazioni	7.968	6.221	7.054	6.987	7.283	7.545	7.697	7.737
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	2.337	2.650	2.784	2.957	3.011	3.065	3.069	3.124
Restanti attività nette	263	238	219	200	215	66	173	107
Passività								
Debito	8.649	9.337	9.461	9.600	9.642	9.648	9.674	9.787
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	4.466	4.866	4.711	4.731	4.709	4.699	4.730	4.760
di cui: titoli di debito	648	704	827	887	901	889	866	882
Azioni e altre partecipazioni	14.250	11.063	12.381	12.026	12.622	13.091	13.369	13.356
Azioni quotate	5.005	2.935	3.516	3.316	3.542	3.814	3.923	3.914
Azioni non quotate e altre partecipazioni	9.245	8.129	8.865	8.711	9.080	9.277	9.446	9.442

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	3° trim. 2009- 2° trim. 2010	4° trim. 2009- 3° trim. 2010	1° trim. 2010- 4° trim. 2010	2° trim. 2010- 1° trim. 2011	3° trim. 2010- 2° trim. 2011
Conto finanziario, transazioni finanziarie								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	22	78	-51	-22	-3	-12	-30	-38
Banconote, monete e depositi	7	57	-33	2	6	-9	-9	-14
Partecipazioni in fondi comuni monetari	4	14	0	1	-2	-6	-24	-25
Titoli di debito ¹⁾	11	7	-17	-25	-7	3	3	1
Attività a lungo	280	92	318	281	250	219	213	204
Depositi	47	-9	21	-8	-11	-8	7	10
Titoli di debito	108	59	111	150	167	151	129	122
Prestiti	-15	25	7	6	12	28	25	26
Azioni quotate	20	2	-65	-68	14	17	15	9
Azioni non quotate e altre partecipazioni	22	15	-8	1	2	10	12	14
Quote di fondi comuni di investimento	98	1	253	199	66	22	25	22
Restanti attività finanziarie (+)	-38	39	2	43	60	53	20	5
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Titoli di debito	3	4	5	5	2	0	0	2
Prestiti	-2	24	-16	-10	7	6	11	8
Azioni e altre partecipazioni	3	6	1	5	5	5	4	1
Riserve tecniche di assicurazione	245	125	231	282	278	259	208	184
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	212	121	227	273	270	248	201	184
Riserve premi e riserve sinistri	34	4	4	9	8	11	7	0
= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni	14	50	48	20	15	-10	-21	-24
Conto delle altre variazioni								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	-48	-502	188	160	122	120	41	105
Altre attività nette	11	34	52	78	57	-36	-44	-68
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	-22	-172	8	20	-19	-8	-9	12
Riserve tecniche di assicurazione	30	-260	186	189	146	96	39	51
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	18	-248	182	187	147	99	41	56
Riserve premi e riserve sinistri	12	-11	4	2	-1	-2	-2	-5
= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta	-45	-36	45	30	51	-5	-33	-26
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	318	398	342	367	362	335	323	325
Banconote, monete e depositi	163	224	195	206	203	190	186	186
Partecipazioni in fondi comuni monetari	91	103	94	103	101	89	79	81
Titoli di debito ¹⁾	63	71	52	58	57	55	58	58
Attività a lungo	5.473	5.077	5.658	5.841	5.979	5.983	6.079	6.110
Depositi	594	599	617	610	610	610	624	624
Titoli di debito	2.203	2.261	2.444	2.571	2.642	2.580	2.638	2.652
Prestiti	411	433	439	446	453	466	469	471
Azioni quotate	750	491	523	518	539	553	563	557
Azioni non quotate e altre partecipazioni	347	321	301	290	284	295	292	291
Quote di fondi comuni di investimento	1.167	971	1.335	1.406	1.451	1.479	1.493	1.514
Restanti attività finanziarie (+)	176	238	223	266	292	253	254	247
Passività (-)								
Titoli di debito	19	23	30	32	30	33	30	33
Prestiti	244	273	256	264	277	265	270	273
Azioni e altre partecipazioni	578	412	422	409	413	419	436	421
Riserve tecniche di assicurazione	5.295	5.160	5.577	5.797	5.911	5.932	6.002	6.032
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	4.472	4.345	4.754	4.956	5.074	5.101	5.158	5.196
Riserve premi e riserve sinistri	822	814	823	841	837	831	844	836
= Ricchezza finanziaria netta	-170	-156	-63	-27	2	-78	-82	-77

Fonte: BCE.

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



MERCATI FINANZIARI

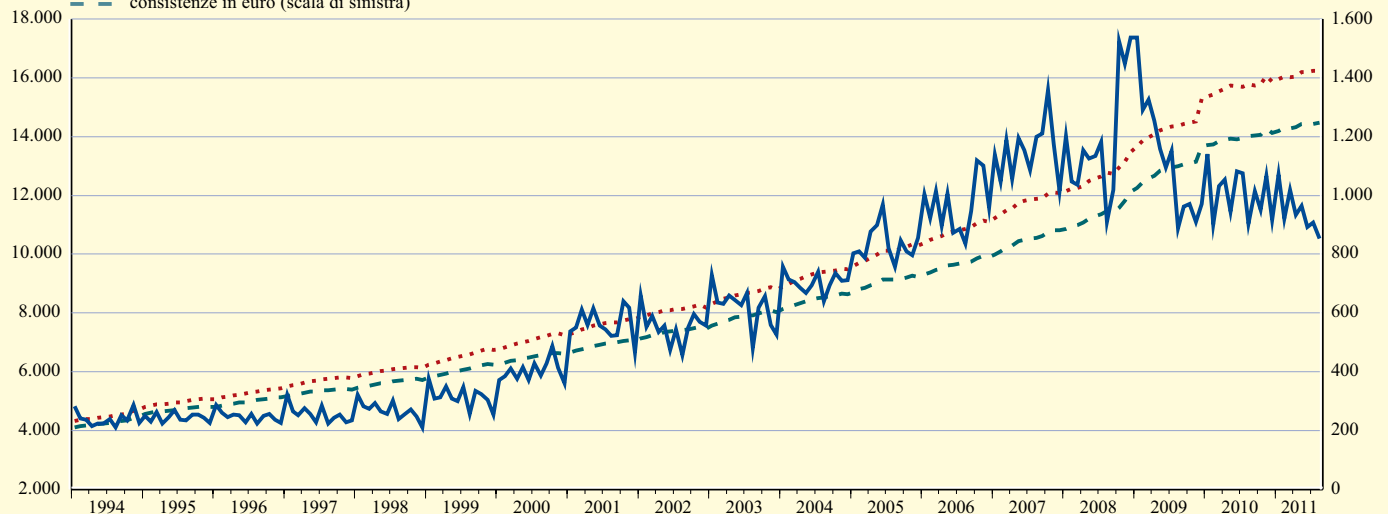
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione (miliardi di euro e tassi di crescita nel periodo; dati destagionalizzati; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	Totale in euro ¹⁾			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute			Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati ²⁾	
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette		Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Totale												
2010 ago.	16.254,7	841,1	65,1	14.015,3	800,7	62,3	15.789,9	903,1	82,1	3,6	112,1	4,1
set.	16.273,3	985,1	18,9	14.033,2	908,6	18,2	15.744,3	1.013,6	4,7	3,1	56,6	3,4
ott.	16.280,8	888,0	10,2	14.070,8	843,2	40,2	15.782,5	950,3	52,7	3,2	39,5	3,1
nov.	16.460,6	993,0	180,9	14.269,5	954,0	199,9	16.066,4	1.067,0	239,1	4,3	160,5	5,5
dic.	16.296,5	876,7	-162,6	14.122,7	844,0	-145,3	15.875,1	916,6	-184,3	3,5	-64,4	4,4
2011 gen.	16.375,9	1.005,0	78,6	14.197,3	954,5	73,8	15.948,6	1.070,7	92,0	3,7	78,2	4,9
feb.	16.476,1	866,7	101,1	14.289,3	813,9	93,0	16.040,8	920,1	98,1	4,1	47,8	4,0
mar.	16.476,5	978,3	0,6	14.282,3	911,3	-6,7	16.018,3	1.019,4	1,9	3,4	11,4	3,4
apr.	16.497,4	888,9	21,4	14.330,0	850,2	48,3	16.044,9	934,7	51,5	3,2	25,7	3,3
mag.	16.598,2	921,2	99,1	14.421,4	865,9	89,7	16.190,8	963,6	115,6	3,6	39,2	1,7
giu.	16.630,0	847,9	31,8	14.444,2	796,1	22,7	16.204,8	893,0	19,6	3,8	45,4	3,1
lug.	.	.	.	14.439,1	826,3	-4,8	16.228,2	908,2	1,2	3,7	26,9	2,5
ago.	.	.	.	14.471,9	767,4	33,7	16.239,9	853,3	23,5	3,3	52,1	2,5
A lungo termine												
2010 ago.	14.717,7	140,8	32,1	12.580,0	127,4	32,0	14.147,9	152,8	43,5	4,7	83,8	4,5
set.	14.721,4	268,6	4,1	12.594,1	228,4	14,4	14.105,3	258,8	4,4	4,1	50,3	3,5
ott.	14.758,8	222,2	37,5	12.643,4	195,4	49,4	14.161,1	233,3	65,7	4,0	66,5	3,7
nov.	14.903,1	338,6	145,4	12.802,7	322,0	160,3	14.393,0	360,5	191,4	4,8	115,9	5,5
dic.	14.860,6	186,9	-39,9	12.778,1	179,8	-22,0	14.336,8	193,9	-50,0	4,7	10,6	5,5
2011 gen.	14.927,7	308,9	68,6	12.828,8	277,9	52,2	14.384,4	320,0	67,8	4,8	97,5	6,1
feb.	15.033,8	284,1	106,4	12.924,6	253,1	96,2	14.472,3	285,1	92,4	5,0	43,0	5,5
mar.	15.046,1	304,9	12,8	12.943,5	268,8	19,4	14.466,8	303,0	16,3	4,3	21,8	5,1
apr.	15.100,0	302,6	54,1	13.008,9	278,4	65,6	14.513,9	308,9	68,7	4,3	49,3	4,8
mag.	15.175,7	276,9	74,7	13.077,5	245,8	67,5	14.619,2	268,7	79,8	4,4	14,4	3,3
giu.	15.227,9	255,1	51,7	13.127,4	224,0	49,3	14.669,0	252,8	53,2	4,6	43,4	3,8
lug.	.	.	.	13.119,2	191,8	-9,5	14.683,8	213,4	-7,0	4,5	31,7	2,8
ago.	.	.	.	13.120,7	112,0	2,2	14.668,5	122,0	-4,1	4,1	33,9	2,7

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

(miliardi di euro)

- emissioni lorde totali (scala di destra)
- consistenze totali (scala di sinistra)
- - - consistenze in euro (scala di sinistra)



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

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

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

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

1. Consistenze ed emissioni lorde

	Consistenze						Emissioni lorde ¹⁾					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2009	15.286	5.371	3.226	802	5.418	469	1.126	734	68	80	215	29
2010	15.875	5.246	3.291	852	5.932	554	1.007	625	79	69	205	29
2010 3° trim.	15.744	5.419	3.215	845	5.735	529	998	631	77	65	196	29
4° trim.	15.875	5.246	3.291	852	5.932	554	978	566	110	64	206	32
2011 1° trim.	16.018	5.347	3.257	826	6.024	564	1.003	592	89	59	220	43
2° trim.	16.205	5.363	3.244	835	6.166	597	930	551	85	60	192	43
2011 mag.	16.191	5.394	3.250	843	6.119	585	964	592	86	67	177	42
giu.	16.205	5.363	3.244	835	6.166	597	893	541	69	59	182	42
lug.	16.228	5.371	3.259	849	6.161	588	908	533	85	62	194	34
ago.	16.240	5.392	3.237	849	6.165	597	853	572	53	52	145	32
A breve termine												
2009	1.638	733	89	71	714	31	876	635	25	63	133	20
2010	1.538	572	122	67	724	53	758	534	34	57	115	19
2010 3° trim.	1.639	743	95	72	689	41	771	545	31	55	118	21
4° trim.	1.538	572	122	67	724	53	715	484	38	52	117	24
2011 1° trim.	1.552	618	112	71	700	51	701	462	41	49	118	30
2° trim.	1.536	582	118	72	702	62	654	440	31	51	102	31
2011 mag.	1.572	620	120	77	698	56	695	479	33	55	98	31
giu.	1.536	582	118	72	702	62	640	426	31	52	102	29
lug.	1.544	578	120	79	711	55	695	466	33	52	119	25
ago.	1.571	604	118	82	707	61	731	516	37	51	104	24
A lungo termine²⁾												
2009	13.648	4.638	3.137	731	4.704	438	251	99	44	17	82	9
2010	14.337	4.674	3.169	786	5.207	500	248	91	46	12	90	10
2010 3° trim.	14.105	4.676	3.121	774	5.046	488	227	86	46	9	78	8
4° trim.	14.337	4.674	3.169	786	5.207	500	263	83	72	11	89	8
2011 1° trim.	14.467	4.729	3.145	755	5.324	513	303	130	48	10	102	13
2° trim.	14.669	4.781	3.126	763	5.465	535	277	111	54	9	90	12
2011 mag.	14.619	4.773	3.130	766	5.421	529	269	113	53	12	79	11
giu.	14.669	4.781	3.126	763	5.465	535	253	115	38	7	80	12
lug.	14.684	4.793	3.139	769	5.450	533	213	67	52	10	75	9
ago.	14.669	4.788	3.119	767	5.458	536	122	56	17	1	41	8
di cui: a lungo termine con tasso fisso												
2009	8.800	2.564	1.026	598	4.261	351	172	60	18	16	72	6
2010	9.470	2.634	1.091	670	4.697	378	156	50	13	10	77	6
2010 3° trim.	9.305	2.627	1.063	657	4.590	369	141	48	12	8	68	5
4° trim.	9.470	2.634	1.091	670	4.697	378	143	43	19	11	65	6
2011 1° trim.	9.629	2.700	1.098	655	4.787	388	195	78	12	8	87	9
2° trim.	9.855	2.743	1.130	665	4.912	404	174	62	20	8	74	9
2011 mag.	9.783	2.731	1.122	667	4.862	402	181	58	31	11	71	10
giu.	9.855	2.743	1.130	665	4.912	404	157	60	13	5	72	7
lug.	9.854	2.745	1.145	673	4.891	401	124	30	11	10	68	5
ago.	9.850	2.748	1.139	671	4.889	403	67	27	4	0	31	5
di cui: a lungo termine con tasso variabile												
2009	4.409	1.786	2.044	123	371	85	62	28	25	1	6	2
2010	4.394	1.760	1.974	108	431	121	78	34	29	1	10	4
2010 3° trim.	4.357	1.768	1.980	109	382	117	73	30	33	1	6	3
4° trim.	4.394	1.760	1.974	108	431	121	102	33	44	1	22	2
2011 1° trim.	4.343	1.740	1.928	94	458	123	87	42	29	1	11	4
2° trim.	4.311	1.764	1.850	91	477	129	82	42	22	1	13	4
2011 mag.	4.316	1.757	1.867	93	474	125	66	49	8	1	6	2
giu.	4.311	1.764	1.850	91	477	129	79	48	18	2	6	5
lug.	4.316	1.773	1.840	90	482	131	70	30	30	1	6	3
ago.	4.300	1.764	1.825	89	490	132	41	22	8	0	8	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.

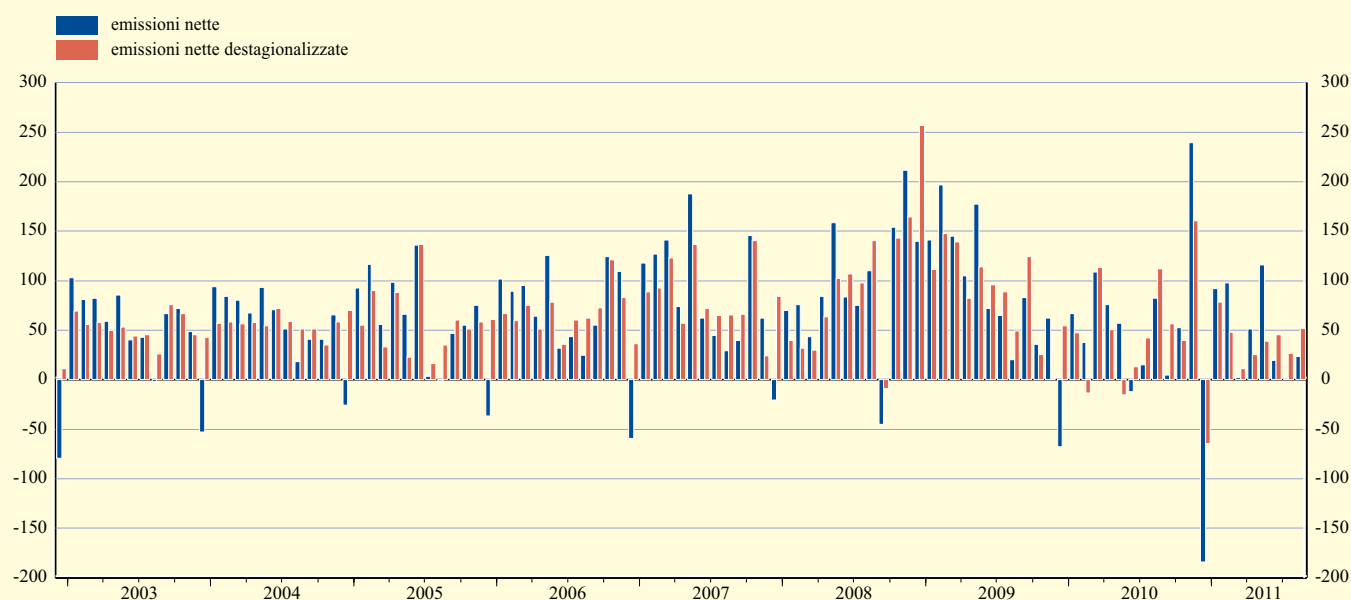
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

2. Emissioni nette

	Dati non destagionalizzati ¹⁾						Dati destagionalizzati ¹⁾					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2009	86,3	10,2	18,4	8,7	44,9	4,2	86,1	10,1	18,3	8,4	45,2	4,2
2010	45,2	-1,2	4,4	5,1	31,6	5,3	45,1	-1,4	4,5	5,1	31,8	5,1
2010 3° trim.	34,0	2,7	1,7	2,6	22,4	4,6	70,4	10,1	18,2	4,5	31,1	6,5
4° trim.	35,8	-19,9	23,8	1,3	22,9	7,7	45,2	-4,5	-3,1	4,2	44,0	4,6
2011 1° trim.	64,0	42,9	-19,9	4,3	32,5	4,3	45,8	23,9	-3,5	2,8	16,7	5,9
2° trim.	62,3	4,8	-4,0	2,9	47,5	11,0	36,8	0,4	-9,1	-0,1	34,2	11,4
2011 mag.	115,6	39,2	-9,6	14,2	56,8	15,1	39,2	10,2	-25,8	7,7	32,4	14,6
giu.	19,6	-27,7	-5,5	-7,6	47,9	12,4	45,4	-3,5	-2,3	-5,4	41,5	15,1
lug.	1,2	-3,2	12,8	8,5	-7,1	-9,8	26,9	-4,9	10,5	5,4	26,8	-10,9
ago.	23,5	27,3	-19,9	1,8	4,8	9,6	52,1	33,4	-13,6	8,8	10,1	13,5
A lungo termine												
2009	87,0	14,9	21,5	12,7	33,0	4,8	87,1	15,1	21,4	12,8	33,0	4,8
2010	53,9	1,8	1,7	5,5	41,3	3,6	54,2	1,9	1,9	5,5	41,4	3,6
2010 3° trim.	20,8	-1,4	1,9	3,1	16,7	0,6	61,8	6,4	17,2	4,6	31,2	2,4
4° trim.	69,0	-5,3	14,7	3,0	53,1	3,6	64,3	8,2	-10,3	4,4	58,8	3,3
2011 1° trim.	58,8	27,3	-16,1	2,3	40,5	4,9	54,1	16,9	-1,1	2,5	31,2	4,6
2° trim.	67,2	16,6	-5,8	2,5	46,7	7,3	35,7	5,4	-10,1	-0,5	35,1	5,8
2011 mag.	79,8	26,3	-13,3	4,4	53,0	9,5	14,4	3,9	-26,4	-0,6	28,3	9,1
giu.	53,2	8,5	-3,0	-2,5	44,0	6,2	43,4	7,6	-2,8	-3,7	38,1	4,3
lug.	-7,0	0,7	10,2	1,4	-16,4	-2,9	31,7	0,1	6,3	1,4	23,4	0,5
ago.	-4,1	0,8	-17,3	-0,7	9,0	4,0	33,9	10,2	-8,4	5,3	20,9	5,8

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

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



Fonte: BCE.

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

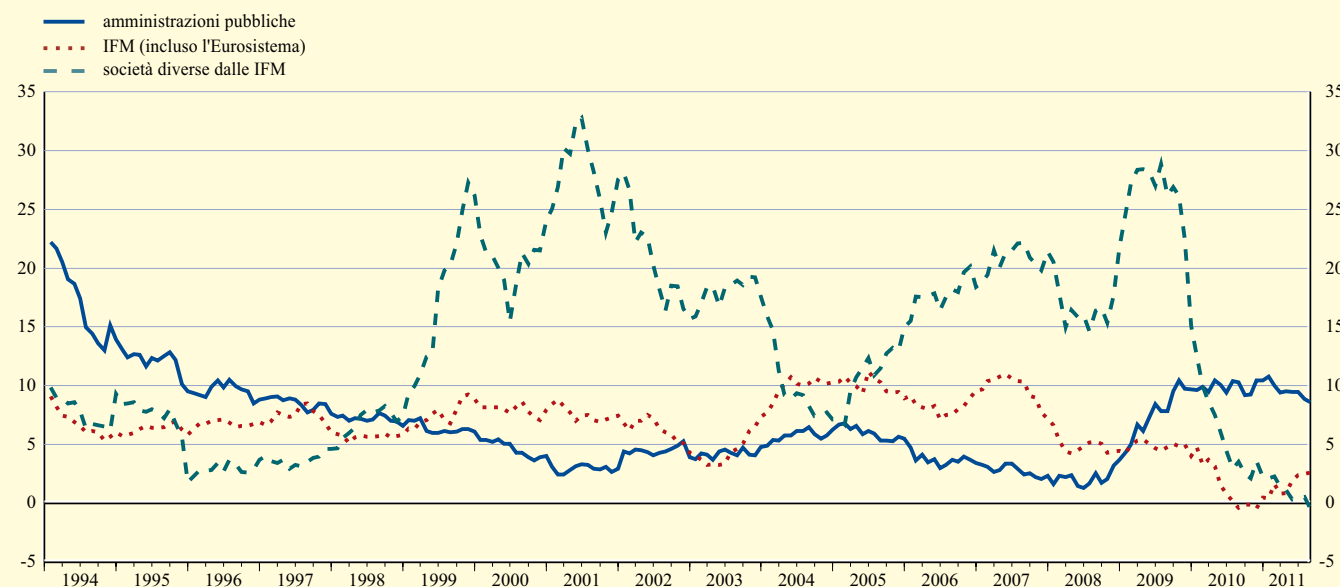
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2010 ago.	3,6	-0,4	1,4	10,5	7,5	10,9	4,1	0,7	3,4	5,4	6,8	14,5
set.	3,1	-0,4	0,7	8,8	6,5	12,1	3,4	-0,6	3,9	4,3	5,6	16,9
ott.	3,2	0,0	0,4	8,7	6,4	11,8	3,1	-1,9	3,2	4,1	6,8	17,0
nov.	4,3	0,1	2,5	8,6	8,1	12,8	5,5	0,5	4,8	4,6	9,7	19,2
dic.	3,5	-0,3	1,6	7,7	7,0	13,2	4,4	0,6	2,8	6,4	8,0	13,3
2011 gen.	3,7	0,0	1,7	7,3	7,1	13,4	4,9	2,3	3,6	6,4	7,3	10,9
feb.	4,1	1,6	2,2	5,6	6,7	11,9	4,0	2,5	1,1	5,7	6,4	9,4
mar.	3,4	0,7	1,3	4,8	5,9	14,5	3,4	2,2	-1,2	5,1	6,3	12,1
apr.	3,2	0,4	1,1	3,4	6,0	14,6	3,3	2,9	-0,9	2,7	5,3	12,3
mag.	3,6	1,7	0,0	4,2	6,1	17,4	1,7	3,0	-4,5	3,8	2,7	15,8
giu.	3,8	1,7	0,2	4,1	6,5	16,1	3,1	2,8	-2,3	2,0	5,2	19,9
lug.	3,7	1,8	0,5	4,8	6,2	13,3	2,5	1,1	-2,4	3,1	5,1	15,9
ago.	3,3	1,9	-1,0	5,1	5,6	15,3	2,5	1,2	-3,1	4,6	4,9	21,9
	A lungo termine											
2010 ago.	4,7	-0,4	1,2	13,0	10,2	11,2	4,5	-0,7	2,6	7,1	10,1	8,9
set.	4,1	-0,1	0,4	11,3	8,9	12,0	3,5	-1,5	2,9	5,9	7,9	8,7
ott.	4,0	-0,1	0,1	10,7	9,0	11,4	3,7	-1,6	2,2	5,9	9,0	10,2
nov.	4,8	-0,5	2,2	9,8	10,4	11,2	5,5	0,4	4,0	7,2	10,4	13,4
dic.	4,7	0,5	0,6	9,0	10,5	9,4	5,5	1,9	1,3	7,2	11,2	7,2
2011 gen.	4,8	0,4	0,7	8,2	11,0	8,6	6,1	3,7	1,7	7,3	10,9	7,9
feb.	5,0	1,6	1,2	6,6	10,1	8,8	5,5	4,1	-0,1	6,1	10,0	8,9
mar.	4,3	0,8	0,3	5,8	9,4	9,3	5,1	3,2	-2,1	5,6	11,0	9,8
apr.	4,3	0,9	0,2	5,1	9,5	9,7	4,8	3,4	-1,7	4,1	10,0	9,1
mag.	4,4	2,0	-0,8	5,1	9,1	12,8	3,3	3,6	-5,3	3,0	7,9	12,0
giu.	4,6	2,4	-0,5	4,3	9,4	10,1	3,8	2,9	-2,1	1,6	7,8	12,9
lug.	4,5	2,5	-0,4	4,7	8,7	10,5	2,8	1,3	-2,5	2,2	6,6	13,2
ago.	4,1	2,6	-1,6	4,5	8,4	11,0	2,7	1,1	-3,2	3,1	6,8	13,2

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

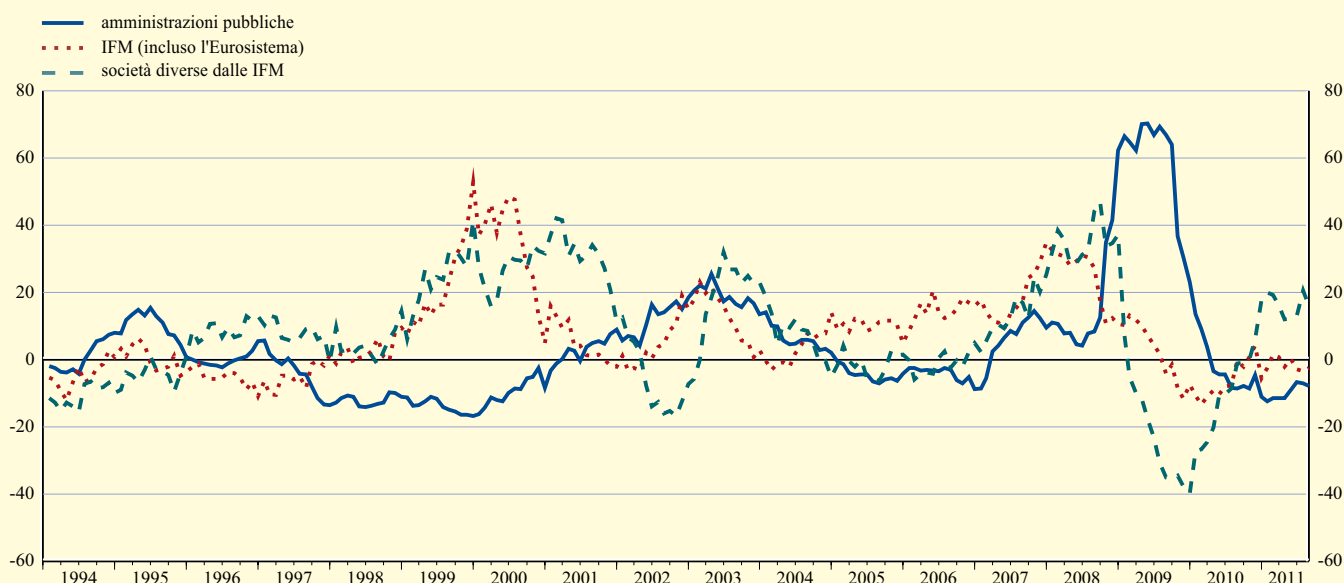
1) Per i dettagli del calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche. I tassi di crescita sui sei mesi sono stati annualizzati.

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

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
	13	14	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche	19	20	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
	Tutte le valute											
2009	9,5	7,2	17,2	25,3	8,0	5,4	12,2	1,6	36,7	-1,9	-0,3	22,2
2010	8,8	5,8	6,4	19,7	9,9	8,9	-0,6	-3,9	0,7	-1,5	6,4	27,5
2010 3° trim.	7,6	3,2	3,3	16,2	10,2	7,5	-1,5	-3,9	-1,5	-2,2	4,5	29,1
4° trim.	7,0	2,8	3,2	12,5	9,8	7,4	-0,2	-3,3	-0,8	-1,0	12,2	25,7
2011 1° trim.	6,9	3,3	3,2	9,2	9,7	5,9	0,5	-1,8	-1,8	-1,2	19,0	19,9
2° trim.	6,5	4,6	3,8	6,4	8,2	8,5	-0,4	-2,1	-4,5	-1,2	23,6	18,4
2011 mar.	6,5	3,9	3,1	7,3	8,8	6,6	-0,4	-3,2	-2,8	-1,0	20,7	18,9
apr.	6,1	3,8	2,8	6,2	8,1	7,1	0,1	-2,6	-3,2	-1,4	25,2	19,0
mag.	6,8	5,0	4,7	6,6	8,0	10,5	-0,8	-1,4	-5,8	-1,0	22,2	20,9
giu.	7,0	5,9	4,4	5,3	8,3	9,5	-0,7	-1,2	-6,1	-1,6	25,7	12,3
lug.	6,8	6,1	4,4	5,5	7,7	10,0	-1,3	-1,3	-7,2	-1,6	24,4	12,7
ago.	6,6	6,3	3,9	5,2	7,2	10,4	-1,9	-1,6	-8,5	-2,0	25,6	13,4
	Euro											
2009	10,1	9,1	20,5	23,6	8,2	4,4	14,6	3,7	39,2	-2,4	-0,4	21,4
2010	9,1	5,6	7,5	20,1	10,0	8,4	-0,3	-3,3	0,5	-1,9	5,9	26,1
2010 3° trim.	8,0	2,8	4,4	16,5	10,3	7,4	-1,3	-3,2	-1,8	-2,9	4,1	28,4
4° trim.	7,2	1,6	4,3	12,8	10,0	6,8	0,1	-2,4	-1,2	-1,5	12,3	26,5
2011 1° trim.	7,0	2,2	3,5	9,5	9,9	4,8	1,0	-0,1	-2,6	-1,7	19,1	21,0
2° trim.	6,7	3,7	4,1	6,4	8,5	7,9	0,3	-0,6	-4,6	-2,3	23,5	18,1
2011 mar.	6,6	3,1	2,9	7,5	9,0	5,2	0,2	-1,5	-3,5	-2,3	20,7	19,2
apr.	6,2	3,0	3,0	6,0	8,4	6,3	0,9	-1,2	-3,3	-2,7	25,3	18,9
mag.	6,9	4,2	5,3	6,6	8,3	10,3	0,1	0,1	-5,8	-2,2	22,2	21,0
giu.	7,1	5,0	4,8	6,0	8,5	9,1	0,0	0,0	-5,9	-2,1	25,5	10,6
lug.	6,9	5,3	4,7	6,3	7,9	9,5	-1,2	-0,2	-8,1	-3,0	24,3	10,7
ago.	6,6	5,5	4,1	6,0	7,4	10,1	-1,6	-0,5	-9,1	-3,4	25,6	11,5

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

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

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

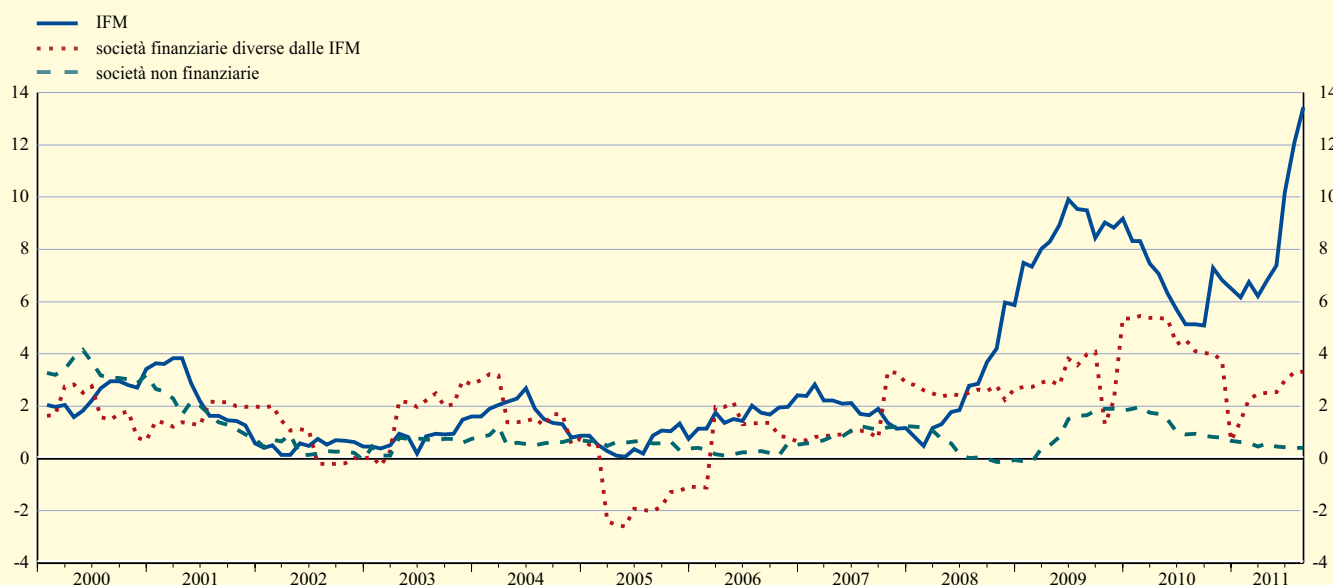
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 2008=100	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2009 ago.	4.041,3	102,0	2,7	568,4	9,5	323,1	4,0	3.149,8	1,6
set.	4.210,4	102,1	2,8	588,4	8,4	353,6	4,1	3.268,3	1,8
ott.	4.065,1	102,3	2,7	563,3	9,0	328,3	1,3	3.173,5	1,9
nov.	4.079,4	102,6	2,7	563,8	8,8	319,9	2,2	3.195,7	1,9
dic.	4.411,1	103,0	3,0	566,0	9,2	350,9	5,4	3.494,2	1,8
2010 gen.	4.243,3	103,1	2,9	516,7	8,3	340,7	5,4	3.385,9	1,9
feb.	4.162,0	103,2	3,0	499,3	8,3	339,2	5,4	3.323,5	2,0
mar.	4.474,9	103,4	2,8	543,6	7,5	365,2	5,4	3.566,0	1,8
apr.	4.409,6	103,4	2,7	508,4	7,1	345,7	5,4	3.555,5	1,7
mag.	4.093,9	103,5	2,4	445,9	6,3	322,7	5,3	3.325,4	1,5
giu.	4.055,1	103,7	1,9	446,4	5,7	315,5	4,4	3.293,2	1,0
lug.	4.256,6	103,7	1,7	519,8	5,1	338,0	4,5	3.398,8	0,9
ago.	4.121,7	103,7	1,7	479,3	5,1	314,4	4,1	3.328,0	0,9
set.	4.345,8	103,8	1,6	487,0	5,1	326,6	4,0	3.532,1	0,9
ott.	4.531,5	104,2	1,8	514,4	7,3	333,5	4,0	3.683,6	0,8
nov.	4.409,7	104,3	1,7	437,8	6,8	312,5	3,7	3.659,4	0,8
dic.	4.593,9	104,3	1,3	458,4	6,5	331,2	0,7	3.804,3	0,7
2011 gen.	4.757,8	104,4	1,3	514,3	6,2	363,3	1,4	3.880,2	0,6
feb.	4.846,3	104,6	1,4	535,0	6,8	378,9	2,3	3.932,4	0,6
mar.	4.767,8	104,7	1,2	491,7	6,2	363,2	2,5	3.913,0	0,5
apr.	4.910,5	104,9	1,4	497,5	6,8	371,5	2,5	4.041,5	0,6
mag.	4.796,3	104,9	1,3	475,9	7,4	356,2	2,5	3.964,2	0,4
giu.	4.741,1	105,3	1,6	491,6	10,2	350,5	3,0	3.899,0	0,4
lug.	4.523,1	105,6	1,8	458,8	12,1	325,5	3,3	3.738,8	0,4
ago.	3.993,1	105,7	1,9	383,0	13,4	281,6	3,3	3.328,5	0,4

FI9 Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

1) Per i dettagli del calcolo dell'indice e dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche.

