BANCA CENTRALE EUROPEA

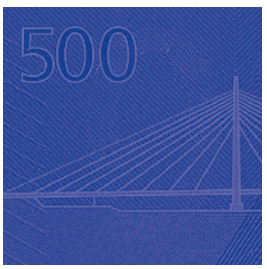
EUROSISTEMA

BOLLETTINO MENSILE
GIUGNO

01 | 2012
02 | 2012
03 | 2012
04 | 2012
05 | 2012
06 | 2012
07 | 2012
08 | 2012
09 | 2012
10 | 2012
11 | 2012
12 | 2012

BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



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

BOLLETTINO MENSILE
GIUGNO 2012

© Banca centrale europea, 2012

Indirizzo
Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main
Germany

Recapito postale
Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main
Germany

Telefono
+49 69 1344 0

Sito internet
http://www.ecb.europa.eu

Fax
+49 69 1344 6000

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

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 5 giugno 2012.

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

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

INDICE

EDITORIALE 5

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

Il contesto esterno all'area dell'euro 9

Gli andamenti monetari e finanziari 30

Prezzi e costi 65

La produzione, la domanda e il mercato del lavoro 80

Andamento della finanza pubblica 102

Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema 108

Riquadri:

1 Andamenti recenti della partecipazione alle forze di lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti 12

2 Gli andamenti recenti delle riserve internazionali detenute dai paesi dell'Europa centrale e orientale appartenenti all'Unione europea che non hanno adottato l'euro 19

3 Andamenti nel conto finanziario della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro fino a marzo 2012 36

4 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nei periodi di mantenimento compresi fra il 15 febbraio e l'8 maggio 2012 45

5 Riequilibrio della competitività nell'area dell'euro e relative implicazioni per l'inflazione 70

6 Lo scostamento delle previsioni di inflazione nell'area dell'euro 75

7 La Procedura per lo squilibrio macroeconomico attuata nel 2012 81

8 Investimenti delle imprese nel 2012: evidenze fornite dagli indicatori di breve periodo e dalle indagini 87

9 Evoluzione delle aspettative di crescita a lungo termine per l'area dell'euro 97

10 Ipotesi tecniche riguardanti i tassi di interesse, i tassi di cambio, i prezzi delle materie prime e le politiche di bilancio 109

11 Previsioni formulate da altre organizzazioni 112

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO S1

ALLEGATI

Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema I

Il sistema Target (sistema trans-europeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale) V

Pubblicazioni prodotte dalla Banca centrale europea VII

Glossario IX

SIGLARIO

PAESI

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

ALTRE

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

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

EDITORIALE

Nella riunione del 6 giugno, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE. I tassi di inflazione si collocheranno probabilmente oltre il 2 per cento per il resto dell'anno, tuttavia il Consiglio direttivo si aspetta che l'evoluzione dei prezzi permanga in linea con la relativa definizione di stabilità nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria. Coerentemente con questo quadro, il ritmo dell'espansione monetaria di fondo rimane contenuto. Le aspettative di inflazione per l'economia dell'area dell'euro continuano a essere saldamente ancorate in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. Al tempo stesso la crescita economica dell'area dell'euro resta debole; l'accresciuta incertezza grava sul clima di fiducia, dando luogo a maggiori rischi al ribasso per le prospettive economiche.

Nei mesi precedenti l'Eurosistema ha attuato misure di politica monetaria convenzionali e non convenzionali, la cui combinazione ha sostenuto la trasmissione della politica monetaria. Il 6 giugno il Consiglio direttivo ha deciso di seguitare a condurre le operazioni di rifinanziamento principali (ORP) mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti, finché ciò sarà necessario e almeno sino al termine del dodicesimo periodo di mantenimento del 2012, il 15 gennaio 2013. Questa procedura resterà in vigore anche per le operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento, che continueranno a essere condotte finché necessario. A queste ultime operazioni si applicherà un tasso fisso corrispondente a quello sull'ORP in corso nello stesso momento. Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di effettuare tramite aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a tre mesi e aggiudicazione entro la fine dell'anno. A ciascuna di queste si applicherà un tasso pari alla media dei tassi sulle ORP eseguite nell'arco della durata della rispettiva operazione. Ricordando che tutte le misure di politica monetaria non convenzionali hanno natura temporanea, il Consiglio direttivo terrà sotto attenta osservazione i futuri andamenti e assicurerà la stabilità dei prezzi a medio termine nell'area dell'euro intervenendo con fermezza e tempestività.

Passando all'analisi economica, nel primo trimestre del 2012 la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro ha ristagnato rispetto al periodo precedente. Gli indicatori disponibili per il secondo trimestre segnalano un indebolimento della crescita e mettono in luce un contesto caratterizzato da incertezza. Su un orizzonte temporale più lungo il Consiglio direttivo seguita ad attendersi che l'economia dell'area dell'euro registri una graduale ripresa. Vi è nondimeno l'aspettativa che la dinamica di fondo della crescita continui a essere frenata dalle tensioni persistenti in alcuni mercati del debito sovrano dell'area e dal loro impatto sulle condizioni di credito, nonché dal processo di aggiustamento dei bilanci nei settori finanziario e non finanziario e dall'elevata disoccupazione.

Le proiezioni macroeconomiche di questo mese, formulate per l'area dell'euro dagli esperti dell'Eurosistema, prevedono una crescita annua del PIL in termini reali compresa tra il -0,5 e lo 0,3 per cento nel 2012 e tra lo 0,0 e il 2,0 per cento nel 2013. Rispetto alle proiezioni di marzo scorso elaborate dagli esperti della BCE, l'intervallo di valori per il 2012 è rimasto invariato, mentre quello per il 2013 mostra un leggero restringimento.

Secondo la valutazione del Consiglio direttivo, le prospettive economiche per l'area dell'euro sono soggette a maggiori rischi al ribasso, che riguardano in particolare un ulteriore acuirsi delle tensioni in diversi mercati finanziari dell'area e la loro potenziale propagazione all'economia reale di quest'ultima. I rischi al ribasso sono inoltre connessi alla possibilità di nuovi rincari delle materie prime nel medio periodo.

La stima rapida dell'Eurostat indica che in maggio l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è

stata pari al 2,4 per cento nell'area dell'euro, dopo il 2,6 del mese precedente. È probabile che l'inflazione si collochi al di sopra del 2 per cento per il resto dell'anno, soprattutto di riflesso agli andamenti delle quotazioni dell'energia e delle imposte indirette. Nondimeno, sulla base dei prezzi correnti dei contratti *future* per le materie prime l'inflazione dovrebbe rientrare al di sotto del 2 per cento agli inizi del 2013. In prospettiva, a fronte di una modesta crescita nell'area dell'euro e di aspettative di inflazione saldamente ancorate nel lungo termine, le pressioni di fondo sui prezzi dovrebbero restare contenute.

Le proiezioni macroeconomiche di questo mese, formulate per l'area dell'euro dagli esperti dell'Eurosistema, segnalano un tasso annuo di inflazione armonizzata compreso tra il 2,3 e il 2,5 per cento nel 2012 e tra l'1,0 e il 2,2 per cento nel 2013. Rispetto alle proiezioni di marzo scorso elaborate dagli esperti della BCE, si osserva un restringimento degli intervalli di valori per entrambi gli anni.

Il Consiglio direttivo continua a ritenere che le prospettive di medio periodo per l'evoluzione dei prezzi siano soggette a rischi sostanzialmente bilanciati. I rischi al rialzo sono associati a ulteriori incrementi delle imposte indirette, dovuti all'esigenza di risanare i conti pubblici, e a rincari delle materie prime superiori alle attese nel medio termine. I principali rischi al ribasso sono connessi all'impatto di una crescita inferiore al previsto nell'area dell'euro.

L'analisi monetaria indica che nei primi quattro mesi del 2012 il ritmo dell'espansione monetaria di fondo è rimasto moderato. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 si è ridotto al 2,5 per cento in aprile, dal 3,1 di marzo, dopo i cospicui afflussi verso attività liquide registrati nel primo trimestre dell'anno. Tale riduzione è riconducibile principalmente ai deflussi dai depositi a vista detenuti dagli intermediari finanziari non monetari, che comprendono controparti centrali, fondi di investimento e società veicolo per le cartolarizzazioni.

Il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti al settore privato (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) è sceso allo 0,8 per cento in aprile, dall'1,2 di marzo, per effetto dei flussi negativi dei prestiti agli intermediari finanziari non monetari. Nel contempo i flussi mensili dei prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie hanno mostrato un'evoluzione moderatamente positiva in aprile e i tassi di crescita sul periodo corrispondente (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) si sono collocati rispettivamente allo 0,7 e all'1,5 per cento, rimanendo pressoché invariati rispetto al mese precedente.

I dati sulla moneta e sul credito fino ad aprile attestano che, in linea con quanto si prefiggevano le misure del Consiglio direttivo, non si è concretizzata una correzione brusca e disordinata dei bilanci degli enti creditizi. Alla luce dell'attuale situazione congiunturale e dell'aggiustamento in corso nei bilanci di famiglie e imprese, è probabile che la domanda di credito risulti contenuta nel periodo a venire.

In prospettiva, è essenziale che le banche seguitino a rafforzare ulteriormente la propria capacità di tenuta. La solidità dei bilanci bancari sarà un fattore chiave per agevolare sia un'adeguata offerta di credito all'economia, sia la normalizzazione di tutti i canali di finanziamento.

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

Per quanto riguarda le politiche economiche e di bilancio, negli ultimi anni sono stati conseguiti progressi significativi per il risanamento dei conti pubblici. È di cruciale importanza proseguire gli sforzi per il ripristino di finanze pubbliche solide e il recupero di competitività, entrambi presupposti per una crescita economica stabile. Occorre attuare, in quanto loro complemento naturale, il nuovo quadro di sorveglianza macroeconomica nell'ambito del semestre europeo. Diversi paesi dell'area dell'euro registrano squilibri eccessivi, che devono essere corretti. A tal fine, riforme di ampia portata nei

settori finanziario, del lavoro e dei beni e servizi contribuiranno a promuovere una crescita sostenibile. Andrebbe rafforzata la concorrenza nel comparto dei beni e servizi, anche attraverso il completamento del mercato unico, mentre l'adeguamento dei salari dovrebbe avvenire in maniera flessibile, riflettendo le condizioni del mercato del lavoro e la produttività. Tali riforme a sostegno della crescita renderebbero più rapido il necessario processo di correzione e favorirebbero la creazione di posti di lavoro.

Infine, il Consiglio direttivo accoglie con grande favore la decisione dei leader partecipanti all'ultima riunione del Consiglio europeo di intensificare la riflessione sul progetto a lungo termine per l'Unione economica e monetaria e reputa l'iniziativa un passo di notevole importanza.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

La ripresa dell'economia mondiale resta fragile. Le informazioni che si sono rese disponibili negli ultimi mesi avvalorano lo scenario di un graduale recupero dell'attività su scala internazionale. In gran parte delle principali economie avanzate non appartenenti all'area dell'euro sono emersi ulteriori riscontri di una modesta espansione, ma impedimenti di natura strutturale continuano a pesare sulle prospettive di crescita a medio termine. Nei paesi emergenti il ritmo di incremento del prodotto si è lievemente moderato nel periodo recente, ma resta complessivamente robusto e fornisce pertanto un contributo significativo alla crescita mondiale. In linea con l'andamento dell'attività globale, l'interscambio internazionale ha registrato un incremento modesto nel primo trimestre del 2012. Nella maggioranza delle economie l'inflazione ha continuato a diminuire durante gli ultimi mesi, riflettendo principalmente l'evoluzione dei prezzi dei beni energetici.

I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

La ripresa dell'economia mondiale resta fragile. Al tempo stesso, le informazioni che si sono rese disponibili negli ultimi mesi avvalorano lo scenario di un graduale recupero dell'attività su scala internazionale. Nell'area dell'OCSE, le stime preliminari evidenziano che – in un contesto di perduranti differenze – il tasso di crescita del PIL sul periodo precedente è salito allo 0,4 per cento nel primo trimestre del 2012 (dallo 0,3 del quarto trimestre del 2011). La crescita mondiale nei primi tre mesi dell'anno è stata temporaneamente favorita dal miglioramento delle condizioni finanziarie su scala internazionale, che si sono deteriorate nelle ultime settimane fra i timori concernenti determinati paesi dell'area dell'euro. La debolezza del mercato del lavoro e di quello immobiliare nelle principali economie avanzate e la necessità di risanare i bilanci, dovrebbero continuare ad agire da freno alla crescita mondiale. Nonostante i progressi nel processo di riequilibrio del settore privato, il livello di indebitamento delle famiglie resta elevato in alcune delle principali economie avanzate. Nei paesi emergenti la crescita si è lievemente moderata per effetto delle misure di inasprimento adottate in precedenza e dell'indebolimento della doman-

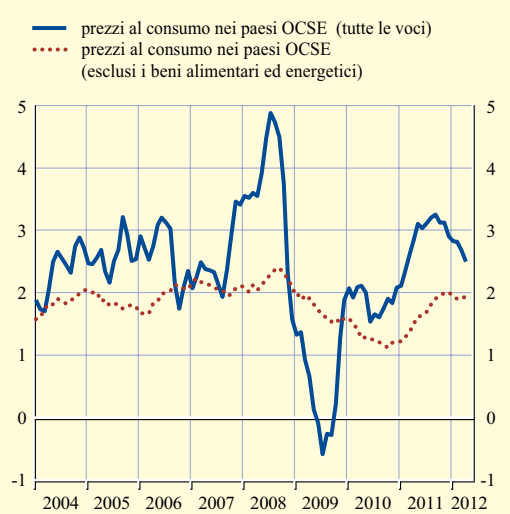
Figura 1 PMI del prodotto mondiale

(indice di diffusione; dati mensili destagionalizzati)

Fonte: Markit.

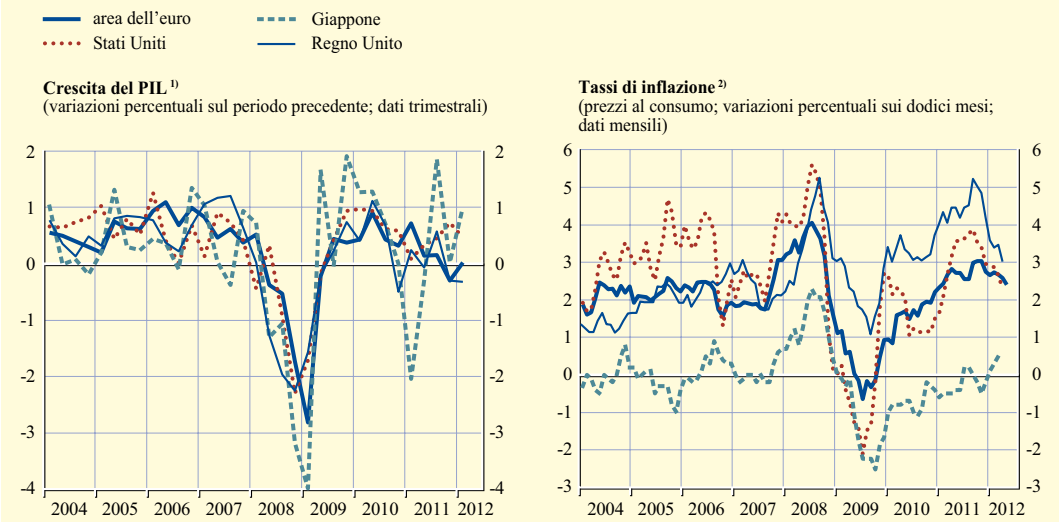
Figura 2 Andamenti dei prezzi internazionali

(dati mensili; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: OCSE.