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

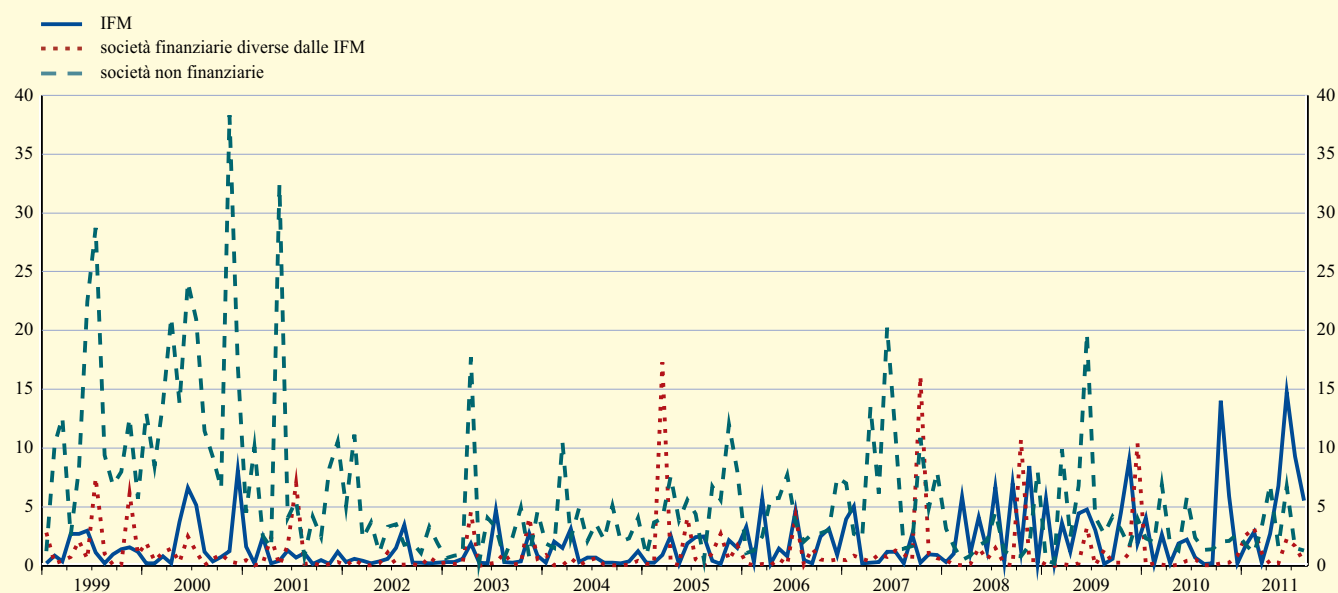
(miliardi di euro; valori di mercato)

2. Transazioni nel mese

	Totale			IFM			Società finanziarie diverse dalle IFM			Società non finanziarie		
	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2009 ago.	4,0	3,3	0,7	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,3	2,7	3,3	-0,6
set.	5,0	0,3	4,7	0,6	0,0	0,6	0,2	0,0	0,2	4,2	0,2	3,9
ott.	7,8	0,3	7,5	4,5	0,0	4,5	0,2	0,0	0,2	3,1	0,2	2,8
nov.	11,6	0,2	11,4	9,0	0,0	9,0	1,0	0,0	1,0	1,6	0,2	1,4
dic.	16,2	0,2	16,1	1,9	0,0	1,9	10,4	0,1	10,3	4,0	0,1	3,9
2010 gen.	6,4	0,0	6,4	4,1	0,0	4,1	0,1	0,0	0,1	2,3	0,0	2,3
feb.	2,2	0,3	1,9	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2	2,0	0,3	1,7
mar.	9,6	0,6	9,0	2,6	0,0	2,6	0,1	0,0	0,1	6,9	0,6	6,3
apr.	1,8	0,4	1,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8	0,3	1,5
mag.	3,2	0,8	2,4	1,9	0,0	1,9	0,1	0,0	0,1	1,3	0,8	0,4
giu.	8,4	0,4	8,0	2,2	0,0	2,2	0,4	0,0	0,4	5,8	0,4	5,4
lug.	3,6	0,8	2,7	0,7	0,0	0,7	0,5	0,0	0,5	2,4	0,8	1,6
ago.	1,4	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.	8,3	1,5	6,8	5,9	0,0	5,9	0,2	0,1	0,2	2,1	1,4	0,7
dic.	3,7	3,5	0,2	0,2	0,0	0,2	0,9	0,3	0,5	2,7	3,2	-0,5
2011 gen.	6,1	1,3	4,8	1,7	0,0	1,7	2,6	0,0	2,6	1,8	1,3	0,5
feb.	7,1	0,2	6,9	2,9	0,0	2,9	3,2	0,0	3,2	1,1	0,2	0,8
mar.	4,4	1,0	3,5	0,1	0,0	0,1	1,0	0,2	0,8	3,3	0,7	2,6
apr.	9,7	0,5	9,2	2,7	0,0	2,7	0,1	0,0	0,1	6,9	0,5	6,4
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

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

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



Fonte: BCE.

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

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

1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso ²⁾		A vista	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010 ott.	0,43	2,35	2,75	2,80	1,54	1,82	0,49	1,18	2,36	2,53	0,94
nov.	0,44	2,33	2,65	2,67	1,54	1,83	0,50	1,16	2,45	2,41	0,90
dic.	0,43	2,27	2,77	2,59	1,55	1,84	0,50	1,19	2,56	2,60	1,07
2011 gen.	0,43	2,38	2,61	2,77	1,53	1,85	0,54	1,29	2,42	2,52	1,02
feb.	0,44	2,36	2,74	2,80	1,60	1,86	0,52	1,32	2,37	2,69	1,04
mar.	0,45	2,34	2,78	2,90	1,61	1,88	0,54	1,37	2,53	2,81	1,14
apr.	0,46	2,47	2,85	3,08	1,65	1,90	0,61	1,58	2,62	2,95	1,30
mag.	0,49	2,52	2,96	3,07	1,67	1,91	0,63	1,65	2,78	3,08	1,30
giu.	0,49	2,58	3,25	3,15	1,70	1,92	0,67	1,78	2,82	2,94	1,47
lug.	0,52	2,74	3,16	3,10	1,70	1,93	0,66	1,77	2,66	3,03	1,41
ago.	0,54	2,73	3,16	2,99	1,77	1,93	0,68	1,64	2,74	2,99	1,42
set.	0,55	2,73	3,15	2,92	1,79	1,94	0,69	1,72	2,72	2,79	1,47

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

	Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Debiti da carte di credito revolving ²⁾	Credito al consumo			(TAEG) ⁴⁾	Prestiti per acquisto di abitazione				(TAEG) ⁴⁾	Prestiti a imprese individuali e a società di persone		
			Periodo iniziale di determinazione del tasso				Periodo iniziale di determinazione del tasso					Periodo iniziale di determinazione del tasso		
			Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2010 ott.	8,03	16,53	5,36	6,03	7,71	7,17	2,76	3,55	3,78	3,69	3,61	3,21	4,34	4,04
nov.	8,02	16,59	5,38	6,08	7,64	7,17	2,80	3,53	3,76	3,70	3,65	3,28	4,40	3,97
dic.	8,02	16,59	5,16	5,95	7,24	6,89	2,78	3,52	3,80	3,71	3,68	3,36	4,32	3,96
2011 gen.	8,06	16,73	5,09	6,13	7,83	7,20	2,94	3,69	3,91	3,84	3,83	3,21	4,24	4,08
feb.	8,09	16,81	5,38	6,13	7,83	7,31	2,96	3,83	4,06	3,92	3,90	3,36	4,63	4,30
mar.	8,04	16,88	5,44	6,22	7,82	7,32	3,01	3,82	4,15	4,01	3,93	3,43	4,69	4,43
apr.	8,12	16,92	5,17	6,23	7,80	7,25	3,12	3,95	4,24	4,15	4,03	3,54	4,68	4,53
mag.	8,19	16,91	5,35	6,37	7,99	7,49	3,23	4,01	4,30	4,18	4,09	3,75	4,81	4,60
giu.	8,24	16,95	5,37	6,47	7,87	7,42	3,26	4,04	4,29	4,18	4,09	3,82	4,78	4,62
lug.	8,28	16,94	5,13	6,53	7,98	7,43	3,33	4,02	4,26	4,19	4,10	3,83	4,82	4,60
ago.	8,31	17,10	5,34	6,54	7,97	7,57	3,47	3,96	4,20	4,15	4,16	3,95	4,96	4,39
set.	8,38	17,18	5,74	6,57	7,94	7,63	3,41	3,86	4,02	4,02	4,02	3,97	4,86	4,20

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

	Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti fino a 0,25 milioni di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)					Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)						
		Tasso variabile fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 3 anni	oltre 3 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni	Tasso variabile fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 3 anni	oltre 3 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2010 ott.	3,94	3,73	4,14	4,37	4,60	4,06	3,77	2,25	2,65	2,86	3,08	3,52	3,40
nov.	3,96	3,82	4,32	4,43	4,67	4,09	3,72	2,36	2,71	2,80	3,44	3,62	3,44
dic.	3,99	3,81	3,99	4,42	4,64	4,09	3,73	2,52	2,83	2,69	3,02	3,54	3,48
2011 gen.	4,11	3,82	4,07	4,35	4,63	4,03	3,88	2,37	2,90	2,64	3,55	3,67	3,85
feb.	4,12	3,98	4,21	4,48	4,89	4,39	3,94	2,55	3,06	2,96	3,86	3,88	3,75
mar.	4,12	4,02	4,39	4,63	5,00	4,49	4,02	2,53	3,26	3,00	3,61	3,84	3,84
apr.	4,25	4,07	4,47	4,73	5,05	4,57	4,15	2,72	3,31	3,38	3,78	4,36	4,15
mag.	4,30	4,18	4,65	4,79	5,14	4,67	4,19	2,65	3,37	3,17	3,63	3,65	4,11
giu.	4,41	4,23	4,68	4,74	5,16	4,67	4,44	2,78	3,49	3,50	3,61	2,77	4,00
lug.	4,43	4,38	4,79	4,79	5,10	4,68	4,44	2,88	3,45	3,46	3,98	4,09	3,24
ago.	4,49	4,44	4,94	4,85	5,03	4,58	4,35	2,80	3,56	3,70	3,99	3,87	4,06
set.	4,56	4,59	4,94	4,79	4,94	4,43	4,31	2,84	3,44	3,73	3,63	3,64	3,74

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Per questa categoria di strumenti, i dati relativi alle famiglie e alle società non finanziarie devono essere uniti e attribuiti al settore famiglie, dato che le consistenze relative alle società non finanziarie sono trascurabili rispetto a quelle del settore delle famiglie nell'insieme degli Stati membri partecipanti.
- 3) Questa categoria di strumenti non include debito da carte di credito a saldo, ovvero con concessione di credito a tasso zero nel ciclo di fatturazione.
- 4) Il tasso annuo effettivo globale (TAEG) copre il costo totale del prestito. Quest'ultimo comprende una componente relativa al tasso d'interesse e una componente relativa ad altre spese (accessorie) come i costi d'istruttoria, d'amministrazione, per la preparazione dei documenti, per le garanzie.

4.5 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro ^{1) *}
(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

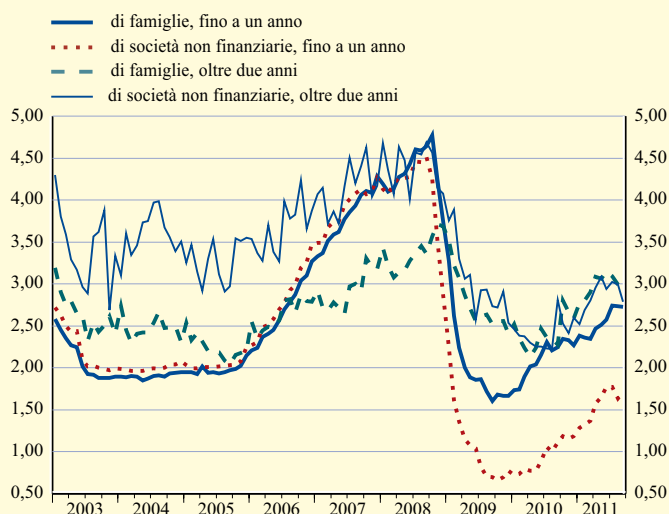
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista ²⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ^{2), 3)}		A vista ²⁾	Con durata prestabilita			
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2010 ott.	0,43	2,22	2,70	1,54	1,82	0,49	1,68	3,07	1,29	
nov.	0,44	2,25	2,72	1,54	1,83	0,50	1,70	3,11	1,33	
dic.	0,43	2,28	2,71	1,55	1,84	0,50	1,76	3,09	1,50	
2011 gen.	0,43	2,31	2,72	1,53	1,85	0,54	1,78	3,07	1,55	
feb.	0,44	2,34	2,73	1,60	1,86	0,52	1,79	3,09	1,59	
mar.	0,45	2,38	2,71	1,61	1,88	0,54	1,84	3,13	1,65	
apr.	0,46	2,40	2,73	1,65	1,90	0,61	1,93	3,12	1,72	
mag.	0,49	2,45	2,73	1,67	1,91	0,63	1,99	3,12	1,76	
giu.	0,49	2,48	2,76	1,70	1,92	0,67	2,07	3,11	1,93	
lug.	0,52	2,53	2,77	1,70	1,93	0,66	2,13	3,13	1,94	
ago.	0,54	2,58	2,77	1,77	1,93	0,68	2,11	3,14	1,97	
set.	0,55	2,62	2,79	1,79	1,94	0,69	2,14	3,15	2,07	

5. Tassi di interesse sui prestiti (consistenze)

	Prestiti alle famiglie						Prestiti a società non finanziarie		
	Prestiti per acquisto di abitazione con durata prestabilita			Credito al consumo e altri prestiti con durata prestabilita			Con durata prestabilita		
	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2010 ott.	3,80	3,86	3,82	7,87	6,45	5,19	3,48	3,34	3,38
nov.	3,77	3,86	3,84	7,74	6,47	5,20	3,50	3,39	3,41
dic.	3,73	3,83	3,81	7,72	6,41	5,18	3,49	3,41	3,42
2011 gen.	3,71	3,80	3,80	7,83	6,40	5,17	3,58	3,44	3,42
feb.	3,68	3,81	3,82	7,86	6,43	5,20	3,63	3,47	3,47
mar.	3,72	3,80	3,84	7,90	6,40	5,19	3,67	3,49	3,48
apr.	3,81	3,78	3,84	7,92	6,43	5,23	3,76	3,59	3,54
mag.	3,81	3,78	3,85	7,94	6,38	5,23	3,83	3,64	3,56
giu.	3,87	3,78	3,86	7,93	6,45	5,28	3,92	3,73	3,63
lug.	4,02	3,79	3,90	8,01	6,42	5,29	3,99	3,80	3,69
ago.	4,06	3,78	3,89	8,05	6,42	5,30	4,05	3,84	3,72
set.	4,13	3,79	3,92	8,12	6,48	5,31	4,10	3,85	3,74

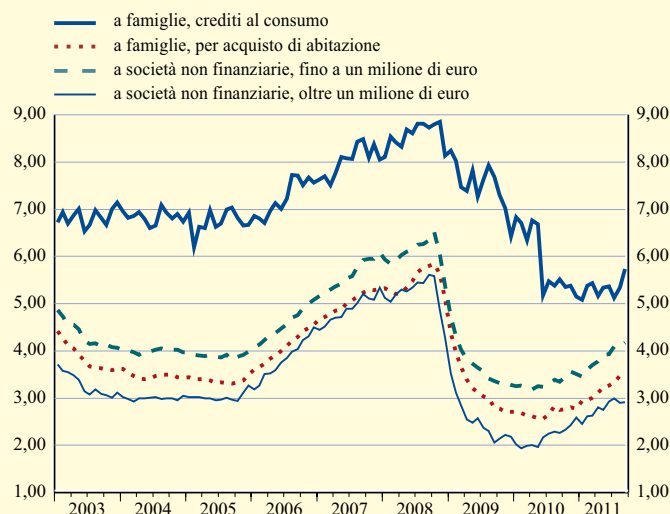
F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

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



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)



Fonte: BCE.

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

4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

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

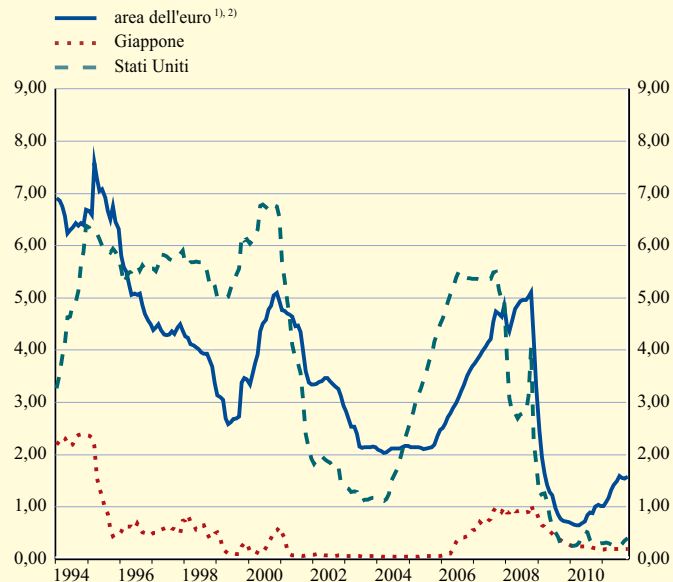
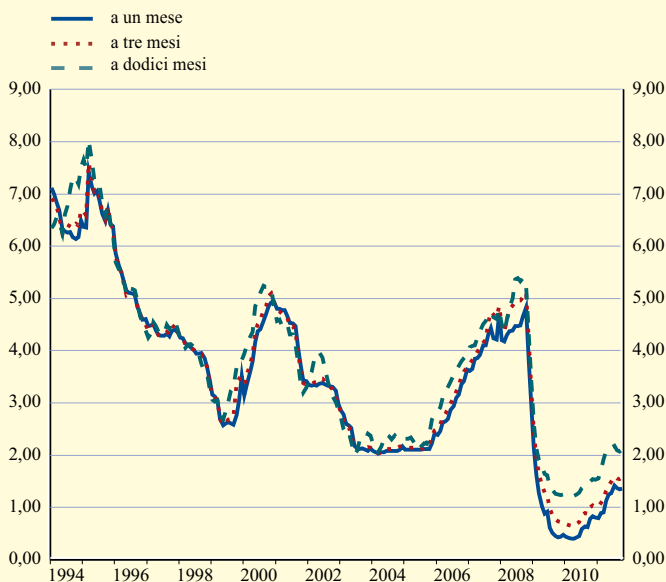
	Area dell'euro ^{1),2)}					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 1	Depositi a un mese (Euribor) 2	Depositi a tre mesi (Euribor) 3	Depositi a sei mesi (Euribor) 4	Depositi a dodici mesi (Euribor) 5	Depositi a tre mesi (Libor) 6	Depositi a tre mesi (Libor) 7
2008	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83	2,93	0,93
2009	0,71	0,89	1,22	1,43	1,61	0,69	0,47
2010	0,44	0,57	0,81	1,08	1,35	0,34	0,23
2010 3° trim.	0,45	0,61	0,87	1,13	1,40	0,39	0,24
4° trim.	0,59	0,81	1,02	1,25	1,52	0,29	0,19
2011 1° trim.	0,67	0,86	1,10	1,37	1,74	0,31	0,19
2° trim.	1,04	1,22	1,42	1,70	2,13	0,26	0,20
3° trim.	0,97	1,38	1,56	1,77	2,11	0,30	0,19
2010 ott.	0,70	0,78	1,00	1,22	1,50	0,29	0,20
nov.	0,59	0,83	1,04	1,27	1,54	0,29	0,19
dic.	0,50	0,81	1,02	1,25	1,53	0,30	0,18
2011 gen.	0,66	0,79	1,02	1,25	1,55	0,30	0,19
feb.	0,71	0,89	1,09	1,35	1,71	0,31	0,19
mar.	0,66	0,90	1,18	1,48	1,92	0,31	0,20
apr.	0,97	1,13	1,32	1,62	2,09	0,28	0,20
mag.	1,03	1,24	1,43	1,71	2,15	0,26	0,20
giu.	1,12	1,28	1,49	1,75	2,14	0,25	0,20
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

F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro ^{1), 2)}

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

F24 Tassi di interesse del mercato monetario a tre mesi

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



Fonte: BCE.

- 1) Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

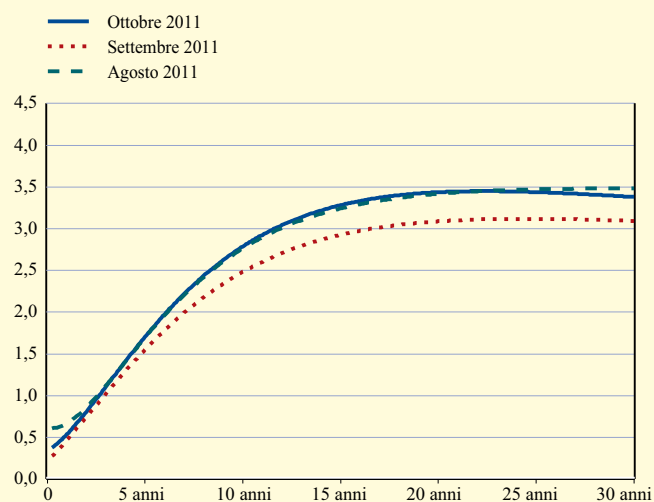
4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro¹⁾

(titoli di debito con rating AAA emessi dalle amministrazioni centrali; fine periodo; tassi in valori percentuali su base annua; spread in punti percentuali)

	Tassi a pronti								Tassi istantanei a termine			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	7 anni	10 anni	10 anni- 3 mesi (spread)	10 anni- 2 anni (spread)	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2009	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2010 3° trim.	0,57	0,68	0,90	1,71	2,18	2,67	2,10	1,77	0,86	1,41	3,01	3,91
4° trim.	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2011 1° trim.	0,87	1,30	1,79	2,83	3,26	3,66	2,79	1,87	1,84	2,69	4,12	4,63
2° trim.	1,24	1,39	1,65	2,50	2,94	3,41	2,17	1,75	1,63	2,22	3,76	4,60
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
2010 ott.	0,75	0,84	1,06	1,89	2,36	2,86	2,11	1,80	1,02	1,57	3,21	4,09
nov.	0,63	0,72	0,99	2,02	2,58	3,11	2,48	2,12	0,92	1,62	3,62	4,35
dic.	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2011 gen.	0,65	1,03	1,48	2,55	3,03	3,49	2,84	2,01	1,51	2,34	3,96	4,62
feb.	0,69	1,08	1,53	2,55	3,02	3,49	2,80	1,96	1,56	2,37	3,91	4,67
mar.	0,87	1,30	1,79	2,83	3,26	3,66	2,79	1,87	1,84	2,69	4,12	4,63
apr.	1,02	1,41	1,86	2,80	3,19	3,55	2,53	1,70	1,90	2,67	3,96	4,46
mag.	1,03	1,32	1,67	2,52	2,93	3,37	2,34	1,69	1,69	2,34	3,69	4,51
giu.	1,24	1,39	1,65	2,50	2,94	3,41	2,17	1,75	1,63	2,22	3,76	4,60
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

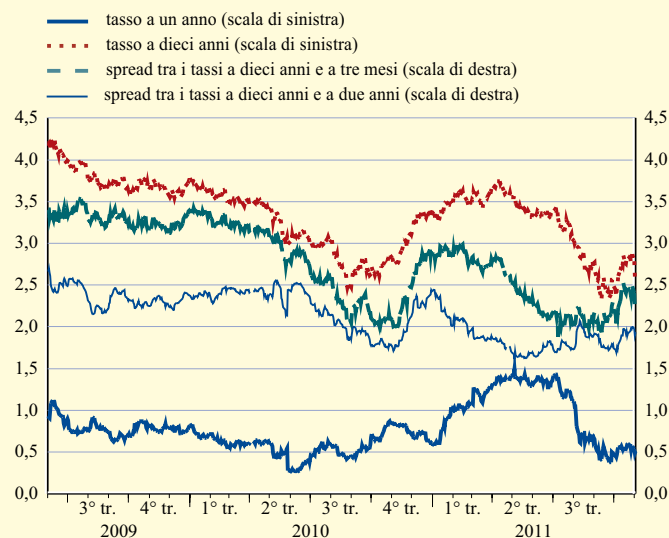
F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro²⁾

(valori percentuali su base annua; fine periodo)



F26 Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro²⁾

(dati giornalieri; tassi in valori percentuali su base annua; spread in punti percentuali)



Fonti: BCE; i dati utilizzati sono stati forniti da Euro MTS e i rating da Fitch Ratings.

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

2) I dati si riferiscono ai titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro con rating AAA.

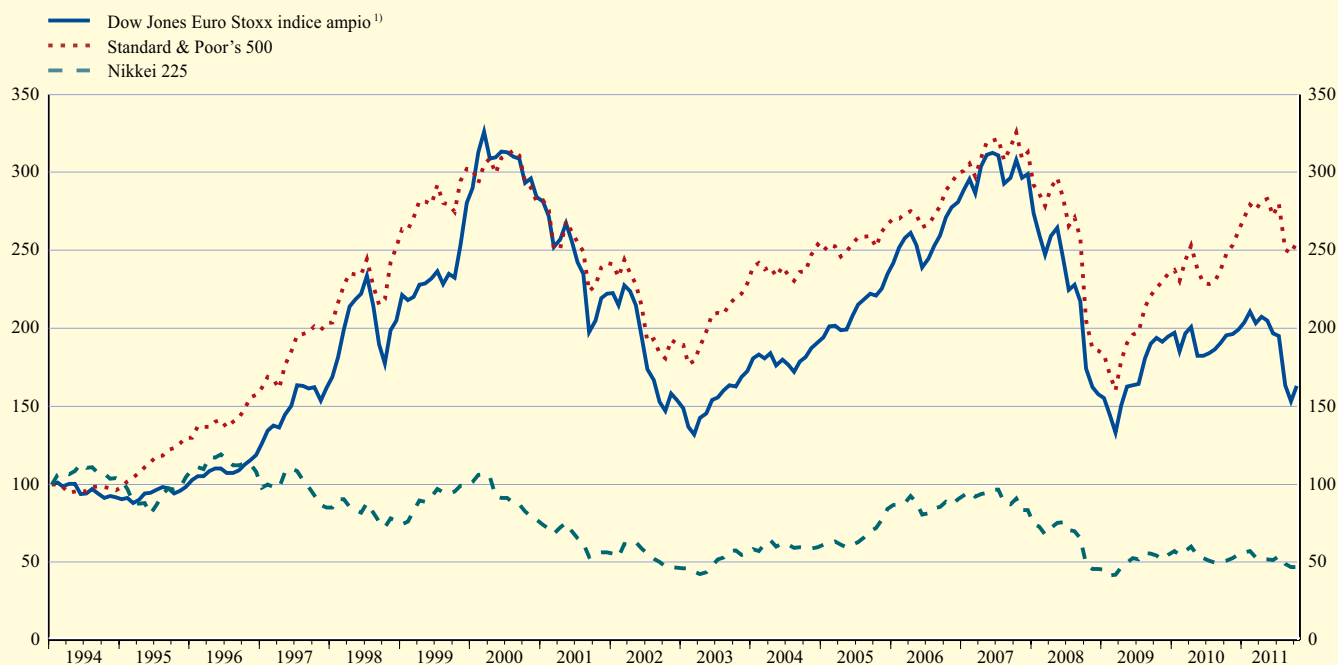
4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx ¹⁾												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petrolifero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2008	313,7	3.319,5	480,4	169,3	290,7	380,9	265,0	350,9	282,5	502,0	431,5	411,5	1.220,7	12.151,6
2009	234,2	2.521,0	353,2	140,5	244,5	293,5	172,1	269,7	200,7	353,7	380,4	363,5	946,2	9.321,6
2010	265,5	2.779,3	463,1	166,2	323,4	307,2	182,8	337,6	224,1	344,9	389,6	408,4	1.140,0	10.006,5
2010 3° trim.	259,5	2.715,9	445,8	165,2	323,0	294,5	181,6	327,0	210,7	325,9	387,6	391,4	1.096,2	9.356,0
4° trim.	273,4	2.817,8	513,8	176,1	361,3	309,9	175,7	361,9	227,0	333,0	399,2	405,0	1.204,6	9.842,4
2011 1° trim.	285,5	2.932,9	532,7	175,5	366,3	341,1	185,0	388,0	249,6	347,7	396,7	415,0	1.302,5	10.285,3
2° trim.	281,2	2.862,7	552,0	169,6	370,7	328,8	175,2	391,5	239,7	333,7	385,0	448,4	1.318,3	9.609,4
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
2010 ott.	271,3	2.817,7	489,1	175,1	346,1	304,9	183,2	346,0	223,7	331,4	410,5	405,4	1.171,6	9.455,1
nov.	272,2	2.809,6	509,9	176,3	359,9	307,4	174,4	358,5	222,9	335,0	403,0	405,0	1.198,9	9.797,2
dic.	276,5	2.825,6	540,1	176,8	376,5	316,7	170,0	379,7	234,1	332,6	385,3	404,6	1.241,5	10.254,5
2011 gen.	282,8	2.900,7	531,1	178,1	375,3	335,1	178,0	385,8	246,1	346,2	390,7	411,8	1.282,6	10.449,5
feb.	292,3	3.015,7	540,5	179,0	369,7	348,0	193,5	393,1	257,6	359,0	402,9	418,7	1.321,1	10.622,3
mar.	281,9	2.890,4	527,4	170,1	355,0	340,5	184,1	385,7	245,9	339,1	396,8	414,6	1.304,5	9.852,4
apr.	287,5	2.947,2	557,3	172,5	366,6	343,8	182,4	397,9	250,0	346,9	402,8	435,4	1.331,5	9.644,6
mag.	284,0	2.885,8	557,0	171,7	374,9	330,4	176,3	395,5	246,5	337,8	386,4	457,8	1.338,3	9.650,8
giu.	272,9	2.766,6	542,5	164,9	370,0	314,3	168,0	382,0	224,1	318,3	368,2	450,3	1.287,3	9.541,5
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

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

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

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



PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati ²⁾	
	Indice 2005 = 100	Totale	Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati	
													Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici
in perc. del totale nel 2011	100,0	100,0	82,3	58,6	41,4	100,0	11,9	7,4	28,9	10,4	41,4	88,7	11,3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,1	2,2
2008	107,8	3,3	2,4	3,8	2,6	-	-	-	-	-	-	3,4	2,7
2009	108,1	0,3	1,3	-0,9	2,0	-	-	-	-	-	-	0,1	1,8
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,5
2010 3° trim.	109,9	1,7	1,0	2,0	1,4	0,3	0,4	0,6	0,1	0,0	0,5	1,7	2,0
4° trim.	110,8	2,0	1,1	2,5	1,3	0,5	0,6	0,5	0,3	2,0	0,3	2,0	2,3
2011 1° trim.	111,3	2,5	1,3	3,1	1,6	1,0	0,8	0,4	0,0	6,3	0,5	2,4	3,4
2° trim.	113,1	2,8	1,8	3,3	1,9	0,9	1,2	0,3	0,6	2,8	0,6	2,7	3,6
3° trim.	112,8	2,7	1,7	3,2	2,0	0,3	1,0	0,0	-0,4	0,4	0,5	2,6	3,5
2011 mag.	113,1	2,7	1,7	3,4	1,8	0,0	0,5	0,2	0,1	-0,6	0,0	2,6	3,6
giu.	113,1	2,7	1,8	3,2	2,0	0,1	0,2	-0,1	0,0	-0,5	0,3	2,6	3,6
lug.	112,4	2,5	1,5	2,9	2,0	-0,1	0,4	-0,1	-0,9	0,8	0,2	2,4	3,5
ago.	112,6	2,5	1,5	3,0	1,9	0,1	0,3	0,1	0,1	-0,2	0,2	2,4	3,4
set.	113,5	3,0	2,0	3,7	1,9	0,5	0,4	0,2	1,2	0,9	0,1	2,9	3,5
ott. ³⁾	.	3,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

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

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

3. Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

in perc. del totale	Prezzo del petrolio ³⁾ (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche						Totale (destagionalizzato; indice 2000=100)	Totale	Deflatori del PIL				Esportazioni ⁶⁾	Importazioni ⁶⁾	
		Ponderati in base alle importazioni ⁴⁾			Ponderati in base all'utilizzo ⁵⁾					Domanda interna						
		Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			
		100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2007	52,8	7,8	14,3	5,5	5,3	9,3	2,9	104,2	2,3	2,2	2,2	1,8	2,5	1,6	1,2	
2008	65,9	2,0	18,4	-4,4	-1,7	9,7	-8,6	106,2	1,9	2,5	2,7	2,7	2,3	2,4	3,9	
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,0	-18,0	-11,4	-22,8	107,1	0,9	-0,1	-0,2	1,9	-0,5	-3,4	-5,9	
2010	60,7	44,7	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	108,0	0,8	1,1	1,8	0,9	1,0	4,1	5,1	
2010 2° trim.	62,6	48,2	12,5	70,2	41,7	14,0	67,3	107,8	0,7	1,2	1,8	1,1	1,1	4,3	5,8	
3° trim.	59,6	51,5	29,7	63,1	49,4	41,0	55,8	108,3	1,1	1,4	2,0	0,5	1,6	5,3	6,5	
4° trim.	64,4	48,6	36,6	54,7	48,7	48,4	48,9	108,3	1,0	1,5	2,1	0,7	1,6	5,2	6,6	
2011 1° trim.	77,3	42,9	46,1	41,4	41,0	47,2	36,6	108,8	1,3	2,0	2,5	0,5	2,1	6,3	8,3	
2° trim.	81,3	11,6	28,8	4,6	13,3	26,2	5,1	109,3	1,3	1,9	2,5	0,8	1,6	4,5	5,9	
2011 mag.	79,8	11,1	28,6	3,9	12,1	25,0	4,0	-	-	-	-	-	-	-	-	
giu.	79,1	8,7	21,2	3,3	10,3	18,7	4,6	-	-	-	-	-	-	-	-	
lug.	81,7	7,6	18,7	2,9	9,5	15,1	5,6	-	-	-	-	-	-	-	-	
ago.	76,7	2,5	17,2	-3,6	4,1	12,7	-1,8	-	-	-	-	-	-	-	-	
set.	79,8	1,5	14,3	-3,9	1,5	7,5	-2,6	-	-	-	-	-	-	-	-	
ott.	78,9	1,9	11,5	-2,4	2,6	10,9	-3,2	-	-	-	-	-	-	-	-	