Figura 3 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



Fonti: dati nazionali, BRI, Eurostat ed elaborazioni della BCE.
1) Per l'area dell'euro e il Regno Unito sono stati utilizzati dati di fonte Eurostat; per gli Stati Uniti e il Giappone, dati di fonti nazionali. I dati relativi al PIL sono destagionalizzati.
2) Misurata sullo IAPC per l'area dell'euro e il Regno Unito, sull'indice dei prezzi al consumo per gli Stati Uniti e il Giappone.

da sia interna sia estera, ma rimane complessivamente solida, contribuendo significativamente all'espansione mondiale.

In tutte le principali economie avanzate non appartenenti all'area dell'euro, fatta eccezione per il Regno Unito, sono emersi ulteriori riscontri di un modesto incremento dell'attività complessiva. A livello mondiale, è stata altresì registrata una ripresa della produzione industriale nel primo trimestre del 2012. I risultati delle ultime indagini congiunturali restano anch'essi coerenti con un graduale recupero dell'economia globale. A maggio l'indice mondiale dei responsabili degli acquisti (PMI) relativo alla produzione ha subito un lieve calo ulteriore, a 52,1 (cfr. figura 1), che fa tuttavia seguito ad alcuni risultati eccellenti nel primo trimestre. Tale andamento dell'indice composito rispecchia una diminuzione significativa del PMI per il settore manifatturiero, che è stata in parte compensata dall'aumento di quello concernente i servizi. In termini geografici, l'andamento del primo comparto riflette principalmente la debolezza dell'area dell'euro, a fronte di una stabilità degli Stati Uniti e di un miglioramento di alcune delle principali economie emergenti. Per quanto concerne il clima di fiducia dei consumatori, gli indicatori hanno teso a migliorare nei diversi paesi. In quelli avanzati restano tuttavia inferiori ai livelli storicamente normali, mentre nei mercati emergenti hanno evidenziato una tenuta piuttosto buona.

In linea con l'evoluzione dell'economia globale, il commercio internazionale ha messo a segno una ripresa modesta nel primo trimestre del 2012. Secondo i dati del CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, l'interscambio mondiale di beni è aumentato dell'1,6 per cento nel primo trimestre, dopo aver ristagnato nel quarto trimestre del 2011. Il recupero è stato sorretto da una crescita piuttosto vigorosa nelle principali economie di mercato emergenti, che ha riflesso in parte la normalizzazione dei collegamenti lungo le filiere produttive dopo le turbative conseguenti alle inondazioni in Tailandia. Al tempo stesso la dinamica del commercio estero nelle principali economie avanzate si è mantenuta piuttosto stagnante. I risultati delle indagini più recenti segnalano una lieve perdita di slancio del commercio globale nel breve periodo. Il PMI mondiale relativo ai

nuovi ordinativi dall'estero, che a gennaio era salito al di sopra del valore soglia fra espansione e contrazione dell'economia fissato a 50, è sceso e in maggio si è collocato a 49,7.

L'inflazione nelle economie avanzate ha continuato a calare nel periodo recente. Nell'area dell'OCSE il tasso di incremento dei prezzi al consumo sui dodici mesi è sceso al 2,5 per cento in aprile, dal 2,7 di marzo, rispecchiando soprattutto la minore crescita dei beni energetici (4,8 per cento in aprile, contro il 6,5 del mese precedente). L'inflazione annua calcolata al netto delle componenti alimentare ed energetica si è mantenuta sostanzialmente stabile, al 2,0 per cento. Nell'insieme dei paesi emergenti l'inflazione sui dodici mesi ha teso a diminuire ulteriormente e si è collocata in aprile al di sotto delle rispettive medie del 2011.

STATI UNITI

Negli Stati Uniti l'attività economica continua a espandersi a un ritmo moderato. La seconda stima del Bureau of Economic Analysis segnala che nel primo trimestre del 2012 la crescita del PIL in termini reali è scesa all'1,9 per cento in ragione d'anno (0,5 sul periodo precedente), dal 3 del quarto trimestre del 2011. La revisione al ribasso rispetto alla stima preliminare del 2,2 per cento va ricondotta in larga parte a un minore contributo delle scorte, che è stata in parte compensata dalla correzione verso l'alto degli investimenti fissi del settore privato. La crescita nel primo trimestre è stata sorretta principalmente dai consumi privati, che sono stati in parte finanziati da una riduzione del tasso di risparmio delle famiglie, vista l'espansione modesta dei redditi. Gli indicatori basati sulle indagini congiunturali e i dati a elevata frequenza segnalano tassi di incremento del prodotto ancora moderati nel secondo trimestre del 2012. La produzione industriale e la spesa per consumi hanno continuato a crescere; il minor ritmo di creazione di posti di lavoro ad aprile e maggio ha tuttavia destato alcuni timori circa il vigore della ripresa, che sono stati accentuati dalle perduranti incertezze nei mercati finanziari mondiali. Il riquadro 1 passa brevemente in rassegna gli sviluppi nei tassi di pertecipazione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti.

Le pressioni sui prezzi hanno continuato ad attenuarsi. In aprile l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è scesa ulteriormente, al 2,3 per cento (dal 2,7 di marzo), collocandosi ben al di sotto del massimo del 3,9 per cento raggiunto a settembre 2011. Ciò ha continuato a riflettere il minore incremento sui dodici mesi dei prezzi dei beni sia energetici sia alimentari. Il tasso calcolato al netto di queste due componenti è stato pari al 2,3 per cento, invariato rispetto a marzo. La resilienza dell'inflazione di fondo è stata sostenuta nel periodo recente dagli aumenti dei costi dei servizi sanitari, dei veicoli e dell'abbigliamento, favoriti dal rafforzamento della domanda.

Si prevede in prospettiva che, in presenza di un orientamento espansivo delle politiche macroeconomiche e di un graduale allentamento delle condizioni di offerta del credito, l'economia continui a crescere a ritmi moderati con il sostegno della domanda interna. In particolare, l'attività nel mercato immobiliare sembra essersi stabilizzata, il mercato del lavoro è generalmente passato a fornire un maggiore sostegno negli ultimi trimestri nonostante una lieve perdita di slancio nel periodo recente, e i prezzi dei beni energetici si sono moderati. Al tempo stesso, il vigore della spesa per consumi continuerà a essere frenato dalle spinte verso un abbassamento del grado di leva finanziaria, e questo costringerà le famiglie a ricostituire i risparmi nel contesto di debole crescita dei redditi. Di riflesso al ristagno della domanda mondiale, la crescita delle esportazioni dovrebbe rimanere modesta nel breve periodo. Permangono considerevoli rischi verso il basso, connessi tra l'altro alle incertezze circa il percorso futuro di risanamento dei conti pubblici. Con riferimento ai prezzi, la recente moderazione di quelli del carburante ha mitigato i rischi verso l'alto derivanti dalla dinamica dei corsi dei beni energetici. L'ampio margine di

capacità inutilizzata dovrebbe contenere le pressioni di fondo sui prezzi in un contesto di attese di inflazione stabile.

Il 25 aprile 2012 il Federal Open Market Committee (FOMC) ha dichiarato che l'economia statunitense ha registrato una crescita moderata e ha riconosciuto che le condizioni nel mercato del lavoro sono migliorate negli ultimi mesi. Il FOMC ha deciso di mantenere inalterato l'obiettivo per il tasso ufficiale sui Federal Funds entro un intervallo compreso tra zero e 0,25 per cento e ha anticipato che le condizioni economiche dovrebbero giustificare valori eccezionalmente bassi del tasso almeno fino alla fine del 2014.

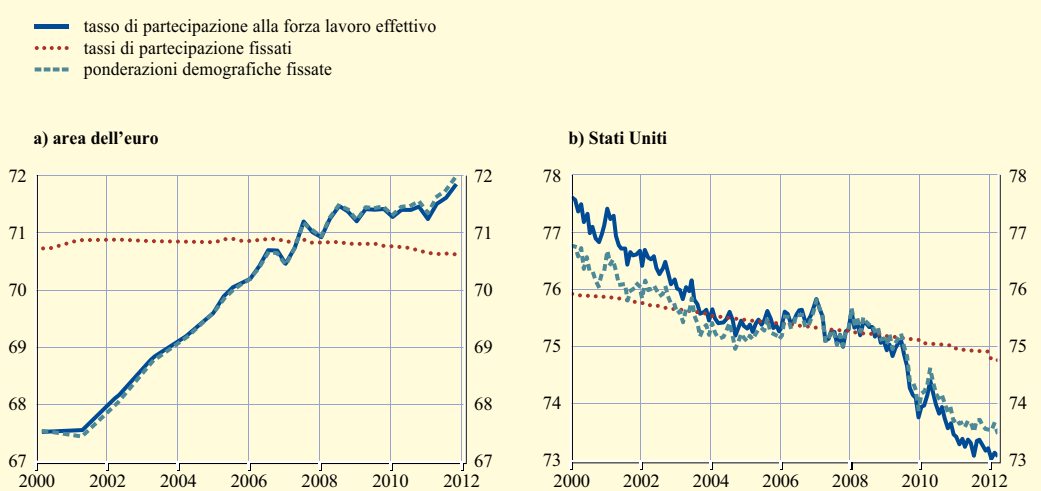
Riquadro 1

ANDAMENTI RECENTI DELLA PARTECIPAZIONE ALLE FORZE DI LAVORO NELL'AREA DELL'EURO E NEGLI STATI UNITI

Dallo scoppio della recessione, nel 2008, il tasso di disoccupazione statunitense è aumentato dal 5 per cento circa all'8,1 per cento agli inizi del secondo trimestre del 2012; un livello, quello attuale, alquanto inferiore al massimo del 10,0 per cento raggiunto nel quarto trimestre del 2009. Nell'area dell'euro, il tasso di disoccupazione complessivo è salito dal 7,2 per cento nel primo trimestre del 2008 al 10,9 per cento nel corrispondente trimestre del 2012. Questo aumento è in parte riconducibile al processo di adeguamento che sta interessando il mercato del lavoro di vari paesi membri dell'area; nondimeno, la differenza tra le dinamiche occupazionali negli Stati Uniti e nell'area dell'euro va ricondotta in parte ai livelli di partecipazione alla forza lavoro molto diversi nelle due economie. Infatti, a partire dall'inizio della crisi finanziaria, il tasso di partecipazione è aumentato nell'area dell'euro, mentre è significativamente diminuito negli Stati Uniti. Questo riquadro esamina le differenze fra questi livelli dal 2000, ponendo un accento particolare alle dinamiche legate all'età e al sesso.

Andamenti recenti dei tassi di partecipazione alla forza lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(percentuali)



Fonti: Eurostat, Bureau of Labor Statistics statunitense, National Bureau of Economic Research ed elaborazioni BCE.
Note: i tassi di partecipazione sono espressi in percentuale della popolazione in età lavorativa (15-64 per l'area dell'euro; 16-64 per gli Stati Uniti). Per "tasso di partecipazione alla forza lavoro effettivo" si intende il tasso di partecipazione rilevato; il termine "tassi di partecipazione fissati in base ai livelli 2007" indica un ipotetico tasso calcolato sulla base dei tassi di partecipazione registrati nel 2007 da dieci gruppi demografici e ponderato per la quota di popolazione lavorativa totale rappresentata da ciascun gruppo nel tempo; le "ponderazioni demografiche fissate in base alle quote 2007" utilizzano come pesi le quote di popolazione rappresentate da ciascun gruppo nel 2007 e applicano i diversi tassi di partecipazione registrati nel tempo. I dati per l'area dell'euro relativi al periodo 2000-2004 sono stati desunti da dati trimestrali.

Profili di partecipazione alla forza lavoro e dinamiche demografiche nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

Il tasso di partecipazione alle forze di lavoro (o tasso di attività) è definito come il rapporto fra la popolazione occupata o attivamente alla ricerca di un impiego e il totale della popolazione in età lavorativa [1]. La figura mette a confronto gli andamenti dei tassi di partecipazione relativi all'intera popolazione in età lavorativa (linea continua blu) nell'area dell'euro e negli Stati Uniti dal 2000 (il primo anno per il quale sono disponibili dati per l'area dell'euro) [2]. Due notevoli differenze sono immediatamente riscontrabili: da un lato, il maggiore tasso di attività negli Stati Uniti (in media lievemente superiore al 75 per cento tra il 2000 e il 2011) rispetto a quello dell'area dell'euro (in media di poco inferiore al 70 per cento nello stesso periodo); dall'altro, la marcata differenziazione degli andamenti dal 2000, con il notevole calo dei tassi di partecipazione statunitensi e l'aumento di quelli dell'area dell'euro durante quasi tutto il periodo considerato.

Tra il 2000 e il 2011, nell'area dell'euro il tasso di partecipazione relativo alla popolazione in età lavorativa totale è salito dal 68 al 72 per cento, mentre negli Stati Uniti è diminuito dal 78 al 73 per cento. Sul tasso di partecipazione complessivo influiscono sia i tassi relativi ai singoli gruppi demografici, sia il peso che ciascuno di questi gruppi ha sulla popolazione totale. Un metodo semplice per distinguere gli effetti derivanti dai profili di partecipazione da quelli connessi alle dinamiche demografiche consiste nel fissare, per ciascun gruppo suddiviso per sesso e classe di età, i tassi di partecipazione o le ponderazioni demografiche ai livelli di uno specifico periodo e analizzare quindi l'evoluzione delle serie così corrette. La figura riporta i risultati di tale esercizio, in cui a turno ciascuna variabile viene "fissata" al rispettivo livello 2007 (anteriore alla crisi).

Mantenendo fisse le ponderazioni demografiche (linea tratteggiata verde) è possibile isolare quegli andamenti del tasso di attività interamente riconducibili all'evoluzione dei profili di partecipazione per sesso e classi di età. Tali profili (in particolare quelli relativi a specifici gruppi all'interno del mercato del lavoro, come si vedrà nella sezione successiva) sono quasi interamente all'origine delle variazioni registrate dal tasso di partecipazione complessivo nell'area dell'euro nel periodo 2000-2011. Negli Stati Uniti, gli effetti dei profili di partecipazione, pur risultando rilevanti nel periodo considerato, non sono stati il solo fattore determinante. In questo paese, infatti, il differenziale fra il tasso di partecipazione complessivo rilevato e il tasso che misura l'evoluzione nel tempo della propensione alla partecipazione dei singoli gruppi va ricondotto all'influsso esercitato dai cambiamenti nella struttura demografica della popolazione (ottenuto fissando i tassi di partecipazione ai livelli del 2007, come mostra la linea punteggiata rossa nella figura). La figura illustra come dagli inizi degli anni 2000 gli effetti connessi alla struttura demografica della popolazione abbiano determinato una riduzione di un punto percentuale circa del tasso di partecipazione complessivo negli Stati Uniti [3]. Il fenomeno è ricollegabile principalmente all'impatto in questo paese dei cosiddetti "baby boomer" (individui nati tra il 1946 e il 1964) e al loro passaggio dalla fascia dei *prime-age* (di età compresa fra i 25 e i 54

1) Di norma i tassi di partecipazione si riferiscono alla popolazione di età superiore ai 15 (o ai 16) anni. Tuttavia, considerato che ai fini dell'analisi il gruppo di riferimento rilevante è la popolazione in età lavorativa, nel riquadro si fa riferimento a quest'ultima nozione (analizzando la popolazione di età compresa fra i 15-16 e i 64 anni), più facilmente confrontabile fra aree economiche e nel tempo.
2) Fino al 2004 i dati per l'area dell'euro sono disponibili solo per un trimestre all'anno.
3) Di fatto, un'analisi di più lungo periodo indica che negli Stati Uniti la composizione della popolazione ha iniziato ad esercitare una pressione verso il basso sul tasso di attività complessivo del paese dalla metà degli anni novanta.

anni) a quella dei più anziani, caratterizzata da una minore permanenza nel mercato del lavoro. Nell'area dell'euro, per contro, gli effetti demografici sul tasso di partecipazione complessivo sono stati marginali nel periodo considerato.

La partecipazione alle forze di lavoro: andamenti per sesso e per classi di età

In entrambe le economie, l'evolversi dei profili di partecipazione dei singoli gruppi ha influito notevolmente sul tasso di attività complessivo. Nel periodo 2000-2011, il differenziale di partecipazione fra l'area dell'euro e gli Stati Uniti si è considerevolmente ridotto, per effetto al contempo di un aumento del tasso di attività dell'area e di un calo di quello statunitense (cfr. tavola).

Gli uomini rappresentano gran parte della forza lavoro in entrambe le economie. Dal 2000, il tasso di partecipazione maschile per l'insieme dell'area dell'euro ha mostrato una notevole stabilità (pur se in lieve calo dall'inizio della recessione, esso si è collocato in media intorno al 78 per cento fra il 2000 e il 2011; cfr. tavola). Per contro, negli Stati Uniti i tassi di partecipazione maschili hanno evidenziato una tendenza calante relativamente sostenuta dai primi anni settanta (pari a un calo medio annuo di circa 0,2 punti percentuali). Tra i fattori all'origine del fenomeno vi sono la riduzione dei salari reali dei lavoratori meno qualificati e il maggiore accesso alle prestazioni sociali, che rendono l'occupazione meno interessante dal punto di vista finanziario. Nel corso del primo decennio degli anni 2000 gli andamenti sono stati alquanto eterogenei: verso la metà del periodo (2003-2007) il tasso di partecipazione maschile ha registrato un parziale recupero, in un contesto di più forte crescita occupazionale, mentre dall'inizio della recessione, esso ha ripreso a calare. I diversi andamenti nelle due economie hanno fatto sì che nel 2011 i tassi di partecipazione maschili raggiungessero livelli sensibilmente analoghi nell'area dell'euro e negli Stati Uniti.

All'andamento della partecipazione maschile totale concorrono le dinamiche difformi delle singole classi di età. Con riferimento alla fascia dei più giovani, nel periodo considerato il tasso di partecipazione maschile è risultato in generale molto più basso nell'area dell'euro che negli Stati Uniti. Nell'area dell'euro tuttavia esso è rimasto sostanzialmente stabile, mentre negli Stati Uniti ha segnato una marcata tendenza calante. Questa tendenza potrebbe riflettere in parte il generale aumento dei tassi di scolarità delle coorti più giovani; al contempo essa sembra essere stata più fortemente esacerbata negli Stati Uniti che nell'area dell'euro dalla crisi del 2008-2009. Con riferimento agli uomini in *prime age*, i tassi di partecipazione nell'area dell'euro hanno superato quelli statunitensi durante l'intero periodo 2000-2011, e il differenziale si è ulteriormente ampliato dopo la recessione. In parte, ciò potrebbe riflettere la forte crescita dell'occupazione nell'area dell'euro a metà del periodo considerato nei settori tradizionalmente associati ai lavoratori maschi adulti. È altresì possibile che in numerosi paesi dell'area le riforme strutturali volte specificatamente ad aumentare la partecipazione alle forze di lavoro abbiano svolto un ruolo. Inoltre, la più robusta legislazione a tutela dei lavoratori dell'area dell'euro potrebbe aver a sua volta contribuito, in misura maggiore rispetto agli Stati Uniti, a contenere la riduzione dei posti di lavoro fra gli uomini in *prime age* nei settori fortemente colpiti dalla crisi.

Il divario nella partecipazione maschile negli Stati Uniti e nell'area dell'euro risulta particolarmente ampio nel caso dei più anziani: nel 2011 il differenziale continuava a situarsi a circa 14 punti percentuali, nonostante la sensibile riduzione rispetto ai quasi 30 punti percentuali del 2000. I tassi relativi a questa classe di età (di entrambi i sessi) hanno registrato una crescita costante nell'area dell'euro dal 2000, mentre sono calati per la maggior parte del periodo negli Stati Uniti, anche se rispetto a un livello di partenza sensibilmente più alto. Negli Stati Uniti,

Tassi di partecipazione alla forza lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, 2000-2011

(percentuali)

	2000	2007	2008	2009	2010	2011	2000-07 (average)	2000-11 (average)
Popolazione in età lavorativa (totale uomini e donne)								
Area dell'euro	67,5	70,9	71,3	71,4	71,4	71,5	69,1	69,9
Stati Uniti	77,2	75,3	75,3	74,6	73,9	73,3	76,0	75,4
Uomini								
totale uomini								
Area dell'euro	77,2	78,6	78,7	78,4	78,2	78,1	77,8	77,9
Stati Uniti	83,9	81,7	81,5	80,4	79,5	78,9	82,5	81,7
giovani (meno di 25 anni)								
Area dell'euro	47,7	47,8	47,8	46,7	45,5	44,9	47,6	46,9
Stati Uniti	68,6	61,6	61,0	58,5	56,8	56,6	64,6	62,4
prime-age (adulti fra i 25 e i 54 anni)								
Area dell'euro	93,0	93,0	93,0	92,6	92,4	92,2	92,9	92,7
Stati Uniti	91,7	90,9	90,6	89,8	89,3	88,7	90,9	90,5
anziani (55-64 anni)								
Area dell'euro	48,4	55,6	56,5	57,5	58,2	59,0	51,8	54,0
Stati Uniti	77,2	75,3	75,3	74,6	73,9	73,3	76,0	75,4
Donne								
totale donne								
Area dell'euro	57,9	63,1	63,8	64,3	64,6	65,0	60,4	61,8
Stati Uniti	70,7	69,1	69,3	69,0	68,4	67,8	69,7	69,3
giovani (meno di 25 anni)								
Area dell'euro	40,9	40,9	41,0	40,5	39,5	39,4	40,4	40,2
Stati Uniti	63,0	57,2	56,5	55,2	53,6	53,3	59,7	58,0
prime-age (adulti fra i 25 e i 54 anni)								
Area dell'euro	71,1	76,3	77,1	77,5	77,9	78,2	73,7	75,1
Stati Uniti	76,7	75,4	75,8	75,7	75,2	74,7	75,8	75,6
anziani (55-64 anni)								
Area dell'euro	26,5	37,0	38,1	39,8	41,0	42,9	31,1	34,6
Stati Uniti	51,8	58,3	59,1	60,0	60,2	59,6	55,8	57,1

Fonti: Commissione europea, Bureau of Labor Statistics statunitense ed elaborazioni BCE.
Note: i tassi di partecipazione complessivi sono calcolati in percentuale della popolazione in età lavorativa totale (15-64 per l'area dell'euro; 16-64 per gli Stati Uniti). I tassi di partecipazione relativi ai singoli gruppi (suddivisi per sesso e classe di età) sono espressi in percentuale della specifica popolazione di riferimento. Fino al 2004 i dati per l'area dell'euro sono disponibili solo per un trimestre all'anno.

è probabile che i maggiori tassi di partecipazione delle fasce dei più anziani siano connessi principalmente al miglioramento della salute e all'allungamento della vita, nonché alla crescente esigenza di risparmiare in vista delle pensione [4]. La progressiva convergenza dei tassi di partecipazione relativi a questa classe di lavoratori nelle due economie è dovuto maggiormente al deciso incremento osservato nell'area dell'euro che alla modesta flessione registrata negli Stati Uniti. Il primo trae origine da una serie di fattori, fra cui la mutata composizione settoriale dell'occupazione, che potrebbe aver reso più facile (dal punto di vista fisico) restare attivo più a lungo rispetto alle generazioni precedenti, l'inversione di tendenza rispetto ai piani di prepensionamento introdotti in alcuni paesi dell'area negli anni ottanta e novanta, e le iniziative tese a riformare i sistemi pensionistici in una serie di paesi dell'area negli anni 2000.

4) Per un approfondimento e un'analisi prospettica, cfr. Toossi, M., "Labor force projections to 2020: a more slowly growing workforce", *Monthly Labor Review*, Bureau of Labor Statistics statunitense, gennaio 2012.

Uno degli sviluppi più salienti che hanno caratterizzato il mercato del lavoro dell'area dell'euro nel primo decennio degli anni 2000 è stato il marcato incremento della partecipazione femminile [5]. La figura mostra come l'andamento abbia interessato tutte le classi di età, ad eccezione delle donne sotto i 25 anni, e come questa tendenza al rialzo sia proseguita persino nel periodo successivo alla crisi finanziaria. Come nel caso degli uomini, la partecipazione delle donne in *prime age* nell'area dell'euro è ora superiore a quella della corrispondente classe negli Stati Uniti, anche se entrambi i gruppi evidenziano tassi significativamente inferiori a quelli degli uomini. Nondimeno, la robusta crescita della partecipazione femminile nel periodo in esame ha contribuito ad erodere il divario fra uomini e donne nell'area dell'euro, portandolo a circa 14 punti percentuali nel 2011, contro quasi 22 punti percentuali nel 2000. Nello stesso periodo, negli Stati Uniti tale differenziale è rimasto pressoché immutato. Nell'area dell'euro l'aumento del tasso di partecipazione femminile è risultato particolarmente forte nel caso delle donne più anziane (da un livello appena superiore al 25 per cento nel 2000 a circa il 43 per cento nel 2011). Negli Stati Uniti i tassi sono cresciuti molto meno nello stesso periodo. Di fatto, dalla crisi finanziaria del 2007-2008, il tasso di partecipazione relativo alle donne più anziane si è lievemente ridotto negli Stati Uniti, mentre ha continuato a salire nell'area dell'euro. Con riferimento alla fascia delle donne più giovani, i tassi di attività hanno evidenziato un sensibile calo in entrambe le economie, una tendenza che pare essersi rafforzata in seguito alla crisi del 2007-2008.

Nel complesso, con riferimento alle classi più giovani, il livello di partecipazione femminile è ormai pressoché analogo a quello maschile in entrambe le economie. I fattori all'origine della positiva dinamica della partecipazione femminile nell'area dell'euro sono: la crescente integrazione e permanenza delle donne nel mercato del lavoro; gli effetti delle normative in materia di pari opportunità varate in passato; le riforme strutturali dei sistemi tributari e assistenziali, che contribuiscono ad accrescere la remuneratività del lavoro; le riforme della normativa sul lavoro e della legislazione sull'orario di lavoro, che hanno concorso ad aumentare la proporzione di forme di lavoro flessibile e a tempo parziale, le quali rivestono un interesse particolare per le donne che desiderano conciliare lavoro e famiglia. È inoltre possibile che la costante crescita dei tassi di partecipazione femminile nell'area dell'euro rispecchi l'aumentato fabbisogno finanziario delle famiglie a seguito della crisi finanziaria. Per le donne più giovani, è probabile che il perdurante calo dei livelli di partecipazione rifletta, come per gli uomini giovani, l'allungamento degli anni dedicati alla formazione al fine di poter accedere a impieghi più qualificati.

Osservazioni conclusive

Nel periodo 2000-2011 i tassi di partecipazione alle forze di lavoro sono diminuiti negli Stati Uniti, di riflesso sia al protratto calo dei livelli di partecipazione della maggior parte dei gruppi di popolazione analizzati, sia agli effetti dei cambiamenti demografici sulla generale composizione della forza lavoro (in particolare il raggiungimento dell'età pensionabile da parte della generazione dei "baby boomer"). Nell'area dell'euro, per contro, i tassi di partecipazione hanno segnato un costante incremento dal 2000. Su questo andamento ha fortemente influito il marcato aumento dei livelli di partecipazione di due specifici gruppi nel periodo considerato: le donne e gli individui più anziani. Entrambi questi gruppi hanno tratto vantaggio, in particolare, dalle riforme strutturali attuate in numerosi paesi dell'euro al fine di incrementare la flessibilità del

5) Cfr. ad esempio Task force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, "Labour supply and employment in the euro area countries – developments and challenges", *Occasional Paper Series*, n. 87, BCE, Francoforte sul Meno, 2008.

mercato del lavoro e gli incentivi economici a lavorare, le quali hanno riguardato la normativa sul lavoro e sull'orario di lavoro, nonché i sistemi tributari, assistenziali e pensionistici.

GIAPPONE

In Giappone la prima stima preliminare dei dati di contabilità nazionale segnala che nel trimestre iniziale del 2012 il PIL in termini reali è cresciuto dell'1 per cento sul periodo precedente (su base destagionalizzata), dopo avere ristagnato nel quarto trimestre del 2011 (0 per cento, a seguito di una revisione al rialzo di 0,2 punti percentuali). Il principale contributo alla crescita è stato fornito dai consumi delle famiglie e dalla spesa pubblica, oltre che dalle variazioni delle scorte del settore privato. I consumi delle famiglie hanno registrato un incremento dell'1,1 per cento, che ha riflesso in parte la reintroduzione degli incentivi governativi per l'acquisto di autovetture ecologiche e la domanda latente. Il vigore della spesa pubblica ha invece rispecchiato soprattutto la robusta espansione degli investimenti del settore pubblico, confermando la ripresa di quelli connessi alla ricostruzione. Gli investimenti privati hanno invece contribuito negativamente alla crescita, in quanto sia la componente riconducibile alle imprese sia quella concernente l'edilizia residenziale sono diminuite sul trimestre precedente. Le esportazioni nette di beni e servizi hanno fornito un contributo modesto, in presenza di una solida espansione delle esportazioni che ha riflesso in qualche modo il recupero dopo le turbative dal lato dell'offerta provocate dalle alluvioni in Tailandia.

Gli ultimi dati economici segnalano che nel secondo trimestre dell'anno l'economia giapponese ha continuato a crescere, ma che il ritmo di incremento si è moderato, in linea con il recente indebolimento degli indicatori basati sulle indagini congiunturali. La spesa connessa alla ricostruzione dovrebbe tuttavia continuare a sostenere la crescita nel breve periodo, soprattutto attraverso l'espansione della spesa pubblica e degli investimenti privati. Anche il graduale recupero della domanda estera dovrebbe nel tempo influire positivamente sulle esportazioni e sulla crescita complessiva.