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

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

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

(dati destagionalizzati)

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Per settore di attività					Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	8
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manfatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese			7
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Costo del lavoro per unità di prodotto¹⁾									
2009	109,9	3,9	-3,0	8,8	2,0	5,7	0,6	2,7	
2010	109,1	-0,7	0,3	-5,7	2,0	-1,4	1,6	0,8	
2010 3° trim.	108,8	-0,7	1,7	-4,4	2,0	-1,7	2,1	0,1	
4° trim.	109,4	-0,1	0,8	-3,3	1,0	-0,3	1,8	0,7	
2011 1° trim.	109,6	0,2	1,9	-1,6	-0,7	0,4	2,9	0,7	
2° trim.	110,5	1,3	1,4	0,6	-0,5	1,4	3,3	1,0	
Redditi per occupato									
2009	109,8	1,4	2,1	-0,3	2,5	1,8	1,2	2,5	
2010	111,6	1,6	1,0	3,4	1,6	1,6	1,5	0,7	
2010 3° trim.	111,6	1,5	1,1	3,4	1,8	1,8	1,6	0,0	
4° trim.	112,4	1,6	1,5	3,8	1,4	1,8	1,4	0,3	
2011 1° trim.	113,4	2,3	3,7	4,1	3,7	2,3	2,0	1,1	
2° trim.	114,1	2,4	3,4	4,7	2,5	1,9	2,0	1,5	
Produttività del lavoro per occupato²⁾									
2009	99,9	-2,4	5,3	-8,3	0,5	-3,6	0,6	-0,2	
2010	102,2	2,3	0,7	9,7	-0,4	3,1	-0,1	-0,1	
2010 3° trim.	102,6	2,2	-0,6	8,2	-0,2	3,6	-0,4	-0,1	
4° trim.	102,7	1,7	0,7	7,3	0,5	2,1	-0,4	-0,5	
2011 1° trim.	103,4	2,1	1,8	5,8	4,5	1,9	-0,9	0,3	
2° trim.	103,3	1,1	2,0	4,1	3,0	0,6	-1,3	0,5	
Redditi per ora lavorata									
2009	112,1	3,3	2,6	4,4	5,2	3,2	2,7	3,0	
2010	113,0	0,8	0,5	0,5	1,7	0,8	0,8	0,5	
2010 3° trim.	112,9	0,6	0,4	0,2	1,9	0,9	0,7	-0,1	
4° trim.	113,9	1,3	3,0	1,3	2,5	1,9	1,1	0,3	
2011 1° trim.	114,6	1,9	1,5	1,8	3,3	2,8	1,5	1,0	
2° trim.	115,9	2,8	6,2	3,6	3,1	3,5	2,8	1,3	
Produttività per ora lavorata²⁾									
2009	102,2	-0,7	5,2	-4,3	2,7	-2,5	2,0	0,3	
2010	103,7	1,5	1,4	6,6	-0,7	2,2	-0,7	-0,4	
2010 3° trim.	103,9	1,2	0,0	4,7	-0,5	2,5	-1,2	-0,3	
4° trim.	104,2	1,4	1,8	4,9	1,1	2,0	-0,5	-0,6	
2011 1° trim.	104,6	1,6	0,3	3,5	3,5	2,0	-1,2	0,2	
2° trim.	105,0	1,5	3,1	3,1	3,2	1,7	-0,2	0,2	

5. Indicatori del costo del lavoro³⁾

	Totale (indice dest.) 2008 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ⁴⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manfatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
in perc. del totale nel 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
2009	102,7	2,8	2,5	2,9	3,0	3,5	2,5	2,6
2010	104,3	1,6	1,4	1,9	0,9	1,9	1,9	1,7
2010 3° trim.	104,4	1,2	1,0	1,5	0,3	1,7	1,6	1,5
4° trim.	105,2	1,7	1,6	2,0	1,3	1,5	2,0	1,6
2011 1° trim.	106,4	2,7	2,3	3,4	2,4	2,2	2,8	1,7
2° trim.	107,7	3,6	3,5	4,3	4,5	3,0	3,2	1,9

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

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

5.2 Produzione e domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

1. PIL e componenti della domanda

	PIL								
	Totale	Domanda interna					Bilancia commerciale ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>									
2007	9.035,0	8.899,4	5.056,5	1.808,0	1.959,4	75,4	135,6	3.748,3	3.612,7
2008	9.248,8	9.159,6	5.211,9	1.901,3	1.983,3	63,1	89,2	3.880,8	3.791,6
2009	8.940,5	8.824,3	5.141,4	1.988,2	1.737,8	-43,1	116,3	3.269,3	3.153,0
2010	9.175,8	9.053,1	5.280,5	2.014,6	1.742,8	15,2	122,7	3.748,8	3.626,0
2010 2° trim.	2.287,5	2.260,2	1.314,8	503,6	437,2	4,6	27,3	930,1	902,9
3° trim.	2.307,4	2.273,1	1.324,5	505,1	438,3	5,2	34,3	958,2	923,9
4° trim.	2.313,7	2.283,0	1.336,6	503,0	438,4	5,0	30,7	976,4	945,7
2011 1° trim.	2.342,8	2.322,0	1.349,3	508,9	450,5	13,2	20,8	1.013,8	993,0
2° trim.	2.355,6	2.331,0	1.354,8	509,2	451,8	15,1	24,6	1.023,1	998,5
<i>in percentuale del PIL</i>									
2010	100,0	98,7	57,5	22,0	19,0	0,3	1,3	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2010 2° trim.	0,9	0,8	0,2	0,2	2,2	-	-	4,2	3,9
3° trim.	0,4	0,3	0,3	0,0	0,0	-	-	1,8	1,5
4° trim.	0,3	0,2	0,3	0,0	-0,2	-	-	1,2	1,1
2011 1° trim.	0,8	0,9	0,2	0,4	1,8	-	-	1,4	1,6
2° trim.	0,2	-0,1	-0,2	-0,1	0,1	-	-	0,7	0,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2007	3,0	2,8	1,7	2,2	4,7	-	-	6,6	6,1
2008	0,4	0,4	0,4	2,4	-1,1	-	-	1,0	0,9
2009	-4,2	-3,6	-1,2	2,6	-12,0	-	-	-12,8	-11,7
2010	1,8	1,4	0,9	0,4	-0,8	-	-	10,1	9,3
2010 2° trim.	2,1	1,7	0,7	0,6	-0,4	-	-	12,1	11,2
3° trim.	2,1	1,8	1,1	0,2	0,7	-	-	11,1	10,7
4° trim.	1,9	1,8	1,2	-0,2	1,2	-	-	10,6	10,7
2011 1° trim.	2,4	2,1	0,9	0,7	3,8	-	-	8,8	8,3
2° trim.	1,6	1,3	0,5	0,3	1,7	-	-	5,3	4,5
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>									
2010 2° trim.	0,9	0,8	0,1	0,1	0,4	0,2	0,2	-	-
3° trim.	0,4	0,3	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	-	-
4° trim.	0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	-	-
2011 1° trim.	0,8	0,8	0,1	0,1	0,3	0,3	-0,1	-	-
2° trim.	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>									
2007	3,0	2,8	0,9	0,4	1,0	0,4	0,3	-	-
2008	0,4	0,4	0,2	0,5	-0,2	-0,1	0,1	-	-
2009	-4,2	-3,6	-0,7	0,5	-2,6	-0,9	-0,6	-	-
2010	1,8	1,4	0,5	0,1	-0,2	0,9	0,4	-	-
2010 2° trim.	2,1	1,7	0,4	0,1	-0,1	1,2	0,4	-	-
3° trim.	2,1	1,7	0,6	0,0	0,1	1,0	0,3	-	-
4° trim.	1,9	1,8	0,7	0,0	0,2	0,9	0,2	-	-
2011 1° trim.	2,4	2,1	0,5	0,2	0,7	0,7	0,3	-	-
2° trim.	1,6	1,2	0,3	0,1	0,3	0,5	0,4	-	-

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, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, albergieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>								
2007	8.075,1	147,7	1.654,0	511,7	1.666,4	2.304,4	1.790,9	959,9
2008	8.302,9	143,1	1.653,9	527,3	1.725,6	2.381,1	1.871,8	945,9
2009	8.048,8	129,2	1.445,5	505,9	1.648,4	2.374,3	1.945,6	891,7
2010	8.236,6	138,6	1.530,6	486,8	1.690,5	2.409,7	1.980,5	939,2
2010 2° trim.	2.053,0	34,4	380,0	122,8	420,7	598,9	496,2	234,5
3° trim.	2.066,2	35,1	383,1	122,2	425,6	605,2	495,0	241,2
4° trim.	2.075,2	35,8	390,0	120,6	427,0	606,7	495,1	238,5
2011 1° trim.	2.100,8	36,7	397,2	125,2	431,6	611,8	498,3	242,0
2° trim.	2.112,6	36,6	400,2	125,6	434,4	614,2	501,6	243,0
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>								
2010	100,0	1,7	18,6	5,9	20,5	29,3	24,0	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>								
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>								
2010 2° trim.	0,8	-0,6	1,9	1,0	1,0	0,4	0,1	2,5
3° trim.	0,4	-0,9	0,8	-1,1	0,7	0,6	0,1	0,5
4° trim.	0,3	0,6	1,3	-1,3	0,0	0,3	0,1	0,0
2011 1° trim.	0,7	0,6	1,8	2,5	0,6	0,2	0,2	1,2
2° trim.	0,2	-0,2	0,4	0,1	0,2	0,2	0,2	-0,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2007	3,3	1,6	3,5	2,6	3,9	4,2	1,8	0,7
2008	0,6	1,3	-2,4	-1,6	1,4	1,6	2,0	-1,4
2009	-4,2	2,8	-13,1	-6,2	-5,3	-1,6	1,3	-3,9
2010	1,9	0,1	6,3	-4,1	2,4	1,0	0,9	1,3
2010 2° trim.	2,1	0,4	7,7	-3,8	2,7	0,7	1,0	1,9
3° trim.	2,0	-0,8	5,8	-3,1	3,1	1,2	0,8	2,2
4° trim.	2,0	0,0	6,3	-3,0	2,3	1,4	0,4	1,8
2011 1° trim.	2,2	-0,3	5,8	1,1	2,3	1,5	0,6	4,3
2° trim.	1,6	0,1	4,3	0,2	1,5	1,3	0,6	1,5
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>								
2010 2° trim.	0,8	0,0	0,4	0,1	0,2	0,1	0,0	-
3° trim.	0,4	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,0	-
4° trim.	0,3	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,0	-
2011 1° trim.	0,7	0,0	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	-
2° trim.	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>								
2007	3,3	0,0	0,7	0,2	0,8	1,2	0,4	-
2008	0,6	0,0	-0,5	-0,1	0,3	0,5	0,4	-
2009	-4,2	0,0	-2,6	-0,4	-1,1	-0,5	0,3	-
2010	1,9	0,0	1,1	-0,3	0,5	0,3	0,2	-
2010 2° trim.	2,1	0,0	1,4	-0,2	0,6	0,2	0,2	-
3° trim.	2,0	0,0	1,1	-0,2	0,6	0,4	0,2	-
4° trim.	2,0	0,0	1,1	-0,2	0,5	0,4	0,1	-
2011 1° trim.	2,2	0,0	1,1	0,1	0,5	0,4	0,1	-
2° trim.	1,6	0,0	0,8	0,0	0,3	0,4	0,1	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5.2 Produzione e domanda

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

3. Produzione industriale

in perc. del totale nel 2005	Totale		Industria escluse le costruzioni									Beni energetici	Costruzioni
	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e i beni energetici						Beni di consumo	Beni energetici			
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo						
							Totale	Durevoli			Non durevoli		
	100,0	77,8	77,8	69,2	68,7	28,1	22,3	18,3	2,6	15,7	9,1	22,2	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2008	-2,4	106,6	-1,6	-1,7	-1,8	-3,4	0,1	-1,9	-5,2	-1,3	0,2	-5,5	
2009	-13,6	90,9	-14,8	-15,8	-16,0	-19,0	-20,8	-4,9	-17,3	-2,9	-5,3	-8,0	
2010	4,3	97,6	7,5	7,9	7,9	10,1	9,4	3,3	2,6	3,4	3,8	-7,7	
2010 3° trim.	3,8	98,3	7,1	7,8	7,8	9,4	10,2	3,1	3,8	3,0	1,6	-8,1	
4° trim.	4,6	100,0	8,1	8,6	8,6	7,9	14,3	2,9	2,0	3,0	4,8	-9,2	
2011 1° trim.	4,6	101,1	6,5	8,1	8,2	8,9	13,1	1,4	2,7	1,2	-2,3	-2,4	
2° trim.	2,2	101,6	4,2	5,4	5,6	4,3	9,3	2,3	1,2	2,4	-5,4	-5,2	
2011 mar.	3,5	101,3	5,7	6,9	7,1	7,5	11,5	0,9	2,5	0,7	-2,1	-5,3	
apr.	3,8	101,7	5,4	6,8	7,0	5,4	10,7	4,0	4,9	3,7	-5,3	-2,4	
mag.	3,3	102,0	4,3	6,0	6,1	4,5	10,7	2,6	1,3	2,7	-7,2	-0,9	
giu.	-0,3	101,3	2,8	3,6	3,7	3,1	6,8	0,5	-2,4	1,0	-3,6	-11,4	
lug.	4,3	102,4	4,4	5,2	5,5	4,2	12,0	-0,1	4,6	-0,7	-4,0	2,1	
ago.	5,0	103,9	5,6	6,8	7,0	5,0	12,4	2,7	3,0	2,7	-2,9	1,7	
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2011 mar.	-0,3	-	0,0	-0,3	0,1	0,0	-0,6	0,2	0,0	0,4	-0,3	-0,2	
apr.	0,5	-	0,4	0,5	0,5	0,1	0,9	0,8	1,1	0,5	-3,7	0,9	
mag.	0,3	-	0,3	0,3	0,1	0,1	1,2	-0,2	-0,5	-0,1	0,3	0,1	
giu.	-1,2	-	-0,7	-1,0	-0,5	-0,6	-1,4	-0,6	-2,4	-0,6	1,1	-1,1	
lug.	2,2	-	1,2	1,0	1,1	0,7	3,3	-0,2	3,9	-0,7	0,2	1,8	
ago.	1,0	-	1,5	1,7	1,4	1,5	2,2	0,9	0,0	1,5	0,4	-0,2	

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 (escluso carburante per autoveicoli)							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera ¹⁾ (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	A prezzi costanti						Migliaia (dest.) ²⁾	Totale
	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Totale	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
									Tessili, vestitari, calzature	Elettrodomestici			
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,0	57,0	10,1	14,3		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2008	112,5	-5,9	116,8	1,8	1,7	103,4	-0,8	-1,8	-0,1	-1,8	-1,6	891	-7,8
2009	87,0	-22,7	95,4	-18,6	-2,9	101,4	-2,0	-1,7	-2,2	-1,8	-3,9	925	3,3
2010	102,2	17,4	105,1	10,2	1,4	102,5	1,1	0,5	1,7	2,6	0,8	843	-8,5
2010 4° trim.	107,5	18,1	109,4	12,1	1,4	102,6	0,9	0,2	1,5	1,5	0,0	850	-11,1
2011 1° trim.	111,1	18,3	114,4	14,3	1,0	102,6	0,3	-1,0	1,2	-0,2	1,7	861	-3,1
2° trim.	114,0	12,1	115,1	9,8	1,1	102,4	-0,2	-0,6	-0,1	1,7	-1,3	827	-1,8
3° trim.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	822	2,9
2011 apr.	111,7	11,8	115,9	9,7	2,8	102,8	1,5	1,4	1,4	4,5	1,7	828	-0,2
mag.	115,5	13,7	116,0	18,0	-0,3	101,9	-1,7	-2,9	-1,0	-0,7	-2,7	825	-1,1
giu.	114,8	10,7	113,4	2,6	0,8	102,5	-0,4	-0,2	-0,6	1,3	-2,6	827	-3,8
lug.	112,9	8,9	115,9	7,5	1,1	102,6	0,1	-2,3	1,7	2,3	1,5	817	2,2
ago.	115,0	6,0	117,2	-	1,1	102,6	0,2	-0,1	0,5	-0,7	-1,9	821	6,1
set.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	828	1,3
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2011 mag.	-	3,5	-	0,1	-0,8	-	-0,9	-1,1	-0,7	-2,5	-1,6	-	-0,3
giu.	-	-0,7	-	-2,3	0,7	-	0,6	0,8	0,5	1,5	0,3	-	0,3
lug.	-	-1,6	-	2,2	0,1	-	0,2	-0,7	0,5	1,6	1,3	-	-1,2
ago.	-	1,9	-	1,1	0,0	-	0,0	0,2	-0,1	-1,1	-0,9	-	0,5
set.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,7

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

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

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

5.2 Produzione e domanda

(saldi percentuali¹⁾, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata ³⁾ (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia					Totale ⁴⁾	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale ⁴⁾	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2007	109,4	5,8	7,2	4,4	14,6	84,8	-4,9	-2,3	-4,3	5,0	-8,0
2008	93,7	-8,4	-13,3	10,8	-1,0	82,1	-18,1	-9,9	-25,3	23,5	-13,6
2009	80,7	-28,7	-56,8	14,6	-14,8	70,9	-24,8	-7,0	-26,3	55,5	-10,3
2010	100,9	-4,5	-24,6	0,6	11,6	76,9	-14,0	-5,2	-12,2	31,0	-7,6
2010 3° trim.	102,3	-2,5	-18,4	0,3	11,3	77,6	-12,1	-5,5	-11,3	23,4	-8,2
4° trim.	105,7	2,7	-9,5	-0,8	16,8	79,1	-10,4	-5,4	-8,7	20,9	-6,6
2011 1° trim.	107,4	6,5	-1,6	-2,0	19,0	80,9	-10,6	-6,0	-9,6	19,7	-7,0
2° trim.	105,7	4,3	-1,3	-0,9	13,4	81,2	-10,4	-6,6	-12,4	14,7	-7,9
3° trim.	98,8	-2,6	-8,5	4,5	5,3	80,3	-15,6	-7,3	-21,6	23,8	-9,6
2011 mag.	105,5	3,8	-2,7	-1,4	12,9	-	-9,9	-6,7	-11,6	13,9	-7,4
giu.	105,4	3,5	-1,4	0,1	12,0	-	-9,7	-5,8	-11,1	13,7	-8,2
lug.	103,0	0,9	-4,7	2,5	9,8	80,8	-11,2	-6,0	-14,2	16,1	-8,3
ago.	98,4	-2,7	-9,0	5,0	5,9	-	-16,5	-7,2	-23,4	25,5	-10,0
set.	95,0	-5,9	-11,9	6,1	0,3	-	-19,1	-8,8	-27,2	29,8	-10,6
ott.	94,8	-6,6	-13,0	6,6	-0,1	79,7	-19,9	-8,9	-28,6	32,5	-9,4

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale ⁴⁾	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale ⁴⁾	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale ⁴⁾	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
2007	0,1	-7,6	7,8	1,1	5,1	13,2	11,4	16,1	13,3	14,6	20,4
2008	-13,4	-20,7	-6,1	-10,0	-10,6	16,0	-3,5	0,6	-3,7	0,7	4,7
2009	-32,7	-42,2	-23,2	-15,5	-21,0	9,9	-15,7	-15,5	-20,4	-17,9	-8,3
2010	-28,4	-39,6	-17,2	-4,0	-6,1	7,4	1,5	5,0	2,5	4,2	8,3
2010 3° trim.	-28,1	-39,8	-16,4	-2,8	-4,7	7,0	3,4	6,9	4,8	8,3	7,6
4° trim.	-26,2	-36,0	-16,3	0,8	1,3	7,4	8,5	9,0	6,8	8,4	11,9
2011 1° trim.	-25,2	-36,1	-14,3	-0,7	0,1	8,2	6,0	10,6	8,3	10,5	13,2
2° trim.	-24,2	-32,2	-16,1	-2,3	-0,9	9,9	4,0	9,9	7,6	10,3	11,8
3° trim.	-24,8	-32,8	-16,6	-7,4	-6,8	12,9	-2,3	3,9	0,7	4,2	6,6
2011 mag.	-24,7	-32,6	-16,8	-2,4	-1,3	10,6	4,7	9,3	6,9	10,0	11,0
giu.	-23,5	-30,4	-16,5	-2,6	0,5	10,0	1,9	10,1	8,5	10,8	11,1
lug.	-24,3	-31,3	-17,2	-3,6	-2,4	10,5	2,2	7,9	5,3	7,9	10,5
ago.	-23,4	-32,1	-14,6	-8,7	-7,3	13,7	-5,1	3,7	0,1	4,0	6,9
set.	-26,6	-35,1	-18,0	-9,8	-10,6	14,6	-4,1	0,0	-3,3	0,8	2,5
ott.	-25,3	-33,3	-17,4	-9,8	-11,5	13,4	-4,4	0,2	-3,3	-0,3	4,2

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

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata per il periodo dal 1990 al 2010.
- 3) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dalle medie trimestrali.
- 4) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

5.3 Mercato del lavoro ¹⁾

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

1. Occupazione in termini di occupati

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Totale (milioni)	Totale	Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale nel 2010	100,0	100,0	85,5	14,5	3,7	16,0	6,9	25,4	16,6	31,4
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008	149,721	0,8	1,0	-0,3	-1,7	-0,1	-2,0	1,1	2,2	1,2
2009	146,947	-1,9	-1,8	-2,3	-2,4	-5,2	-6,7	-1,8	-2,2	1,5
2010	146,273	-0,5	-0,4	-0,7	-0,6	-3,1	-3,7	-0,6	1,1	1,1
2010 3° trim.	146,257	-0,1	0,0	-0,7	-0,1	-2,2	-2,9	-0,4	1,7	0,9
4° trim.	146,427	0,2	0,3	-0,4	-0,7	-1,0	-3,5	0,2	1,8	0,9
2011 1° trim.	146,548	0,3	0,4	-0,4	-2,0	0,1	-3,3	0,4	2,5	0,2
2° trim.	146,996	0,5	0,6	-0,4	-1,8	0,2	-2,7	0,9	2,6	0,1
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>										
2010 3° trim.	-0,026	0,0	0,0	-0,3	0,1	-0,2	-1,0	0,1	0,2	0,1
4° trim.	0,170	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-1,0	0,2	0,3	0,2
2011 1° trim.	0,121	0,1	0,1	0,2	-1,3	0,3	-0,9	0,1	1,1	-0,2
2° trim.	0,448	0,3	0,4	-0,3	-0,7	0,1	0,1	0,5	1,0	0,1

2. Occupazione in termini di ore lavorate

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Totale (milioni)	Totale	Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale nel 2010	100,0	100,0	80,5	19,5	4,8	16,0	7,7	27,0	16,1	28,6
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008	239.003,1	0,7	1,1	-0,9	-2,0	-0,6	-1,8	0,9	2,4	1,8
2009	230.626,4	-3,5	-3,6	-3,1	-2,3	-9,2	-8,6	-3,0	-3,5	0,9
2010	231.449,8	0,4	0,4	0,2	-1,2	-0,3	-3,4	0,3	1,7	1,4
2010 3° trim.	57.927,6	0,8	0,9	0,4	-0,8	1,1	-2,6	0,6	2,5	1,2
4° trim.	57.922,6	0,5	0,6	0,2	-1,7	1,3	-4,1	0,4	1,9	1,1
2011 1° trim.	58.120,3	0,8	0,8	0,6	-0,5	2,2	-2,3	0,3	2,7	0,4
2° trim.	58.009,1	0,1	0,2	-0,3	-2,9	1,1	-2,9	-0,2	1,5	0,5
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>										
2010 3° trim.	-1,7	0,0	0,1	-0,3	-0,8	0,7	-1,2	-0,1	0,2	0,0
4° trim.	-4,9	0,0	-0,1	0,4	-0,2	0,1	-1,8	0,0	0,6	0,1
2011 1° trim.	197,7	0,3	0,4	0,2	-0,3	0,6	0,5	0,0	1,2	0,1
2° trim.	-111,2	-0,2	-0,1	-0,6	-1,7	-0,3	-0,4	0,0	-0,5	0,2

3. Ore lavorate per occupato

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Totale (migliaia)	Totale	Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008	1,596	0,0	0,2	-0,6	-0,3	-0,5	0,3	-0,3	0,2	0,6
2009	1,569	-1,7	-1,9	-0,7	0,1	-4,2	-2,1	-1,2	-1,3	-0,5
2010	1,582	0,8	0,8	0,9	-0,6	2,9	0,4	0,9	0,7	0,3
2010 3° trim.	0,396	0,9	0,9	1,1	-0,6	3,3	0,3	1,0	0,8	0,2
4° trim.	0,396	0,3	0,3	0,6	-1,0	2,3	-0,6	0,1	0,1	0,2
2011 1° trim.	0,397	0,5	0,4	1,0	1,5	2,2	1,0	-0,1	0,3	0,2
2° trim.	0,395	-0,3	-0,4	0,0	-1,1	0,9	-0,2	-1,1	-1,1	0,3

Fonte: elaborazioni della BCE basate sui dati Eurostat.

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

5.3 Mercato del lavoro

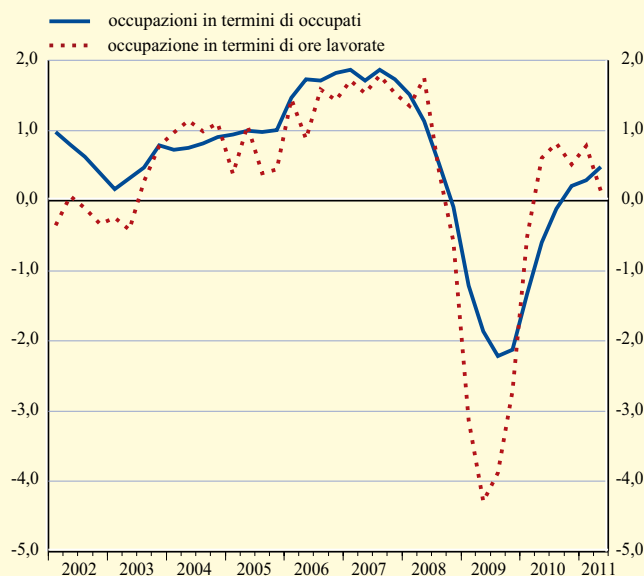
(dati destagionalizzati salvo diversa indicazione)

4. Disoccupazione e posti vacanti¹⁾

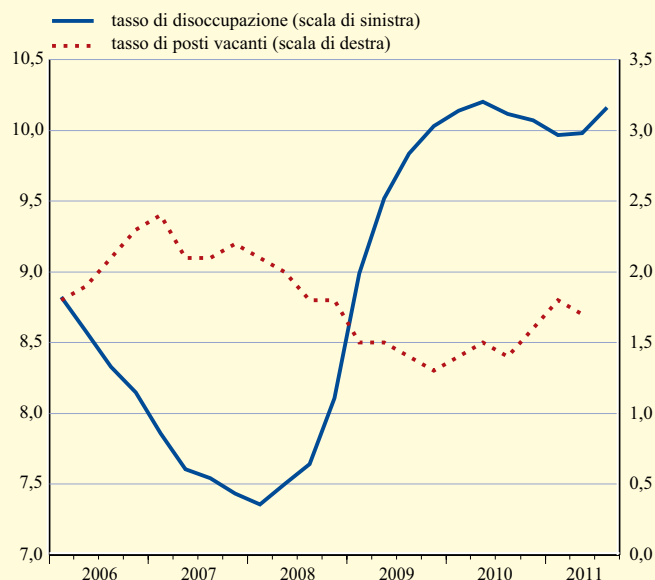
	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti ²⁾ in perc. del totale dei posti di lavoro
	Totale		Per età ³⁾				Per genere ⁴⁾				
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
in perc. del totale nel 2010	100,0		79,5		20,5		53,9		46,1		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2007	11,786	7,6	9,188	6,7	2,598	15,5	5,810	6,7	5,976	8,7	2,2
2008	11,976	7,7	9,298	6,7	2,678	16,0	6,051	7,0	5,925	8,5	1,9
2009	15,051	9,6	11,769	8,4	3,283	20,2	8,146	9,4	6,906	9,8	1,4
2010	15,924	10,1	12,654	8,9	3,270	20,9	8,593	10,0	7,331	10,3	1,5
2010 3° trim.	15,893	10,1	12,664	8,9	3,228	20,8	8,551	9,9	7,342	10,3	1,4
4° trim.	15,831	10,1	12,639	8,9	3,192	20,6	8,461	9,8	7,370	10,4	1,6
2011 1° trim.	15,675	10,0	12,491	8,8	3,184	20,7	8,343	9,7	7,332	10,3	1,8
2° trim.	15,740	10,0	12,556	8,8	3,184	20,6	8,369	9,7	7,371	10,3	1,7
3° trim.	16,063	10,2	12,819	9,0	3,243	21,0	8,511	9,9	7,552	10,5	.
2011 apr.	15,641	9,9	12,472	8,8	3,169	20,5	8,318	9,7	7,323	10,3	-
mag.	15,757	10,0	12,563	8,8	3,194	20,7	8,389	9,7	7,368	10,3	-
giu.	15,823	10,0	12,634	8,9	3,189	20,7	8,401	9,7	7,422	10,4	-
lug.	15,980	10,1	12,762	9,0	3,218	20,8	8,476	9,8	7,504	10,5	-
ago.	16,010	10,1	12,788	9,0	3,222	20,9	8,478	9,8	7,532	10,5	-
set.	16,198	10,2	12,908	9,0	3,290	21,2	8,579	9,9	7,619	10,6	-

F28 Occupazione: occupati e ore lavorate

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



F29 Tasso di disoccupazione e tasso di posti vacanti²⁾



Fonte: Eurostat.

- 1) I dati di disoccupazione si riferiscono a persone e sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.
- 2) Industria, costruzioni e servizi (ad esclusione di famiglie in veste di datori di lavoro, enti e organismi extraterritoriali); dati non destagionalizzati.
- 3) Adulti: 25 anni e oltre. Giovani: sotto i 25 anni. I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di età.
- 4) I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di genere.



FINANZA PUBBLICA

6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo ¹⁾ (in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette					Imposte indirette		Contributi sociali		Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale		
		Famiglie	Imprese	Riscosse da istituzioni dell'UE	Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2002	44,9	44,6	11,9	9,0	2,8	13,2	0,4	15,6	8,1	4,6	2,2	0,3	0,3	40,9
2003	44,9	44,3	11,5	8,8	2,7	13,2	0,4	15,7	8,2	4,6	2,2	0,6	0,5	40,9
2004	44,5	44,0	11,5	8,5	2,9	13,2	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,4	40,5
2005	44,8	44,3	11,7	8,6	3,0	13,3	0,3	15,4	8,1	4,5	2,3	0,5	0,3	40,7
2006	45,3	44,9	12,3	8,7	3,4	13,4	0,3	15,3	8,0	4,5	2,3	0,3	0,3	41,2
2007	45,3	45,1	12,7	8,9	3,6	13,4	0,3	15,1	8,0	4,4	2,3	0,3	0,3	41,3
2008	45,1	44,9	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	44,8	44,5	11,6	9,2	2,3	12,8	0,3	15,8	8,3	4,5	2,5	0,3	0,4	40,5
2010	44,7	44,4	11,6	9,0	2,5	12,9	0,3	15,6	8,2	4,5	2,5	0,3	0,3	40,4

2. Area dell'euro: spese

	Totale	Spese correnti								Spese in conto capitale			Per memoria: spese primarie ³⁾	
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE		
														10
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2002	47,6	43,8	10,5	4,9	3,5	24,9	22,0	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,1	44,1
2003	48,0	44,1	10,6	4,9	3,3	25,2	22,3	1,8	0,5	4,0	2,5	1,4	0,1	44,7
2004	47,4	43,5	10,5	5,0	3,1	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	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	46,6	42,8	10,3	5,0	2,9	24,6	21,8	1,6	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	43,7
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	4,0	2,6	1,3	0,0	44,2
2009	51,2	46,9	11,0	5,7	2,9	27,3	24,2	1,8	0,4	4,3	2,8	1,4	0,0	48,3
2010	50,9	46,5	10,8	5,6	2,8	27,3	24,2	1,8	0,4	4,4	2,5	1,9	0,0	48,1

3. Area dell'euro: disavanzo/avanzo, disavanzo/avanzo primario e consumi pubblici

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo primario (+)	Consumi pubblici ⁴⁾							
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)	Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
2002	-2,7	-2,3	-0,5	-0,3	0,3	0,8	20,2	10,5	4,9	5,1	1,9	2,2	8,1	12,1
2003	-3,2	-2,5	-0,5	-0,2	0,1	0,2	20,5	10,6	4,9	5,2	1,9	2,2	8,1	12,4
2004	-2,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,2	8,1	12,3
2005	-2,5	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,5	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,3	8,0	12,4
2006	-1,4	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,5	20,3	10,3	5,0	5,2	1,9	2,3	7,9	12,4
2007	-0,7	-1,2	0,0	-0,1	0,6	2,3	20,0	10,1	5,0	5,1	1,9	2,3	7,7	12,3
2008	-2,1	-2,3	-0,2	-0,2	0,5	0,9	20,5	10,3	5,2	5,3	2,0	2,3	8,0	12,6
2009	-6,4	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,2	11,0	5,7	5,8	2,1	2,5	8,6	13,6
2010	-6,2	-5,1	-0,7	-0,3	-0,1	-3,4	22,0	10,8	5,6	5,8	2,1	2,5	8,4	13,5

4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+) ⁵⁾

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2007	-0,3	0,2	2,4	0,1	-6,5	1,9	-2,7	-1,6	3,5	3,7	-2,4	0,2	-0,9	-3,1	0,0	-1,8	5,3
2008	-1,3	-0,1	-2,9	-7,3	-9,8	-4,5	-3,3	-2,7	0,9	3,0	-4,6	0,5	-0,9	-3,6	-1,9	-2,1	4,3
2009	-5,8	-3,2	-2,0	-14,2	-15,8	-11,2	-7,5	-5,4	-6,1	-0,9	-3,7	-5,6	-4,1	-10,1	-6,1	-8,0	-2,5
2010	-4,1	-4,3	0,2	-31,3	-10,6	-9,3	-7,1	-4,6	-5,3	-1,1	-3,6	-5,1	-4,4	-9,8	-5,8	-7,7	-2,5

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al disavanzo/avanzo dei singoli paesi.

1) Dati relativi agli Euro 17. I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra i paesi membri dell'area e il bilancio comunitario sono incluse e consolidate; quelle tra le amministrazioni pubbliche dei paesi membri non sono consolidate.

2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

3) Spese totali meno spese per interessi.

4) Corrisponde alle spese per consumi finali (P3) delle amministrazioni pubbliche nel SEC 95.

5) Sono inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS e i regolamenti collegati agli accordi sui tassi *swap* e a termine.