In aprile l'inflazione generale sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa allo 0,4 per cento (dallo 0,5 per cento di marzo), mentre il tasso calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici è stato pari a -0,3 per cento (-0,5 per cento in marzo). Nella riunione di politica monetaria più recente, tenutasi il 23 maggio, 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 zero e 0,1 per cento.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito gli indicatori del clima di fiducia delle imprese sono scesi da livelli relativamente elevati nel secondo trimestre del 2012, mentre quelli relativi ai consumatori sono rimasti deboli. Nel primo trimestre del 2012 il PIL in termini reali è diminuito dello 0,3 per cento sul periodo precedente, in un contesto in cui investimenti, esportazioni nette e accumulo di scorte, hanno fornito un contributo negativo alla crescita. La situazione nel mercato del lavoro ha evidenziato segnali di stabilizzazione, ma il tasso di disoccupazione resta relativamente alto (8,2 per cento nella media dei tre mesi fino a marzo) e l'occupazione ha registrato un aumento moderato. In prospettiva, è probabile che la ripresa economica acquisisca slancio solo gradualmente; si prevede infatti che le condizioni di credito restrittive, il processo di aggiustamento dei bilanci delle famiglie e il sostanziale inasprimento fiscale continuino ad agire da freno sulla crescita della domanda interna.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa al 3 per cento in aprile, dal 3,5 di marzo. Anche il tasso calcolato al netto dei beni energetici e dei prodotti alimentari non trasformati è di-

minuito, di 0,5 punti percentuali, al 2,4 per cento. Il calo è principalmente riconducibile a effetti base ed è probabile che nel breve periodo l'inflazione rimanga persistente. Più a lungo termine, tuttavia, l'esistenza di un margine di capacità inutilizzata e l'andamento ancora stagnante della ripresa dell'attività economica dovrebbero contribuire a moderare le spinte inflazionistiche. Il 10 maggio il Monetary Policy Committee della Bank of England ha mantenuto invariato il tasso ufficiale corrisposto sulle riserve delle banche commerciali allo 0,5 per cento e lo *stock* previsto dal programma di acquisto di titoli finanziato con l'emissione di riserve della banca centrale a un totale di 325 miliardi di sterline.

ALTRI STATI MEMBRI DELL'UE

Negli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro la crescita dovrebbe mantenersi relativamente modesta nel breve periodo e alcune economie sono già entrate in recessione. Le prospettive economiche dei vari paesi sono tuttavia notevolmente diverse.

In Svezia e Danimarca la ripresa dell'attività ha acquisito un certo slancio dopo l'indebolimento registrato nel quarto trimestre del 2011. Nel primo trimestre del 2012 il tasso di incremento del PIL in termini reali sul periodo precedente è stato pari allo 0,8 per cento in Svezia e allo 0,3 per cento in Danimarca, beneficiando in entrambi i casi del contributo della domanda interna. Ad aprile 2012 l'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) si è collocata al 2,3 per cento in Danimarca e all'1 per cento in Svezia.

Nei principali paesi dell'Europa centrale e orientale (PECO), l'attività economica è stata debole durante il periodo recente. Nel primo trimestre del 2012 il PIL in termini reali ha subito un calo sul periodo precedente nella Repubblica Ceca, in Ungheria e in Romania (rispettivamente dell'1, 1,3 e 0,1 per cento), mentre ha continuato a espandersi in Polonia (0,8 per cento). Nell'insieme, le prospettive economiche dei principali PECO si sono in una certa misura stabilizzate dopo il peggioramento osservato durante l'inverno; tuttavia, il recupero sarà verosimilmente molto graduale e la situazione varia da paese a paese. È probabile che nel breve periodo la debolezza della domanda estera, l'andamento stagnante della ripresa nei mercati del lavoro e le iniziative poste in essere per risanare i conti pubblici pesino sull'attività. Esistono altresì dei rischi verso il basso connessi alle esigenze di riduzione del grado di leva nel settore finanziario all'interno dell'UE, che eserciteranno probabilmente un impatto negativo sulla crescita del credito e le condizioni di finanziamento esterno in molti PECO.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC ha continuato a scendere in Romania (all'1,9 per cento in aprile), mentre si è mantenuta relativamente stabile nella Repubblica Ceca, in Ungheria e in Polonia (rispettivamente al 4, 5,6 e 4 per cento in aprile). In generale, le spinte inflazionistiche sono state mitigate dai minori prezzi delle materie prime e accentuate dagli incrementi delle imposte indirette e dei prezzi amministrati.

Nelle economie più piccole appartenenti al gruppo dei PECO, l'attività economica ha continuato a recuperare, ma permangono rischi connessi al contesto esterno. La crescita del PIL in termini reali è rimasta pressoché invariata nel primo trimestre del 2012 in Bulgaria, Lettonia e Lituania. Gli indicatori delle indagini congiunturali segnalano tuttavia, in generale, un peggioramento del clima di fiducia negli ultimi mesi e la disoccupazione è rimasta elevata in tutti e tre le economie. L'inflazione ha continuato a scendere sia in Lettonia sia in Lituania (rispettivamente al 2,8 e 3,3 per cento in aprile) e si è mantenuta relativamente stabile in Bulgaria (al 2 per cento, sempre in aprile). Il riquadro 2 esamina l'evoluzione, le determinanti e l'adeguatezza delle riserve internazionali nei PECO.

Riquadro 2

GLI ANDAMENTI RECENTI DELLE RISERVE INTERNAZIONALI DETENUTE DAI PAESI DELL'EUROPA CENTRALE E ORIENTALE APPARTENENTI ALL'UNIONE EUROPEA CHE NON HANNO ADOTTATO L'EURO

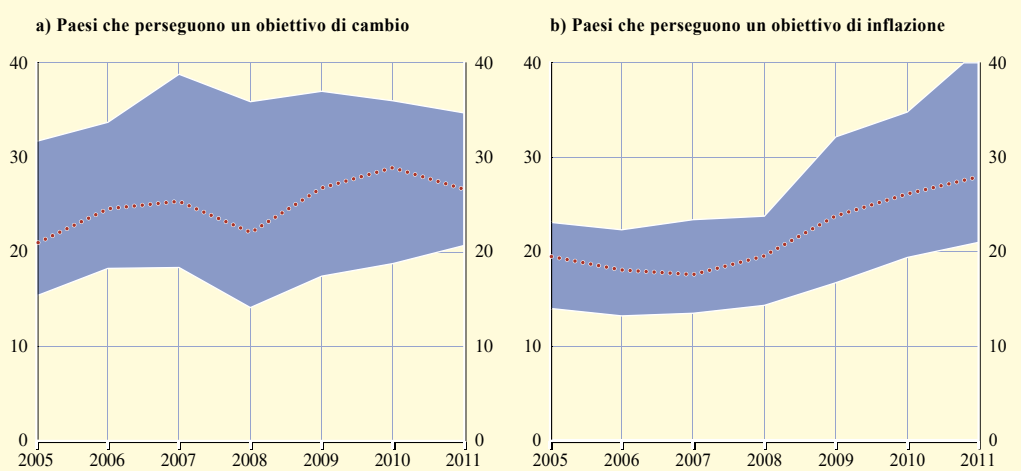
Negli ultimi anni, diversi paesi centro-orientali dell'Unione europea non appartenenti all'area dell'euro (di seguito, PECO) hanno accelerato l'accumulo di riserve internazionali per motivi precauzionali. La crisi finanziaria mondiale del 2008-2009 ha messo in evidenza l'importanza di detenere riserve internazionali per cautelarsi contro shock di conto corrente e di conto capitale. Disporre di riserve internazionali offre alcuni importanti vantaggi, ma comporta altresì significativi costi opportunità. Questo riquadro analizza l'evoluzione, le determinanti e l'adeguatezza delle riserve internazionali dei PECO.

Gli andamenti recenti

Il processo di accumulo di riserve internazionali da parte dei PECO, iniziato alla fine degli anni novanta, è stato solo brevemente interrotto dalla crisi finanziaria mondiale del 2008-2009. Tra marzo del 2008 e giugno del 2009 l'insieme dei PECO ha registrato una diminuzione delle riserve in almeno un trimestre e le perdite complessive in percentuale del PIL totalizzate in questo periodo sono state comprese fra lo 0,3 per cento (Polonia) e il 7,7 per cento (Bulgaria). Negli anni successivi i PECO hanno ricostituito le proprie riserve, portandole in alcuni casi su livelli ben superiori a quelli precedenti la crisi (cfr. figura A). Alcuni paesi inoltre hanno concluso accordi multilaterali di assistenza finanziaria, non da ultimo con l'intento di rafforzare la fiducia dei mercati nella loro capacità a superare shock futuri. Un elemento degno di nota è stato l'aumento delle riserve internazionali dei PECO che perseguono un obiettivo di inflazione, le cui disponibilità medie sono salite su livelli più vicini a quelle dei paesi che perseguono un obiettivo di cambio.

Figura A Riserve internazionali in percentuale del PIL nei PECO

(percentuali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali e stime degli esperti della BCE.
Note: attività di riserva ufficiale desunte dalle statistiche di bilancia dei pagamenti, in valuta nazionale, in percentuale del PIL. Un profilo analogo si ottiene usando valori in euro per le riserve ufficiali e il PIL. Le linee rappresentano medie non ponderate, mentre le aree ombreggiate indicano l'intervallo fra i valori minimi e quelli massimi rilevati. I paesi che perseguono un obiettivo di cambio sono Bulgaria, Lettonia e Lituania, mentre quelli che perseguono un obiettivo di inflazione sono Repubblica Ceca, Ungheria, Polonia e Romania.

I fattori sottostanti

All'origine dell'accumulo delle riserve internazionali [1)] possono esservi varie ragioni, quali i motivi precauzionali (cautelarsi da eventuali shock esterni), il perseguimento di obiettivi di cambio o di politica monetaria, oppure motivi strutturali (ad esempio il trasferimento intergenerazionale dei proventi delle risorse naturali non rinnovabili). Indipendentemente dalle ragioni di fondo, sussistono evidenze del fatto che disporre di più consistenti riserve internazionali può contribuire a preservare i consumi nei periodi di tensione sui mercati dei cambi [2)]; tali riserve infatti possono essere usate: direttamente, per contrastare una restrizione della liquidità in valuta e finanziare le importazioni; per difendere la parità nei regimi di cambi fissi o per evitare un deprezzamento disordinato della propria moneta e contenere così gli effetti ricchezza negativi sulla spesa derivanti dall'esposizione al rischio di cambio del bilancio del settore privato; per contrastare l'erosione della fiducia degli investitori nel merito di credito dell'economia.

Nel caso dei PECO, la temporanea contrazione delle riserve internazionali nel periodo 2008-2009 è riconducibile alle gravi turbative nell'interscambio e nei flussi finanziari internazionali determinate dalla crisi finanziaria mondiale. È possibile che il successivo accumulo di riserve internazionali sia stato indotto da un riesame, da parte sia delle banche centrali, sia dei mercati finanziari, delle risorse necessarie alle economie per far fronte a shock futuri di portata analoga (comprese le economie che possono contare sul tasso di cambio per assorbire in parte uno shock). Ciò ha comportato un aumento proporzionalmente maggiore delle riserve dei paesi con regimi di *inflation-targeting*, poiché quelli che perseguono strategie basate su un obiettivo di cambio già detenevano riserve per sostenere l'ancoraggio della propria moneta [3)]. Considerato che le disponibilità di riserve internazionali implicano costi opportunità e presentano rendimenti decrescenti rispetto ai vantaggi comportati, la questione dell'adeguatezza del loro ammontare risulta importante per i responsabili delle politiche economiche.

L'adeguatezza delle riserve

Da un punto di vista precauzionale, l'adeguatezza delle riserve internazionali può essere misurata a fronte di una serie di parametri definiti sulla scorta dell'esperienza maturata dai paesi nelle crisi passate, ovvero può essere modellizzata sulla base di un'analisi dei costi e benefici. Secondo gli indicatori di adeguatezza più conosciuti, le riserve internazionali dovrebbero coprire almeno: 1) tre mesi di importazioni; 2) il 100 per cento del debito con vita residua a breve termine (cosiddetta regola di Greenspan-Guidotti [4)]); 3) la regola di Greenspan-Guidotti nella sua versione estesa al saldo di conto corrente; 4) il 20 per cento dell'aggregato monetario ampio M2. Di recente l'FMI ha proposto un quinto indicatore, con il quale parametrare le riserve internazionali sulla base di uno "stock di passività ponderate per il rischio" che tenga

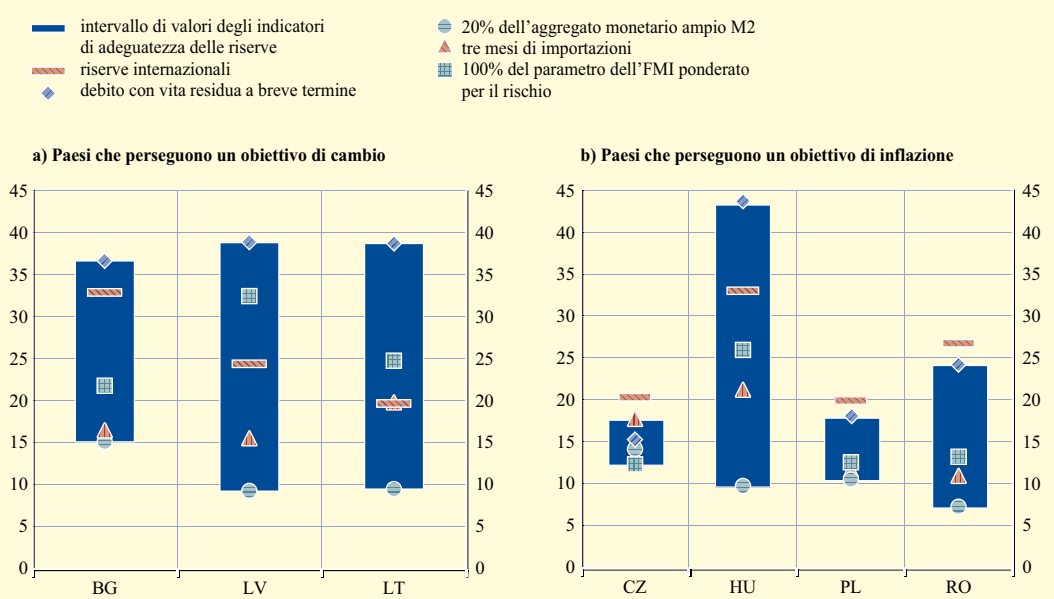
1) Nella definizione dell'FMI, le riserve internazionali sono "*... quelle attività estere controllate dalle autorità monetarie, di cui queste possono prontamente disporre per far fronte a un fabbisogno finanziario di bilancia dei pagamenti, per intervenire sul mercato dei cambi allo scopo di influire sul tasso di cambio, e per altri fini connessi (come preservare la fiducia nella moneta e nell'economia o servire da base per l'indebitamento estero)*". Cfr. *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, sesta edizione, FMI, Washington, DC, 2009 (consultabile sul sito Internet dell'FMI http://www.imf.org).
2) Cfr. *Assessing Reserve Adequacy*, staff paper dell'FMI, Washington, DC, febbraio 2011, pag. 10 (disponibile sul sito Internet dell'FMI http://www.imf.org).
3) L'accumulo delle riserve da parte dei PECO che perseguono un obiettivo di inflazione non sembra essere stato determinato da strategie volte a mantenere sottovalutate le rispettive monete in modo da ottenere un vantaggio competitivo Gli ultimi rapporti sui paesi stilati dall'FMI conformemente all'articolo IV sono disponibili sul sito Internet dell'FMI all'indirizzo http://www.imf.org.
4) Cfr. Guidotti, P., osservazioni al seminario G33 tenutosi a Bonn, Germania, l'11 marzo 1999; Greenspan, A., *Currency reserves and debt*, osservazioni espresse durante la *World Bank Conference on Recent Trends in Reserves Management*, Washington, DC, 29 aprile 1999 (consultabili all'indirizzo http://www.federalreserve.gov).

conto di tutti i potenziali fattori di deflusso delle riserve, ponderati per la loro probabilità di occorrenza, probabilità desunta dall'analisi degli eventi estremi (*tail-event analysis*) nei periodi di tensione sui mercati dei cambi osservati in passato[5]. Nell'approccio dell'FMI le proxy usate per i fattori di deflusso sono il debito con vita residua a breve termine, l'aggregato M2, le esportazioni e "altre passività sull'estero", definite come la somma delle consistenze in essere di passività sull'estero di portafoglio e quelle di altre passività sull'estero di investimento, al netto del debito con vita residua a breve termine. Pesi diversi sono utilizzati per i regimi di cambi fissi e per quelli a cambi flessibili, così da tenere conto della maggiore vulnerabilità di questi ultimi agli attacchi speculativi. Secondo l'indicatore ponderato per il rischio dell'FMI, la copertura richiesta in termini di riserve internazionali è compresa fra il 100 e il 150 per cento, con gli opportuni aggiustamenti legati alle specificità delle singole economie. Infine, va notato che uno dei modelli più comunemente utilizzati per determinare il livello ottimale delle disponibilità di riserve[6], quando applicato ai PECO con le ipotesi di calibrazione di base, forniscono risultati molto simili all'indicatore più tradizionale relativo al 100 per cento del debito a breve termine.