6.2 Debito ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: per strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ²⁾			Altri creditori ³⁾	
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie		Altri settori
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	48,9	42,7	20,8	11,2	10,7	25,4
2002	68,0	2,7	11,8	4,6	48,9	41,0	19,6	10,8	10,5	27,0
2003	69,2	2,1	12,4	5,1	49,6	40,3	19,8	11,3	9,2	28,9
2004	69,6	2,2	12,1	5,0	50,3	38,8	18,9	11,1	8,8	30,7
2005	70,4	2,4	12,2	4,7	51,2	37,1	18,2	11,2	7,7	33,3
2006	68,6	2,5	11,9	4,1	50,2	35,0	18,3	9,3	7,4	33,6
2007	66,3	2,2	11,2	4,2	48,7	32,7	17,1	8,5	7,1	33,6
2008	70,1	2,3	11,5	6,7	49,6	33,1	17,8	7,8	7,6	36,9
2009	79,8	2,5	12,6	8,6	56,2	37,3	20,6	8,9	7,8	42,5
2010	85,4	2,4	15,3	7,7	60,0	40,6	23,5	9,6	7,5	44,8

2. Area dell'euro: per emittente, scadenza e valuta di denominazione

	Totale	Emesso da ⁴⁾				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Ammini- strazioni centrali	Ammini- strazioni statali	Ammini- strazioni locali	Enti di previ- denza e assistenza sociale	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute
2001	68,2	56,6	6,0	4,7	0,8	7,0	61,2	5,3	13,7	26,6	27,9	66,8	1,3
2002	68,0	56,3	6,2	4,7	0,8	7,6	60,4	5,2	15,5	25,3	27,2	66,8	1,1
2003	69,2	56,6	6,5	5,0	1,0	7,8	61,4	5,0	14,9	26,0	28,2	68,3	0,9
2004	69,6	56,5	6,6	5,1	1,3	7,8	61,7	4,6	14,8	26,2	28,5	68,4	1,1
2005	70,4	57,1	6,7	5,2	1,4	7,8	62,6	4,6	14,9	25,7	29,8	69,2	1,2
2006	68,6	55,4	6,5	5,4	1,4	7,4	61,2	4,3	14,4	24,2	30,0	67,8	0,8
2007	66,3	53,5	6,2	5,3	1,4	7,4	58,9	4,3	15,0	23,4	27,8	65,9	0,4
2008	70,1	56,9	6,6	5,3	1,3	10,2	59,9	4,9	18,7	23,1	28,3	69,4	0,7
2009	79,8	64,7	7,6	5,8	1,7	12,3	67,5	5,0	21,1	26,7	32,0	79,1	0,7
2010	85,4	69,3	8,3	5,9	1,9	13,2	72,2	5,2	24,0	28,1	33,3	84,6	0,8

3. Paesi dell'area dell'euro

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2007	84,1	65,2	3,7	24,9	107,4	36,2	64,2	103,1	58,8	6,7	62,1	45,3	60,2	68,3	23,1	29,6	35,2
2008	89,3	66,7	4,5	44,3	113,0	40,1	68,2	105,8	48,9	13,7	62,2	58,5	63,8	71,6	21,9	27,8	33,9
2009	95,9	74,4	7,2	65,2	129,3	53,8	79,0	115,5	58,5	14,8	67,8	60,8	69,5	83,0	35,3	35,5	43,3
2010	96,2	83,2	6,7	94,9	144,9	61,0	82,3	118,4	61,5	19,1	69,0	62,9	71,8	93,3	38,8	41,0	48,3

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al debito dei singoli paesi.

- 1) Dati relativi agli Euro 17. Debito lordo delle amministrazioni pubbliche in valore nominale consolidato tra sottosectori dell'amministrazione. Le quote detenute da amministrazioni pubbliche non residenti non sono consolidate. I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati. Dati parzialmente stimati.
- 2) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 3) Comprende i residenti di paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 4) Esclude il debito detenuto dalle amministrazioni pubbliche del paese il cui governo ha emesso il debito stesso.

6.3 Variazione del debito ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: per fonte, strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Fonte della variazione			Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori ⁶⁾
		Fabbisogno ²⁾	Effetti di rivalutazione ³⁾	Altre variazioni in volume ⁴⁾	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ⁵⁾	IFM	Altre imprese finanziarie	
2002	2,1	2,7	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,3	-0,5	0,0	2,4
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,5	0,8	0,8	2,6
2004	3,2	3,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	0,1	-0,2	0,3	3,0
2005	3,3	3,1	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,4	-0,1	0,5	3,6
2006	1,7	1,4	0,1	0,1	0,2	0,3	-0,3	1,5	-0,3	1,1	-1,4	2,0
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3	1,0	-0,5	-0,3	-0,3	1,6
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,1	0,5	2,6	2,0	1,1	1,0	-0,6	4,2
2009	7,2	7,5	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,8	3,0	2,3	0,8	4,3
2010	7,6	7,7	-0,1	0,0	0,0	3,0	-0,7	5,2	4,3	3,3	1,0	3,3

2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

Variazione del debito	Disavanzo (-)/avanzo (+) ⁷⁾	Raccordo disavanzo-debito ⁸⁾											Altro ⁹⁾	
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume		
			Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli ¹⁰⁾	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					11
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2002	2,1	-2,7	-0,6	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1
2003	3,1	-3,2	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	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,3	-2,5	0,7	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,1
2006	1,7	-1,4	0,3	0,2	0,3	-0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1
2007	1,2	-0,7	0,5	0,6	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,3	-2,1	3,2	3,0	0,8	0,7	0,7	0,9	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0
2009	7,2	-6,4	0,8	1,0	0,3	0,0	0,3	0,5	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,1
2010	7,6	-6,2	1,4	1,8	0,1	0,5	1,1	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,3

Fonte: BCE.

- Dati relativi agli Euro 17 e parzialmente stimati. La variazione annua del debito lordo è espressa in percentuale del PIL [$\text{debito}(t) - \text{debito}(t-1)$] ÷ PIL (t). I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati.
- Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
- Include, oltre all'impatto delle variazioni dei tassi di cambio, gli effetti derivanti dalla misurazione al valore nominale (per esempio premi o sconti sui titoli emessi).
- Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e alcune operazioni di assunzione di debito.
- Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
- Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
- Esclusi gli strumenti finanziari derivati.

6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali ¹⁾
(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale	Entrate correnti					Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾	
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005 2° trim.	44,7	44,0	11,8	12,9	15,2	2,3	1,1	0,6	0,3	40,2
3° trim.	43,4	42,7	11,2	12,5	15,1	2,2	0,7	0,7	0,3	39,2
4° trim.	48,7	47,9	13,7	14,0	16,1	2,4	0,8	0,8	0,3	44,1
2006 1° trim.	42,6	42,2	10,4	12,8	15,1	2,2	0,8	0,4	0,3	38,6
2° trim.	45,7	45,2	12,5	13,1	15,1	2,3	1,4	0,5	0,3	41,0
3° trim.	43,6	43,0	11,8	12,4	15,1	2,2	0,8	0,5	0,3	39,5
4° trim.	49,1	48,4	14,4	14,1	15,8	2,4	0,9	0,6	0,3	44,6
2007 1° trim.	42,2	41,8	10,4	12,8	14,8	2,2	0,9	0,4	0,3	38,2
2° trim.	45,8	45,4	13,0	13,0	15,0	2,3	1,4	0,4	0,3	41,2
3° trim.	43,6	43,1	12,3	12,3	14,8	2,2	0,8	0,5	0,3	39,6
4° trim.	49,3	48,7	14,8	13,9	15,8	2,4	1,0	0,6	0,3	44,7
2008 1° trim.	42,5	42,1	10,8	12,3	14,8	2,3	1,1	0,3	0,2	38,2
2° trim.	45,3	44,9	12,9	12,3	15,1	2,3	1,5	0,4	0,3	40,5
3° trim.	43,3	43,0	12,2	12,0	15,0	2,2	0,8	0,4	0,3	39,5
4° trim.	48,8	48,2	13,9	13,4	16,4	2,5	1,1	0,5	0,3	44,0
2009 1° trim.	42,5	42,3	10,4	12,0	15,5	2,5	1,1	0,1	0,2	38,2
2° trim.	45,2	44,6	11,8	12,4	15,7	2,5	1,4	0,6	0,5	40,4
3° trim.	42,7	42,3	11,0	11,9	15,5	2,4	0,7	0,4	0,3	38,7
4° trim.	48,6	47,7	13,0	13,7	16,4	2,6	0,9	0,8	0,5	43,6
2010 1° trim.	42,1	41,9	10,1	12,0	15,5	2,5	0,9	0,2	0,3	37,9
2° trim.	45,2	44,7	11,8	12,7	15,4	2,6	1,3	0,5	0,3	40,3
3° trim.	42,9	42,6	11,0	12,4	15,2	2,4	0,7	0,3	0,3	38,9
4° trim.	48,4	47,6	13,1	13,5	16,4	2,7	1,0	0,7	0,3	43,3
2011 1° trim.	42,6	42,3	10,5	12,3	15,3	2,5	0,9	0,3	0,3	38,3
2° trim.	44,8	44,5	11,9	12,5	15,3	2,6	1,4	0,3	0,3	40,0

2. Area dell'euro: spese e disavanzo/avanzo trimestrali

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale			Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Disavanzo (-)/ avanzo primario (+)
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2005 2° trim.	46,5	43,0	10,3	5,0	3,2	24,5	21,3	1,1	3,5	2,4	1,1	-1,8	1,4
3° trim.	45,7	42,2	9,9	4,8	3,0	24,5	21,2	1,2	3,5	2,6	1,0	-2,4	0,6
4° trim.	49,6	45,1	11,3	5,8	2,8	25,2	21,7	1,3	4,6	2,8	1,7	-0,9	1,8
2006 1° trim.	45,9	42,6	10,1	4,6	3,0	24,9	21,4	1,1	3,3	2,1	1,3	-3,3	-0,3
2° trim.	45,8	42,5	10,3	4,9	3,1	24,1	21,1	1,1	3,4	2,4	1,0	-0,2	2,9
3° trim.	45,3	41,7	9,8	4,7	2,9	24,3	20,9	1,2	3,5	2,6	1,0	-1,7	1,2
4° trim.	49,5	44,4	10,8	5,8	2,7	25,1	21,4	1,3	5,1	2,9	2,2	-0,4	2,3
2007 1° trim.	44,8	41,4	9,9	4,5	2,9	24,1	20,7	1,1	3,4	2,2	1,2	-2,6	0,3
2° trim.	45,0	41,7	10,0	4,9	3,2	23,6	20,6	1,0	3,3	2,5	0,9	0,8	4,0
3° trim.	44,6	41,1	9,6	4,8	3,0	23,8	20,5	1,1	3,6	2,6	0,9	-1,0	1,9
4° trim.	49,3	44,5	10,8	5,8	2,8	25,1	21,3	1,4	4,7	3,0	1,7	0,0	2,8
2008 1° trim.	45,4	42,0	9,9	4,7	3,0	24,4	20,7	1,2	3,5	2,2	1,2	-3,0	0,0
2° trim.	45,9	42,4	10,2	5,0	3,3	23,9	20,8	1,1	3,5	2,5	1,0	-0,6	2,6
3° trim.	45,7	42,1	9,7	4,9	3,1	24,4	21,2	1,1	3,6	2,6	1,0	-2,4	0,7
4° trim.	51,3	46,5	11,2	6,2	2,8	26,3	22,3	1,4	4,8	3,2	1,7	-2,6	0,2
2009 1° trim.	49,6	45,9	10,7	5,4	2,9	26,9	22,9	1,3	3,7	2,5	1,2	-7,1	-4,2
2° trim.	50,7	46,6	11,1	5,6	3,0	26,9	23,3	1,3	4,1	2,8	1,3	-5,6	-2,5
3° trim.	49,9	45,8	10,5	5,3	2,9	27,1	23,5	1,3	4,1	2,8	1,2	-7,2	-4,3
4° trim.	54,3	49,2	11,8	6,5	2,6	28,3	24,0	1,5	5,1	3,1	1,9	-5,7	-3,1
2010 1° trim.	50,5	46,7	10,8	5,3	2,8	27,9	23,6	1,4	3,8	2,2	1,5	-8,4	-5,6
2° trim.	49,6	46,1	10,9	5,6	2,9	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,2	-4,5	-1,5
3° trim.	50,4	45,1	10,2	5,3	2,8	26,9	23,2	1,3	5,2	2,5	2,7	-7,5	-4,7
4° trim.	53,2	48,2	11,4	6,4	2,7	27,7	23,7	1,5	4,9	2,8	2,1	-4,8	-2,1
2011 1° trim.	48,6	45,6	10,4	5,2	2,8	27,1	23,1	1,2	3,0	2,1	0,9	-6,0	-3,2
2° trim.	48,5	45,3	10,6	5,4	3,1	26,2	22,8	1,2	3,2	2,4	0,8	-3,7	-0,6

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

- 1) I dati si riferiscono agli Euro 17. I concetti di entrate, spese e disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra il bilancio comunitario e soggetti non facenti parte delle amministrazioni pubbliche non sono incluse. I dati trimestrali, invece, a meno di scadenze diverse per la trasmissione dei dati, sono coerenti con quelli annuali. I dati non sono destagionalizzati.
- 2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

6.5 Debito e variazione del debito trimestrali ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario ²⁾

	Totale 1	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi 2	Prestiti 3	Titoli a breve termine 4	Titoli a lungo termine 5
2008 3° trim.	67,7	2,1	11,4	5,5	48,7
4° trim.	70,1	2,3	11,5	6,7	49,6
2009 1° trim.	73,8	2,3	11,8	7,9	51,8
2° trim.	77,0	2,4	12,2	8,5	54,0
3° trim.	78,9	2,4	12,4	9,2	54,9
4° trim.	79,8	2,5	12,6	8,6	56,2
2010 1° trim.	81,5	2,4	12,8	8,4	57,9
2° trim.	82,9	2,4	13,4	8,1	59,0
3° trim.	83,0	2,4	13,3	8,2	59,1
4° trim.	85,4	2,4	15,3	7,7	60,0
2011 1° trim.	86,1	2,4	15,1	7,6	60,9
2° trim.	87,0	2,4	14,9	7,7	62,0

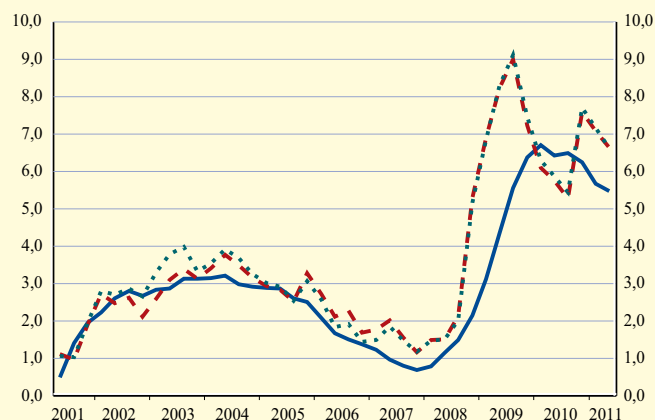
2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	Variazione del debito 1	Disavanzo (-) avanzo (+) 2	Raccordo disavanzo-debito								Per memoria: fabbisogno 11
			Totale 3	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche					Effetti di rivalutazione e altre variazioni di volume 9	Altro 10	
				Totale 4	Banconote, monete e depositi 5	Prestiti 6	Titoli 7	Azioni e altri titoli di capitale 8			
2008 3° trim.	2,0	-2,4	-0,4	-0,6	-1,4	0,0	0,3	0,6	0,4	-0,2	1,6
4° trim.	9,2	-2,6	6,7	5,5	0,6	2,5	0,4	2,1	0,2	1,0	9,0
2009 1° trim.	12,8	-7,1	5,7	6,7	5,2	-0,1	0,9	0,7	-0,5	-0,5	13,3
2° trim.	9,1	-5,6	3,5	3,2	2,3	-0,6	0,2	1,2	-0,4	0,7	9,5
3° trim.	4,9	-7,2	-2,3	-2,8	-3,2	0,6	-0,1	-0,3	0,2	0,3	4,7
4° trim.	2,4	-5,7	-3,3	-2,8	-2,9	-0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,3	2,6
2010 1° trim.	8,2	-8,4	-0,3	0,7	0,8	0,0	-0,4	0,3	-0,3	-0,6	8,5
2° trim.	7,7	-4,5	3,2	3,3	2,0	1,1	-0,2	0,4	-0,1	0,0	7,8
3° trim.	3,0	-7,5	-4,4	-3,0	-2,3	-0,6	-0,1	0,1	0,0	-1,5	3,1
4° trim.	11,4	-4,8	6,6	5,9	-0,3	1,7	4,7	-0,2	0,0	0,7	11,4
2011 1° trim.	6,1	-6,0	0,0	0,7	1,8	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	-0,5	6,3
2° trim.	5,9	-3,7	2,2	3,3	3,1	0,6	-0,4	-0,1	0,3	-1,3	5,7

F30 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito

(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)

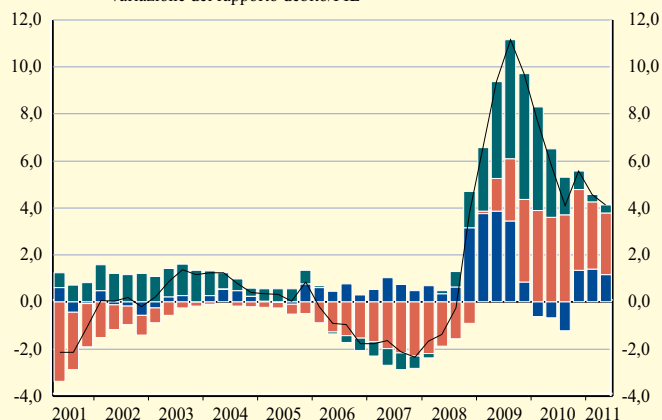
— disavanzo
- - - variazione del debito
... fabbisogno



F31 Debito (definizione di Maastricht)

(variazione annua nel rapporto debito/PIL e fattori sottostanti)

■ raccordo disavanzo-debito
■ disavanzo/avanzo primario
■ differenziale crescita del PIL/onere medio del debito
— variazione del rapporto debito/PIL



Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

1) Dati relativi agli Euro 17. I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati.

2) I dati sulle consistenze nel trimestre *t* sono espressi in percentuale della somma del PIL nel trimestre *t* e nei tre trimestri precedenti.



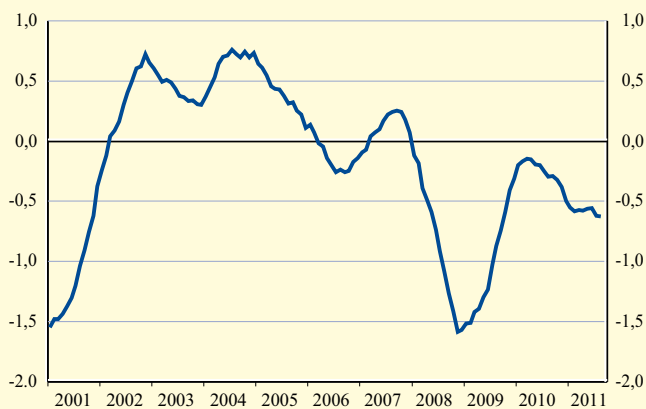
TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

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

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario						Errori e omissioni
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2008	-143,5	-21,8	42,1	-66,8	-97,0	10,0	-133,5	121,3	-231,1	261,4	-84,5	178,9	-3,4	12,2
2009	-25,9	36,0	35,1	-5,8	-91,2	7,3	-18,6	14,0	-102,8	261,4	21,1	-170,2	4,6	4,6
2010	-42,2	12,9	45,9	2,3	-103,3	5,5	-36,7	44,1	-49,9	148,0	17,4	-61,2	-10,3	-7,4
2010 2° trim.	-18,0	2,0	13,4	-13,9	-19,5	1,0	-16,9	15,4	-35,9	96,6	0,3	-46,7	1,0	1,6
3° trim.	-7,1	5,5	16,1	2,5	-31,2	0,8	-6,3	6,8	-52,2	11,0	6,3	46,8	-5,1	-0,5
4° trim.	3,4	5,5	10,5	4,3	-16,8	1,3	4,7	9,5	79,5	19,5	8,9	-96,8	-1,6	-14,2
2011 1° trim.	-30,2	-13,0	7,0	10,2	-34,5	2,4	-27,8	15,7	-9,9	128,5	-2,2	-89,1	-11,6	12,1
2° trim.	-20,8	-2,7	17,5	-14,4	-21,2	0,7	-20,1	20,6	-28,5	155,6	3,4	-114,3	4,3	-0,4
2010 ago.	-7,5	-4,6	4,6	2,6	-10,1	0,2	-7,3	0,7	-30,7	-1,2	5,9	28,3	-1,6	6,6
set.	-4,9	3,8	5,5	-2,7	-11,4	-0,6	-5,5	6,3	-8,6	35,4	0,4	-20,5	-0,3	-0,8
ott.	3,9	5,7	3,2	3,9	-8,9	-1,3	2,6	2,0	-8,7	5,2	-0,3	5,9	-0,2	-4,6
nov.	-3,4	-0,8	3,4	0,3	-6,2	0,5	-2,9	13,4	45,4	18,4	3,1	-53,5	0,0	-10,5
dic.	3,0	0,6	3,9	0,1	-1,7	2,0	4,9	-5,8	42,7	-4,2	6,1	-49,2	-1,3	0,9
2011 gen.	-19,9	-14,7	2,6	1,1	-8,9	0,4	-19,6	13,5	11,7	-28,9	-1,0	37,7	-6,0	6,0
feb.	-9,3	-0,8	2,6	4,2	-15,2	2,1	-7,1	2,2	-27,9	93,6	0,8	-65,3	1,0	5,0
mar.	-1,0	2,5	1,8	5,0	-10,3	-0,1	-1,1	0,0	6,3	63,9	-2,1	-61,5	-6,6	1,1
apr.	-4,9	-3,7	4,0	1,4	-6,6	-0,1	-5,0	-1,8	-30,4	18,7	2,9	1,0	5,9	6,8
mag.	-16,1	0,6	5,4	-15,6	-6,4	0,4	-15,7	13,1	-5,9	43,2	-1,5	-19,6	-3,1	2,5
giu.	0,2	0,5	8,1	-0,2	-8,2	0,3	0,6	9,2	7,8	93,7	1,9	-95,7	1,5	-9,8
lug.	-2,0	3,3	5,5	-0,7	-10,2	0,5	-1,6	2,5	0,6	-21,1	-4,6	28,5	-0,9	-0,9
ago.	-6,3	-3,1	3,6	1,1	-8,0	2,1	-4,2	9,8	-0,3	36,0	-1,1	-28,0	3,2	-5,6
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2011 ago.	-60,8	-6,2	49,6	-2,1	-102,1	6,3	-54,5	64,5	32,8	353,9	4,7	-320,2	-6,7	-10,0
<i>flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>														
2011 ago.	-0,7	-0,1	0,5	0,0	-1,1	0,1	-0,6	0,7	0,4	3,8	0,1	-3,4	-0,1	-0,1

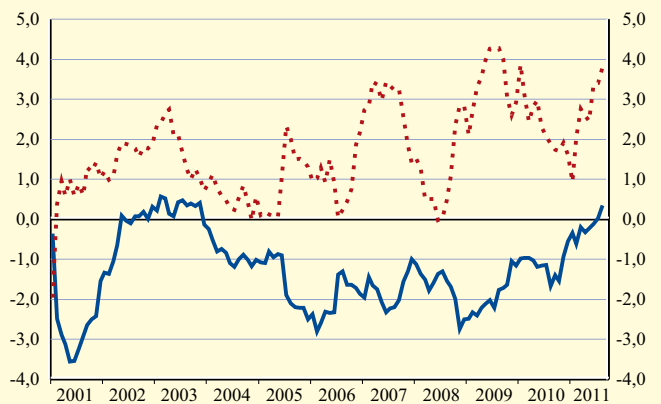
F32 B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente (dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)

— saldi di conto corrente



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

— investimenti diretti netti
- - - investimenti di portafoglio netti



Fonte:

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

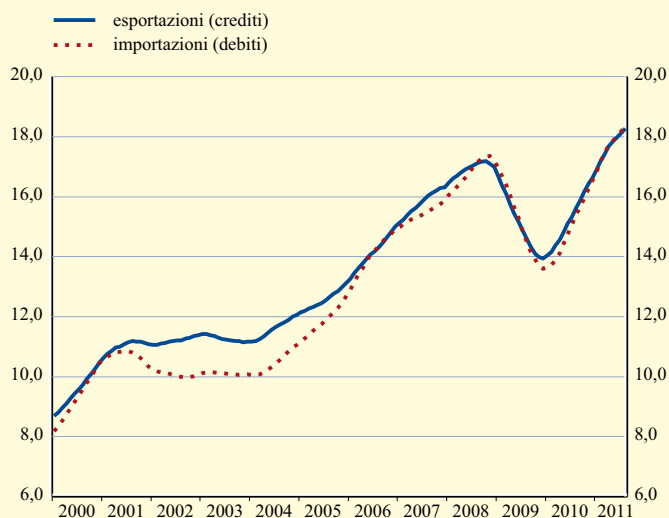
7.2 Conto corrente e conto capitale (miliardi di euro; transazioni)

1. Conto corrente e conto capitale: principali voci

	Conto corrente													Conto capitale	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti				Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti		Debiti			
											Rimesse dei lavoratori		Rimesse dei lavoratori		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2008	2.717,2	2.860,8	-143,5	1.588,5	1.610,4	513,3	471,2	523,6	590,4	91,8	6,9	188,8	21,6	24,7	14,7
2009	2.292,4	2.318,3	-25,9	1.302,5	1.266,5	473,9	438,8	421,5	427,3	94,5	6,4	185,7	22,5	20,6	13,4
2010	2.617,1	2.659,3	-42,2	1.560,0	1.547,1	518,8	472,9	450,7	448,4	87,6	6,3	190,9	22,3	21,2	15,7
2010 2° trim.	652,0	670,0	-18,0	387,4	385,3	129,6	116,2	115,9	129,7	19,2	1,7	38,7	5,3	4,1	3,1
3° trim.	666,8	674,0	-7,1	402,3	396,8	139,3	123,2	109,7	107,2	15,6	1,7	46,8	5,8	4,6	3,7
4° trim.	705,7	702,2	3,4	421,7	416,2	135,7	125,2	117,3	113,0	31,0	1,6	47,8	6,0	7,1	5,9
2011 1° trim.	684,5	714,7	-30,2	423,3	436,4	123,0	116,0	113,5	103,3	24,7	1,5	59,1	5,4	5,0	2,6
2° trim.	718,0	738,8	-20,8	438,0	440,6	133,3	115,8	127,1	141,5	19,6	1,6	40,8	5,6	3,8	3,1
2011 giu.	243,9	243,6	0,2	145,4	145,0	47,3	39,2	45,2	45,5	5,8	.	14,0	.	1,4	1,0
lug.	236,6	238,7	-2,0	148,1	144,8	47,1	41,6	36,1	36,8	5,3	.	15,6	.	1,4	1,0
ago.	227,3	233,7	-6,3	139,4	142,5	46,3	42,6	35,8	34,6	5,9	.	13,9	.	3,1	1,0
	Dati destagionalizzati														
2010 4° trim.	676,3	697,3	-21,0	406,7	410,4	132,5	121,2	114,1	117,9	23,0	.	47,8	.	.	.
2011 1° trim.	707,4	717,6	-10,2	434,4	435,7	133,6	120,7	116,7	112,6	22,7	.	48,6	.	.	.
2° trim.	712,1	725,2	-13,1	436,2	440,8	132,7	118,4	120,5	118,0	22,6	.	48,0	.	.	.
2011 giu.	237,1	240,2	-3,2	144,3	144,9	44,9	39,1	40,5	40,1	7,4	.	16,1	.	.	.
lug.	235,7	242,5	-6,8	145,9	147,1	43,7	40,1	38,4	39,3	7,6	.	16,0	.	.	.
ago.	238,0	243,0	-5,0	147,4	147,0	43,9	40,5	38,6	39,8	8,1	.	15,7	.	.	.
	flussi cumulati sui 12 mesi														
2011 ago.	2.790,8	2.849,2	-58,3	1.703,6	1.710,1	530,3	480,3	465,2	466,3	91,7	.	192,5	.	.	.
	flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL														
2011 ago.	29,9	30,6	-0,6	18,3	18,3	5,7	5,2	5,0	5,0	1,0	.	2,1	.	.	.

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

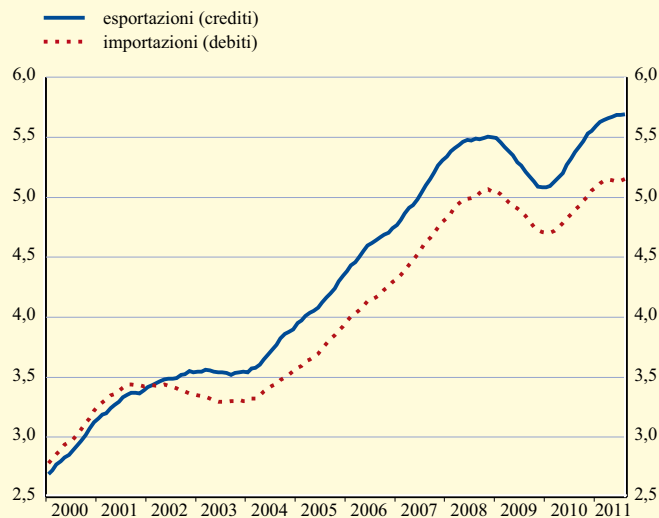
(dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

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

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



7.2 Conto corrente e conto capitale
(miliardi di euro)

2. Conto dei redditi
(transazioni)

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale													
	Crediti	Debiti	Totale		Investimenti diretti						Investimenti di portafoglio				Altri investimenti	
			Crediti	Debiti	Su azioni e altre partecipazioni			Su debito			Dividendi		Interessi		Crediti	Debiti
					Crediti	Debiti	Utili reinvestiti	Debiti	Utili reinvestiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti			Debiti
1	2	3	4	5											6	7		8	9	10	11	12	13	14	15	16
2008	21,1	13,1	502,5	577,3	140,5	-7,8	117,4	20,5	31,3	26,7	39,3	111,2	119,1	128,7	172,3	193,3
2009	21,7	13,8	399,9	413,5	148,8	16,1	100,4	14,9	24,7	23,5	24,5	77,3	101,0	122,1	100,8	90,2
2010	23,3	14,2	427,3	434,2	195,6	20,1	139,6	38,4	24,0	19,9	29,1	86,3	99,3	122,7	79,3	65,6
2010 2° trim.	5,7	3,4	110,2	126,4	50,5	-8,5	35,7	3,6	6,0	4,9	9,3	38,5	24,8	31,0	19,6	16,2
3° trim.	5,6	4,1	104,1	103,1	46,5	14,6	35,0	12,5	5,7	4,6	7,4	16,8	25,4	31,1	19,1	15,6
4° trim.	6,4	4,1	111,0	108,9	51,2	-2,0	36,0	6,4	6,7	6,2	6,4	18,5	25,5	30,0	21,2	18,2
2011 1° trim.	5,7	2,7	107,8	100,6	47,7	11,1	33,8	21,5	6,5	4,3	7,4	14,2	25,4	30,8	20,9	17,5
2° trim.	5,8	3,2	121,3	138,4	56,5	8,8	38,1	10,6	6,4	4,8	12,3	46,3	25,2	31,3	20,9	17,8

3. Scomposizione per area geografica
(transazioni cumulate)

	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									
Crediti																
Conto corrente	2.775,0	916,7	51,1	87,3	424,1	295,6	58,7	53,1	38,3	131,5	39,9	60,3	103,8	208,5	352,9	869,9
Beni	1.685,3	539,3	32,6	57,8	219,4	229,4	0,2	28,3	19,5	106,3	29,9	36,9	76,3	110,8	193,0	544,8
Servizi	531,3	166,9	10,9	14,7	103,9	30,7	6,6	8,4	8,2	17,1	7,4	13,1	17,3	53,6	77,6	161,6
Redditi	467,6	150,1	6,5	13,1	90,6	31,7	8,3	15,9	9,8	7,5	2,4	9,3	9,6	35,8	75,8	151,4
Redditi da capitale	444,1	143,4	6,4	12,9	89,0	31,1	4,0	15,9	9,7	7,5	2,4	9,3	9,5	24,7	74,0	147,7
Trasferimenti correnti	90,8	60,4	1,2	1,6	10,2	3,7	43,7	0,4	0,8	0,5	0,3	0,9	0,6	8,3	6,5	12,1
Conto capitale	20,5	17,2	0,0	0,0	1,2	0,4	15,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,4	0,4	1,9
Debiti																
Conto corrente	2.829,7	861,0	43,9	84,2	366,3	262,6	104,0	-	31,9	-	-	93,5	-	180,6	364,8	-
Beni	1.690,0	465,8	29,0	50,6	173,8	212,4	0,0	29,5	14,2	215,1	26,8	52,7	121,6	91,0	140,3	533,1
Servizi	480,2	136,9	7,7	12,8	81,9	34,2	0,2	5,1	6,5	13,1	5,7	9,8	10,7	42,4	98,7	151,4
Redditi	465,0	141,5	6,6	19,2	98,9	11,4	5,4	-	9,3	-	-	30,5	-	39,5	118,8	-
Redditi da capitale	450,9	133,4	6,5	19,1	97,4	5,0	5,4	-	9,2	-	-	30,3	-	39,1	117,7	-
Trasferimenti correnti	194,5	116,7	0,6	1,5	11,7	4,5	98,4	1,5	1,9	3,8	0,7	0,5	0,7	7,8	7,0	53,8
Conto capitale	15,3	1,6	0,0	0,1	0,9	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,6	1,3	10,6
Saldo																
Conto corrente	-54,7	55,7	7,2	3,0	57,8	33,0	-45,3	-	6,4	-	-	-33,2	-	27,9	-12,0	-
Beni	-4,7	73,5	3,6	7,2	45,5	17,0	0,2	-1,1	5,3	-108,7	3,1	-15,7	-45,3	19,8	52,8	11,7
Servizi	51,1	30,0	3,2	1,9	22,1	-3,5	6,3	3,3	1,7	4,0	1,7	3,3	6,7	11,2	-21,2	10,2
Redditi	2,6	8,6	-0,1	-6,2	-8,3	20,2	2,9	-	0,5	-	-	-21,2	-	-3,6	-43,1	-
Redditi da capitale	-6,8	10,0	-0,1	-6,2	-8,4	26,0	-1,3	-	0,5	-	-	-21,1	-	-14,4	-43,7	-
Trasferimenti correnti	-103,7	-56,4	0,6	0,1	-1,5	-0,8	-54,7	-1,2	-1,1	-3,2	-0,5	0,3	-0,1	0,5	-0,5	-41,7
Conto capitale	5,2	15,6	0,0	-0,1	0,2	0,0	15,4	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	0,0	-0,2	-0,9	-8,7

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

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

1. Conto finanziario: principali voci

	Totale ¹⁾			Totale in perc. del PIL			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero)														
2007	13.992,8	15.266,8	-1.274,0	154,9	169,0	-14,1	3.726,7	3.221,9	4.631,1	6.538,1	-28,9	5.316,7	5.506,8	347,2
2008	13.377,1	14.961,4	-1.584,3	144,6	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	154,0	169,7	-15,7	4.287,2	3.403,0	4.341,3	6.781,9	0,2	4.675,9	4.985,4	459,6
2010 4° trim.	15.234,8	16.461,7	-1.226,9	166,0	179,4	-13,4	4.798,2	3.714,8	4.907,5	7.442,9	-61,6	5.002,9	5.304,0	587,8
2011 1° trim.	15.135,4	16.377,3	-1.241,9	163,4	176,8	-13,4	4.801,9	3.739,5	4.811,3	7.469,7	-31,6	4.977,1	5.168,1	576,6
2° trim.	15.241,6	16.591,9	-1.350,3	163,4	177,9	-14,5	4.861,2	3.765,7	4.768,0	7.681,2	-49,1	5.080,6	5.144,9	581,0
Variazioni nelle consistenze														
2007	1.608,0	1.858,8	-250,9	17,8	20,6	-2,8	572,8	486,8	258,7	591,3	-8,1	763,3	780,7	21,4
2008	-615,7	-305,5	-310,3	-6,7	-3,3	-3,4	151,7	25,9	-796,2	-561,3	28,4	-26,7	229,9	27,0
2009	387,1	208,9	178,1	4,3	2,3	2,0	408,8	155,2	506,4	805,1	0,7	-614,1	-751,4	85,4
2010	1.470,7	1.291,5	179,3	16,0	14,1	2,0	511,0	311,8	566,2	661,0	-61,7	327,1	318,7	128,2
2011 1° trim.	-99,5	-84,5	-15,0	-4,3	-3,7	-0,7	3,8	24,6	-96,2	26,8	29,9	-25,8	-135,9	-11,2
2° trim.	106,2	214,6	-108,4	4,5	9,1	-4,6	59,3	26,2	-43,4	211,5	-17,5	103,4	-23,2	4,4
Transazioni														
2007	1.940,3	1.943,2	-3,0	21,5	21,5	0,0	512,9	422,5	439,5	566,3	66,9	915,8	954,4	5,1
2008	429,9	551,3	-121,3	4,6	6,0	-1,3	336,6	105,5	5,0	266,4	84,5	0,5	179,4	3,4
2009	-128,9	-114,9	-14,0	-1,4	-1,3	-0,2	334,7	231,9	94,0	355,3	-21,1	-531,9	-702,1	-4,6
2010	490,0	534,1	-44,1	5,3	5,8	-0,5	174,9	125,0	145,6	293,6	-17,4	176,7	115,5	10,3
2010 4° trim.	44,1	53,6	-9,5	1,9	2,3	-0,4	-19,6	59,9	46,1	65,6	-8,9	25,0	-71,8	1,6
2011 1° trim.	217,2	233,0	-15,7	9,5	10,2	-0,7	89,3	79,5	27,1	155,6	2,2	86,9	-2,2	11,6
2° trim.	203,9	224,4	-20,6	8,6	9,5	-0,9	59,5	31,0	33,5	189,1	-3,4	118,7	4,4	-4,3
2011 apr.	159,4	157,6	1,8	.	.	.	52,7	22,3	17,8	36,5	-2,9	97,8	98,8	-5,9
mag.	143,8	156,9	-13,1	.	.	.	7,0	1,1	35,0	78,1	1,5	97,3	77,7	3,1
giu.	-99,3	-90,1	-9,2	.	.	.	-0,2	7,6	-19,3	74,4	-1,9	-76,4	-172,1	-1,5
lug.	-6,6	-4,1	-2,5	.	.	.	12,2	12,9	-5,6	-26,7	4,6	-18,7	9,7	0,9
ago.	39,5	49,3	-9,8	.	.	.	-6,5	-6,8	-67,1	-31,1	1,1	115,3	87,3	-3,2
Altre variazioni														
2007	-332,3	-84,4	-247,9	-3,7	-0,9	-2,7	59,9	64,3	-180,8	25,1	-75,1	-152,6	-173,8	16,3
2008	-1.045,7	-856,7	-188,9	-11,3	-9,3	-2,0	-184,9	-79,5	-801,2	-827,7	-56,0	-27,2	50,5	23,7
2009	515,9	323,8	192,2	5,8	3,6	2,1	74,1	-76,7	412,4	449,7	21,7	-82,2	-49,3	89,9
2010	980,7	757,4	223,3	10,7	8,3	2,4	336,1	186,8	420,6	367,4	-44,3	150,4	203,1	117,9
Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio														
2007	-522,0	-339,7	-182,3	-5,8	-3,8	-2,0	-104,2	-17,1	-217,4	-146,8	.	-186,6	-175,8	-13,7
2008	-49,8	27,9	-77,7	-0,5	0,3	-0,8	-25,0	-34,0	6,6	41,9	.	-40,7	20,1	9,3
2009	-49,6	-55,2	5,5	-0,6	-0,6	0,1	-4,6	5,7	-30,5	-32,9	.	-11,9	-28,0	-2,7
2010	535,0	323,6	211,3	5,8	3,5	2,3	160,3	57,4	179,4	101,6	.	182,2	164,6	13,0
Altre variazioni dovute a oscillazioni dei prezzi														
2007	78,7	113,4	-34,6	0,9	1,3	-0,4	45,2	5,8	77,3	107,6	-75,1	.	.	31,3
2008	-1.002,7	-975,7	-27,1	-10,8	-10,5	-0,3	-159,2	-60,7	-809,5	-915,0	-56,0	.	.	22,0
2009	635,3	483,4	151,9	7,1	5,4	1,7	142,5	28,4	425,3	455,0	21,7	.	.	45,8
2010	295,0	153,7	141,3	3,2	1,7	1,5	50,1	2,2	187,3	151,5	-44,3	.	.	102,0
Altre variazioni dovute ad altre rettifiche														
2007	110,9	142,0	-31,0	1,2	1,6	-0,3	118,8	75,6	-40,7	64,3	.	34,1	2,0	-1,3
2008	6,8	91,0	-84,1	0,1	1,0	-0,9	-0,7	15,2	1,8	45,4	.	13,4	30,4	-7,7
2009	-69,7	-104,4	34,7	-0,8	-1,2	0,4	-63,9	-110,8	17,6	27,7	.	-70,3	-21,3	46,8
2010	150,8	280,1	-129,3	1,6	3,1	-1,4	125,7	127,2	53,9	114,4	.	-31,8	38,5	2,9
Tassi di crescita delle consistenze														
2006	16,1	14,8	-	.	.	.	15,1	10,6	13,6	13,7	.	20,5	18,8	0,3
2007	15,6	14,3	-	.	.	.	15,8	15,1	10,0	9,4	.	20,2	20,2	1,6
2008	3,0	3,6	-	.	.	.	9,2	3,3	-0,2	4,2	.	0,0	3,3	1,0
2009	-1,0	-0,8	-	.	.	.	8,6	7,3	2,4	5,9	.	-10,1	-12,2	-1,2
2010 4° trim.	3,5	3,4	-	.	.	.	3,9	3,5	3,2	4,2	.	3,7	2,3	2,0
2011 1° trim.	3,4	3,4	-	.	.	.	4,5	5,3	2,6	5,3	.	3,4	-0,4	2,9
2° trim.	3,8	3,8	-	.	.	.	3,8	4,6	3,1	6,4	.	4,9	-0,3	2,4

Fonte: BCE.

1) Le attività comprendono la posizione netta in strumenti finanziari derivati.

7.3 Conto finanziario

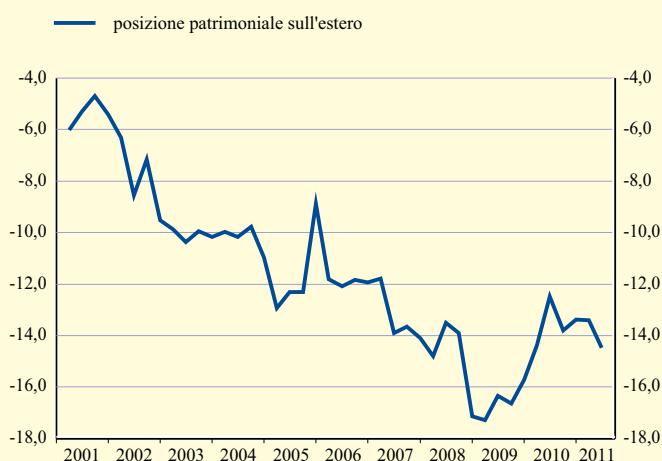
(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

2. Investimenti diretti

	All'estero da residenti						Nell'area dell'euro da non residenti							
	Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
2009	4.287,2	3.305,5	236,2	3.069,3	981,7	14,8	966,9	3.403,0	2.501,9	74,2	2.427,7	901,1	18,1	883,0
2010	4.798,2	3.667,1	277,9	3.389,2	1.131,1	17,8	1.113,3	3.714,8	2.820,2	83,2	2.737,0	894,6	12,7	881,9
2011 1° trim.	4.801,9	3.680,2	273,8	3.406,4	1.121,7	17,1	1.104,6	3.739,5	2.853,3	84,4	2.768,9	886,2	11,1	875,1
2° trim.	4.861,2	3.732,0	281,1	3.450,9	1.129,2	14,5	1.114,7	3.765,7	2.875,9	85,1	2.790,8	889,8	9,5	880,3
Transazioni														
2008	336,6	193,8	9,3	184,5	142,8	-0,3	143,1	105,5	64,3	-8,2	72,5	41,1	1,6	39,6
2009	334,7	257,5	20,1	237,3	77,2	2,6	74,6	231,9	236,7	7,5	229,2	-4,8	-0,6	-4,2
2010	174,9	51,1	12,6	38,5	123,8	1,2	122,6	125,0	176,7	7,2	169,5	-51,7	-7,5	-44,2
2010 4° trim.	-19,6	-49,7	0,5	-50,2	30,1	0,2	29,9	59,9	9,9	1,7	8,2	50,0	-4,9	54,9
2011 1° trim.	89,3	77,8	3,8	74,0	11,6	0,1	11,5	79,5	69,6	0,8	68,8	9,9	-1,5	11,4
2° trim.	59,5	55,4	8,9	46,4	4,1	-2,6	6,7	31,0	26,8	1,6	25,2	4,2	-1,5	5,7
2011 apr.	52,7	47,1	4,8	42,3	5,6	0,7	4,9	22,3	16,9	0,5	16,4	5,4	-0,5	5,9
mag.	7,0	0,1	0,4	-0,3	6,9	0,4	6,5	1,1	3,2	0,7	2,5	-2,1	0,0	-2,0
giu.	-0,2	8,2	3,7	4,5	-8,3	-3,7	-4,6	7,6	6,8	0,5	6,3	0,8	-1,0	1,8
lug.	12,2	10,3	0,0	10,3	1,9	-1,6	3,5	12,9	16,4	0,8	15,6	-3,6	-0,2	-3,4
ago.	-6,5	-7,4	1,2	-8,6	0,9	0,1	0,8	-6,8	7,8	0,2	7,5	-14,6	0,1	-14,7
Tassi di crescita														
2008	9,2	6,6	4,0	6,9	19,1	-1,4	19,4	3,3	2,7	-10,8	3,2	5,0	8,4	4,9
2009	8,6	8,6	9,2	8,5	8,8	20,5	8,6	7,3	10,4	11,6	10,4	-0,5	-3,2	-0,5
2010 4° trim.	3,9	1,5	5,3	1,2	12,5	7,8	12,6	3,5	6,8	9,4	6,8	-5,7	-41,3	-5,0
2011 1° trim.	4,5	2,9	2,1	3,0	9,9	6,4	10,0	5,3	6,3	8,7	6,2	2,0	-48,1	3,1
2° trim.	3,8	3,5	5,4	3,3	4,8	-12,7	5,1	4,6	5,1	8,0	5,0	3,1	-47,9	4,1

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

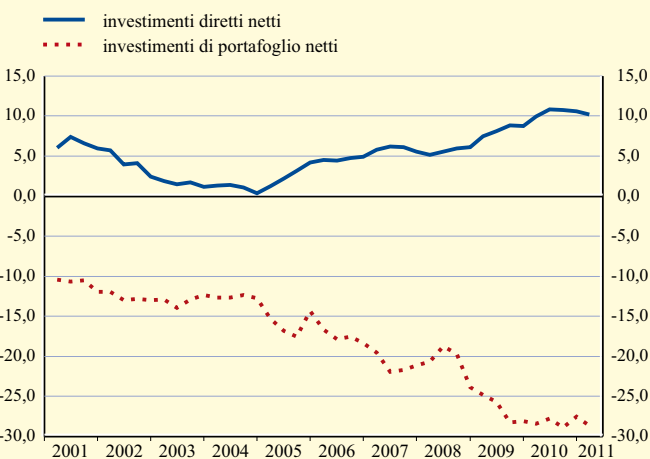
(importi in essere a fine periodo; in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

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

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



7.3 Conto finanziario

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

3. Investimenti di portafoglio: attività

	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
	Totale	Azioni e altre partecipazioni					Strumenti di debito					Strumenti di mercato monetario				
		Totale	IFM	non IFM		Totale	IFM	non IFM		Totale	IFM	non IFM				
				Euro-sistema	Amministrazioni pubbliche			Euro-sistema	Amministrazioni pubbliche			Euro-sistema	Amministrazioni pubbliche			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
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 1° trim.	4.811,3	1.858,4	89,8	3,1	1.768,6	44,8	2.537,2	772,0	17,1	1.765,2	95,9	415,8	323,9	40,0	91,8	0,9
2° trim.	4.768,0	1.835,0	94,8	3,5	1.740,2	41,6	2.561,6	762,2	17,7	1.799,4	93,4	371,3	278,1	45,7	93,2	0,4
Transazioni																
2008	5,0	-93,7	-34,3	0,7	-59,4	-0,1	72,1	37,7	3,2	34,4	2,7	26,5	49,6	13,1	-23,0	0,4
2009	94,0	53,4	-1,3	0,0	54,8	2,5	45,7	-93,2	-3,8	138,9	17,5	-5,2	1,0	-12,9	-6,2	0,9
2010	145,6	76,5	5,6	-0,2	70,9	1,7	109,3	-124,5	-0,8	233,8	52,8	-40,3	-55,5	-11,7	15,3	-1,9
2010 4° trim.	46,1	40,7	3,2	0,0	37,6	-1,4	0,9	-96,6	-0,5	97,5	54,1	4,4	-11,2	-9,5	15,7	-0,3
2011 1° trim.	27,1	-1,0	0,0	-0,4	-1,0	-1,8	5,3	-12,7	1,7	18,0	0,4	22,8	16,8	1,5	6,1	0,7
2° trim.	33,5	17,0	3,2	0,1	13,9	-2,3	29,4	-4,4	0,4	33,9	-0,8	-13,0	-12,4	4,8	-0,6	-0,5
2011 apr.	17,8	11,0	4,1	0,0	6,9	.	5,0	-2,3	0,2	7,3	.	1,7	-6,7	-2,7	8,4	.
mag.	35,0	4,6	3,4	0,0	1,2	.	20,0	7,3	-0,2	12,7	.	10,3	3,9	4,5	6,4	.
giu.	-19,3	1,4	-4,3	0,0	5,7	.	4,4	-9,5	0,4	13,8	.	-25,0	-9,6	3,0	-15,5	.
lug.	-5,6	1,6	1,3	0,0	0,3	.	-4,8	-9,2	0,2	4,5	.	-2,5	-6,7	-3,9	4,2	.
ago.	-67,1	-38,8	-10,3	0,0	-28,5	.	-25,7	-17,5	-1,5	-8,2	.	-2,6	-2,9	8,3	0,2	.
Tassi di crescita																
2008	-0,2	-5,6	-26,5	25,0	-4,0	-0,3	3,2	3,9	20,4	2,6	15,6	6,9	16,8	36,3	-25,8	65,9
2009	2,4	3,9	-2,4	-0,6	4,3	8,5	1,9	-9,5	-19,0	10,7	93,4	-2,0	-0,8	-22,3	-7,9	67,2
2010 4° trim.	3,2	4,8	7,0	-5,2	4,7	4,8	4,4	-13,5	-4,9	14,9	127,8	-9,5	-16,0	-25,4	21,1	-91,9
2011 1° trim.	2,6	2,6	1,7	-16,4	2,6	-3,2	2,9	-14,0	2,5	12,4	131,9	0,8	-6,5	-10,2	34,8	65,6
2° trim.	3,1	3,4	4,8	-9,8	3,3	-14,1	3,7	-12,4	9,7	12,3	126,5	-0,8	-4,4	9,2	13,7	93,4

4. Investimenti di portafoglio: passività

	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)											
	Totale	Azioni e altre partecipazioni			Strumenti di debito				Strumenti di mercato monetario			
		Totale	IFM	non IFM	Totale	IFM	non IFM		Totale	IFM	non IFM	
							Amministrazioni pubbliche	Amministrazioni pubbliche			Amministrazioni pubbliche	Amministrazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2009	6.781,9	2.781,9	686,2	2.095,7	3.493,1	1.093,2	2.399,9	1.481,2	506,9	66,2	440,7	409,3
2010	7.442,9	3.150,7	658,0	2.492,7	3.823,0	1.165,4	2.657,5	1.680,3	469,2	77,2	392,0	352,6
2011 1° trim.	7.469,7	3.206,3	651,6	2.554,8	3.760,6	1.113,4	2.647,2	1.698,3	502,8	109,0	393,7	360,0
2° trim.	7.681,2	3.127,4	636,2	2.491,3	4.010,3	1.169,6	2.840,7	1.827,9	543,4	140,1	403,3	354,9
Transazioni												
2008	266,4	-108,6	78,1	-186,7	175,5	-15,6	191,0	159,4	199,5	-25,0	224,6	191,0
2009	355,3	121,6	10,7	110,9	143,2	-15,6	158,8	103,7	90,5	-18,3	108,9	144,3
2010	293,6	128,9	-14,2	143,1	174,2	57,3	116,9	189,2	-9,5	28,9	-38,4	-34,8
2010 4° trim.	65,6	47,4	-7,2	54,6	43,1	25,8	17,3	29,5	-24,9	-0,7	-24,2	-17,4
2011 1° trim.	155,6	88,2	6,9	81,4	22,1	28,8	-6,8	31,7	45,4	35,4	10,0	20,8
2° trim.	189,1	-12,3	-5,3	-7,0	174,8	46,0	128,9	98,3	26,5	21,9	4,6	-1,3
2011 apr.	36,5	0,2	3,8	-3,6	43,7	6,6	37,1	.	-7,4	8,0	-15,4	.
mag.	78,1	-14,3	-3,3	-11,0	63,4	14,6	48,8	.	29,1	13,0	16,0	.
giu.	74,4	1,8	-5,8	7,6	67,8	24,8	43,0	.	4,9	0,9	3,9	.
lug.	-26,7	8,6	-15,8	24,4	-30,7	2,3	-33,0	.	-4,6	-4,0	-0,6	.
ago.	-31,1	-15,1	19,5	-34,6	-5,9	5,6	-11,5	.	-10,1	-1,0	-9,2	.
Tassi di crescita												
2008	4,2	-4,5	13,7	-8,8	5,9	-1,3	10,4	14,1	84,4	-19,3	222,1	257,0
2009	5,9	5,2	1,6	6,6	4,2	-1,3	7,2	7,4	23,0	-28,7	33,0	53,5
2010 4° trim.	4,2	4,5	-2,1	6,7	4,9	5,0	4,8	12,6	-1,9	42,9	-8,9	-8,7
2011 1° trim.	5,3	7,1	1,1	8,9	3,4	5,9	2,3	8,6	9,0	68,9	-1,5	0,9
2° trim.	6,4	6,1	1,5	7,5	5,5	10,1	3,5	7,5	16,7	151,2	-1,8	2,9

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

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

5. Altri investimenti: attività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			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	Banconote, monete e depositi	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
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 1° trim.	4.977,1	35,3	35,1	0,2	2.963,5	2.923,3	40,2	153,1	7,5	104,7	16,8	1.825,3	223,8	1.449,8	434,7
2° trim.	5.080,6	40,4	40,2	0,2	3.043,7	2.994,0	49,7	147,4	7,5	99,5	19,2	1.849,1	224,4	1.480,1	443,6
Transazioni															
2008	0,5	-9,5	-9,5	0,0	-42,6	-59,2	16,6	-5,7	-1,1	-5,9	-4,7	58,3	-1,1	48,0	-22,0
2009	-531,9	0,1	0,0	0,1	-420,5	-399,9	-20,5	10,7	-0,4	9,3	1,2	-122,2	7,5	-128,0	-34,6
2010	176,7	-2,9	-2,9	0,0	8,5	-0,4	8,9	40,0	-0,3	39,4	4,9	131,2	7,0	100,9	46,3
2010 4° trim.	25,0	6,1	6,0	0,1	-28,6	-28,0	-0,6	34,9	0,0	35,0	4,8	12,6	1,4	24,9	19,5
2011 1° trim.	86,9	3,6	3,6	0,0	63,3	55,2	8,1	-7,8	-0,1	-8,2	-4,2	27,8	11,2	-0,7	2,6
2° trim.	118,7	4,6	4,6	0,0	61,3	54,7	6,6	1,0	0,0	0,6	2,4	51,8	0,6	49,5	22,6
2011 apr.	97,8	5,6	.	.	83,3	.	.	1,5	.	.	-0,1	7,5	.	.	7,2
mag.	97,3	-1,5	.	.	65,5	.	.	-1,9	.	.	-0,2	35,2	.	.	10,5
giu.	-76,4	0,6	.	.	-87,4	.	.	1,4	.	.	2,7	9,1	.	.	4,9
lug.	-18,7	-0,1	.	.	-19,5	.	.	-5,4	.	.	-1,7	6,2	.	.	4,3
ago.	115,3	0,5	.	.	103,8	.	.	-3,6	.	.	-3,0	14,7	.	.	1,5
Tassi di crescita															
2008	0,0	-26,4	-27,0	0,9	-1,3	-1,8	23,6	-5,9	-8,8	-11,8	-27,8	3,2	-0,6	3,2	-4,7
2009	-10,1	-0,4	-1,4	23,4	-12,8	-12,4	-36,9	9,8	-3,5	15,3	7,9	-6,7	3,8	-8,6	-8,1
2010 4° trim.	3,7	-13,1	-13,0	-9,9	0,4	0,1	27,8	31,9	-3,1	50,8	30,6	7,6	3,4	7,3	11,1
2011 1° trim.	3,4	26,3	27,3	-10,9	0,5	0,1	44,7	32,3	-3,3	53,5	36,0	5,9	10,7	4,8	10,0
2° trim.	4,9	65,6	67,1	-1,3	2,8	2,4	37,8	18,2	-3,2	27,6	3,6	6,6	6,7	6,3	14,9

6. Altri investimenti: passività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2009	4.985,4	251,7	251,3	0,4	3.399,7	3.360,7	39,0	85,2	0,0	80,8	4,4	1.248,8	177,8	929,3	141,7
2010	5.304,0	268,8	265,7	3,1	3.508,6	3.462,6	46,0	153,9	0,0	147,2	6,6	1.372,8	200,8	1.016,2	155,8
2011 1° trim.	5.168,1	272,3	271,8	0,5	3.365,9	3.310,5	55,4	174,1	0,0	168,6	5,4	1.355,8	207,5	984,5	163,8
2° trim.	5.144,9	277,7	274,9	2,8	3.326,5	3.270,6	55,9	186,2	0,0	180,9	5,3	1.354,5	207,2	990,5	156,8
Transazioni															
2008	179,4	280,9	280,9	0,0	-174,7	-186,0	11,3	9,5	0,0	10,9	-1,3	63,6	9,4	44,4	9,8
2009	-702,1	-233,2	-233,4	0,2	-352,7	-341,5	-11,2	17,8	0,0	17,8	0,0	-134,0	0,8	-126,1	-8,7
2010	115,5	8,9	6,3	2,6	-10,8	-16,8	6,0	64,6	0,0	63,8	0,8	52,8	15,5	13,5	23,8
2010 4° trim.	-71,8	17,3	16,0	1,3	-100,2	-103,0	2,8	45,6	0,0	45,4	0,2	-34,5	9,6	-31,6	-12,5
2011 1° trim.	-2,2	9,6	12,1	-2,6	-62,9	-73,7	10,8	27,1	0,0	28,3	-1,2	24,0	6,3	-0,4	18,0
2° trim.	4,4	7,2	4,9	2,4	-17,9	-19,2	1,3	12,2	0,0	12,3	-0,1	2,8	-0,2	0,1	2,9
2011 apr.	98,8	0,6	.	.	95,8	.	.	-2,0	.	.	.	4,4	.	.	.
mag.	77,7	5,4	.	.	54,7	.	.	11,1	.	.	.	6,6	.	.	.
giu.	-172,1	1,3	.	.	-168,4	.	.	3,2	.	.	.	-8,2	.	.	.
lug.	9,7	14,2	.	.	-24,3	.	.	6,9	.	.	.	13,0	.	.	.
ago.	87,3	7,1	.	.	52,9	.	.	-2,5	.	.	.	29,7	.	.	.
Tassi di crescita															
2008	3,3	141,2	141,3	.	-4,4	-4,7	18,1	15,9	.	20,6	-23,9	4,8	5,4	4,3	7,5
2009	-12,2	-48,1	-48,2	.	-9,3	-9,2	-19,8	25,7	.	27,4	-0,9	-9,4	0,3	-11,5	-5,8
2010 4° trim.	2,3	3,4	2,4	.	-0,2	-0,4	15,8	74,2	.	78,3	11,7	4,0	8,6	1,2	15,8
2011 1° trim.	-0,4	9,4	9,6	.	-4,9	-5,3	26,8	99,8	.	106,7	-2,7	3,5	14,2	-0,2	14,6
2° trim.	-0,3	12,6	11,8	.	-5,2	-5,6	23,3	93,6	.	101,8	-18,8	4,0	8,6	0,8	19,5

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

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

7. Riserve ufficiali¹⁾

	Riserve ufficiali													Per memoria			
	Totale	Oro monetario		DSP	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera								Altre attività	Altre attività in valuta estera	Deflussi previsti netti a breve termine di valuta estera	Assegnazione di DSP
		in miliardi di euro	in milioni di once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli				Strumenti finanziari derivati				
		1	2				3	4	5	6	7	8						9	10	11	12	13
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)																
2007	347,2	201,0	353,688	4,6	3,6	138,0	7,2	22,0	108,5	0,4	87,8	20,3	0,3	0,0	44,3	-38,5	5,3
2008	374,2	217,0	349,207	4,7	7,3	145,1	7,6	8,1	129,5	0,6	111,3	17,6	0,0	0,0	262,8	-245,7	5,5
2009	462,4	266,1	347,180	50,8	10,5	134,9	11,7	8,1	115,2	0,5	92,0	22,7	-0,1	0,0	32,1	-24,2	51,2
2010 4° trim.	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	155,0	7,7	16,1	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5
2011 1° trim.	576,6	351,5	346,988	51,1	21,6	152,4	5,6	18,2	128,2	0,5	108,6	19,0	0,4	0,0	21,3	-24,5	52,6
2° trim.	580,8	361,4	346,989	50,4	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
2011 ago. set.	656,4	435,5	346,989	51,0	24,0	146,0	5,1	11,0	129,7	-	-	-	0,1	0,0	25,9	-21,1	52,5
	646,7	416,3	346,990	52,9	26,0	151,4	5,5	11,2	135,2	-	-	-	-0,4	0,0	31,4	-24,5	54,5
	Transazioni																
2007	5,1	-3,2	-	0,3	-0,9	8,8	1,0	1,6	6,2	0,0	14,5	-8,3	0,0	0,0	-	-	-
2008	3,4	-2,7	-	-0,1	3,8	2,4	5,0	-15,7	11,8	0,1	15,8	-4,1	1,3	0,0	-	-	-
2009	-4,6	-2,0	-	0,5	3,4	-6,4	3,1	-1,2	-9,5	0,0	-14,1	4,6	1,2	0,0	-	-	-
2010 4° trim.	1,6	0,0	-	0,1	0,1	1,3	-0,4	-0,5	2,1	0,0	3,2	-1,1	0,1	0,0	-	-	-
2011 1° trim.	11,6	0,0	-	-1,2	6,7	6,1	-1,8	3,1	4,8	0,0	4,0	0,7	0,0	0,0	-	-	-
2° trim.	-4,3	0,0	-	-0,2	0,9	-5,1	-0,5	-5,4	0,9	0,0	0,4	0,5	-0,1	0,0	-	-	-
	Tassi di crescita																
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,3	6,3	15,0	6,4	5,7	1,1	18,6	-27,6	-	-	-	-	-
2008	1,0	-1,3	-	-2,5	105,5	1,7	67,8	-68,9	10,8	28,0	17,9	-20,6	-	-	-	-	-
2009	-1,2	-0,9	-	-2,6	45,5	-4,4	41,1	-21,3	-7,3	1,0	-12,8	25,3	-	-	-	-	-
2010 4° trim.	2,0	0,0	-	-0,1	46,4	3,6	-43,3	76,2	3,4	-5,2	10,3	-25,5	-	-	-	-	-
2011 1° trim.	2,9	0,0	-	-1,9	77,7	5,3	-44,7	68,6	4,0	-4,3	12,0	-27,9	-	-	-	-	-
2° trim.	2,4	0,0	-	-2,4	49,8	4,6	-36,6	5,3	7,4	1,9	12,4	-15,3	-	-	-	-	-

8. Debito estero lordo

	Totale	Per strumento						Per settore (esclusi gli investimenti diretti)				
		Prestiti, banconote, monete e depositi	Strumenti di mercato monetario	Obbligazioni e note	Crediti commerciali	Altre passività	Investimenti diretti: prestiti intersocietari	Amministrazioni pubbliche	Eurosistema	IFM (escluso l'Eurosistema)	Altri settori	
												1
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)											
2007	9.991,0	5.144,6	240,5	2.996,3	172,6	189,6	1.247,3	1.235,4	202,1	5.228,6	2.077,6	
2008	10.914,5	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 4° trim.	11.016,4	4.891,7	469,2	3.823,0	200,8	211,5	1.420,2	2.186,8	268,8	4.751,3	2.389,4	
2011 1° trim.	10.855,2	4.735,4	502,8	3.760,6	207,6	225,1	1.423,7	2.232,3	272,3	4.588,4	2.338,5	
2° trim.	11.126,4	4.716,9	543,4	4.010,3	207,3	220,8	1.427,7	2.369,0	277,7	4.636,2	2.415,7	
	Consistenze (in percentuale del PIL)											
2007	110,5	56,9	2,7	33,1	1,9	2,1	13,8	13,7	2,2	57,8	23,0	
2008	118,1	57,8	4,3	36,5	2,0	2,3	15,2	18,9	5,2	54,2	24,6	
2009	116,3	51,7	5,7	39,1	2,0	2,1	15,7	22,1	2,8	51,0	24,6	
2010 4° trim.	120,2	53,4	5,1	41,7	2,2	2,3	15,5	23,9	2,9	51,8	26,1	
2011 1° trim.	117,3	51,2	5,4	40,6	2,2	2,4	15,4	24,1	2,9	49,6	25,3	
2° trim.	119,4	50,6	5,8	43,0	2,2	2,4	15,3	25,4	3,0	49,7	25,9	

Fonte: BCE.

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

7.3 Conto finanziario

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

9. Scomposizione geografica

	Totale	Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro						Canada	Cina	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2010	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
Investimenti diretti	1.083,3	116,9	3,8	-6,6	-170,8	291,8	-1,3	50,4	57,1	-3,9	178,9	-23,2	42,7	-0,3	664,8
All'estero	4.798,2	1.490,8	36,2	141,7	994,2	318,7	0,0	154,7	61,5	87,2	479,5	899,7	586,7	0,0	1.037,9
Azioni/utili reinvestiti	3.667,1	1.114,0	32,2	88,8	733,5	259,4	0,0	121,4	49,5	65,8	374,0	637,1	501,8	0,0	803,6
Debito	1.131,1	376,8	4,0	52,9	260,7	59,2	0,0	33,3	12,0	21,4	105,6	262,7	85,0	0,0	234,3
Nell'area dell'euro	3.714,8	1.374,0	32,5	148,4	1.165,0	26,9	1,3	104,3	4,4	91,1	300,6	922,9	544,1	0,4	373,1
Azioni/utili reinvestiti	2.820,2	1.121,1	22,5	133,9	958,4	4,9	1,3	91,7	3,4	73,5	201,8	702,5	387,3	0,1	238,8
Debito	894,6	252,9	10,0	14,4	206,6	21,9	0,0	12,6	1,0	17,6	98,8	220,4	156,7	0,2	134,3
Investimenti di portafoglio: attività	4.907,5	1.550,5	84,0	189,3	1.054,9	103,5	118,9	110,8	59,5	203,6	134,6	1.557,4	460,8	30,8	799,6
Azioni	1.914,2	379,4	13,7	46,0	300,5	18,1	1,1	44,6	57,2	106,3	117,5	574,9	243,0	1,4	390,1
Strumenti di debito	2.993,3	1.171,1	70,3	143,3	754,4	85,3	117,8	66,3	2,2	97,3	17,1	982,5	217,8	29,4	409,6
Obbligazioni e note	2.588,8	1.031,4	63,0	121,3	646,1	83,8	117,2	61,8	1,4	44,3	11,7	836,1	208,6	29,0	364,5
Strumenti di mercato monetario	404,5	139,7	7,3	21,9	108,3	1,6	0,6	4,5	0,8	53,0	5,5	146,4	9,2	0,4	45,1
Altri investimenti	-301,1	-241,1	54,8	1,5	-202,0	85,9	-181,2	-7,3	-8,0	19,9	-34,4	-94,6	-5,0	-25,2	94,7
Attività	5.002,9	2.295,1	112,6	96,9	1.869,7	198,5	17,4	28,5	38,7	103,7	275,2	713,1	588,7	48,8	911,2
Amministrazioni pubbliche	166,3	55,0	0,8	6,5	34,6	2,1	11,0	1,9	3,2	2,6	1,2	13,7	3,6	31,8	53,2
IFM	3.004,9	1.576,0	90,7	52,9	1.268,2	160,9	3,3	15,6	12,1	72,6	136,3	375,8	367,6	16,5	432,4
Altri settori	1.831,8	664,0	21,1	37,5	566,9	35,5	3,1	11,0	23,4	28,5	137,7	323,6	217,4	0,6	425,5
Passività	5.304,0	2.536,1	57,9	95,4	2.071,7	112,6	198,6	35,8	46,7	83,8	309,6	807,8	593,6	74,0	816,5
Amministrazioni pubbliche	153,9	92,1	0,2	0,5	57,1	0,2	34,1	0,1	0,1	0,1	0,8	27,3	1,7	27,6	4,1
IFM	3.777,4	1.855,6	45,5	63,8	1.555,6	84,5	106,1	27,6	22,1	50,4	233,4	491,5	475,5	43,4	577,9
Altri settori	1.372,8	588,4	12,2	31,1	458,9	27,9	58,3	8,2	24,6	33,2	75,4	289,0	116,5	3,0	234,5
dal 3° trim. 2010 al 2° trim. 2011	Transazioni cumulate														
Investimenti diretti	11,1	22,6	0,6	-8,6	15,7	14,9	0,0	-29,0	6,7	1,6	-24,9	-15,3	8,0	-0,1	41,5
All'estero	179,9	47,7	1,6	2,1	25,2	18,7	0,0	1,8	6,6	1,4	-3,2	21,3	26,8	0,0	77,4
Azioni/utili reinvestiti	127,3	38,3	1,7	3,5	14,6	18,5	0,0	1,9	3,7	2,1	-4,8	20,1	7,0	0,0	59,0
Debito	52,6	9,4	0,0	-1,4	10,6	0,2	0,0	0,0	2,9	-0,6	1,6	1,3	19,7	0,0	18,4
Nell'area dell'euro	168,9	25,1	1,0	10,7	9,5	3,8	0,0	30,9	-0,1	-0,1	21,7	36,6	18,8	0,1	36,0
Azioni/utili reinvestiti	142,2	34,2	-0,2	8,1	26,1	0,2	0,0	31,7	0,4	0,4	1,3	29,1	17,5	0,0	27,6
Debito	26,6	-9,2	1,2	2,6	-16,5	3,6	0,0	-0,8	-0,5	-0,6	20,4	7,5	1,3	0,1	8,4
Investimenti di portafoglio: attività	148,8	31,3	-2,8	16,8	-0,7	6,0	11,9	-2,5	12,1	3,3	1,3	48,9	-24,8	0,6	78,6
Azioni	58,4	12,7	0,7	4,7	6,5	0,8	0,1	5,4	11,3	1,2	-3,3	20,2	-7,2	-0,4	18,5
Strumenti di debito	90,3	18,5	-3,5	12,1	-7,2	5,3	11,9	-8,0	0,8	2,1	4,7	28,7	-17,6	1,0	60,1
Obbligazioni e note	94,1	42,1	-1,9	12,4	14,7	4,9	12,0	-9,0	0,7	0,8	3,3	20,2	-19,8	1,2	54,5
Strumenti di mercato monetario	-3,7	-23,5	-1,6	-0,3	-21,9	0,4	-0,1	1,0	0,0	1,2	1,4	8,6	2,2	-0,2	5,6
Altri investimenti	253,4	148,4	1,3	8,7	168,8	2,4	-32,7	-1,0	1,8	4,2	44,0	-4,7	126,0	-43,7	-21,6
Attività	242,2	119,0	1,6	20,4	89,8	6,3	0,9	-0,2	9,3	15,0	13,9	20,6	49,4	-11,1	26,4
Amministrazioni pubbliche	24,1	9,7	0,8	0,9	6,8	1,4	-0,3	1,0	0,0	2,3	0,7	7,4	0,4	0,8	1,9
IFM	98,6	30,9	-1,8	13,7	15,0	4,0	-0,1	-1,8	7,9	11,4	0,1	9,4	38,7	-11,9	14,1
Altri settori	119,5	78,5	2,6	5,8	68,0	0,9	1,3	0,6	1,4	1,3	13,1	3,8	10,3	0,1	10,5
Passività	-11,2	-29,3	0,3	11,8	-79,0	3,9	33,7	0,8	7,4	10,8	-30,1	25,3	-76,6	32,6	48,0
Amministrazioni pubbliche	90,1	51,9	0,0	0,0	32,6	0,0	19,3	0,0	0,0	-0,2	-0,9	16,2	1,2	22,7	-0,7
IFM	-157,0	-110,9	0,4	5,2	-125,5	1,8	7,3	-2,0	4,6	12,0	-35,7	20,8	-79,4	9,9	23,6
Altri settori	55,7	29,7	0,0	6,5	13,9	2,1	7,1	2,7	2,9	-1,0	6,5	-11,8	1,6	0,0	25,1

Fonte: BCE.