La figura B presenta le posizioni relative delle disponibilità di riserve internazionali dei PECO a fronte di una serie di indicatori dell'adeguatezza delle riserve. Tutti i PECO rispettano o superano almeno due dei parametri considerati. Inoltre tutti i PECO che perseguono un obiettivo di inflazione e la Bulgaria soddisfano la soglia inferiore dell'indicatore elaborato dall'FMI. La capacità delle economie baltiche

Figura B Indicatori dell'adeguatezza delle riserve dei PECO

(in percentuale del PIL nel 2011)



Fonti: country report dell'FMI, Special Data Dissemination Standard (FMI), Eurostat, dati nazionali e stime degli esperti della BCE.
Note: i dati sulle riserve internazionali si riferiscono alla fine di aprile 2012 e sono tratti dalle statistiche sulle attività di riserva ufficiale elaborate in applicazione dello schema per le riserve internazionali e per la liquidità in valuta estera definito dallo Special Data Dissemination Standard. Tutte le altre variabili si riferiscono al 2011 o all'ultimo anno disponibile. I dati sul debito con vita residua a breve termine sono tratti dai country report dell'FMI, disponibili sul sito internet: http://www.imf.org..

5) Cfr. *Assessing Reserve Adequacy*, staff paper dell'FMI, Washington, DC, febbraio 2011, pagg. 24-27 (disponibile sul sito Internet dell'FMI.http://www.imf.org).
6) Cfr. Jeanne, O. e Rancière, R., "The Optimal Level of International Reserves For Emerging Market Countries: A New Formula and Some Applications", *Discussion Papers* del CEPR, n. 6723, febbraio 2008.

a mantenere riserve inferiori rispetto agli altri PECO, evidenziata da questo indicatore, potrebbe risultare da fattori specifici a questi paesi, oppure potrebbe implicare che l'analisi delle banche centrali e dei mercati finanziari circa le vulnerabilità di queste economie, fondata su una valutazione dei loro squilibri interni ed esterni e sul vigore delle politiche correttive, produca una stima della probabilità di eventi estremi diversa da quella implicata dall'indicatore di adeguatezza dell'FMI.

In conclusione quindi, attualmente tutti i PECO evidenziano livelli in linea con diverse misure standard di adeguatezza delle riserve internazionali. Al tempo stesso, anche se un opportuno ammontare di riserve internazionali e la presenza di "reti di sicurezza" possono contribuire a ridurre le pressioni esterne, non possono essere in nessun caso considerati una soluzione alternativa all'attuazione di rigorose politiche macroeconomiche e prudenziali.

ALTRI PAESI EUROPEI

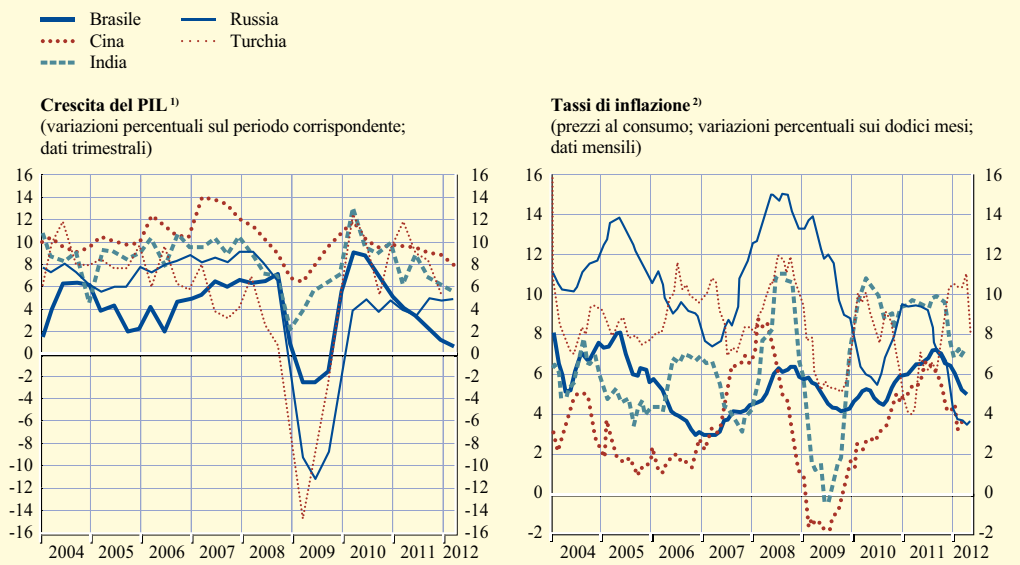
L'economia turca ha continuato a rallentare nel quarto trimestre del 2011: il tasso di crescita del PIL in termini reali è sceso al 5,2 per cento sul periodo corrispondente, dal 9,1 e 8,4 per cento dei due trimestri precedenti, portando la media per il 2011 all'8,5 per cento. Le statistiche confermano inoltre il perdurante processo di moderato aggiustamento fra le componenti della crescita a scapito della domanda interna e a favore delle esportazioni nette, il cui contributo positivo ha continuato ad aumentare. L'inflazione sui dodici mesi è scesa all'8,3 per cento a maggio 2012, come parziale conseguenza di effetti base favorevoli, dopo il massimo dell'11,1 per cento raggiunto in aprile. Nelle riunioni di aprile e maggio la banca centrale della Repubblica di Turchia ha lasciato invariato il tasso di riferimento principale, ma ha mantenuto al di sopra di tale livello il tasso di finanziamento effettivo. Si prevede in prospettiva che le condizioni finanziarie esterne più restrittive e la domanda più debole dell'area dell'euro moderino ulteriormente la crescita del PIL.

In Russia il PIL in termini reali è aumentato del 4,9 per cento sul periodo corrispondente nel primo trimestre del 2012, secondo la stima flash dell'ufficio statistico, dopo avere registrato risultati analogamente positivi nella seconda metà del 2011. La crescita ha continuato ad essere trainata dalla domanda interna, in presenza di un'accelerazione degli investimenti alla fine dello scorso anno, mentre le esportazioni nette hanno fornito un contributo negativo. La produzione industriale ha evidenziato un forte incremento nei primi mesi del 2012, per poi subire una sostanziale moderazione, e ad aprile risultava superiore dell'1,3 per cento rispetto a un anno prima. L'inflazione sui dodici mesi si è mantenuta invariata al minimo storico del 3,6 per cento in maggio, per gli andamenti favorevoli dei prezzi dei beni alimentari e la posticipazione dell'aumento dei prezzi amministrati alla metà dell'anno. La banca centrale russa mantiene i tassi ufficiali di riferimento inalterati dagli inizi dell'anno, adducendo i fattori temporanei alla base del calo sostanziale dell'inflazione. In prospettiva, se i prezzi delle materie prime mostreranno una buona capacità di tenuta, l'economia dovrebbe crescere a ritmi simili a quelli registrati negli ultimi anni.

PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nei paesi emergenti dell'Asia l'attività economica ha rallentato nel primo trimestre del 2012, di riflesso all'indebolimento delle esportazioni e degli investimenti. La minore crescita delle esportazioni nel primo trimestre ha riflesso principalmente il ristagno della domanda europea, mentre gli investimenti sono rimasti deboli come conseguenza della maggiore volatilità dei flussi di capitali e degli effetti ritardati di un inasprimento delle politiche monetarie interne. Ciò nonostante, l'impatto negativo degli andamenti sfavorevoli su scala mondiale è stato in parte compensato dalla tenuta dei consumi. L'inflazione sui dodici mesi è diminuita ulteriormente nel primo trimestre, a causa della debolezza dell'attività economica e della stabilizzazione dei prezzi delle materie prime a livello globale. Alla luce del calo delle pressioni

Figura 4 Principali andamenti delle maggiori economie emergenti



Fonti: dati nazionali.
1) Dati destagionalizzati per Brasile e Cina. Dati non destagionailizzati per India, Russia e Turchia. L'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2011 per la Turchia e al primo trimestre 2012 per gli altri paesi.
2) Inflazione WPI (Wholesale Price Index) per l'India. L'ultima osservazione si riferisce a maggio 2012 per Russia e Turchia e ad aprile 2012 per gli altri paesi.

inflazionistiche e dei rischi verso il basso per le prospettive economiche, alcune banche centrali della regione hanno recentemente adottato misure per allentare l'orientamento delle rispettive politiche.

In Cina la crescita del PIL in termini reali è scesa all'8,1 per cento sul periodo corrispondente nel primo trimestre del 2012, dall'8,9 dell'ultimo trimestre del 2011. Le condizioni esterne sono rimaste deboli, principalmente a causa del ristagno della domanda dell'area dell'euro. Il tasso di incremento delle esportazioni sul periodo corrispondente è di conseguenza sceso all'8,9 per cento nel primo trimestre e al 4,9 a fine aprile. L'avanzo del conto corrente è stato pari all'1,4 per cento del PIL nel primo trimestre del 2012, in calo rispetto al 2,7 per cento del 2011. Anche la domanda interna ha rallentato; le statistiche segnalano il ruolo crescente dei consumi come principale motore della crescita. Il settore immobiliare evidenzia un raffreddamento come conseguenza delle politiche restrittive, sebbene l'attività nell'ambito del programma pubblico di realizzazione di case popolari compensi in parte la flessione degli investimenti nel settore privato. Le spinte inflazionistiche si sono notevolmente allentate dalla fine del 2011, per l'indebolimento dell'attività economica e la stabilizzazione dei prezzi delle materie prime a livello internazionale. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa al 3,4 per cento ad aprile 2012, dal 3,6 di marzo. Su questo sfondo, e in presenza di crescenti rischi verso il basso derivanti dal peggiorare delle condizioni della domanda estera, l'orientamento monetario della Cina è stato ulteriormente allentato. A maggio la banca centrale della Repubblica popolare cinese ha ridotto la propria aliquota di riserva in due occasioni, portandola al 20 per cento per le grandi banche e al 18 per cento per le istituzioni più piccole. Le riserve in valuta estera sono aumentate di 124 miliardi di dollari statunitensi nel primo trimestre dell'anno, dopo il calo della fine del 2011, e in marzo erano pari a 3.300 miliardi.

In India la crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è scesa al 5,6 per cento nel primo trimestre del 2012 (dal 6,2 del quarto trimestre del 2011). Il tasso di incremento dei consumi

privati è calato al 6,1 per cento, mentre quello degli investimenti e delle esportazioni è salito rispettivamente al 3,6 e 18,1 per cento. L'inflazione sui dodici mesi dei prezzi all'ingrosso – utilizzata come misura preferenziale dell'inflazione dalla Reserve Bank of India – è diminuita al 7,2 per cento ad aprile 2012, dal 9,5 del 2011. La Reserve Bank of India ha di conseguenza ridotto di 50 punti base il suo tasso di interesse di riferimento, portandolo all'8 per cento in aprile.

Nella Corea del Sud il tasso di espansione del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è sceso al 2,8 per cento nel primo trimestre del 2012, dal 3,4 del quarto trimestre del 2011. Le esportazioni nette hanno contribuito a determinare questo calo, mentre la crescita degli investimenti e la spesa pubblica si è rafforzata (portandosi rispettivamente al 5,1 e 4,4 per cento). In aprile l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è diminuita ulteriormente, al 2,5 per cento (dal 2,6 di marzo), restando all'interno dell'intervallo obiettivo del 2-4 per cento fissato dalla banca centrale coreana. Quest'ultima ha mantenuto il tasso di riferimento al 3,25 per cento, invariato da giugno 2011.

Tra i paesi appartenenti all'ASEAN-5 (Filippine, Indonesia, Malesia, Singapore e Tailandia), l'Indonesia ha continuato a registrare tassi di crescita elevati (6,3 per cento sul periodo corrispondente nel primo trimestre del 2012) grazie alla tenuta degli investimenti e dei consumi privati. In Malesia e a Singapore il ritmo di espansione del PIL nel primo trimestre è sceso rispettivamente al 4,7 e 1,6 per cento sul periodo corrispondente, riflettendo in larga parte l'evoluzione delle esportazioni nette e della spesa pubblica. L'attività economica in Tailandia è cresciuta dello 0,4 per cento sul periodo corrispondente nel primo trimestre di quest'anno, segnando un recupero rispetto alla contrazione significativa (-8,9 per cento) del quarto trimestre del 2011, dopo le inondazioni più gravi della storia recente.

Si prevede in prospettiva che l'economia nei paesi emergenti dell'Asia continui a evidenziare una buona tenuta, poiché la debolezza della domanda estera dovrebbe essere compensata dal vigore dei consumi privati. Le spinte inflazionistiche dovrebbero verosimilmente registrare un'attenuazione ulteriore, dati i minori rischi di surriscaldamento. I principali rischi al ribasso per l'attività economica risiedono nei forti effetti di propagazione degli andamenti nelle maggiori economie avanzate e in un rapido riassorbimento degli squilibri interni in alcuni paesi della regione.

MEDIO ORIENTE E AFRICA

Nonostante il forte incremento della produzione di greggio in diverse economie, nel primo trimestre del 2012 i corsi petroliferi sono rimasti elevati e hanno sorretto l'attività economica nei paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente e dell'Africa. Oltre all'aumento delle forniture, anche l'orientamento espansivo delle politiche di bilancio e i maggiori consumi privati hanno contribuito alla crescita. Nei primi tre mesi del 2012 l'inflazione al consumo in alcuni di questi paesi è stata lievemente superiore rispetto al trimestre precedente.

Come reazione alle acuite incertezze circa l'offerta mondiale di greggio negli ultimi mesi, l'Arabia Saudita ha mantenuto la produzione su livelli molto elevati. L'economia ha inoltre continuato a rafforzarsi, grazie non soltanto al vigore delle esportazioni di petrolio ma anche alla vivacità della domanda dei consumatori e della spesa pubblica. Nel primo trimestre del 2012 l'inflazione al consumo sui dodici mesi è salita al 5,4 per cento, dal 5,2 del trimestre precedente, trainata dai prezzi dei beni alimentari.

Anche il resto della regione, se si eccettuano alcuni paesi, ha continuato a registrare andamenti economici positivi nonostante l'indebolimento del contesto esterno. La crescita è stata sorretta dai prezzi ancora elevati delle materie prime (non petrolifere) e da politiche macroeconomiche generalmente accomodanti. In gran parte delle economie importatrici di petrolio, l'inflazione si è mantenuta stabile nel primo trimestre del 2012.