7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti ¹⁾

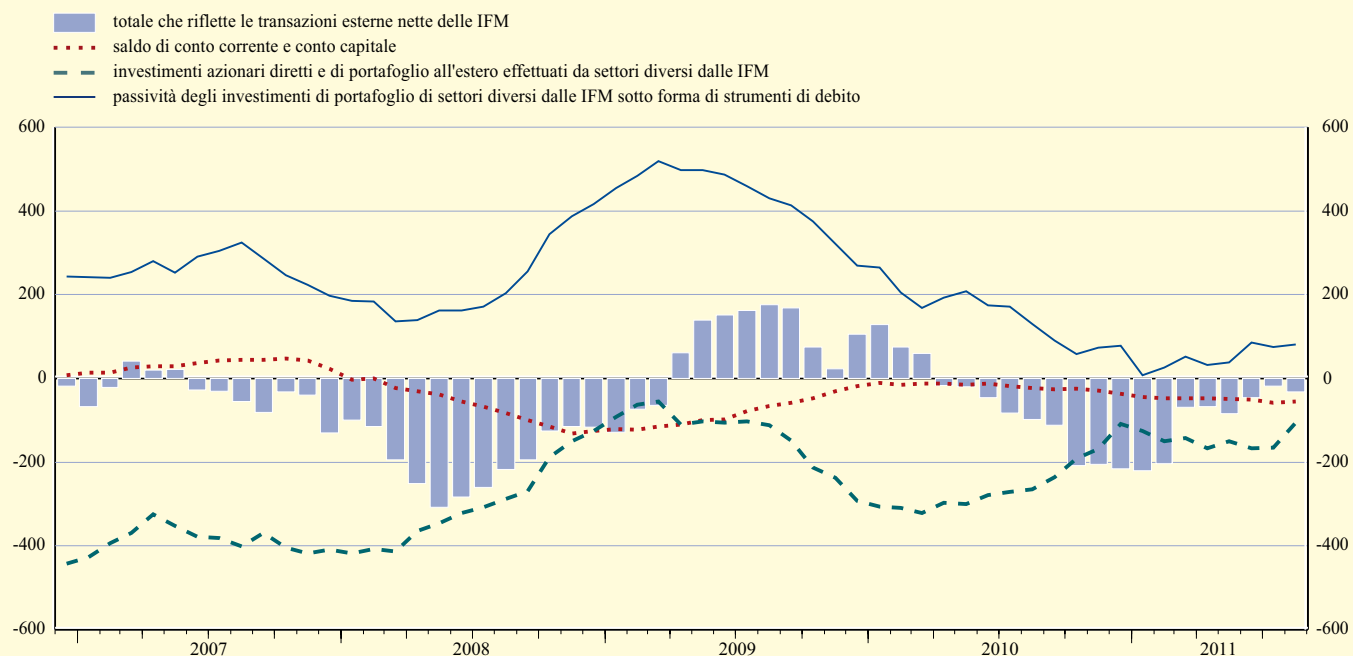
(miliardi di euro; transazioni)

Voci di bilancia dei pagamenti che riflettono le transazioni nette delle IFM

	Totale	Saldo di conto corrente e conto capitale	Transazioni di istituzioni diverse dalle IFM								Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni
			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio				Altri investimenti			
			All'estero da residenti	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività		Passività		Attività	Passività		
					Azioni	Strumenti di debito	Azioni	Strumenti di debito				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2008	-116,9	-125,2	-327,9	112,0	59,2	-11,0	-186,9	416,4	-53,1	73,5	-84,4	10,6
2009	105,7	-19,1	-311,9	224,8	-54,8	-132,8	111,0	268,8	111,5	-115,9	21,1	3,0
2010	-216,3	-37,3	-161,3	125,2	-70,7	-249,1	143,2	77,8	-170,3	117,2	17,4	-8,4
2010 2° trim.	-21,5	-17,0	-86,3	51,1	-1,7	-44,2	23,1	99,6	-52,5	4,9	0,3	1,2
3° trim.	-59,5	-6,4	-49,0	-3,8	-3,8	-44,6	41,0	-43,9	-23,2	68,6	6,3	-0,6
4° trim.	-57,3	4,2	20,2	63,1	-37,6	-113,2	54,6	-7,4	-46,9	11,1	8,9	-14,4
2011 1° trim.	69,3	-27,8	-85,5	80,2	1,0	-24,0	81,4	3,2	-20,0	51,1	-2,2	12,1
2° trim.	2,1	-20,1	-53,2	30,8	-13,9	-33,2	-7,0	133,4	-52,8	15,0	3,4	-0,4
2010 ago.	1,5	-7,3	-12,9	-18,2	-3,6	0,3	25,9	-26,9	8,5	23,4	5,9	6,5
set.	-26,0	-5,5	-12,3	3,7	-4,1	-15,6	15,1	6,6	-27,7	14,2	0,3	-0,8
ott.	-84,2	2,5	5,2	-16,2	-17,2	-87,7	44,7	7,3	-26,8	9,2	-0,2	-4,9
nov.	-7,0	-3,0	7,8	39,5	-9,4	-23,4	-15,1	30,4	-23,3	-2,9	3,1	-10,6
dic.	33,8	4,7	7,1	39,9	-11,0	-2,0	25,1	-45,1	3,1	4,8	6,1	1,0
2011 gen.	-23,6	-19,6	-29,4	37,4	0,2	-12,3	10,3	-37,0	-21,4	43,2	-1,0	6,0
feb.	3,2	-7,1	-25,6	0,5	-1,1	-12,2	43,8	10,6	0,8	-12,3	0,8	5,0
mar.	89,7	-1,1	-30,4	42,2	1,9	0,5	27,2	29,6	0,6	20,2	-2,1	1,1
apr.	-31,3	-5,0	-47,1	22,3	-6,9	-15,7	-3,6	21,7	-9,0	2,4	2,9	6,8
mag.	-2,4	-15,7	-6,2	0,5	-1,2	-19,1	-11,0	64,8	-33,3	17,7	-1,5	2,5
giu.	35,8	0,6	0,1	8,1	-5,7	1,6	7,6	46,9	-10,5	-5,0	1,9	-9,8
lug.	-7,9	-1,6	-13,8	12,2	-0,3	-8,6	24,4	-33,7	-0,9	19,9	-4,6	-0,9
ago.	-12,7	-4,2	7,8	-7,1	28,5	8,0	-34,6	-20,6	-11,0	27,3	-1,1	-5,6
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2011 ago.	-32,6	-55,0	-136,7	183,0	-26,3	-186,7	133,9	81,5	-159,3	138,6	4,7	-10,1

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

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

7.5 Commercio di beni
1. Esportazioni e importazioni in valore e in volume, per categoria merceologica¹⁾
(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Settore manifatturiero	Totale			Per memoria: Settore mani- fatturiero	Petrolio		
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2009	-18,0	-21,8	1.279,8	628,0	264,3	355,5	1.063,2	1.266,4	734,3	193,8	316,8	840,8	182,1
2010	19,9	22,7	1.531,3	765,0	310,8	419,8	1.267,4	1.548,0	946,9	228,4	348,1	1.015,7	247,3
2010 3° trim.	22,5	27,2	396,9	197,7	80,8	108,2	329,3	401,6	245,9	59,9	89,6	266,5	63,0
4° trim.	22,2	25,9	404,2	201,9	84,1	109,5	332,6	407,2	253,8	58,9	89,5	264,7	66,4
2011 1° trim.	21,8	24,1	427,3	214,5	86,1	116,0	350,1	435,2	275,5	59,6	91,8	277,0	74,3
2° trim.	13,1	12,5	429,1	215,6	86,6	116,3	350,7	436,1	279,9	58,3	89,9	275,3	77,1
2011 mar.	16,5	17,1	144,2	72,8	29,6	39,2	118,6	145,8	93,2	19,4	30,9	93,6	26,2
apr.	14,6	17,5	144,4	72,3	28,3	39,4	116,1	147,0	94,1	20,2	29,8	91,8	26,9
mag.	22,4	17,3	146,0	73,2	30,3	40,0	121,3	147,5	94,5	19,5	30,6	94,0	25,3
giu.	3,5	3,6	138,7	70,1	28,0	36,9	113,3	141,6	91,3	18,6	29,6	89,5	24,8
lug.	5,5	6,9	141,7	71,4	28,1	38,1	115,9	145,3	92,5	19,3	29,9	91,1	27,2
ago.	14,3	11,3	148,3	.	.	.	122,5	149,3	.	.	94,9	.	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2009	-16,5	-13,7	119,5	114,8	118,9	127,9	116,0	109,6	101,0	115,7	136,3	110,9	101,7
2010	14,8	10,7	136,6	132,4	138,2	143,4	133,7	120,9	113,1	130,4	143,0	127,5	100,7
2010 3° trim.	16,0	12,6	139,8	134,9	143,4	145,3	137,2	122,3	114,5	133,2	143,7	130,5	101,1
4° trim.	15,2	10,3	142,5	137,4	149,2	148,0	139,2	123,7	116,6	133,8	144,9	131,2	102,8
2011 1° trim.	13,6	7,8	146,1	141,2	149,5	152,3	143,1	125,1	117,7	132,5	144,8	133,4	96,9
2° trim.	8,3	2,7	146,6	140,5	151,4	154,0	143,9	123,8	116,5	132,9	143,4	134,2	92,4
2011 feb.	14,5	10,2	146,1	140,9	150,9	152,3	143,8	125,9	118,0	131,6	145,2	134,3	91,7
mar.	8,9	1,4	147,5	142,8	153,4	154,5	145,3	124,0	117,0	129,2	146,7	135,1	95,6
apr.	8,2	4,6	147,8	141,0	149,3	156,0	142,9	124,5	116,6	138,6	142,5	134,2	95,1
mag.	17,4	8,2	149,8	143,3	158,9	159,1	149,3	126,9	119,2	134,9	147,2	138,5	90,7
giu.	0,1	-4,2	142,2	137,4	146,2	147,0	139,5	120,1	113,8	125,2	140,4	130,0	91,2
lug.	1,8	1,1	144,4	139,0	146,6	149,3	141,7	124,3	116,5	133,5	140,9	133,0	100,1

2. Prezzi²⁾
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (f.o.b.) ³⁾							Prezzi all'importazione dei prodotti industriali (c.i.f.)						
	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Settore mani- fatturiero	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Settore mani- fatturiero		
		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			
in perc. del totale	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2009	101,5	-2,7	-4,0	0,5	0,5	-23,7	-2,6	100,1	-8,7	-4,8	1,8	1,0	-28,3	-2,6
2010	105,4	3,9	4,8	1,1	2,2	26,3	3,8	109,8	9,8	9,7	1,4	2,9	27,5	5,8
2011 1° trim.	109,1	5,9	8,5	2,0	2,9	25,8	5,8	118,3	12,2	11,3	0,7	6,0	31,8	7,0
2° trim.	110,2	4,1	6,0	0,8	1,8	22,0	4,0	118,8	7,5	3,9	-3,0	3,2	27,8	2,0
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-2,8	.	.	.	2,3
2011 apr.	110,3	5,0	7,1	1,1	2,6	25,1	4,9	120,0	9,7	6,9	-1,9	4,7	30,4	4,1
mag.	110,2	4,0	5,9	0,8	1,6	22,0	3,9	118,5	7,1	2,4	-3,0	3,0	28,3	1,2
giu.	110,1	3,4	5,1	0,6	1,2	18,9	3,3	117,8	5,9	2,6	-4,2	2,0	24,8	0,7
lug.	110,5	4,0	5,3	0,8	1,7	25,9	4,0	119,0	7,5	3,5	-4,0	2,7	29,5	1,5
ago.	110,3	3,8	4,8	0,8	1,8	23,5	3,7	120,3	8,2	4,2	-2,5	2,9	25,5	2,6
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-2,0	.	.	.	2,7

Fonte: Eurostat.

- I raggruppamenti dei prodotti seguono la classificazione per destinazione economica (*Broad Economic Categories* - BEC). A differenza dei raggruppamenti della tavola 2, i beni intermedi e i beni di consumo comprendono i prodotti agricoli ed energetici.
- I raggruppamenti di prodotti seguono la classificazione dei "Raggruppamenti principali di industrie". A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e di consumo non includono i prodotti agricoli ed energetici. Il settore manifatturiero ha una composizione diversa rispetto ai dati indicati nelle colonne 7 e 12 della tavola 1. I dati riportati sono indici dei prezzi che indicano variazioni pure dei prezzi per un paniere di prodotti e non sono semplici rapporti dei valori e dei volumi indicati nella tavola 1, i quali risentono delle variazioni della composizione e della qualità dei beni scambiati. Questi indici differiscono dai deflatori del PIL per le importazioni e le esportazioni (cfr. tavola 3 della sezione 5.1), poiché questi ultimi comprendono tutti i beni e i servizi nonché anche il commercio transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro.
- I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono agli scambi diretti tra produttori interni e clienti non nazionali. A differenza dei dati riportati nella tavola 1 per i valori e i volumi, non sono incluse le esportazioni da parte di grossisti e le reimportazioni.

7.5 Commercio di beni

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

3. Scomposizione per area geografica

	Totale	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia		Africa	America Latina	Altri paesi	
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Esportazioni (f.o.b.)															
2009	1.279,8	27,3	41,5	175,3	174,6	50,1	78,9	34,8	152,4	284,3	68,9	28,6	92,0	54,3	29,4
2010	1.531,3	30,1	52,5	194,6	208,0	63,4	93,0	47,4	180,4	355,7	94,8	34,6	104,8	73,3	17,2
2010 1° trim.	351,8	7,0	11,9	46,1	47,5	13,5	21,3	10,5	41,3	81,7	21,7	8,0	24,9	16,7	5,2
2° trim.	378,4	7,3	13,2	47,8	50,9	15,3	22,9	11,5	45,2	88,7	23,6	8,7	25,6	18,6	4,6
3° trim.	396,9	7,6	13,4	50,3	53,9	17,2	24,1	12,2	47,6	92,0	23,9	8,9	26,8	18,9	3,6
4° trim.	404,2	8,1	14,0	50,3	55,8	17,3	24,8	13,2	46,2	93,3	25,6	9,0	27,5	19,1	3,9
2011 1° trim.	427,3	8,0	15,0	53,3	59,0	18,7	25,8	15,3	49,9	99,6	28,9	9,3	28,1	20,2	0,6
2° trim.	429,1	8,2	15,4	51,9	60,2	20,0	26,5	14,3	48,1	98,4	27,3	9,5	27,1	21,0	3,6
2011 mar.	144,2	2,7	5,2	18,1	20,1	6,4	9,0	5,4	16,7	33,7	9,8	3,1	9,4	6,9	-1,2
apr.	144,4	2,7	5,0	16,9	19,7	6,4	8,9	4,9	16,2	32,4	8,9	3,2	9,2	7,0	3,6
mag.	146,0	2,8	5,3	18,0	20,5	7,1	9,3	4,8	16,4	33,9	9,5	3,2	9,1	7,4	-0,6
giu.	138,7	2,7	5,0	17,1	20,0	6,5	8,3	4,5	15,5	32,1	8,9	3,1	8,8	6,6	0,6
lug.	141,7	2,7	5,2	17,1	19,9	6,6	8,6	4,5	15,6	33,0	9,2	3,2	8,9	6,9	1,5
ago.	148,3	.	.	.	.	7,0	10,1	4,6	17,0	34,4	9,8	3,5	9,1	7,3	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2010	100,0	2,0	3,4	12,7	13,6	4,1	6,1	3,1	11,8	23,2	6,2	2,3	6,9	4,8	1,1
Importazioni (c.i.f.)															
2009	1.266,4	27,1	38,2	127,1	161,9	84,3	65,2	26,5	116,2	380,1	157,7	43,9	94,8	59,5	-25,3
2010	1.548,0	27,3	47,3	148,9	194,6	111,1	74,5	30,9	129,5	494,5	208,6	51,3	118,7	75,0	-46,3
2010 1° trim.	352,7	6,6	10,3	35,0	44,4	25,7	17,1	7,3	29,3	110,7	45,8	11,9	26,9	16,6	-10,2
2° trim.	386,5	6,8	11,9	36,7	48,1	28,3	19,6	7,7	31,9	125,5	53,2	13,1	29,9	18,2	-14,0
3° trim.	401,6	6,9	12,5	38,1	49,9	27,6	19,2	7,7	34,3	130,6	55,7	13,2	29,5	19,3	-9,4
4° trim.	407,2	7,0	12,6	39,1	52,1	29,6	18,6	8,2	34,0	127,7	53,8	13,0	32,3	20,8	-12,7
2011 1° trim.	435,2	7,3	13,2	41,8	55,5	34,5	19,4	9,0	35,4	135,6	54,8	13,7	35,7	21,4	-17,1
2° trim.	436,1	7,4	13,3	41,5	56,2	34,4	20,0	8,9	34,1	139,1	56,2	12,7	30,9	21,9	-14,9
2011 mar.	145,8	2,5	4,6	14,0	18,9	13,0	6,5	3,0	11,7	46,4	18,8	4,7	11,2	7,2	-9,3
apr.	147,0	2,4	4,3	13,9	18,5	12,1	6,5	3,0	11,6	46,8	18,7	4,4	10,3	7,3	-4,9
mag.	147,5	2,7	4,7	13,9	19,0	12,6	6,8	3,0	11,4	46,5	18,9	4,2	9,8	7,5	-5,9
giu.	141,6	2,4	4,3	13,6	18,6	9,8	6,7	2,9	11,1	45,8	18,6	4,1	10,8	7,1	-4,1
lug.	145,3	2,4	4,5	14,1	18,7	11,8	6,7	2,9	11,0	46,8	18,3	4,5	9,7	7,7	-5,5
ago.	149,3	.	.	.	.	9,7	8,1	3,0	11,4	46,9	19,2	4,6	10,7	8,1	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2010	100,0	1,8	3,0	9,6	12,6	7,2	4,8	2,0	8,4	31,9	13,5	3,3	7,7	4,8	-3,0
Saldo															
2009	13,4	0,2	3,3	48,2	12,7	-34,2	13,7	8,3	36,2	-95,7	-88,7	-15,2	-2,8	-5,2	54,7
2010	-16,7	2,8	5,2	45,7	13,5	-47,7	18,6	16,5	50,9	-138,8	-113,8	-16,8	-13,9	-1,7	63,5
2010 1° trim.	-0,9	0,4	1,6	11,2	3,1	-12,1	4,2	3,3	12,0	-29,0	-24,1	-4,0	-2,1	0,1	15,4
2° trim.	-8,0	0,5	1,3	11,1	2,7	-13,0	3,3	3,8	13,3	-36,7	-29,6	-4,4	-4,3	0,4	18,6
3° trim.	-4,7	0,7	0,9	12,2	4,0	-10,4	4,9	4,4	13,3	-38,6	-31,8	-4,4	-2,7	-0,4	12,9
4° trim.	-3,0	1,2	1,4	11,2	3,7	-12,2	6,2	5,0	12,2	-34,4	-28,3	-4,0	-4,8	-1,7	16,6
2011 1° trim.	-7,9	0,8	1,8	11,4	3,4	-15,8	6,4	6,3	14,5	-36,0	-25,9	-4,4	-7,6	-1,3	17,7
2° trim.	-6,9	0,7	2,1	10,4	4,0	-14,4	6,6	5,4	14,1	-40,6	-28,9	-3,2	-3,8	-0,9	18,5
2011 mar.	-1,6	0,3	0,6	4,1	1,2	-6,6	2,5	2,4	5,0	-12,7	-9,0	-1,6	-1,8	-0,3	8,0
apr.	-2,6	0,4	0,7	3,0	1,2	-5,6	2,4	1,9	4,6	-14,3	-9,9	-1,2	-1,1	-0,3	8,5
mag.	-1,5	0,1	0,6	4,0	1,5	-5,5	2,6	1,9	5,0	-12,6	-9,3	-1,0	-0,7	-0,1	5,4
giu.	-2,9	0,3	0,7	3,4	1,3	-3,3	1,6	1,6	4,5	-13,7	-9,7	-1,0	-2,0	-0,5	4,7
lug.	-3,7	0,3	0,7	3,0	1,2	-5,2	1,9	1,6	4,6	-13,8	-9,2	-1,3	-0,8	-0,7	7,0
ago.	-1,0	.	.	.	.	-2,7	1,9	1,6	5,6	-12,5	-9,3	-1,1	-1,6	-0,9	.

Fonte: Eurostat.



TASSI DI CAMBIO

8.1 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	TCE-20						TCE-40	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM reale	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2008	110,4	109,9	108,2	105,1	115,4	104,1	117,9	107,1
2009	111,7	110,6	105,5	106,1	120,4	106,0	120,6	108,0
2010	104,6	103,0	99,3	98,4	109,6	98,0	112,3	99,3
2010 3° trim.	102,3	100,8	97,4	96,5	106,9	95,4	109,8	97,2
4° trim.	104,4	102,4	99,2	97,7	108,7	97,7	112,1	98,7
2011 1° trim.	103,7	101,5	98,3	96,9	107,0	96,4	111,6	97,9
2° trim.	106,4	104,2	100,3	99,5	109,4	99,2	114,5	100,5
3° trim.	104,6	102,1	98,4	-	-	-	113,3	99,1
2010 ott.	106,0	104,1	101,0	-	-	-	113,8	100,3
nov.	104,7	102,7	99,5	-	-	-	112,5	99,0
dic.	102,6	100,6	97,3	-	-	-	110,1	96,8
2011 gen.	102,4	100,3	97,2	-	-	-	110,1	96,7
feb.	103,4	101,1	98,2	-	-	-	111,4	97,6
mar.	105,2	103,1	99,6	-	-	-	113,2	99,4
apr.	107,0	104,9	101,1	-	-	-	115,0	101,1
mag.	106,0	103,8	99,8	-	-	-	114,1	100,1
giu.	106,1	104,0	100,0	-	-	-	114,4	100,3
lug.	105,2	102,6	99,0	-	-	-	113,4	99,1
ago.	104,9	102,3	98,7	-	-	-	113,8	99,4
set.	103,8	101,4	97,3	-	-	-	112,8	98,7
ott.	104,0	101,7	97,3	-	-	-	113,3	99,2
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2011 ott.	0,2	0,3	0,0	-	-	-	0,4	0,5
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2011 ott.	-1,9	-2,3	-3,6	-	-	-	-0,4	-1,2

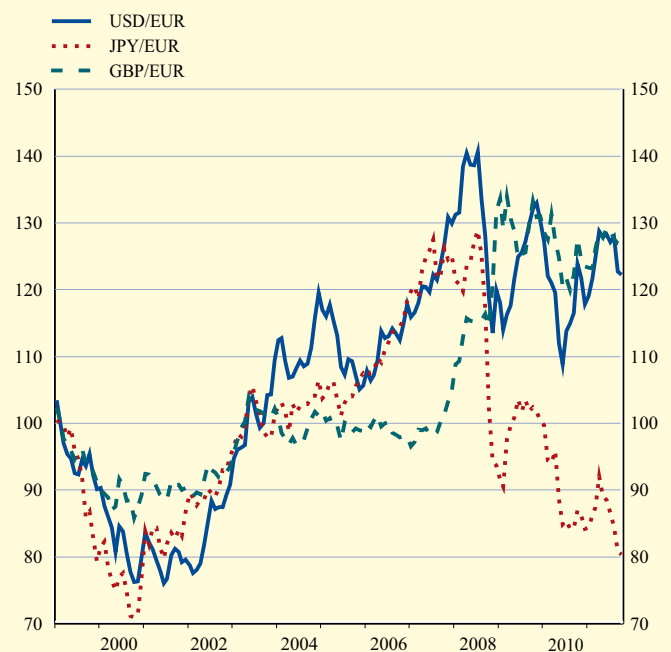
F39 Tassi di cambio effettivi

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)



F40 Tassi di cambio bilaterali

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)



Fonte: BCE.

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

8.2 Tassi di cambio bilaterali

(medie nel periodo indicato; unità di valuta nazionale per euro)

	Lev bulgaro	Corona ceca	Corona danese	Lat lettone	Litas lituano	Fiorino ungherese	Zloty polacco	Nuovo leu romeno	Corona svedese	Sterlina britannica	Kuna croata	Nuova lira turca
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008	1,9558	24,946	7,4560	0,7027	3,4528	251,51	3,5121	3,6826	9,6152	0,79628	7,2239	1,9064
2009	1,9558	26,435	7,4462	0,7057	3,4528	280,33	4,3276	4,2399	10,6191	0,89094	7,3400	2,1631
2010	1,9558	25,284	7,4473	0,7087	3,4528	275,48	3,9947	4,2122	9,5373	0,85784	7,2891	1,9965
2011 1° trim.	1,9558	24,375	7,4550	0,7049	3,4528	272,43	3,9460	4,2212	8,8642	0,85386	7,4018	2,1591
2° trim.	1,9558	24,324	7,4573	0,7092	3,4528	266,42	3,9596	4,1378	9,0153	0,88274	7,3932	2,2579
3° trim.	1,9558	24,387	7,4506	0,7093	3,4528	275,10	4,1527	4,2587	9,1451	0,87760	7,4629	2,4535
2011 apr.	1,9558	24,301	7,4574	0,7092	3,4528	265,29	3,9694	4,1004	8,9702	0,88291	7,3639	2,1975
mag.	1,9558	24,381	7,4566	0,7093	3,4528	266,96	3,9404	4,1142	8,9571	0,87788	7,4052	2,2603
giu.	1,9558	24,286	7,4579	0,7091	3,4528	266,87	3,9702	4,1937	9,1125	0,88745	7,4065	2,3077
lug.	1,9558	24,335	7,4560	0,7092	3,4528	267,68	3,9951	4,2413	9,1340	0,88476	7,4316	2,3654
ago.	1,9558	24,273	7,4498	0,7093	3,4528	272,37	4,1195	4,2505	9,1655	0,87668	7,4620	2,5147
set.	1,9558	24,556	7,4462	0,7093	3,4528	285,05	4,3379	4,2838	9,1343	0,87172	7,4936	2,4736
ott.	1,9558	24,841	7,4442	0,7061	3,4528	296,79	4,3516	4,3244	9,1138	0,87036	7,4849	2,5089
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2011 ott.	0,0	1,2	0,0	-0,5	0,0	4,1	0,3	0,9	-0,2	-0,2	-0,1	1,4
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2011 ott.	0,0	1,3	-0,2	-0,5	0,0	8,3	10,2	1,1	-1,8	-0,7	2,1	26,7
	Dollaro australiano	Real brasiliano	Dollaro canadese	Yuan renminbi cinese	Dollaro di Hong Kong	Corona islandese ¹⁾	Rupia indiana ²⁾	Rupia indonesiana	Shekel israeliano	Yen giapponese	Ringgit malese	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
2008	1,7416	2,6737	1,5594	10,2236	11,4541	143,83	63,6143	14,165,16	5,2561	152,45	4,8893	
2009	1,7727	2,7674	1,5850	9,5277	10,8114	-	67,3611	14,443,74	5,4668	130,34	4,9079	
2010	1,4423	2,3314	1,3651	8,9712	10,2994	-	60,5878	12,041,70	4,9457	116,24	4,2668	
2011 1° trim.	1,3614	2,2799	1,3484	9,0028	10,6535	-	61,9255	12,171,85	4,9247	112,57	4,1668	
2° trim.	1,3550	2,2960	1,3932	9,3509	11,1932	-	64,3809	12,364,41	4,9490	117,41	4,3451	
3° trim.	1,3459	2,3063	1,3841	9,0653	11,0105	-	64,7000	12,181,09	5,0174	109,77	4,2666	
2011 apr.	1,3662	2,2889	1,3834	9,4274	11,2269	-	64,1128	12,493,48	4,9573	120,42	4,3502	
mag.	1,3437	2,3131	1,3885	9,3198	11,1551	-	64,4735	12,290,33	4,9740	116,47	4,3272	
giu.	1,3567	2,2850	1,4063	9,3161	11,2021	-	64,5200	12,327,02	4,9169	115,75	4,3585	
lug.	1,3249	2,2329	1,3638	9,2121	11,1104	-	63,3537	12,171,27	4,8801	113,26	4,2716	
ago.	1,3651	2,2888	1,4071	9,1857	11,1846	-	65,0717	12,249,95	5,0841	110,43	4,2822	
set.	1,3458	2,3946	1,3794	8,7994	10,7333	-	65,5964	12,118,49	5,0788	105,75	4,2456	
ott.	1,3525	2,4336	1,3981	8,7308	10,6616	-	67,5519	12,150,54	5,0253	105,06	4,2963	
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2011 ott.	0,5	1,6	1,4	-0,8	-0,7	-	3,0	0,3	-1,1	-0,7	1,2	
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2011 ott.	-4,5	4,1	-1,2	-5,8	-1,1	-	9,4	-2,1	0,1	-7,6	-0,3	
	Peso messicano	Dollaro neozelandese	Corona norvegese	Peso filippino	Rublo russo	Dollaro di Singapore	Rand sudafricano	Won sudcoreano	Franco svizzero	Baht thailandese	Dollaro statunitense	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
2008	16,2911	2,0770	8,2237	65,172	36,4207	2,0762	12,0590	1.606,09	1,5874	48,475	1,4708	
2009	18,7989	2,2121	8,7278	66,338	44,1376	2,0241	11,6737	1.772,90	1,5100	47,804	1,3948	
2010	16,7373	1,8377	8,0043	59,739	40,2629	1,8055	9,6984	1.531,82	1,3803	42,014	1,3257	
2011 1° trim.	16,5007	1,8107	7,8236	59,876	39,9976	1,7467	9,5875	1.530,79	1,2871	41,771	1,3680	
2° trim.	16,8752	1,7992	7,8259	62,256	40,2750	1,7842	9,7852	1.559,23	1,2514	43,592	1,4391	
3° trim.	17,3908	1,6976	7,7652	60,371	41,1734	1,7309	10,0898	1.532,60	1,1649	42,574	1,4127	
2011 apr.	16,9211	1,8331	7,8065	62,361	40,5363	1,8024	9,7200	1.567,52	1,2977	43,434	1,4442	
mag.	16,7177	1,8024	7,8384	61,953	40,0573	1,7763	9,8461	1.555,99	1,2537	43,398	1,4349	
giu.	16,9931	1,7666	7,8302	62,468	40,2670	1,7763	9,7807	1.555,32	1,2092	43,923	1,4388	
lug.	16,6491	1,6877	7,7829	60,961	39,8343	1,7359	9,7000	1.510,29	1,1766	42,949	1,4264	
ago.	17,5456	1,7108	7,7882	60,836	41,2954	1,7340	10,1532	1.542,01	1,1203	42,875	1,4343	
set.	17,9370	1,6932	7,7243	59,322	42,3239	1,7229	10,3956	1.544,04	1,2005	41,902	1,3770	
ott.	18,4315	1,7361	7,7474	59,412	42,8569	1,7493	10,9188	1.578,17	1,2295	42,297	1,3706	
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2011 ott.	2,8	2,5	0,3	0,2	1,3	1,5	5,0	2,2	2,4	0,9	-0,5	
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2011 ott.	6,6	-6,1	-4,5	-1,4	1,7	-3,4	13,5	1,1	-8,6	1,6	-1,4	

Fonte: BCE.

1) Il tasso di cambio più recente relativo alla corona islandese si riferisce al 3 dicembre 2008.

2) Per questa valuta la BCE calcola e pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° gennaio 2009. I dati precedenti vanno intesi come indicativi.



INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO

9.1 Indicatori economici e finanziari negli altri Stati membri dell'UE (variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Bulgaria	Repubblica Ceca	Danimarca	Lettonia	Lituania	Ungheria	Polonia	Romania	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
IACP										
2009	2,5	0,6	1,1	3,3	4,2	4,0	4,0	5,6	1,9	2,2
2010	3,0	1,2	2,2	-1,2	1,2	4,7	2,7	6,1	1,9	3,3
2011 2° trim.	3,4	1,8	2,9	4,6	4,7	3,9	4,0	8,3	1,7	4,4
3° trim.	3,1	2,0	2,6	4,4	4,6	3,4	3,7	4,2	1,6	4,7
2011 lug.	3,4	1,9	3,0	4,2	4,6	3,1	3,6	4,9	1,6	4,4
ago.	3,1	2,1	2,4	4,6	4,4	3,5	4,0	4,3	1,6	4,5
set.	2,9	2,1	2,4	4,5	4,7	3,7	3,5	3,5	1,5	5,2
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL										
2008	1,7	-2,2	3,2	-4,2	-3,3	-3,7	-3,7	-5,7	2,2	-5,0
2009	-4,3	-5,8	-2,7	-9,7	-9,5	-4,6	-7,3	-9,0	-0,7	-11,5
2010	-3,1	-4,8	-2,6	-8,3	-7,0	-4,2	-7,8	-6,9	0,2	-10,3
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL										
2008	13,7	28,7	34,5	19,8	15,5	72,9	47,1	13,4	38,8	54,8
2009	14,6	34,4	41,8	36,7	29,4	79,7	50,9	23,6	42,7	69,6
2010	16,3	37,6	43,7	44,7	38,0	81,3	54,9	31,0	39,7	79,9
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno; media nel periodo										
2011 apr.	5,33	4,05	3,42	6,47	5,12	7,05	6,14	7,30	3,30	3,78
mag.	5,39	3,89	3,13	6,36	5,05	7,11	6,06	7,26	3,01	3,49
giu.	5,39	3,77	2,96	5,87	5,05	7,22	5,88	7,09	2,89	3,09
lug.	5,36	3,79	3,02	5,67	5,05	7,35	5,81	7,30	2,75	2,88
ago.	5,32	3,40	2,49	5,60	5,05	7,49	5,70	7,38	2,17	2,37
set.	5,30	3,00	2,07	5,60	5,05	7,64	5,74	7,43	1,83	2,41
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno; media nel periodo										
2011 apr.	3,79	1,21	1,41	0,79	1,52	6,08	4,27	5,47	2,41	0,82
mag.	3,77	1,22	1,46	0,78	1,65	6,88	4,40	5,26	2,46	0,82
giu.	3,74	1,20	1,51	0,74	1,69	6,27	4,61	5,25	2,46	0,83
lug.	3,75	1,19	1,66	0,82	1,81	6,74	4,70	5,11	2,56	0,83
ago.	3,74	1,19	1,60	0,83	1,86	7,12	4,72	5,60	2,58	0,86
set.	3,67	1,17	1,44	0,87	1,85	6,19	4,75	5,77	2,53	0,92
PIL a prezzi costanti										
2009	-5,5	-4,1	-5,2	-17,7	-14,8	-6,7	1,6	-7,1	-5,2	-4,4
2010	0,2	2,3	1,7	-0,3	1,4	1,2	3,8	-1,3	5,6	1,8
2011 1° trim.	3,3	2,8	1,5	2,9	5,4	1,7	4,4	0,8	6,1	1,6
2° trim.	2,0	2,2	1,7	5,0	6,5	1,2	4,5	0,8	4,9	0,6
3° trim.	.	.	.	.	7,2	.	.	.	.	.
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL										
2009	-7,6	-1,0	3,3	11,1	7,8	1,0	-2,2	-3,6	6,9	-1,5
2010	-0,5	-2,3	5,6	4,9	4,2	2,9	-2,8	-3,8	6,5	-3,0
2010 4° trim.	-7,2	-1,0	6,1	0,3	6,7	1,4	-3,4	-1,5	5,9	-2,8
2011 1° trim.	2,0	2,5	5,4	1,2	2,1	3,7	-1,7	-2,6	7,9	-2,9
2° trim.	1,5	-5,2	7,2	1,3	-2,2	4,1	-2,2	-6,3	6,7	.
Debito estero lordo in percentuale del PIL										
2008	105,1	50,6	177,6	130,0	70,9	122,2	56,8	56,0	205,7	445,0
2009	108,3	53,2	189,9	156,5	87,0	142,3	59,4	69,0	210,8	416,9
2010 4° trim.	102,8	57,4	192,0	165,4	87,4	141,4	66,0	77,2	190,2	418,6
2011 1° trim.	98,5	56,9	187,0	158,1	85,6	135,1	68,3	74,6	188,3	417,6
2° trim.	96,0	56,9	182,9	154,7	86,0	134,7	68,6	78,1	189,1	416,6
Costo del lavoro per unità di prodotto										
2009	12,7	3,5	4,7	-7,9	-1,4	1,9	2,2	-1,3	4,6	5,7
2010	0,8	0,6	-1,1	-10,2	-7,3	-1,1	4,9	0,8	-1,7	1,7
2010 4° trim.	-1,9	1,3	-0,9	1,8	-3,4	-2,0	5,7	-3,9	-1,7	0,1
2011 1° trim.	1,7	0,1	0,1	2,6	-3,0	0,9	2,7	-1,3	-2,9	-0,9
2° trim.	5,3	0,2	-1,1	2,3	-0,7	.	0,9	9,4	-0,7	0,3
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)										
2009	6,8	6,7	6,0	17,1	13,7	10,0	8,2	6,9	8,3	7,6
2010	10,2	7,3	7,4	18,6	17,8	11,1	9,6	7,3	8,4	7,8
2011 2° trim.	11,3	6,9	7,3	16,1	15,5	10,9	9,5	7,4	7,5	7,9
3° trim.	11,7	6,7	7,1	.	.	10,3	9,4	7,4	7,3	.
2011 lug.	11,5	6,8	7,1	.	.	10,6	9,4	7,3	7,3	8,1
ago.	11,7	6,7	7,1	.	.	10,3	9,4	7,3	7,4	.
set.	11,9	6,6	7,1	.	.	9,9	9,4	7,5	7,2	.

Fonti: BCE, Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

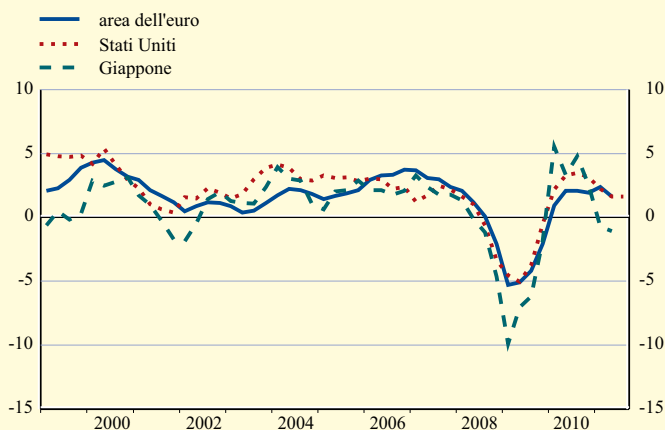
9.2 Indicatori economici e finanziari negli Stati Uniti e in Giappone

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio ²⁾	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi ³⁾	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero; ³⁾ dati di fine periodo	Tasso di cambio ⁴⁾ (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo ⁵⁾ in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2007	2,9	2,5	1,9	3,1	4,6	6,3	5,30	4,81	1,3705	-2,9	48,5
2008	3,8	2,8	-0,3	-4,7	5,8	7,1	2,93	2,70	1,4708	-6,6	57,0
2009	-0,4	-0,6	-3,5	-13,5	9,3	7,9	0,69	4,17	1,3948	-11,6	69,4
2010	1,6	-2,0	3,0	5,9	9,6	2,3	0,34	3,57	1,3257	-10,7	78,2
2010 3° trim.	1,2	-1,5	3,5	7,2	9,6	2,5	0,39	2,69	1,2910	-10,3	76,2
4° trim.	1,3	-0,9	3,1	6,6	9,6	3,2	0,29	3,57	1,3583	-10,5	78,2
2011 1° trim.	2,1	1,3	2,2	6,6	8,9	4,5	0,31	3,76	1,3680	-9,9	79,1
2° trim.	3,4	1,9	1,6	4,4	9,1	5,4	0,26	3,46	1,4391	-10,2	79,0
3° trim.	3,8	-	1,6	4,1	9,1	9,4	0,30	2,18	1,4127	-	-
2011 giu.	3,6	-	-	4,1	9,2	5,9	0,25	3,46	1,4388	-	-
lug.	3,6	-	-	3,9	9,1	8,0	0,25	3,08	1,4264	-	-
ago.	3,8	-	-	4,1	9,1	10,2	0,29	2,51	1,4343	-	-
set.	3,9	-	-	4,3	9,1	10,1	0,35	2,18	1,3770	-	-
ott.	-	-	-	-	-	-	0,41	2,37	1,3706	-	-
Giappone											
2007	0,1	-2,3	2,3	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	-2,4	156,2
2008	1,4	1,4	-1,2	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-2,2	162,0
2009	-1,3	2,7	-6,3	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	-8,7	180,4
2010	-0,7	-2,7	4,0	16,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-	-
2010 3° trim.	-1,0	-3,4	4,8	14,0	5,0	2,7	0,24	1,03	110,68	-	-
4° trim.	-0,3	-1,3	2,5	6,0	5,0	2,5	0,19	1,18	112,10	-	-
2011 1° trim.	-0,5	1,1	-0,7	-2,6	4,7	2,5	0,19	1,33	112,57	-	-
2° trim.	-0,4	-	-1,1	-6,9	4,6	2,8	0,20	1,18	117,41	-	-
3° trim.	0,1	-	-	-2,3	-	2,8	0,19	1,04	109,77	-	-
2011 giu.	-0,4	-	-	-1,8	4,6	2,8	0,20	1,18	115,75	-	-
lug.	0,2	-	-	-3,0	4,7	3,0	0,20	1,09	113,26	-	-
ago.	0,2	-	-	0,4	4,3	2,7	0,19	1,05	110,43	-	-
set.	0,0	-	-	-4,0	-	2,7	0,19	1,04	105,75	-	-
ott.	-	-	-	-	-	-	0,19	1,04	105,06	-	-

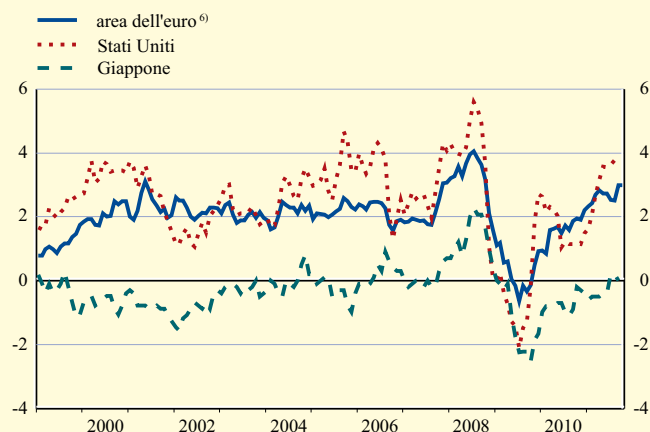
F41 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



F42 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 5 (Stati Uniti), 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (colonna 5 (Giappone), grafico area dell'euro); Thomson Reuters (colonne 7 e 8); elaborazioni della BCE (colonna 11).

- 1) Dati destagionalizzati. I dati per gli Stati Uniti si riferiscono al settore delle imprese private non agricole
- 2) Medie di periodo; M2 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.
- 3) Percentuali in ragione d'anno. Per ulteriori informazioni sul tasso sui depositi interbancari a 3 mesi, cfr. la sezione 4.6.

- 4) Per ulteriori informazioni, cfr. la sezione 8.2.
- 5) Debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).
- 6) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.



LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S14
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche	S16
F8	Prestiti a non residenti nell'area dell'euro	S16
F9	Depositi totali per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F10	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F11	Depositi totali per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F12	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F13	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F14	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F15	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S35
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati stagionalizzati e non stagionalizzati	S37
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S38
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S39
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S41
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	S43
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S43
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S44
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S44
F25	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	S45
F26	<i>Spread</i> e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro	S45
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S46
F28	Occupazione: occupati e ore lavorate	S55
F29	Tasso di disoccupazione e tasso di posti vacanti	S55
F30	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S60
F31	Debito (definizione di Maastricht)	S60
F32	B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente	S61
F33	B.d.p. dell'area dell'euro: investimenti diretti e di portafoglio	S61
F34	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei beni	S62
F35	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei servizi	S62
F36	Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro	S65
F37	Posizione patrimoniale dell'area dell'euro per investimenti diretti e di portafoglio	S65
F38	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM	S70
F39	Tassi di cambio effettivi	S73
F40	Tassi di cambio bilaterali	S73
F41	PIL a prezzi costanti	S76
F42	Indici dei prezzi al consumo	S76



NOTE TECNICHE

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

$$(a) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze corrette al mese t (vedi parte seguente). Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(b) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

SEZIONE I.3

CALCOLO DEI TASSI DI INTERESSE DELLE OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO A PIÙ LUNGO TERMINE INDICIZZATE

Il tasso di interesse relativo ad una operazione di rifinanziamento a più lungo termine (*ORLT*) indicizzata è pari alla media dei tassi minimi di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali (*ORP*) condotte durante il periodo coperto dall'operazione. Sulla base di tale definizione, se la durata di una *ORLT* è pari a un numero di giorni D e i tassi minimi di offerta delle *ORP* sono $R_{1,ORP}$ (nei giorni D_1), $R_{2,ORP}$ (nei giorni D_2), ecc., fino a $R_{i,ORP}$ (nei giorni D_i), con $D = D_1 + D_2 + \dots + D_i$, il tasso annualizzato applicabile è calcolato come:

$$(c) R_{ORLT} = \frac{D_1 R_{1,ORP} + D_2 R_{2,ORP} + \dots + D_i R_{i,ORP}}{D}$$

SEZIONI DA 2.1 A 2.6

CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

Le transazioni mensili sono calcolate come differenze mensili nelle consistenze corrette per

tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Indicando con L_t le consistenze alla fine del mese t , con C_t^M la correzione dovuta a riclassificazione alla fine del mese t , con E_t^M la correzione per la variazione del tasso di cambio e con V_t^M gli aggiustamenti per le ulteriori rivalutazioni, le transazioni F_t^M nel mese t sono definite come:

$$(d) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Analogamente, le transazioni trimestrali F_t^Q per il trimestre che termina nel mese t sono definite come:

$$(e) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

dove L_{t-3} rappresenta le consistenze alla fine del mese $t-3$ (la fine del trimestre precedente) e, ad esempio, C_t^Q è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese t .

Per quelle serie trimestrali per le quali sono ora disponibili dati mensili (vedi la nota successiva) le transazioni trimestrali possono essere derivate come somma delle tre transazioni mensili nel trimestre.

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Utilizzando per F_t^M e L_t le definizioni fornite in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

$$(f) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Attualmente, l'indice (per le serie non destagionalizzate) è calcolato con base dicembre 2008 = 100. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione "Monetary and financial statistics" della sezione "Statistics".

Il tasso di crescita sui dodici mesi a_t – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese t – può essere calcolato utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(g) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(h) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (h) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2001.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della formula (h). Ad esempio, il tasso di crescita sul mese precedente a_t^M può essere calcolato come:

$$(i) \quad a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ dove a_t è definito come nelle precedenti formule (g) oppure (h).

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo F_t^Q e L_{t-3} come in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese t è definito come:

$$(j) \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese t (cioè a_t), può essere calcolato utilizzando la formula (h).

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO ¹⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando

X-12-ARIMA ²⁾. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette ³⁾. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

SEZIONI DA 3.1 A 3.5

UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella sezione 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per le transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle

- 1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione "Monetary and financial statistics".
- 2) Per ulteriori dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual e*, Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia *model-based* di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall *Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.
- 3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ovvero dicembre 2008) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

passività. Nel conto delle altre variazioni e nel bilancio finanziario, il totale delle attività finanziarie risulta pari al totale delle passività per ciascuna categoria di strumento finanziario, con la sola eccezione dell'oro monetario e dei diritti speciali di prelievo che, per definizione, non sono una passività per alcun settore.

CALCOLO DEI SALDI

I saldi alla fine di ciascun conto nelle sezioni 3.1, 3.2 e 3.3 sono calcolati nei modi seguenti.

Il saldo commerciale è pari alle importazioni meno le esportazioni di beni e servizi nei confronti del resto del mondo relativamente all'area dell'euro.

Il margine operativo netto e reddito misto è definito solo per i settori residenti e viene calcolato come valore aggiunto lordo (prodotto interno lordo a prezzi di mercato per l'area dell'euro) meno redditi da lavoro dipendente (impieghi) meno altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (impieghi) meno consumo di capitale fisso (impieghi).

Il reddito nazionale netto è definito solo per i settori residenti. È calcolato come somma di margine operativo netto e reddito misto più i redditi da lavoro dipendente (risorse) più imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti più i redditi da capitale netti (risorse meno impieghi).

Anche il reddito netto disponibile è definito solo per i settori residenti ed è pari al reddito nazionale netto più imposte correnti nette sul reddito e sul patrimonio (risorse meno impieghi) più i contributi sociali netti (risorse meno impieghi) più le prestazioni sociali nette diverse dai trasferimenti sociali in natura (risorse meno impieghi) più gli altri trasferimenti correnti netti (risorse meno impieghi).

Il risparmio netto è definito per i settori residenti ed è calcolato come il reddito netto disponibile più la correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione (risorse meno impieghi) meno le spese per consumi

finali (impieghi). Per il resto del mondo, il conto corrente verso l'estero viene compilato come somma del saldo commerciale più tutti i redditi netti (risorse meno impieghi).

L'accreditamento netto/indebitamento netto viene calcolato a partire dal conto capitale come risparmio netto più trasferimenti netti in conto capitale (risorse meno impieghi) meno gli investimenti fissi lordi meno le acquisizioni al netto delle cessioni di attività non finanziarie non prodotte (impieghi) più il consumo di capitale fisso (risorse). Esso può risultare anche dal conto finanziario come saldo fra totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle passività (noto anche come variazione della ricchezza finanziaria netta dovuta a transazioni). Per i settori delle famiglie e delle società non finanziarie esiste una discrepanza statistica fra i saldi calcolati a partire dal conto capitale e dal conto finanziario.

Le variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni sono calcolate come totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno totale delle transazioni nelle passività, laddove le altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono calcolate come il totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle altre variazioni nelle passività.

La ricchezza finanziaria netta è calcolata come differenza fra il totale delle attività finanziarie e il totale delle passività, laddove le variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono pari alla somma delle variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazione (accreditamento/indebitamento netto dal conto finanziario) e delle altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta.

Le variazioni nella ricchezza netta sono calcolate come variazioni nella ricchezza netta dovute a risparmi e a trasferimenti di capitale più altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta e altre variazioni nelle attività non finanziarie.

Per le famiglie, la ricchezza netta è calcolata come somma delle attività non finanziarie e della ricchezza finanziaria netta.

SEZIONI 4.3 E 4.4

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze nozionali. Indicando con N_t^M le transazioni (emissioni nette) nel mese t e con L_t il livello delle consistenze nozionali alla fine del mese t , l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

$$(k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2008. Il tasso di crescita a_t per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(l) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(m) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza intende indicare che il metodo utilizzato per ottenere le “emissioni nette” nelle statistiche sulle emissioni di titoli differisce da quello impiegato per calcolare le equivalenti “transazioni” nel caso degli aggregati monetari.

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

$$(n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze nozionali al mese t . Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(o) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono riclassificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione per le emissioni totali di titoli è effettuata in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dei fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

Come nelle formule l) e m), il tasso di crescita a_t per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei sei mesi che terminano nel mese t – può

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione “Statistics” del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione “Monetary and financial statistics”.

essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(p) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(q) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

TAVOLA 1 DELLA SEZIONE 5.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industriali non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

TAVOLA 2 DELLA SEZIONE 7.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando

X-12-ARIMA oppure TRAMO-SEATS a seconda della voce. I dati grezzi sui beni, sui servizi, sui redditi e sui trasferimenti correnti vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. La correzione per il numero di giornate lavorative nel conto corrente dei beni e in quello dei servizi tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. La destagionalizzazione di queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del conto corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali (e quelli relativi alle giornate lavorative) vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.

SEZIONE 7.3

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI E ANNUALI

Il tasso di crescita sui dodici mesi per il trimestre t si calcola sulla base delle posizioni (L_t) e delle transazioni trimestrali (F_t), utilizzando la seguente formula:

$$(r) \quad a_t = \left(\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Il tasso di crescita per le serie annuali equivale al tasso di crescita dell'ultimo trimestre dell'anno.



NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie temporali più dettagliate e più lunghe, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu). È possibile consultare i dati nello *Statistical Data Warehouse* della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), predisposto con strumenti di ricerca e di *download*. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di *file* compressi in formato *Comma Separated Value* (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.europa.eu.

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 2 novembre 2011.

Tutte le serie che contengono osservazioni relative al 2011 si riferiscono agli Euro 17 (ovvero all'area dell'euro, inclusa l'Estonia) per l'intera serie storica, salvo diversa indicazione. Per i tassi di interesse, le statistiche monetarie, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e le riserve ufficiali – nonché, per ragioni di coerenza, per le componenti e controparti di M3 e per le componenti dello IAPC – le serie statistiche si riferiscono all'area dell'euro nella sua composizione evolutiva.

La composizione dell'area dell'euro è variata diverse volte nel corso degli anni. Quando è stato introdotto l'euro nel 1999, l'area dell'euro comprendeva i seguenti 11 paesi (gli Euro 11): Belgio, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. La Grecia ha aderito nel 2001, dando vita agli Euro 12. Si è passati agli Euro 13 con l'ingresso della Slovenia nel 2007; Cipro e Malta sono entrati nel 2008, dando origine agli Euro 15; con l'ingresso della Slovacchia nel 2009 si è passati agli Euro 16. Infine, con l'adesione dell'Estonia nel 2011, il numero dei paesi dell'area dell'euro è salito a 17.

SERIE STATISTICHE CON COMPOSIZIONE FISSA

Serie statistiche aggregate relative a composizioni fisse dell'area dell'euro si riferiscono ad una determinata composizione, invariata per l'intera serie storica, indipendentemente dall'effettiva composizione prevalente nel periodo di riferimento delle statistiche. Ad esempio, serie aggregate sono calcolate per gli Euro 17 (aggregando i dati di tutti gli attuali 17 paesi partecipanti all'area dell'euro) per tutti gli anni, indipendentemente dal fatto che l'area dell'euro abbia questa composizione solo da gennaio 2011. Salvo diversa indicazione, il Bollettino mensile della BCE contiene serie statistiche relative all'attuale composizione dell'area.

SERIE STATISTICHE CON COMPOSIZIONE EVOLUTIVA

Serie statistiche aggregate con composizione evolutiva dell'area dell'euro tengono conto della composizione dell'area dell'euro prevalente al periodo di riferimento delle statistiche. Ad esempio, serie statistiche dell'area dell'euro con composizione evolutiva aggregano i dati degli Euro 11 per il periodo fino alla fine del 2000, degli Euro 12 per il periodo dal 2001 alla fine del 2006, e così via. Seguendo questa impostazione, ciascuna serie statistica copre tutte le diverse composizioni dell'area dell'euro.

Per lo IAPC, così come per gli aggregati monetari e le loro controparti, i tassi di variazione sui dodici mesi sono compilati sulla base di indici concatenati, che collegano le serie dei paesi in ingresso nell'area con le statistiche dell'area dell'euro mediante l'indice di dicembre. Pertanto, se un paese entra nell'area dell'euro a gennaio di un certo anno, i tassi di variazione sui dodici mesi si riferiscono alla precedente composizione dell'area dell'euro, fino a dicembre dell'anno precedente incluso, e per i mesi

- 1) Per i periodi precedenti a gennaio 1999, i dati sulle statistiche monetarie delle sezioni 2.1-2.8 sono disponibili sul sito della BCE (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>) e nello *Statistical Data Warehouse* (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

successivi alla composizione più ampia. Le variazioni percentuali sono calcolate sulla base di indici concatenati, tenendo conto della composizione evolutiva dell'area. Le variazioni assolute relative agli aggregati monetari e alle contropartite (transazioni) si riferiscono alla composizione dell'area dell'euro esistente al periodo di riferimento delle statistiche.

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – originariamente espressi nelle monete nazionali dei paesi partecipanti e convertiti in ECU utilizzando i tassi di cambio correnti – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche monetarie, i dati anteriori al 1999¹⁾ sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

Laddove necessario, sono stati utilizzati metodi di aggregazione e/o consolidamento (compreso il consolidamento tra paesi).

I dati più recenti sono in molti casi provvisori e potranno essere rivisti in futuro. Eventuali discrepanze tra i totali e la somma delle loro componenti possono derivare da arrotondamenti.

Il gruppo “Altri Stati membri dell'UE” è costituito da: Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Svezia e Regno Unito.

Nella maggioranza dei casi, la terminologia impiegata nelle tavole è coerente con gli standard definiti a livello internazionale, come quelli del Sistema europeo dei conti (SEC 95) e il Manuale di bilancia dei pagamenti dell'FMI. Le transazioni fanno riferimento a scambi volontari (misurati direttamente o derivati), mentre i flussi includono anche variazioni delle consistenze dovuti a cambiamenti di prezzo o tasso di cambio, cancellazioni e altre variazioni.

Nelle tavole, la locuzione “fino a n anni” equivale a “non superiore a n anni”.

PRINCIPALI INDICATORI

L'andamento dei principali indicatori economici per l'area dell'euro è sintetizzato in una tavola riassuntiva.

STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

La sezione 1.4 riporta le statistiche riguardanti riserva obbligatoria e fattori di liquidità. I periodi di mantenimento della riserva iniziano il giorno di regolamento della prima operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione mensile in cui il Consiglio valuta la politica monetaria, per concludersi il giorno precedente la corrispondente data di regolamento del mese successivo. Le osservazioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell'anno/trimestre.

La tavola 1 nella sezione 1.4 mostra le componenti delle passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva. Le passività verso altre istituzioni creditizie dell'area dell'euro soggette all'obbligo di riserva, verso la BCE e le banche centrali nazionali partecipanti sono escluse dall'aggregato soggetto a riserva. Se un'istituzione creditizia non è in grado di fornire evidenza dell'ammontare delle proprie emissioni di obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute dalle istituzioni indicate, può dedurre una certa percentuale di queste passività dall'aggregato soggetto a riserva. La percentuale per il calcolo delle passività soggette a riserva era pari al 10 per cento fino a novembre 1999 e al 30 per cento nei mesi successivi.

La tavola 2 riporta i dati medi relativi ai periodi di mantenimento già terminati. L'ammontare della riserva dovuta da ogni istituzione creditizia è calcolato, in primo luogo, applicando alle passività soggette il corrispondente coefficiente di riserva, usando i dati di bilancio di fine mese. Successivamente, ogni istituzione creditizia sottrae da tale

ammontare una franchigia fissa di 100.000 euro. Gli ammontari positivi delle riserve dovute sono poi aggregati per il complesso dell'area dell'euro (colonna 1). I saldi di conto corrente si riferiscono alla media giornaliera aggregata dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie, comprensivi di quelli necessari al rispetto degli obblighi di riserva (colonna 2). Le riserve in eccesso sono pari alla media nel periodo dei saldi di conto corrente nel periodo di mantenimento in eccesso delle riserve dovute (colonna 3). Le inadempienze sono calcolate per le istituzioni creditizie che non hanno rispettato i loro obblighi di riserva come differenza media tra i saldi di conto corrente e le riserve dovute nel periodo di mantenimento (colonna 4). Il tasso di remunerazione della riserva obbligatoria (colonna 5) è pari alla media, nel periodo di mantenimento, del tasso della BCE (ponderato secondo il numero dei giorni di calendario) sulle operazioni principali di rifinanziamento dell'Eurosistema (ORP) (cfr. sezione 1.3).

La tavola 3 mostra la posizione di liquidità del sistema bancario, definita come il saldo dei conti correnti in euro detenuti dalle istituzioni creditizie situate nell'area dell'euro presso l'Eurosistema. Gli ammontari sono derivati dal bilancio consolidato dell'Eurosistema. Le altre operazioni di assorbimento della liquidità non includono l'emissione di certificati di debito da parte delle BCN iniziata nella Seconda fase dell'UEM (colonna 7). Gli altri fattori netti (colonna 10) rappresentano il saldo delle rimanenti voci del bilancio consolidato dell'Eurosistema. I conti correnti delle istituzioni creditizie (colonna 11) sono pari alla somma dei fattori di creazione di liquidità (colonne da 1 a 5) meno la somma dei fattori di assorbimento di liquidità (colonne da 6 a 10). La base monetaria (colonna 12) è calcolata come somma dei depositi *overnight* presso la banca centrale (colonna 6), delle banconote e monete in circolazione (colonna 8) e dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie (colonna 11).

MONETA, BANCHE E ALTRE SOCIETÀ FINANZIARIE

La sezione 2 presenta le statistiche sui bilanci delle IFM e di altre società finanziarie. Quest'ul-

tima categoria comprende i fondi di investimento (esclusi i fondi di mercato monetario che rientrano nel settore delle IFM), le società veicolo finanziarie, le società di assicurazione e i fondi pensione.

La sezione 2.1 riporta il bilancio aggregato del settore delle IFM, ovvero la somma dei bilanci armonizzati di tutte le IFM residenti nell'area dell'euro. Le IFM includono le banche centrali, le istituzioni creditizie come definite nella legislazione dell'UE, i fondi comuni monetari e le altre istituzioni la cui attività consista nel ricevere da soggetti diversi dalle IFM depositi e/o strumenti facilmente sostituibili a essi e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici). L'elenco completo delle IFM è consultabile sul sito Internet della BCE.

La sezione 2.2 presenta il bilancio consolidato del settore delle IFM che è ottenuto nettando il bilancio aggregato dalle posizioni fra IFM dell'area dell'euro. In conseguenza di alcune disomogeneità nelle prassi di registrazione contabile la somma delle posizioni fra IFM può non risultare necessariamente pari a zero; il saldo si trova nella colonna 10 dal lato delle passività della sezione 2.2. La sezione 2.3 presenta gli aggregati monetari e le contropartite dell'area dell'euro. Questi dati sono derivati dal bilancio consolidato delle IFM e includono le posizioni delle istituzioni diverse dalle IFM residenti nell'area dell'euro nei confronti delle IFM residenti nell'area; essi tengono anche conto di talune attività/passività delle amministrazioni centrali. Le statistiche sugli aggregati monetari e sulle contropartite sono presentate con riferimento a dati destagionalizzati e corretti per i giorni di apertura dei mercati. Nelle passività verso l'esterno dell'area, riportate nelle sezioni 2.1 e 2.2, sono inserite le posizioni detenute dai non residenti nell'area dell'euro in termini di: a) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro; b) titoli di debito emessi con scadenza fino a 2 anni da IFM site nell'area dell'euro. Nella sezione 2.3 queste poste sono tuttavia escluse dagli aggregati monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero".

La sezione 2.4 fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti conces-

si da IFM diverse dall'Eurosistema (ovvero il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente.

La sezione 2.7 presenta una scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM.

Le sezioni da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni.

Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche sono state raccolte e compilate sulla base di vari regolamenti della BCE relativi al bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie. Dal mese di luglio 2010 raccolta e compilazione vengono effettuate sulla base del Regolamento BCE/2008/32²⁾. Definizioni dettagliate sul settore sono contenute nella terza edizione della pubblicazione *Monetary Financial institutions and market statistics sector manual - Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, marzo 2007).

La sezione 2.8 riporta le consistenze in essere e le transazioni relative al bilancio dei fondi di investimento dell'area dell'euro (esclusi i fondi comuni monetari, che sono ricompresi nelle statistiche sui bilanci delle IFM). I fondi di investimento sono organismi che investono il capitale raccolto tra il pubblico in attività finanziarie e/o non finanziarie. Una lista completa dei fondi di investimento dell'area dell'euro è disponibile sul sito Internet della BCE. Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le attività le quote/partecipazioni emesse da altri fondi di investimento. Le quote/partecipazioni emesse dai fondi di investimento sono anche disaggregate per strategia d'investimento (fondi obbligazionari, fondi azionari, fondi misti, fondi immobiliari, *hedge fund* e altri fondi) e per tipo (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.9 fornisce ulteriori dettagli sui principali tipi di attività detenute dai fondi comuni di investimento dell'area dell'euro. La

sezione riporta una scomposizione geografica degli emittenti dei titoli di debito detenuti dai fondi d'investimento, nonché una disaggregazione per settore economico degli emittenti residenti nell'area dell'euro.

Da dicembre 2008 l'informazione statistica armonizzata è raccolta e compilata sulle base del Regolamento BCE/2007/8³⁾ relativo alle statistiche sulle attività e passività dei fondi di investimento. Ulteriori informazioni sulle statistiche relative ai fondi di investimento sono disponibili nel *Manual on investment fund statistics* (BCE, maggio 2009).

La sezione 2.10 presenta il bilancio aggregato delle società veicolo finanziarie (SVF) residenti nell'area dell'euro. Le SVF sono società costituite per effettuare operazioni di cartolarizzazione. La cartolarizzazione consiste tipicamente nel trasferimento di una attività o di un insieme di attività ad una SVF che iscrive tali attività nel proprio bilancio come prestiti cartolarizzati, titoli non azionari, altre attività cartolarizzate. Il rischio di credito collegato a una attività o a un insieme di attività può venir trasferito a una SVF anche mediante l'uso di *credit default swaps*, garanzie o altri meccanismi simili. Il collaterale detenuto dalle SVF a fronte di tali esposizioni è costituito da depositi presso le IFM oppure da titoli diversi dalle azioni. Le SVF di norma cartolarizzano prestiti originati dal settore delle IFM. Le SVF devono segnalare tali prestiti nel bilancio o, indipendentemente dalla facoltà prevista per le IFM dalle regole contabili di cancellare il prestito dal proprio bilancio. Trovano separata indicazione i dati relativi ai prestiti cartolarizzati dalle SVF che rimangono iscritti nei bilanci delle IFM (e sono quindi segnalati nelle statistiche di quest'ultime). Da dicembre 2009 la raccolta dei dati trimestrali viene effettuata sulla base del Regolamento BCE/2008/30⁴⁾.

La sezione 2.11 riporta il bilancio aggregato delle società di assicurazione e dei fondi pensione residenti nell'area dell'euro. Le società di

2) G.U. L. 15 del 20.1.2009, pag. 14.

3) G.U. L. 211 dell'11.8.2007, p.8.

4) G.U. L. 15 del 20.1.2009, p.1.

assicurazione includono sia il settore assicurativo sia quello riassicurativo, mentre tra i fondi pensione rientrano solo i fondi che hanno autonomia decisionale e sono tenuti a mantenere una contabilità completa (fondi pensione autonomi). Questa sezione presenta una suddivisione geografica e settoriale delle controparti emittenti titoli non azionari, detenuti dalle società di assicurazione e dai fondi pensione.

CONTI DELL'AREA DELL'EURO

Nella Sezione 3.1 vengono riportati i conti trimestrali aggregati per l'area dell'euro. Questi forniscono informazioni esaustive sull'attività economica di famiglie (incluse le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie), società non finanziarie e pubbliche amministrazioni nonché sulle interazioni fra tali settori, l'area dell'euro e il resto del mondo. I dati riportati, non destagionalizzati e a prezzi correnti, si riferiscono all'ultimo trimestre disponibile e vengono presentati in base ad una sequenza semplificata di conti conforme al quadro di riferimento metodologico del Sistema europeo dei conti 1995.

In breve, la sequenza di conti (transazioni) include: 1) la formazione del conto dei redditi che mostra come l'attività produttiva si traduca in varie categorie di reddito; 2) l'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 Svensson⁵⁾. Sono disponibili anche gli *spread* tra i tassi a dieci anni e i tassi a tre mesi e a due anni. Ulteriori curve dei rendimenti (pubblicate giornalmente e corredate di figure e tavole) sono

5) Svensson, L. E. (1994), *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994*, CEPR, Discussion Papers n. 1051, Centre for Economic Policy Research, Londra, 1994.

disponibili all'indirizzo internet <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>, dal quale è altresì possibile scaricare i dati giornalieri.

La sezione 4.8 riporta gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone.

I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sugli indicatori di costo del lavoro, sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio, sulle immatricolazioni di nuove autovetture e sull'occupazione in termini di ore lavorate sono corrette per tenere conto del numero delle giornate lavorative.

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (tavola 1 della sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La sezione comprende anche dati relativi allo IAPC destagionalizzato e stime provvisorie dei prezzi amministrati basate sullo IAPC, entrambi compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n. 1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine⁶⁾. A partire

da gennaio 2009, per la produzione di statistiche di breve termine è stata utilizzata la classificazione delle attività economiche (NACE Rev. 2) prevista dal Regolamento (CE) n. 1893/2006 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 dicembre 2006, che definisce la classificazione statistica delle attività economiche NACE Revisione 2 e modifica il Regolamento (CEE) n. 3037/90 del Consiglio nonché alcuni regolamenti (CE) relativi a settori statistici specifici⁷⁾. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE Rev. 2 sezioni da B a E) dei "Raggruppamenti principali di industrie", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 656/2007 del 14 giugno 2007⁸⁾. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex fabrica* e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I due indici dei prezzi delle materie prime non energetiche presentati nella tavola 3, sezione 5.1 sono redatti utilizzando lo stesso insieme di materie prime, ma avvalendosi di due diversi schemi di ponderazione: uno basato sulle rispettive importazioni di materie prime dell'area dell'euro (colonne 2-4) e l'altro (colonne 5-7) basato su una stima della domanda interna dell'area dell'euro, o "utilizzo", tenendo conto delle informazioni sulle importazioni, esportazioni e della produzione interna di ciascuna materia prima (ignorando, per semplificare, le scorte ritenute relativamente stabili nel periodo osservato). L'indice dei prezzi delle materie prime ponderato in base alle importazioni è adeguato all'analisi degli sviluppi esterni, mentre quello ponderato in base all'utilizzo è adatto allo scopo specifico dell'analisi delle pressioni internazionali dei prezzi delle materie prime sull'inflazione dell'area dell'euro. Gli indici delle materie prime ponderati in base all'utilizzo rappresentano dati sperimentali. Per maggiori

6) G.U. L. 162 del 5.6.1998, pag. 1.