In prospettiva, l'attività in gran parte della regione dovrebbe continuare a evidenziare una buona tenuta. In alcuni paesi aventi legami commerciali e finanziari più stretti con l'Europa e nelle economie ancora interessate da disordini sociali e incertezza politica si prevede una crescita relativamente modesta.

AMERICA LATINA

In America latina il prodotto ha decelerato nel 2011 e si ritiene che abbia registrato tassi di incremento modesti agli inizi del 2012. Ciò rispecchia principalmente l'impatto delle condizioni esterne e gli effetti ritardati dell'inasprimento delle politiche interne. Al tempo stesso le spinte inflazionistiche hanno evidenziato segnali di stabilizzazione su livelli piuttosto elevati in gran parte dei paesi agli inizi del 2012.

In Brasile l'economia ha subito un raffreddamento ai primi del 2012, seguendo una tendenza emersa agli inizi del 2010. La crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è stata pari allo 0,7 per cento nel primo trimestre del 2012, contro un massimo del 9,1 agli inizi del 2010 e una media del 2,7 nel 2011. Il rallentamento è stato piuttosto pronunciato nel settore manifatturiero nella seconda metà dello scorso anno e sostanziale nella parte iniziale del 2012. Le spinte inflazionistiche, seppur in calo, restano intense e nel primo trimestre del 2012 l'inflazione sui dodici mesi è stata pari al 5,7 per cento. In Argentina gli indicatori dell'attività economica hanno anch'essi evidenziato segnali sempre più forti di indebolimento dopo la crescita eccezionalmente vigorosa degli ultimi due anni. Nel quarto trimestre del 2011 il tasso di espansione del PIL in termini reali è di fatto sceso al 7 per cento, dopo essersi attestato attorno al 10 per cento nei trimestri precedenti. Al tempo stesso l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è rimasta prossima a livelli a due cifre nel primo trimestre del 2012. In Messico la crescita del PIL in termini reali è salita al 4,7 per cento nel primo trimestre del 2012, dal 3,9 dell'ultimo trimestre del 2011. L'hanno sorretta gli andamenti favorevoli del mercato del lavoro, la domanda estera degli Stati Uniti e, più in generale, i guadagni di competitività. L'inflazione al consumo sui dodici mesi è stata mediamente pari al 3,8 per cento nel primo trimestre, lievemente superiore ai livelli raggiunti nei trimestri precedenti.

In prospettiva, l'atteso miglioramento della domanda mondiale dovrebbe favorire la crescita nella regione. Si prevede che la domanda interna fornisca il contributo principale all'espansione del prodotto e che le esportazioni traggano beneficio dalla dinamica dell'interscambio sud-sud.

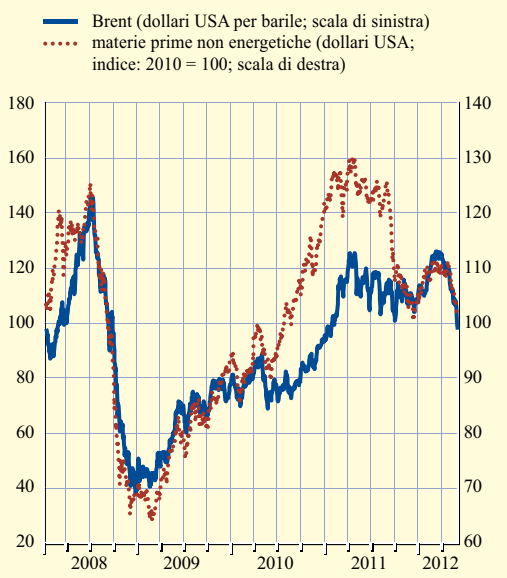
1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

I corsi petroliferi sono notevolmente calati dalla fine di marzo, interrompendo i forti incrementi messi a segno nel primo trimestre del 2012. Il 5 giugno il greggio di qualità Brent veniva quotato a 97,7 dollari per barile, un livello inferiore del 9 per cento rispetto agli inizi dell'anno e del 23 per cento nel confronto con il massimo del 2012 raggiunto il 14 marzo. In prospettiva, gli operatori si attendono prezzi lievemente inferiori nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti future con scadenza a dicembre 2013 che si collocano a 94,6 dollari per barile.

Tra fine marzo e gli inizi di giugno le quotazioni del greggio di qualità Brent sono scese di oltre 25 dollari per barile. Questa recente correzione al ribasso si è inserita sullo sfondo delle acuite incertezze circa le prospettive di crescita dell'economia mondiale, che sono state ulteriormente amplificate dalle rinnovate tensioni in alcuni mercati del debito sovrano dell'area dell'euro. Inoltre, per la prima volta dalla metà del 2011, a marzo la robusta offerta dell'OPEC in previsione dell'embargo imposto dall'UE sulle importazioni di petrolio dall'Iran, e l'evoluzione lievemente più stagnante della domanda di petrolio nel periodo recente, hanno fatto salire le scorte di greggio dei paesi

dell'OCSE su livelli corrispondenti alla media degli ultimi cinque anni. Infine, le attuali discussioni riguardo al possibile rilascio di scorte strategiche in caso di ulteriori turbative dal lato dell'offerta – recentemente rafforzate da una dichiarazione del G8 – hanno moderato notevolmente le spinte al rialzo sui prezzi connesse alle tensioni geopolitiche con l'Iran. Le quotazioni restano ancora soggette a pressioni verso l'alto provenienti dal lato dell'offerta, riconducibili in larga misura alle proiezioni modeste della produzione nei paesi non appartenenti all'OPEC e agli effetti dell'embargo imposto dall'UE sulle importazioni di greggio dall'Iran nella seconda metà dell'anno.

Figura 5 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWI.

I corsi delle materie prime non energetiche sono altresì diminuiti notevolmente ad aprile e a maggio, riassorbendo anch'essi gli aumenti registrati dagli inizi dell'anno. L'accresciuta incertezza circa le prospettive per la crescita mondiale costituisce la determinante principale del calo recente, soprattutto per quanto concerne i prezzi dei metalli. Per lo stesso motivo, anche le quotazioni dei semi oleosi e degli oli hanno registrato una sensibile caduta nel periodo recente, anche se permangono spinte verso l'alto connesse all'offerta e i prezzi restano superiori dell'11 per cento rispetto all'inizio del 2012. Ai primi di giugno l'indice aggregato dei prezzi in dollari delle materie prime non energetiche era inferiore del 2,1 per cento rispetto agli inizi dell'anno.

1.3 TASSI DI CAMBIO

IL TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Dalla fine di febbraio 2012 l'euro si è generalmente deprezzato in un contesto di volatilità che si è per lo più mantenuta su livelli relativamente bassi. Il 5 giugno il tasso di cambio effettivo nominale della moneta unica – misurato rispetto alle divise dei 20 più importanti partner commerciali dell'area – si collocava su un livello inferiore del 3,3 per cento a quello di fine febbraio e del 6,0 per cento alla media del 2011 (cfr. tavola 1 e figura 6).

I movimenti del tasso di cambio dell'euro dagli inizi di marzo sono rimasti in larga misura connessi al mutare della percezione degli operatori circa le prospettive economiche e di bilancio dei paesi dell'area dell'euro in relazione a quelle delle altre principali economie, oltre che all'evoluzione dei differenziali di rendimento attesi tra l'area e le altre economie avanzate. Dopo un miglioramento del clima di fiducia del mercato finanziario nel mese di marzo, a partire da aprile l'euro ha continuato a deprezzarsi, come conseguenza dei persistenti timori riguardo alle prospettive di bilancio di alcuni paesi dell'area.

Nel mercato valutario dell'euro la volatilità ha continuato a calare a marzo e aprile, scendendo su livelli inferiori alle medie storiche. Nel periodo successivo la volatilità implicita, soprattutto per quan-

Tavola 1 Andamenti dei tassi di cambio dell'euro [1)]

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

	peso nel TCE-20	tasso di cambio al 5 giugno 2012	apprezzamento (+)/deprezzamento (-) dell'euro al 5 giugno 2012		
			da:		*rispetto a:*
			29 febbraio 2012	2 gennaio 2012	media del 2011
Dollaro statunitense	16,9	1,243	-7,5	-3,9	-10,7
Sterlina britannica	14,9	0,810	-4,0	-3,0	-2,9
Renminbi cinese	18,8	7,915	-6,4	-2,9	-12,0
Yen giapponese	7,2	97,3	-9,9	-2,3	-12,4
Franco svizzero	6,5	1,201	-0,3	-1,2	-2,6
Zloty polacco	6,2	4,382	6,3	-2,0	6,3
Corona svedese	4,7	8,969	1,8	0,5	-0,7
Corona ceca	5,0	25,72	3,5	0,8	4,6
Won sudcoreano	3,9	1,467	-2,3	-1,8	-4,8
Fiorino ungherese	3,2	302,2	4,7	-3,9	8,2
TCEN [2)]		97,2	-3,3	-2,3	-6,0

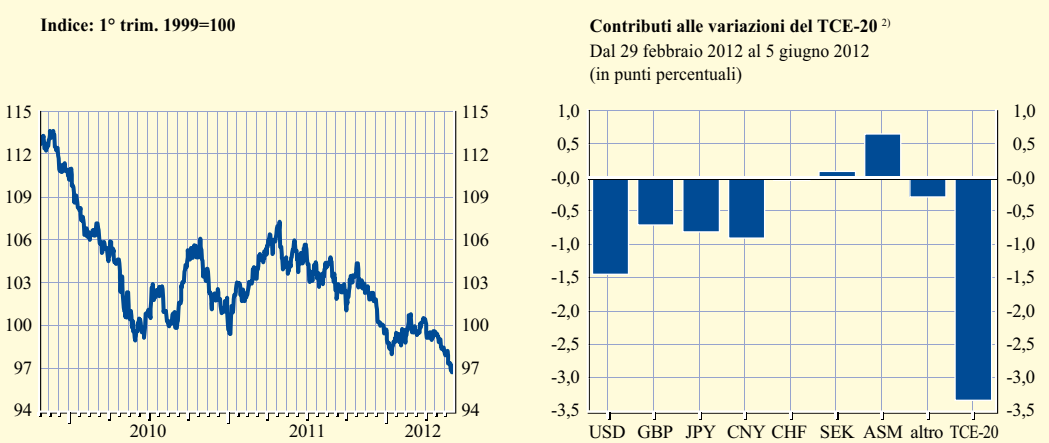
Fonte: BCE.
1) Tassi di cambio bilaterali in ordine decrescente calcolati utilizzando i pesi basati sull'interscambio commerciale relativi a ciascun paese nell'indice TCE-20.
2) Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro misurato rispetto alle divise dei 20 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro (TCE-20).

to riguarda il cambio euro/dollaro, è tornata ad aumentare in presenza di un peggioramento del clima di fiducia del mercato finanziario, pur mantenendosi prossima alle medie storiche (cfr. figura 7).

Per quanto riguarda gli indicatori di competitività internazionale di prezzo e di costo dell'area dell'euro, a maggio 2012 il tasso di cambio effettivo reale della moneta unica basato sui prezzi al consumo (e misurato rispetto alle divise dei 20 più importanti partner commerciali dell'area) era in-

Figura 6 Tasso di cambio effettivo dell'euro (TCE-20) e sue componenti [1)]

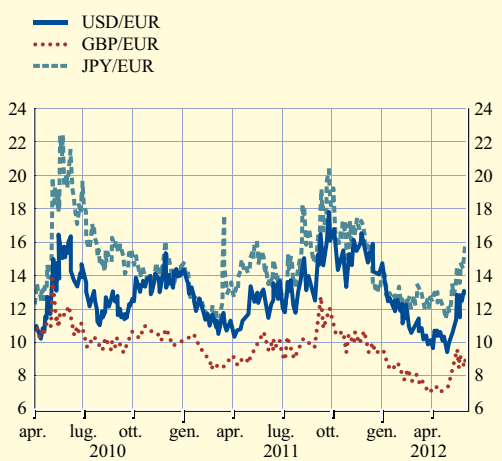
(dati giornalieri)



Fonte: BCE.
1) Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro nei confronti di 20 dei più importanti partner commerciali dell'area che includono tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.
2) I contributi alle variazioni del TCE-20 sono riportati singolarmente per le valute dei sei principali partner commerciali dell'area dell'euro. La categoria "Altri Stati membri (ASM)" si riferisce al contributo aggregato delle valute degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (eccetto la sterlina britannica e la corona svedese). La categoria "Altri" si riferisce al contributo aggregato dei rimanenti sei partner commerciali dell'area dell'euro nell'indice TCE-20. Le variazioni sono calcolate utilizzando i pesi basati sull'interscambio commerciale complessivo relativi a ciascun paese nell'indice TCE-20.

Figura 7 Tassi di cambio e volatilità implicite

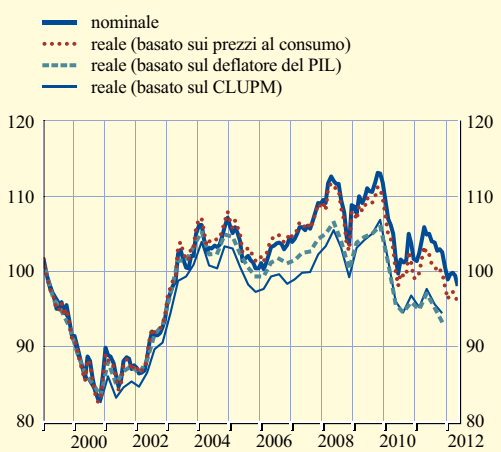
(dati giornalieri)



Fonte: Bloomberg.

Figura 8 Tasso di cambio effettivo dell'euro nominale e reale (TCE-20) [1)]

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



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

feriore del 3,6 per cento alla media del 2011 (cfr. figura 8). Ciò ha riflesso in larga parte il deprezzamento nominale dell'euro dagli inizi del 2011, oltre che – in misura inferiore – il calo dell'inflazione al consumo nell'area rispetto a quella dei suoi principali partner commerciali.

I TASSI DI CAMBIO BILATERALI

Dagli inizi di marzo 2012, e in particolare dalla fine di aprile, l'euro si è deprezzato nei confronti del dollaro statunitense. Fra il 29 febbraio e il 5 giugno 2012, la moneta unica ha perso il 7,5 per cento rispetto al dollaro, portandosi su un livello inferiore del 10,7 per cento rispetto alla media del 2011 (cfr. figura 6 e tavola 1). Come indicato in precedenza, tale risultato va ricondotto principalmente alla mutata percezione circa la sostenibilità delle finanze pubbliche di alcuni paesi dell'area dell'euro e alle variazioni dei differenziali di rendimento tra le due aree economiche.

Nel periodo in esame l'euro si è deprezzato anche nei confronti dello yen giapponese e il 5 giugno è stato scambiato a un livello inferiore del 9,9 per cento a quello di fine febbraio e del 12,4 per cento alla media del 2011. Ciò ha riflesso in larga parte il rinnovato rafforzamento della divisa nipponica che, dopo essere scesa rispetto ai massimi storici raggiunti verso la fine dello scorso anno, si è notevolmente apprezzata su gran parte delle divise principali dalla metà di marzo.

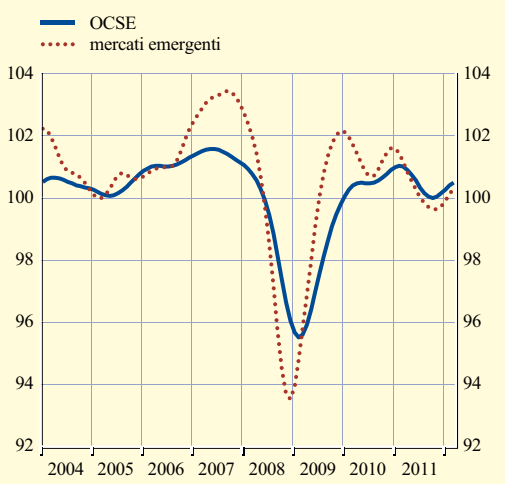
Per quanto concerne le altre monete, rispetto alla sterlina britannica l'euro ha seguito andamenti sostanzialmente analoghi a quelli evidenziati nei confronti delle altre valute principali, deprezzandosi in particolare a partire da aprile. Il 5 giugno 2012 il tasso di cambio della moneta unica con la sterlina era inferiore del 4,0 per cento al livello di fine febbraio e del 6,7 per cento rispetto alla media del 2011 (cfr. tavola 1). Nel periodo in esame l'euro si è altresì indebolito sul franco svizzero, perdendo lo 0,3 per cento, e il 5 giugno è stato scambiato su un livello inferiore del 2,6 per cento alla media del 2011. Si è invece rafforzato nel confronto con alcune altre divise europee – e più in particolare la corona ceca, il fiorino ungherese e lo zloty polacco (rispettivamente del 3,5, 4,7 e 6,3

per cento) – in quanto la maggiore avversione al rischio degli investitori internazionali da aprile di quest'anno ha influito in senso negativo sull'atteggiamento degli operatori dei mercati finanziari nei confronti della regione.

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

Figura 9 Indicatori anticipatori compositi 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.

1.4 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2012 confermano sostanzialmente la valutazione contenuta nelle precedenti proiezioni di marzo 2012, nelle quali si prefigurava un'intensificazione graduale del ritmo di espansione dell'economia mondiale. Ciò è coerente con l'indicatore anticipatore composito (CLI) dell'OCSE, che ha evidenziato una lieve ripresa a marzo. In particolare, il CLI segnala un altro leggero miglioramento dell'attività economica negli Stati Uniti e in Giappone. Anche i CLI relativi ai principali mercati emergenti (esclusa la Russia) hanno registrato un ulteriore rafforzamento. Il *World Economic Climate Indicator* dell'Ifo mostra altresì una prosecuzione della tendenza verso una ripresa dell'economia mondiale. Il miglioramento dell'indice va ricondotto principalmente alle aspettative più favorevoli per i sei mesi successivi, ma anche la situazione attuale è stata ritenuta lievemente migliore rispetto all'indagine precedente. Nonostante queste prospettive a breve termine, nel medio-lungo periodo si prevedono andamenti ancora modesti dell'economia mondiale poiché nei paesi avanzati dovrebbero perdurare significativi impedimenti alla crescita.

Le prospettive mondiali restano molto incerte. Le tensioni in alcuni dei principali segmenti dei mercati finanziari potrebbero diffondersi su scala mondiale, provocando effetti di ritorno negativi e perturbazioni nei mercati finanziari. Un altro rischio verso il basso per l'attività è costituito dagli squilibri di bilancio delle grandi economie avanzate. Un rapido mutamento del clima di fiducia degli operatori potrebbe altresì acuire il rischio di un disordinato riassorbimento degli squilibri mondiali. Inoltre, le tensioni geopolitiche in Medio Oriente rappresentano un rischio al rialzo per i prezzi petroliferi e un ulteriore rischio al ribasso per l'economia mondiale.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

Le forze che hanno avuto un impatto restrittivo sulla dinamica della moneta e del credito nel quarto trimestre del 2011 sono state controbilanciate nel primo trimestre del 2012 dalle misure di politica monetaria non convenzionali annunciate a dicembre del 2011. Grazie agli ampi afflussi mensili, nel primo trimestre la crescita di M3 ha segnato una ripresa. L'accelerazione di M3 ha evidenziato una netta differenziazione rispetto agli andamenti del credito al settore privato, il quale è rimasto debole dopo aver fatto osservare un afflusso solo modesto. Dal lato delle contropartite invece gli afflussi di M3 hanno trovato ampiamente riscontro negli acquisti di titoli di Stato. Il rafforzamento della crescita di M3 nel primo trimestre si è in parte invertito ad aprile, a seguito di un consistente deflusso mensile. Quest'ultimo tuttavia va ricondotto a transazioni condotte all'interno del settore finanziario, piuttosto che alle scelte allocative di famiglie e società non finanziarie. Inoltre, contrariamente a quanto osservato alla fine del 2011, il deflusso di aprile è avvenuto in un contesto caratterizzato da un'espansione dei prestiti al settore privato non finanziario e da flussi negativi contenuti per le attività nette sull'estero. Nel complesso, considerato che il ritmo dell'espansione di fondo della moneta resta moderato, l'analisi monetaria indica che i rischi per la stabilità dei prezzi a medio termine sono sostanzialmente bilanciati. Al tempo stesso, le prospettive di inflazione continuano ad essere caratterizzate da una forte incertezza.

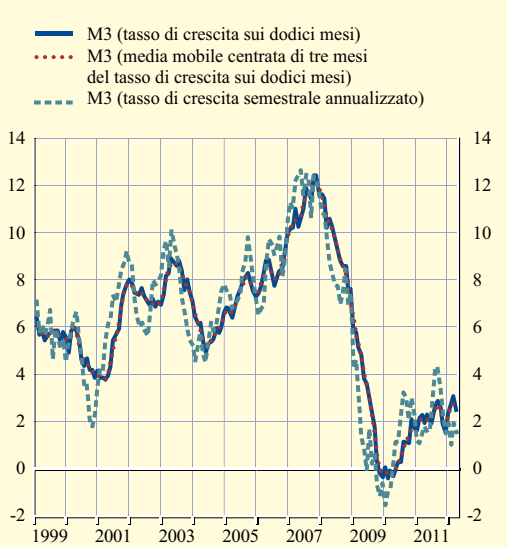
AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente di M3 è stato del 2,5 per cento in aprile 2012, collocandosi su un livello lievemente inferiore alla media dei tassi relativi ai primi tre mesi dell'anno (cfr. figura 10). Tuttavia, la crescita sui dodici mesi di M3 è fortemente aumentata nel primo trimestre, così come si può vedere dal confronto del dato di dicembre (1,5 per cento) con quello di marzo (3,1 per cento). Il primo trimestre del 2012 è stato caratterizzato da ampi afflussi mensili, riconducibili probabilmente al notevole impatto esercitato dal maggiore ricorso al finanziamento dell'Eurosistema erogato tramite le due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre anni. Questi flussi positivi hanno segnato un'inversione di tendenza rispetto al brusco rallentamento della moneta nel quarto trimestre del 2011, quando M3 aveva registrato tre consecutivi deflussi mensili. Sebbene la moderazione di aprile sia imputabile all'ampio flusso negativo evidenziato nel corso del mese, i contributi dei singoli settori a tale deflusso e gli andamenti che vi hanno fatto riscontro dal lato delle contropartite di M3 indicano che essa dovrebbe avere carattere temporaneo ed essere differente dai deflussi osservati nel quarto trimestre del 2011.

Gli afflussi di M3 nel corso del primo trimestre hanno interessato tutte le sue componenti, ma sono stati particolarmente robusti per i depositi a breve termine. Le famiglie hanno aumentato sensibilmente le proprie consistenze di depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight* a fronte degli elevati livelli di remunerazione di questi strumenti, specie in alcuni paesi dell'area dell'euro. In questi paesi, la sempre più serrata concorrenza per

Figura 10 Crescita di M3

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



Fonte: BCE.

assicurarsi una raccolta stabile ha spinto le istituzioni creditizie ad offrire maggiori rendimenti su questa tipologia di strumenti, rendendo i depositi a termine a breve scadenza e i depositi a risparmio a breve termine più interessanti di quanto sarebbero normalmente tenendo conto del livello attuale dei tassi di riferimento della BCE. Nel contempo, gli intermediari finanziari non monetari (in particolare i fondi di investimento) hanno venduto quote di titoli di Stato, collocando una parte dei proventi in depositi a breve termine. Il deflusso relativo a M3 in aprile va principalmente ricondotto alla riduzione dei depositi *overnight* detenuti dagli intermediari finanziari non monetari diversi dalle società di assicurazione e dai fondi pensione (AIF). Considerata la volatilità delle scelte di detenzione di moneta degli AIF e i fattori transitori che spesso le determinano, il deflusso di aprile va interpretato con cautela.

Con la ripresa osservata nel primo trimestre del 2012, gli andamenti di M3 si sono nettamente differenziati da quelli del credito al settore privato, che è rimasto debole dopo aver evidenziato un afflusso solo modesto. Dal lato delle contropartite invece gli afflussi di M3 hanno in gran parte riflesso gli acquisti di titoli di Stato, in particolare in alcuni paesi dell'area dell'euro, nonché la riduzione delle passività finanziarie a più lungo termine, ascrivibili ai riacquisti da parte delle IFM di titoli di debito a più lungo termine. Inoltre, la liquidità ottenuta tramite le due ORLT a tre anni è stata impiegata dalle IFM per rimborsare titoli di debito a più lungo termine in scadenza. In aprile le principali contropartite ai deflussi di M3 sono state: le vendite di titoli del settore privato detenuti dalle IFM (riconducibili in parte a operazioni inverse alle precedenti attività di cartolarizzazione), il rimborso di prestiti agli intermediari finanziari non monetari (connesso principalmente ad operazioni pronti contro termine attive condotte tramite controparti centrali, CCP) e del credito alle amministrazioni pubbliche; i prestiti al settore privato non finanziario per contro hanno evidenziato un flusso positivo.

Le principali attività detenute dalle IFM dell'area dell'euro (escluso l'Eurosistema) sono aumentate considerevolmente nel primo trimestre del 2012, per poi contrarsi in aprile. La liquidità ottenuta tramite le due ORLT a tre anni ha consentito alle IFM dell'area di acquistare attività finanziarie, in particolare titoli di debito emessi da governi dell'area dell'euro e da IFM. I fondi presi in prestito dall'Eurosistema da parte delle istituzioni creditizie dell'area circolano in modo meccanico all'interno di un sistema chiuso, di cui fanno parte le entità che detengono depositi presso l'Eurosistema, vale a dire le stesse istituzioni creditizie dell'area e le amministrazioni pubbliche. È naturale quindi che l'aumento del rifinanziamento presso l'Eurosistema si rispecchi prevalentemente in un aumento dei depositi detenuti presso di esso (anche se tali depositi fanno capo per la maggior parte a istituzioni creditizie diverse da quelle che hanno richiesto i fondi dell'Eurosistema). La contrazione delle principali attività delle IFM in aprile è principalmente imputabile alla diminuzione delle attività sull'estero, ma anche a una diminuzione delle operazioni fra IFM (quali le operazioni di prestito, comprese quelle condotte tramite CCP) e delle consistenze di titoli di Stato e del settore privato.

Nel complesso, i dati fino ad aprile suggeriscono che i fattori che hanno esercitato un impatto restrittivo sugli andamenti della moneta e del credito nel quarto trimestre del 2011 sono stati controbilanciati nel primo trimestre del 2012 dagli effetti positivi delle misure non convenzionali di politica monetaria annunciate a dicembre del 2011. Tali misure hanno evitato una disordinata riduzione dei livelli di indebitamento, che avrebbe potuto avere gravi ripercussioni per l'economia. È probabile che il calo di M3 ad aprile rifletta transazioni a carattere temporaneo; esso differisce pertanto dal calo osservato alla fine del 2011, poiché, contrariamente agli andamenti di quel periodo, ha avuto luogo in un contesto caratterizzato da un aumento dei prestiti al settore privato non finanziario e da deflussi modesti delle attività nette sull'estero. L'andamento di aprile inoltre è riconducibile a transazioni condotte all'interno del settore finanziario, piuttosto che alle scelte allocative di famiglie e società non finanziarie. Nel contempo, il deflusso da M3 è stato accompagnato da un'interruzione dell'erogazione di credito alle amministrazioni pubbliche, il quale aveva rappresentato la principale fonte di creazione di moneta nel primo trimestre del 2012.

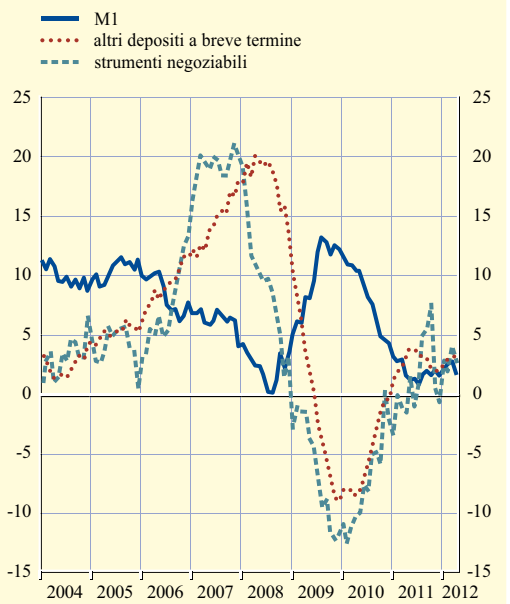
PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Nel primo trimestre del 2012 l'aumento del tasso di crescita sul periodo corrispondente sia dell'aggregato monetario ristretto M1 (in particolare dei depositi *overnight*), sia dei depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight* è stato il fattore trainante dell'accelerazione di M3. La dinamica dell'aggregato ampio si è invece indebolita ad aprile, a seguito del marcato calo dei tassi di variazione dei depositi *overnight* e degli strumenti negoziabili (cfr. figura 11).

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente di M1 è salito al 2,3 per cento nel primo trimestre del 2012, dall'1,9 del trimestre precedente, per effetto dei significativi flussi positivi di depositi *overnight*. Dopo aver registrato una serie di ampi afflussi nel primo trimestre, in aprile M3 ha evidenziato un consistente deflusso (pari a -0,6 per cento sul mese precedente; cfr. tavola 2), riconducibile alla riduzione dei depositi *overnight* detenuti dal settore degli AIF. Tuttavia, poiché le consistenze di moneta degli AIF sono caratterizzate da una notevole volatilità

Figura 11 Principali componenti di M3

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



Fonte: BCE.

Tavola 2 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie

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

	Consistenze in essere in percentuale di M3 [1]	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 4° trim.	2012 1° trim.	2012 mar.	2012 apr.
M1	**48,8**	**1,7**	**1,4**	**1,9**	**2,3**	**2,8**	**1,8**
Banconote e monete in circolazione	8,6	4,2	4,5	6,2	6,1	5,5	5,5
Depositi *overnight*	40,1	1,1	0,8	1,0	1,5	2,2	1,0
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	39,7	3,4	3,4	2,3	2,7	3,2	3,2
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	19,5	2,3	3,1	2,0	3,4	3,9	3,8
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	20,2	4,5	3,7	2,5	2,1	2,5	2,7
M2	**88,4**	**2,4**	**2,3**	**2,1**	**2,5**	**3,0**	**2,4**
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	11,6	-0,3	2,7	3,4	2,2	4,1	2,9
M3	**100,0**	**2,1**	**2,4**	**2,2**	**2,4**	**3,1**	**2,5**
Credito a residenti nell'area dell'euro		**3,1**	**2,4**	**1,4**	**1,4**	**1,8**	**1,4**
Credito alle amministrazioni pubbliche		6,5	5,2	1,4	5,1	7,5	7,7
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		10,7	7,0	-2,2	-4,7	-4,4	-2,9
Credito al settore privato		2,3	1,8	1,4	0,6	0,5	0,0
Prestiti al settore privato		2,6	2,5	2,1	0,9	0,6	0,3
Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e la cartolarizzazione [2]		2,9	2,7	2,3	1,3	1,2	0,8
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		**3,4**	**3,6**	**2,7**	**0,5**	**-0,9**	**-1,8**

Fonte: BCE.
1) Alla fine dell'ultimo mese disponibile. Eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.
2) Corretti per la cancellazione dei prestiti dei bilanci delle IFM in virtù delle loro cessione o cartolarizzazione.