7) G.U. L. 393 del 30.12.2006, pag. 1.

8) G.U. L. 155 del 15.6.2007, pag. 3.

dettagli sulla compilazione degli indici dei prezzi delle materie prime della BCE, cfr. il riquadro 1 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 5 della sezione 5.1) misurano le variazioni dei costi del lavoro per ora lavorata nell'industria (incluse le costruzioni) e nei servizi di mercato. La relativa metodologia è descritta nel Regolamento (CE) n. 450/2003 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 febbraio 2003 concernente l'indice del costo del lavoro⁹⁾ e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003¹⁰⁾. Una scomposizione degli indicatori di costo del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. tavola 3 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2 nella sezione 5.2), ai deflatori del PIL (tavola 3 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavole 1, 2 e 3 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95.

I dati sugli ordinativi nell'industria (cfr. tavola 4 nella sezione 5.2) misurano gli ordini ricevuti durante il periodo di riferimento e coprono quei settori industriali che lavorano prevalentemente sulla base di ordinativi, in particolare: quello tessile, della produzione di pasta-carta e carta, chimico, della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli di consumo. I dati sono calcolati sulla base dei prezzi correnti.

Gli indici sul fatturato nell'industria e sulle vendite al dettaglio (cfr. tavola 4 nella sezione 5.2) si riferiscono al fatturato generatosi nel periodo di riferimento, comprensivo di tasse e oneri ad eccezione dell'IVA. Per quanto attiene alle vendite al dettaglio i dati sul fatturato coprono tutto il commercio al dettaglio (al netto delle vendite

di veicoli a motore e motocicli), ad esclusione del carburante per autotrazione. Le immatricolazioni di nuove autovetture si riferiscono alle immatricolazioni di autovetture sia private che commerciali.

I dati relativi alle inchieste congiunturali su consumatori e imprese (cfr. tavola 5 nella sezione 5.2) derivano da indagini svolte dalla Commissione europea.

I tassi di disoccupazione (cfr. tavola 4 nella sezione 5.3) sono rilevati in modo conforme alle raccomandazioni dell'Organizzazione internazionale del lavoro. Essi fanno riferimento alle persone in cerca di lavoro in rapporto alla forza lavoro, sulla base di criteri e definizioni armonizzate. Le stime della forza lavoro sottostanti il tasso di disoccupazione non sono uguali alla somma dei livelli di occupazione e disoccupazione riportati nella sezione 5.3.

FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.5 riportano le posizioni di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro. I dati, in genere consolidati, si basano sulla metodologia SEC 95. Gli aggregati annuali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni da 6.1 a 6.3, sono compilati dalla BCE sulla base di dati armonizzati forniti dalle banche centrali nazionali e aggiornati regolarmente. I dati sui disavanzi e sul debito per i paesi dell'area dell'euro possono pertanto differire da quelli utilizzati dalla Commissione europea nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi. Gli aggregati trimestrali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni 6.4 e 6.5, sono compilati dalla BCE sulla base di dati forniti dall'Eurostat e di dati nazionali.

Nella sezione 6.1 vengono presentati i dati annuali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, in base alle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000¹¹⁾, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo

9) G.U. L. 69 del 13.3.2003, pag. 1.

10) G.U. L. 169 dell'8.7.2003, pag. 37.

11) G.U. L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

consolidato delle amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. I disavanzi/avanzi riportati per i singoli paesi dell'area dell'euro corrispondono alla voce B.9 della procedura per i disavanzi eccessivi così come definita nel Regolamento (CE) n. 479/2009 del Consiglio per quanto riguarda i riferimenti al SEC 95. La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002 sui conti trimestrali non finanziari delle amministrazioni pubbliche¹²⁾. Nella sezione 6.5 vengono presentati i dati trimestrali sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche, sul raccordo disavanzo-debito e sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Queste statistiche vengono compilate utilizzando i dati forniti dagli Stati membri in base ai Regolamenti (CE) n. 501/2004 e n. 222/2004 e quelli forniti dalle BCN.

TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5^a edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)¹³⁾, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)¹⁴⁾. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p. e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione del-

la BCE *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (maggio 2007) e nei rapporti delle *Task Force Portfolio Investment Collection Systems* (giugno 2002), *Portfolio Investment Income* (agosto 2003) e *Foreign Direct Investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti (www.cmfb.org) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/Commissione europea (Eurostat) che analizza la qualità delle statistiche su bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p./p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della *Task Force* e sui principi di base dell'*ECB Statistics Quality Framework* di aprile 2008, è disponibile sul sito Internet della BCE.

Le tavole delle sezioni 7.1 e 7.4 seguono le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti: avanzi nel conto corrente e nel conto capitale sono riportati con un segno positivo, mentre nel conto finanziario un segno positivo indica un incremento delle passività o un decremento delle attività. Nelle tavole della sezione 7.2 sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo. Inoltre, a partire dal numero di febbraio 2008 di questo Bollettino, la struttura delle tavole della sezione 7.3 è stata modificata al fine di consentire una presentazione contestuale dei dati sulla bilancia dei pagamenti, della posizione patrimoniale sull'estero e dei relativi tassi di crescita; nelle nuove tavole, le transazioni in attività e passività che producono un incremento delle posizioni sono indicate con un segno positivo.

Le statistiche sulla b.d.p. dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell'uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di

12) G.U. L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.

13) G.U. L. 354 del 30.11.2004, pag. 34.

14) G.U. L. 159 del 20.6.2007, pag. 48.

b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

Nella sezione 7.2, la tavola 1 riporta anche dati di conto corrente corretti per la stagionalità. Laddove necessario, i dati sono corretti per tenere conto anche degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua. La tavola 3 della sezione 7.2 e la tavola 9 della sezione 7.3 forniscono una scomposizione della b.p.d. e della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro nei confronti dei principali paesi partner, presi singolarmente o come gruppo, operando una distinzione tra stati membri dell'UE che non hanno adottato l'euro e aree o paesi non appartenenti all'Unione europea. La scomposizione riporta inoltre le transazioni e le posizioni nei confronti delle istituzioni dell'UE (le quali, a parte la BCE, vengono trattate statisticamente come poste al di fuori dell'area dell'euro a prescindere dalla loro collocazione fisica) e, per determinate finalità, anche nei confronti di centri *offshore* e organizzazioni internazionali. Le transazioni e le posizioni relative alle passività negli investimenti di portafoglio, ai derivati finanziari o alle riserve ufficiali non sono incluse nella scomposizione. Non sono inoltre riportati dati separati per i redditi da capitale che fanno capo al Brasile, alla Cina continentale, all'India o alla Russia. Un'introduzione alla scomposizione geografica viene riportata nell'articolo *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti* nel numero di febbraio 2005 di questo Bollettino.

Le statistiche relative alla b.d.p e alla p.p.e. dell'area dell'euro nella sezione 7.3 sono redatte sulla base delle transazioni e delle posizioni nei confronti dei non residenti dell'area dell'euro, considerando l'area dell'euro come una singola entità economica (cfr., in questo Bollettino, il riquadro 9 del numero di dicembre 2002, il riquadro 5 del gennaio 2007 e il riquadro 6 del gennaio 2008). La p.p.e. è valutata ai prezzi di mercato correnti, con l'eccezione delle consistenze degli investimenti diretti, per le quali si utilizzano prevalentemente i valori di bilancio

per le azioni non quotate e altri investimenti (ad esempio, prestiti e depositi). La p.p.e. trimestrale viene compilata sulla base dello stesso schema metodologico utilizzato per quella annuale. Dato che alcune fonti di dati non sono disponibili a cadenza trimestrale (oppure disponibili in ritardo), la p.p.e. trimestrale viene parzialmente stimata sulla base delle transazioni finanziarie e degli andamenti delle attività e dei tassi di cambio.

La tavola 1 nella sezione 7.3 fornisce una sintesi della p.p.e. e delle transazioni finanziarie per la bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro. La scomposizione della variazione nella p.p.e. annuale si ottiene applicando un modello statistico alle variazioni della p.p.e., diverse dalle transazioni, sulla base di informazioni derivate dalla scomposizione geografica, dalla composizione valutaria delle attività e delle passività, nonché dagli indici dei prezzi delle diverse attività finanziarie. Le colonne 5 e 6 di questa tavola si riferiscono agli investimenti diretti da parte di unità residenti all'estero e all'investimento diretto da unità non residenti nell'area dell'euro.

Nella tavola 5 della sezione 7.3 la scomposizione in "prestiti" e "banconote, monete e depositi" è basata sul settore della controparte non residente, ovvero le attività nei confronti di banche non residenti vengono classificate come depositi mentre le attività nei confronti di altri settori non residenti vengono classificate come prestiti. Questa scomposizione segue la distinzione già effettuata in altre statistiche, come il bilancio consolidato delle IFM, ed è conforme al Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella tavola 7 della sezione 7.3. Tali dati non sono pienamente confrontabili con quelli della valutazione finanziaria settimanale dell'Eurosistema, a causa di differenze nella copertura e nella classificazione. I dati contenuti nella tavola 7 sono conformi allo schema di riferimento sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. Le attività incluse nelle riserve ufficiali dell'Eurosistema tengono conto, per definizione, della composizione evo-

lutiva dell'area dell'euro. Nel periodo precedente all'entrata di un paese nell'area dell'euro, le attività detenute dalla banca centrale nazionale del paese sono incluse alla voce investimenti di portafoglio (se si tratta di titoli) oppure altri investimenti (nel caso di attività di altra natura). Le variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini del Central Bank Gold Agreement (Accordo tra le banche centrali sull'oro) del 26 settembre 1999, che è stato aggiornato il 27 settembre 2009. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE *Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves* (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

Le statistiche sul debito estero lordo dell'area dell'euro riportate nella tavola 8 della sezione 7.3 indicano la consistenza effettiva (e non quella potenziale) delle passività nei confronti di non residenti nell'area dell'euro che comportano il pagamento di capitale e/o interessi da parte del debitore in uno o successivi istanti futuri. La tavola 8 presenta una scomposizione del debito estero lordo per strumento e settore istituzionale.

La sezione 7.4 contiene una presentazione monetaria della b.d.p dell'area dell'euro, nella quale vengono riportate le transazioni delle istituzioni diverse dalle IFM che riflettono le transazioni esterne nette delle IFM. Le transazioni delle istituzioni diverse dalle IFM includono transazioni di b.d.p. per le quali non è disponibile una scomposizione per settore. Tali transazioni sono relative al conto corrente e al conto capitale (colonna 2) e agli strumenti finanziari derivati (colonna 11). Una nota metodologica aggiornata sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE. Si veda anche il riquadro 1 nel numero di giugno 2003 di questo Bollettino.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La fonte dei dati è l'Eurostat. I dati in valore e gli indici di volume sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della tavola 1 nella sezione 7.5 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic categories – BEC) e corrisponde alla classificazione elementare dei beni nel Sistema dei conti nazionali. Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 4. Nella scomposizione geografica (tavola 3 nella sezione 7.5) sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali. La Cina non comprende Hong Kong. Per effetto di differenze riguardanti definizioni, classificazione, copertura e tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio estero, e in particolare alle importazioni, non sono del tutto confrontabili con la voce "beni" delle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. sezioni 7.1 e 7.2). Una parte della discrepanza è attribuibile, nei dati relativi al commercio estero, all'inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi ai beni importati.

I prezzi all'importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (o prezzi industriali dell'output per il mercato non interno) riportati nella tavola 2, sezione 7.5 sono stati introdotti dal Regolamento (CE) n. 1158/2005 del Parlamento europeo e del Consiglio del 6 luglio 2005 che modifica il regolamento (CE) n. 1165/98 del Consiglio, e che rappresenta il principale riferimento normativo per le statistiche a breve termine. L'indice dei prezzi all'importazione dei beni industriali include i beni industriali importati dall'esterno dell'area dell'euro inclusi nelle sezioni da B a E della Classificazione statistica dei prodotti associata alle attività nella Comunità economica europea e tutti i settori istituzionali degli importatori, fatta eccezione per le famiglie, le pubbliche amministrazioni e le istituzioni senza scopo di lucro. L'indice riflette il prezzo di costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore al netto di dazi e imposte, e si riferisce alle effettive

transazioni in euro registrate una volta trasferita la proprietà dei beni. I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono a tutti i prodotti industriali esportati direttamente da produttori dell'area dell'euro verso il mercato esterno all'area dell'euro inclusi nelle sezioni da B a E del NACE Rev. 2. Non sono incluse le esportazioni e le riesportazioni da parte di grossisti. Gli indici riflettono il prezzo f.o.b. (*free on board*) espresso in euro e calcolato ai confini dell'area dell'euro, incluso le imposte indirette e fatta eccezione per l'IVA e altre imposte deducibili. I prezzi all'importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni seguono la classificazione dei Raggruppamenti principali di industrie (RPI) definiti nel Regolamento (CE) della Commissione n. 656/2007 del 14 giugno 2007. Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 11 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati gli indici dei tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro, reali e nominali, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali nei confronti delle valute di alcuni partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva indica un apprezzamento dell'euro. I pesi sono basati sul commercio di beni manufatti con i paesi partner commerciali nei periodi 1995-1997, 1998-2000, 2001-2003 e 2004-2006 e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando gli indici basati su ciascuno dei quattro set di pesi al termine di ciascun periodo triennale. L'indice TCE risultante ha come periodo base il primo trimestre 1999.

Il gruppo di partner commerciali del TCE-20 è composto dai 10 Stati membri non appartenenti all'area dell'euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-40 comprende quelli del TCE-20 e i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Cile, Croazia, Filippine, India, Indonesia, Islanda, Israele, Malaysia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Russia, Sud Africa, Thailandia, Taiwan, Turchia e Venezuela. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia.

Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. la nota metodologica e l'Occasional Paper della BCE n. 2 (*The effective exchange rates of the euro*, Luca Buldorini, Stelios Makrydakis e Christian Thimann, febbraio 2002), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

I tassi di cambio bilaterali riportati nella sezione 8.2 sono medie mensili di quelli pubblicati giornalmente come tassi di riferimento per queste valute.

EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

Le statistiche sugli altri Stati membri dell'UE (cfr. sezione 9.1) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. Pertanto i dati sul conto corrente e sul conto capitale e sul debito estero lordo includono le società veicolo (*special-purpose vehicles*). I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.

ALLEGATI

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA ¹⁾



15 GENNAIO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, al 2,00 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento il 21 gennaio 2009. Fissa inoltre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale rispettivamente al 3,00 per cento e all'1,00 per cento, con effetto dal 21 gennaio 2009, in conformità alla decisione del 18 dicembre 2008.

5 FEBBRAIO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,00, al 3,00 e all'1,00 per cento, rispettivamente.

5 MARZO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, all'1,50 per cento, con effetto dalle operazioni con regolamento 11 marzo 2009. In aggiunta, decide di fissare i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente, al 2,50 e allo 0,50 per cento, a decorrere dall'11 marzo 2009.

Inoltre, il Consiglio direttivo decide di continuare a svolgere aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo per tutte le operazioni di rifinanziamento principali, per le operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale e per le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine regolari e supplementari, finché necessario e comunque oltre la fine del 2009. In aggiunta, il Consiglio direttivo decide di confermare la frequenza e il profilo di scadenza attuali delle operazioni a più lungo termine supplementari e delle operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale finché necessario e comunque oltre la fine del 2009.

2 APRILE 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base all'1,25%, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 aprile 2009. In aggiunta, decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi presso la banca centrale rispettivamente al 2,25% e allo 0,25%, con effetto dall'8 aprile 2009.

7 MAGGIO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, all'1,00 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento il 13 maggio 2009. Inoltre decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 50 punti base, all'1,75 per cento, con effetto dal 13 maggio 2009, e di lasciare invariato allo 0,25 per cento il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale. In aggiunta, il Consiglio direttivo decide di portare avanti la propria linea di maggior sostegno al credito. In particolare, stabilisce che l'Eurosistema condurrà operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a un anno con procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo, finalizzate all'immissione di liquidità. Infine, decide in linea di principio l'acquisto da parte dell'Eurosistema di obbligazioni garantite denominate in euro emesse all'interno dell'area.

4 GIUGNO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente. Inoltre il Consiglio direttivo del-

1) La cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2008 è consultabile, per ciascun anno di tale periodo, nel rispettivo Rapporto annuale della BCE.

la BCE stabilisce le modalità tecniche relative all'acquisto di obbligazioni garantite denominate in euro emesse all'interno dell'area, deciso il 7 maggio 2009.

2 LUGLIO, 6 AGOSTO, 3 SETTEMBRE, 8 OTTOBRE E 5 NOVEMBRE 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

3 DICEMBRE 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 13 aprile 2010.

14 GENNAIO E 4 FEBBRAIO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente.

4 MARZO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 12 ottobre 2010, nonché il ritorno alla procedure d'asta a tasso variabile per le operazioni regolari di rifi-

nanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi, a partire dall'operazione da aggiudicare il 28 aprile 2010.

8 APRILE E 6 MAGGIO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente.

10 MAGGIO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide di adottare diverse misure per far fronte alle gravi tensioni nei mercati finanziari. In particolare decide di condurre interventi nei mercati dei titoli di debito dei settori pubblico e privato dell'area dell'euro (Programma relativo ai mercati dei titoli) e di adottare una procedura d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo nelle operazioni regolari di rifinanziamento a più lungo termine, con scadenza a tre mesi, a maggio e giugno 2010.

10 GIUGNO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento. Decide inoltre di adottare una procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo per le regolari operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi previste per il terzo trimestre del 2010.

8 LUGLIO E 5 AGOSTO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

2 SETTEMBRE 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino all'11 gennaio 2011, in particolare l'adozione di una procedura d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo nelle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi.

7 OTTOBRE E 4 NOVEMBRE 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

2 DICEMBRE 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 12 aprile 2011, decidendo in particolare di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

13 GENNAIO E 3 FEBBRAIO 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

3 MARZO 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 12 luglio 2011, decidendo in particolare di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

7 APRILE 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, all'1,25 per cento, con effetto dall'operazione 13 aprile 2011. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 2,00 e allo 0,50 per cento, a decorrere dal 13 aprile 2011.

5 MAGGIO 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,25, al 2,00 e allo 0,50 per cento.

9 GIUGNO 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,25, al 2,00 e allo 0,50 per cento. Ha inoltre deciso, per quanto riguarda le procedure d'asta e le modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino all'11 ottobre 2011, di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.



7 LUGLIO 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, all'1,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento 13 luglio 2011. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 2,25 e allo 0,75 per cento, a decorrere dal 13 luglio 2011.

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 rifinan-

ziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,50, al 2,25 e allo 0,75 per cento.

6 OTTOBRE 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,50, al 2,25 e allo 0,75 per cento. Stabilisce inoltre i dettagli da applicare alle operazioni di rifinanziamento da ottobre 2011 a luglio 2012, in particolare di effettuare due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ad ottobre 2011 con scadenza di circa 12 mesi e a dicembre 2011 con scadenza di circa 13 mesi) e di continuare ad applicare le procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo per tutte le operazioni di rifinanziamento. Inoltre il Consiglio direttivo decide di avviare a novembre 2011 un nuovo Programma di acquisto di obbligazioni garantite.

3 NOVEMBRE 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base all'1,25%, 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 entrambi con effetto dal 9 novembre 2011.



PUBBLICAZIONI PRODOTTE DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA

La BCE produce numerose pubblicazioni che forniscono informazioni sulle sue competenze principali: la politica monetaria, le statistiche, i sistemi di pagamento e di regolamento, la stabilità finanziaria e la vigilanza, la cooperazione europea e internazionale, e le questioni giuridiche.

PUBBLICAZIONI STATUTARIE

- Rapporto annuale
- Rapporto sulla convergenza
- Bollettino mensile

LAVORI DI RICERCA

- *Legal Working Paper Series*
- *Occasional Paper Series*
- *Research Bulletin*
- *Working Paper Series*

ALTRE PUBBLICAZIONI

- *Enhancing monetary analysis*
- *Financial integration in Europe*
- *Financial Stability Review*
- *Statistics Pocket Book*
- *La Banca centrale europea: storia, ruolo e funzioni*
- *The international role of the euro*
- *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro ("General Documentation")*
- *La politica monetaria della BCE*
- *The payment system*

La BCE pubblica anche *brochure* e materiale informativo su un'ampia varietà di tematiche, ad esempio le banconote e le monete in euro, nonché atti di seminari e conferenze.

Per una lista completa dei documenti (in formato PDF) pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, predecessore della BCE dal 1994 al 1998, si prega di visitare il sito Internet della BCE all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. I codici della lingua indicano in quali versioni ciascuna pubblicazione è disponibile.

Salvo diversa indicazione, le copie a stampa possono essere ottenute a titolo gratuito singolarmente o in abbonamento, fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo e-mail info@ecb.europa.eu.



GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Altri investimenti [*other investment*]: voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti, altri conti attivi e passivi.

Amministrazioni pubbliche [*general government*]: in base alla definizione del SEC 95, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato, fruibili dal singolo individuo e dalla collettività, e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

Area dell'euro [*euro area*]: l'area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato sul funzionamento dell'Unione europea

Asta a tasso fisso [*fixed rate tender*]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

Asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo [*fixed rate full allotment tender procedure*]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito dalla banca centrale (tasso fisso) e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi a quel tasso, sapendo in anticipo che tutte le richieste saranno soddisfatte (piena aggiudicazione dell'importo).

Asta a tasso variabile [*variable rate tender*]: procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

Attività nette sull'estero delle IFM [*MFI net external assets*]: le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

Azioni [*equities*]: titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria, come ad esempio le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [*balance of payments (b.o.p.)*]: prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo.

Bilancio consolidato del settore delle IFM [*consolidated balance sheet of the MFI sector*]: bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri

soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

Cancellazione [*write-off*]: rimozione del valore di un prestito dal bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto interamente irrecuperabile.

Cartolarizzazione [*securitisation*]: operazione o insieme di operazioni mediante le quali una attività o un *pool* di attività che producono flussi di cassa, prevalentemente crediti (mutui ipotecari, prestiti al consumo, ecc.), vengono trasferiti da un *originator* (di norma un ente creditizio) a una società veicolo finanziaria (SVF). La SVF di fatto converte queste attività in titoli negoziabili, emettendo strumenti di debito nei quali il servizio del capitale e degli interessi viene effettuato mediante i flussi di cassa prodotti dal *pool* di attività sottostanti.

Commercio con l'estero in beni [*external trade in goods*]: esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

Conti capitale [*capital accounts*]: parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che riporta le variazioni nette della ricchezza, del risparmio, dei trasferimenti in conto capitale e delle acquisizioni nette di attività non finanziarie.

Conto capitale [*capital account*]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutti i trasferimenti di capitale e le acquisizioni/dismissioni di attività non prodotte e non finanziarie fra residenti e non residenti.

Conto corrente [*current account*]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a beni e servizi, redditi e trasferimenti correnti fra residenti e non residenti.

Conti finanziari [*financial accounts*]: parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che presenta le posizioni finanziarie (consistenze o bilanci), le transazioni finanziarie e altre variazioni dei diversi settori istituzionali di un'economia per tipologia di attività finanziaria.

Conto finanziario [*financial account*]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono le transazioni fra residenti e non residenti relative a investimenti diretti e di portafoglio, altri investimenti, prodotti finanziari derivati e attività di riserva.

Costo del lavoro per unità di prodotto [*unit labour costs*]: indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e la produttività del lavoro (definita come PIL, in volume, a prezzi costanti per persona occupata).

Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [*MFI credit to euro area residents*]: prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (ivi incluse le amministrazioni

ni pubbliche e il settore privato) e i titoli detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

Curva dei rendimenti [*yield curve*]: rappresentazione grafica della relazione esistente, a una certa data, fra il tasso di interesse o il rendimento e la vita residua di titoli di debito con pari rischio di credito ma con differenti scadenze. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse o rendimenti per coppie di scadenze.

Debito (conti finanziari) [*debt (financial accounts)*]: i prestiti alle famiglie, nonché i prestiti, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo.

Debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt (general government)*]: il debito lordo (banconote, monete e depositi, prestiti e titoli di debito) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

Debito estero lordo [*gross external debt*]: consistenze delle passività correnti effettive (ossia non potenziali) di un'economia che implicano, in una data futura, il pagamento del capitale o degli interessi a non residenti.

Deflazione [*deflation*]: un calo generalizzato e persistente, che si autoalimenta, di una ampia gamma dei prezzi, derivante da una caduta della domanda aggregata, che viene incorporato nelle aspettative degli operatori.

Depositi presso la banca centrale [*deposit facility*]: operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messe a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti idonee possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso la propria BCN. Tali depositi sono remunerati a un tasso di interesse prestabilito, che di norma rappresenta il limite minimo dei tassi di interesse del mercato *overnight*.

Disavanzo (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit (general government)*]: l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche.

Disinflazione [*disinflation*]: processo di rallentamento dell'inflazione che può condurre a tassi di inflazione temporaneamente negativi.

Eonia [EONIA (*euro overnight index average*)]: misura del tasso di interesse effettivo prevalente nel mercato interbancario *overnight* dell'euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di interesse sulle operazioni di prestito *overnight* non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Euribor [EURIBOR (*euro interbank offered rate*)]: tasso applicato ai prestiti denominati in euro tra banche considerate di primario *standing*; viene calcolato quotidianamente, per scadenze varie, non superiori ai dodici mesi, sulla base dei tassi di un campione di banche selezionate.

Eurosistema [*Eurosystem*]: il sistema di banche centrali costituito dalla BCE e dalle BCN degli Stati membri dell'UE la cui moneta è l'euro.

Fabbisogno (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*borrowing requirement (general government)*]: assunzione netta di debito da parte delle amministrazioni pubbliche.

Fattori autonomi di liquidità [*autonomous liquidity factors*]: fattori di liquidità quali, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale, che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria.

Fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari) [*investment funds (except money market funds)*]: istituzioni finanziarie che gestiscono collettivamente portafogli di capitale raccolto tra il pubblico, investendolo in attività finanziarie e non finanziarie. Cfr. anche **IFM**.

Forze di lavoro [*labour force*]: il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

Garanzie [*collateral*]: attività costituite in pegno o trasferite in altra forma a garanzia del rimborso di un finanziamento, nonché attività cedute nell'ambito di operazioni pronti contro termine. I titoli conferiti in garanzia nell'ambito delle operazioni temporanee dell'Eurosistema devono soddisfare alcuni requisiti di idoneità.

IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [*MFIs (monetary financial institutions)*]: istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Esse includono l'Eurosistema, gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione comunitaria) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o altre forme di raccolta equiparabili ai depositi da enti diversi dalle IFM e, per proprio conto (almeno in termini economici), nel concedere credito e/o investire in titoli. Questi ultimi sono composti principalmente da fondi comuni monetari, ossia fondi che investono in strumenti a breve termine e a basso rischio, solitamente con scadenza pari o inferiore a un anno.

Impieghi disponibili [*job vacancies*]: termine collettivo che comprende i nuovi impieghi, gli impieghi liberi e quelli che si renderanno disponibili a breve scadenza, per i quali il datore di lavoro ha cercato attivamente e di recente di trovare un candidato idoneo.

Indagini della Commissione europea [*European Commission surveys*]: indagini armonizzate del clima di fiducia delle imprese e/o dei consumatori, condotte per conto della Commissione europea in ciascuno degli Stati membri dell'UE. Le indagini si basano su questionari e sono rivolte ai dirigenti di aziende del settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi nonché ai consumatori. Da ciascuna indagine mensile sono calcolati degli indicatori 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 un anno.

Operazione di rifinanziamento marginale [marginal lending facility]: operazione attivabile su iniziativa delle controparti messa a disposizione dall'Eurosistema, avente la forma di operazione temporanea mediante la quale controparti idonee possono ottenere dalla propria BCN, a un tasso di interesse predefinito, credito *overnight*. Il tasso dei prestiti concessi nell'ambito di tali operazioni rappresenta il limite superiore dei tassi di interesse del mercato *overnight*.

Operazione di rifinanziamento principale (ORP) [main refinancing operation (MRO)]: regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento principali sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

Operazione temporanea [reverse transaction]: operazione mediante la quale una BCN acquista o vende attività a pronti con patto di vendita/riacquisto a termine, ovvero eroga credito a fronte di una garanzia.

Parità centrale (o tasso centrale) [central parity (or central rate)]: tassi di cambio di ciascuna valuta partecipante agli AEC II nei confronti dell'euro, rispetto ai quali sono definiti i margini di oscillazione previsti dagli AEC II.

Parità di potere d'acquisto (p.p.a.) [purchasing power parity (PPP)]: tasso di conversione di una valuta in un'altra tale da rendere identico il potere d'acquisto delle due divise, eliminando le differenze

dovute al livello dei prezzi prevalente in ciascun paese. Nella sua forma più semplice, la p.p.a. rappresenta il rapporto di prezzo in valuta nazionale dello stesso bene o servizio in diversi paesi.

Passività finanziarie a lungo termine delle IFM [*MFI longer-term financial liabilities*]: depositi con durata prestabilita superiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi, titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza originaria superiore a due anni nonché capitale e riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

Posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) [*international investment position (i.i.p.)*]: valore e composizione delle consistenze di attività (o passività) finanziarie nette detenute da un'economia nei confronti del resto del mondo.

Prezzi alla produzione nell'industria [*industrial producer prices*]: i prezzi di fabbrica (i costi di trasporto non sono inclusi) di tutti i prodotti venduti dall'industria, escluse le costruzioni, sul mercato interno dei paesi dell'area dell'euro, al netto delle importazioni.

Prodotto interno lordo (PIL) [*gross domestic product (GDP)*]: il valore della produzione totale di beni e servizi di un'economia al netto dei consumi intermedi, più le imposte nette sui prodotti e sulle importazioni. Il PIL può essere scomposto per componenti di prodotto, di spesa e di reddito. I principali aggregati di spesa che compongono il PIL sono i consumi finali delle famiglie, i consumi finali collettivi, gli investimenti fissi lordi, la variazione delle scorte e le importazioni ed esportazioni di beni e servizi (compreso il commercio fra i paesi dell'area dell'euro).

Produttività del lavoro [*labour productivity*]: la produzione che può essere ottenuta con un dato *input* di lavoro. Essa si può misurare in diversi modi, ma di solito la misurazione viene effettuata dividendo il PIL (in volume) a prezzi costanti o per l'occupazione totale oppure per il totale delle ore lavorate.

Produzione industriale [*industrial production*]: il valore aggiunto lordo creato dall'industria a prezzi costanti.

Raccordo disavanzo-debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit-debt adjustment (general government)*]: la differenza tra il disavanzo e la variazione del debito delle amministrazioni pubbliche.

Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt-to-GDP ratio (general government)*]: il rapporto tra il debito pubblico e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 126, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo.

Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit ratio (general government)*]: il rapporto tra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 126, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo. Viene anche definito rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

Redditi per occupato o per ora lavorata [*compensation per employee or per hour worked*]: la remunerazione totale, in denaro o in altra natura, che è pagabile dai datori di lavoro agli occupati, vale a dire i salari e gli stipendi lordi nonché le gratifiche, il pagamento degli straordinari e i contributi

previdenziali a carico dei datori di lavoro, divisa per il numero totale degli occupati o per il numero totale di ore lavorate.

Riserva obbligatoria [*reserve requirement*]: obbligo che impone agli enti creditizi di detenere un ammontare minimo a titolo di riserva presso la banca centrale in un periodo di mantenimento predefinito. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri nel periodo di mantenimento.

Riserve ufficiali [*international reserves*]: attività sull'estero con disponibilità immediata e sotto il controllo delle autorità monetarie allo scopo di finanziare e regolare direttamente squilibri nei pagamenti attraverso interventi sui mercati dei cambi. Le riserve ufficiali dell'area dell'euro comprendono i crediti verso non residenti denominati in valuta diversa dall'euro, le riserve auree nonché i diritti speciali di prelievo e le posizioni di riserva presso il Fondo monetario internazionale detenuti dall'Eurosistema.

Società di assicurazione e fondi pensione [*insurance corporations and pension funds*]: settore che secondo la definizione del SEC 95 comprende tutte le società e le quasi-società finanziarie la cui funzione principale consiste nel fornire servizi di intermediazione finanziaria derivanti dalla trasformazione di rischi individuali in rischi collettivi.

Società veicolo finanziaria (SVF) [*financial vehicle corporation (FVC)*]: entità la cui attività principale è l'effettuazione di cartolarizzazioni. Le SVF emettono, tipicamente, titoli negoziabili che sono offerti al pubblico o collocati presso privati. In alcuni casi, esse si limitano a detenere le attività cartolarizzate e provvedono a emettere i titoli per il tramite di una diversa entità, che è spesso a sua volta una SVF.

Stabilità dei prezzi [*price stability*]: è definita dal Consiglio direttivo come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Il Consiglio ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo.

Survey of Professional Forecasters (SPF): indagine trimestrale condotta dalla BCE sin dal 1999 presso un gruppo selezionato di esperti appartenenti a organismi del settore finanziario e non finanziario aventi sede nell'UE, finalizzata alla raccolta di previsioni macroeconomiche sull'inflazione, sulla crescita del PIL in termini reali e sulla disoccupazione nell'area dell'euro.

Svalutazione [*write-down*]: correzione al ribasso del valore di un prestito registrato nel bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto parzialmente irrecuperabile.

Tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro (nominali/reali) [*effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)*]: medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dell'area. Gli indici del TCE dell'euro sono calcolati rispetto a diversi gruppi di paesi partner: il TCE-20 (comprendente i 10 Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e 10 partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-40 (composto dal TCE-20 più altri 20 paesi). I coefficienti di ponderazione riflettono la quota di ciascun partner nel commercio di prodotti manifatturieri dell'area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. I TCE reali si ottengono dai TCE nominali corretti per la differenza tra l'andamento di un indice ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo.

Tassi di interesse delle IFM [*MFI interest rates*]: i tassi di interesse praticati dagli enti creditizi residenti e da altre IFM, escluse le banche centrali e i fondi comuni monetari, sui depositi denominati in euro e sui prestiti nei confronti delle famiglie e delle società non finanziarie residenti nell'area dell'euro.

Tassi di interesse di riferimento della BCE [*key ECB interest rates*]: tassi di interesse fissati dal Consiglio direttivo, che riflettono l'orientamento di politica monetaria della BCE. Attualmente comprendono il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi presso la banca centrale.

Tasso di inflazione di pareggio [*break-even inflation rate*]: il differenziale tra il rendimento di una obbligazione nominale e quello di una obbligazione indicizzata all'inflazione, le cui scadenze siano uguali o quanto più possibile simili.

Tasso minimo di offerta [*minimum bid rate*]: limite inferiore fissato per i tassi di interesse a cui le controparti possono presentare le proprie offerte nelle aste a tasso variabile.

Titoli di stato indicizzati all'inflazione [*inflation-indexed government bonds*]: titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche; i pagamenti delle cedole e del capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

Titolo di debito [*debt security*]: promessa da parte dell'emittente (prenditore) a effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. I titoli di debito con scadenza originaria superiore a un anno sono classificati come titoli a lungo termine.

Valore di riferimento per la crescita di M3 [*reference value for M3 growth*]: tasso di crescita sui dodici mesi di M3, considerato coerente con la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Volatilità [*volatility*]: grado di oscillazione di una variabile.

Volatilità implicita [*implied volatility*]: la volatilità attesa (cioè la deviazione standard) dei tassi di variazione dei prezzi di un'attività (ad es., un'azione o un'obbligazione). Può essere desunta dal prezzo dell'attività, dalla data di scadenza e dal prezzo di esercizio delle relative opzioni, nonché da un rendimento privo di rischio, utilizzando un modello per il calcolo dei prezzi delle opzioni, quale il modello Black-Scholes.