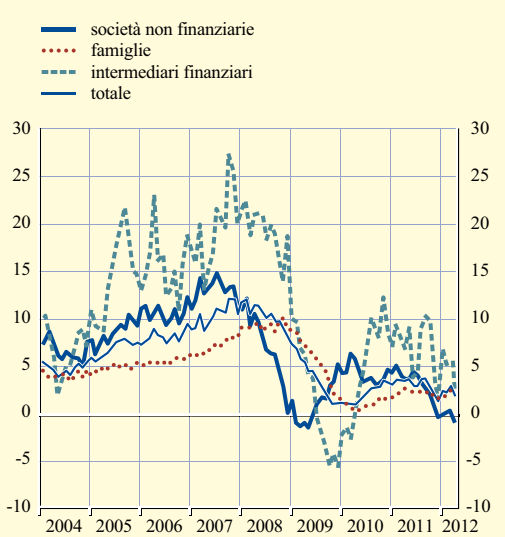
nel tempo, il consistente deflusso di aprile va considerato in congiunzione con gli ampi flussi positivi evidenziati dai depositi *overnight* di questo settore nel primo trimestre del 2012.

Il tasso di espansione sul periodo corrispondente dei depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight* è salito al 2,7 per cento nel primo trimestre del 2012, dal 2,3 del trimestre precedente. Gli afflussi relativi a questi strumenti sono ascrivibili principalmente alle famiglie, che hanno spostato fondi dai depositi *overnight* e da strumenti non compresi in M3. Questi fondi sono stati destinati prevalentemente ai depositi a termine a breve scadenza (depositi con durata prestabilita fino a due anni), coerentemente con il tentativo delle istituzioni creditizie, soprattutto in specifici paesi dell'area, di assicurarsi una raccolta stabile offrendo tassi di interesse appetibili. In aprile, questi flussi si sono in parte invertiti, in particolare poiché le famiglie hanno riallocato fondi dai depositi a termine a breve scadenza ai depositi a risparmio a breve termine (depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi) e ai depositi *overnight*.

In linea con il profilo emerso negli ultimi trimestri, il tasso di variazione sul periodo corrispondente degli strumenti negoziabili ha continuato a mostrare andamenti contrastanti, scendendo al 2,2 per cento nel primo trimestre, dal 3,4 del trimestre precedente, malgrado i significativi afflussi registrati a febbraio e marzo. Come nei trimestri precedenti, sugli andamenti degli strumenti negoziabili ha influito principalmente la dinamica dei contratti pronti contro termine condotti tramite controparti centrali, che hanno in larga parte riflesso operazioni interbancarie garantite. I flussi ampiamente negativi relativi a questi contratti nel quarto trimestre del 2011 in un contesto di tensioni sui mercati finanziari si sono in parte invertiti nel trimestre successivo, sospinti dai significativi afflussi nei primi due mesi del 2012, per poi tornare negativi da marzo. Le consistenze di titoli di debito a breve termine delle IFM (titoli di debito con scadenza fino a due anni) hanno registrato un flusso positivo nel primo trimestre del 2012, per effetto delle migliorate condizioni di mercato – soprattutto nel segmento a breve – determinate dall'attuazione delle due ORLT a tre anni. L'andamento potrebbe altresì riflettere la nuova definizione di fondo comune monetario adottata dall'Eurosistema. La nuova definizione ha comportato un aumento del numero dei fondi di investimento (compresi nel settore detentore di moneta) che acquistano obbligazioni a breve termine. I flussi relativi alle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari sono divenuti positivi verso la fine del trimestre. Dato che i fondi comuni monetari (i quali fanno parte del settore emittente moneta) hanno utilizzato una quota di quelle disponibilità per acquistare titoli di debito a breve termine delle IFM, ciò ha contribuito ai flussi negativi fatti osservare ad aprile dalle consistenze di questi strumenti del settore detentore di moneta.

Figura 12 Depositi a breve termine e operazioni pronti contro termine

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



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

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei depositi di M3, che comprendono depositi a breve termine e contratti pronti contro termine e rappresentano l'aggregato monetario più ampio per cui sono disponibili informazioni affidabili a livello settoriale, è sceso al 2,3 per cento nel primo trimestre, dal 2,6 del trimestre precedente (cfr. figura 12). Nel trimestre in esame tutti i settori hanno registrato afflussi generalizzati, ad

eccezione delle società non finanziarie, che hanno ridotto le proprie consistenze di depositi compresi in M3. L'aumento più rilevante è ascrivibile alle famiglie, che hanno accresciuto le proprie consistenze di depositi a breve termine. In aprile, i deflussi di depositi di M3 sono da imputare soprattutto al settore degli AIF. Anche i depositi detenuti dalle società non finanziarie si sono ridotti, mentre quelli delle famiglie hanno continuato ad aumentare.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto concerne le contropartite di M3, il tasso di incremento sul periodo corrispondente del credito totale delle IFM ai residenti dell'area dell'euro è rimasto invariato all'1,4 per cento sia nel primo trimestre del 2012 sia in aprile (cfr. tavola 2). Tuttavia, i primi quattro mesi dell'anno hanno visto dinamiche contrastanti del tasso di crescita sui dodici mesi del credito alle amministrazioni pubbliche e del credito al settore privato.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente del credito delle IFM alle amministrazioni pubbliche è salito al 5,1 per cento nel primo trimestre, dall'1,4 del trimestre precedente. L'incremento è ascrivibile principalmente agli ampi volumi di titoli di Stato acquistati dalle IFM. Mentre nel quarto trimestre del 2011 tali acquisti erano stati effettuati dalle banche centrali dell'Eurosistema nell'ambito del Programma per i mercati dei titoli finanziari (Securities Markets Programme) nel primo trimestre gli acquisti sono stati effettuati da IFM diverse dalle banche centrali. In gran parte ciò ha probabilmente riflesso l'esigenza di investire, almeno a breve termine, il considerevole ammontare di liquidità detenuto dalle banche a seguito delle due ORLT a tre anni; in effetti, data l'incertezza riguardo la disponibilità futura di fondi, le istituzioni creditizie hanno prefinanziato i propri obblighi futuri di pagamento per poterli onorare al momento della scadenza. Questa ipotesi è avvalorata dal fatto che, dopo cinque mesi consecutivi di acquisti netti, le consistenze di titoli di Stato sono diminuite ad aprile, sebbene in un contesto di emissioni nette negative di tali strumenti in alcuni paesi dove gli acquisti si erano concentrati nei mesi precedenti.

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente del credito delle IFM al settore privato è sceso allo 0,6 per cento nel primo trimestre del 2012, dall'1,4 per cento del trimestre precedente, per calare ulteriormente ad aprile e collocarsi su un livello pari a zero. Nel primo trimestre del 2012 il credito al settore privato ha registrato un notevole flusso positivo che è stato quasi interamente invertito ad aprile per via di un marcato deflusso mensile. All'origine di quest'ultimo, tuttavia, vi sono attività riferibili a controparti del settore finanziario. In primo luogo, gli acquisti da parte delle IFM dell'area dell'euro di azioni del settore privato e detenute da fondi di investimento sono risultati inferiori agli anni precedenti (tali acquisti avvengono tipicamente in corrispondenza del periodo delle assemblee degli azionisti delle società non finanziarie), contribuendo così alle vendite nette di tali titoli. In secondo luogo, la liquidazione di operazioni di autocartolarizzazione ha portato a gran parte del calo delle consistenze di titoli del settore privato diversi dalle azioni. Infine, vi è stata una contrazione dei prestiti agli AIF, principalmente di riflesso alle operazioni pronti contro termine attive con le CCP, che ha condotto al rimborso di prestiti al settore privato.

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei prestiti al settore privato corretti per le cessioni e le cartolarizzazione è diminuito all'1,3 per cento nel primo trimestre del 2012, dal 2,3 del trimestre precedente (cfr. tavola 2). La crescita significativa dei prestiti al settore privato in gennaio è stata ampiamente compensata dai rimborsi netti di prestiti avvenuti fra febbraio e aprile. Questi deflussi hanno comportato un ulteriore calo del tasso di variazione, collocatosi allo 0,8 per cento in aprile, dall'1,2 di marzo. A livello di settore tuttavia nel primo trimestre sia i prestiti alle società di assicurazione e ai fondi pensione sia quelli alle società non finanziarie hanno evidenziato contrazioni significativamente più modeste rispetto al trimestre precedente. L'espansione dei prestiti alle famiglie e agli AIF è stata

relativamente sostenuta e, nel caso dei secondi, va ascritta alle operazioni pronti contro termine attive condotte tramite CCP. Per contro, gli andamenti di aprile mostrano che i prestiti al settore privato non finanziario sono aumentati, mentre sono diminuiti quelli al settore finanziario privato.

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle famiglie corretti per le cessioni e cartolarizzazioni è diminuito all'1,9 per cento nel primo trimestre, dal 2,3 del trimestre precedente, confermando così il rallentamento in atto dal secondo trimestre del 2011. L'andamento ha rispecchiato soprattutto il deterioramento delle prospettive dell'economia e dei mercati immobiliari residenziali, nonché la necessità di risanamento dei bilanci. In aprile il tasso di crescita corretto per le cessioni e cartolarizzazioni dei prestiti alle famiglie ha segnato un ulteriore lieve calo (collocandosi all'1,5 per cento dall'1,7 di marzo), nonostante il significativo afflusso mensile. I mutui per l'acquisto di abitazioni rimangono la principale forza trainante dei prestiti delle IFM alle famiglie. I dati corretti per le cartolarizzazioni segnalano un robusto afflusso trimestrale dei mutui per l'acquisto di abitazioni nel primo trimestre, analogo a quello del trimestre precedente. In aprile questa tipologia di prestiti ha evidenziato un ulteriore flusso mensile positivo, mentre sono continuati i rimborsi netti di credito al consumo (per maggiori dettagli, cfr. la sezione 2.7).

Nel primo trimestre il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie corretti per le cessioni e cartolarizzazioni è sceso allo 0,9 per cento, dal 2,1 del trimestre precedente. All'origine dell'andamento vi sono gli effetti base e i modesti rimborsi netti di prestiti alle società. Il tasso si è ulteriormente ridotto ad aprile, allo 0,7 per cento, nonostante un consistente afflusso mensile. Quest'ultimo ha interessato esclusivamente i prestiti a breve termine (con scadenza fino a un anno), mentre i prestiti a più lungo termine hanno evidenziato rimborsi netti (per maggiori dettagli, cfr. la sezione 2.6).

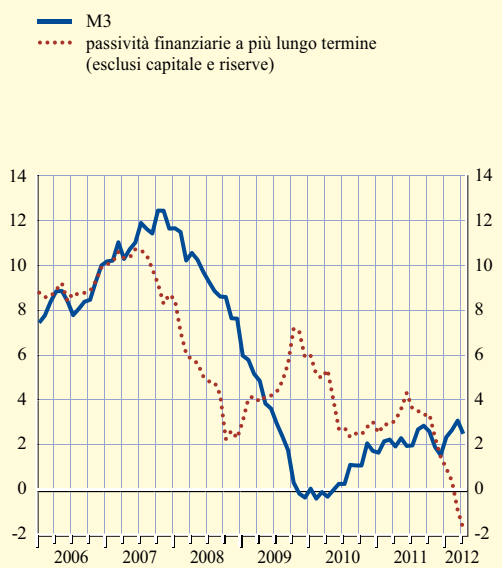
Nel complesso, i prestiti al settore privato non finanziario restano deboli in termini storici. Una significativa eterogeneità tra i paesi continua a caratterizzare sia i livelli sia le dinamiche dei tassi di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti alle famiglie e di quelli alle società non finanziarie. È probabile che ciò rifletta le differenze tra le prospettive dell'economia e del mercato immobiliare residenziale dei vari paesi, nonché i livelli di indebitamento dei singoli settori. L'adeguamento di questi livelli nell'ambito della correzione della precedente crescita eccessiva dei prestiti sta contribuendo alla debolezza di questi ultimi.

In prospettiva, tenuto conto delle proiezioni per l'attività economica il perdurare di una crescita modesta dei prestiti alle famiglie e l'ulteriore rallentamento dei prestiti alle società non finanziarie sarebbero coerenti con le regolarità storiche relative a questi due settori, in base alle quali i prestiti alle famiglie si muoverebbero parallelamente alla dinamica economica, mentre i prestiti alle società non finanziarie seguirebbero con un certo ritardo. Sarebbero inoltre coerenti con la valutazione secondo la quale occorreranno diversi trimestri prima che possano concretarsi appieno gli effetti delle ORLT a tre anni.

Riguardo alle altre contropartite di M3, il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) è diminuito al -1,8 per cento in aprile, contro lo 0,5 e il 2,7 per cento rispettivamente nel primo trimestre del 2012 e nel quarto trimestre del 2011 (cfr. figura 13). Un notevole deflusso è stato registrato per il secondo trimestre consecutivo, contribuendo così positivamente alla dinamica monetaria. Questo deflusso è ascrivibile in larga parte all'ulteriore sostanziale contrazione, su base consolidata, delle consistenze di titoli di debito a più lungo termine delle IFM, dato che le IFM hanno comperato tali titoli nel contesto dei programmi di riacquisto volti a migliorare la propria posizione patrimoniale e resi in parte possibili dalla liquidità ottenuta tramite le ORLT a tre anni. Questa liquidità inoltre ha in parte supplito ai finanziamenti legati ai

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

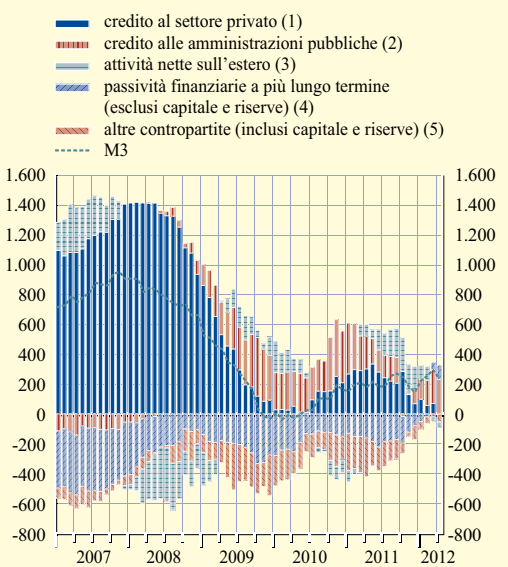
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Figura 14 Contropartite di M3

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



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

titoli di debito rimborsati nel corso di questo periodo. In misura minore, questo deflusso è da ricondurre a una riduzione dei depositi a più lungo termine nel contesto della liquidazione di precedenti operazioni di cartolarizzazione, in cui i prestiti non erano stati cancellati dai bilanci bancari. I dati di aprile evidenziano un'ulteriore contrazione dei titoli di debito a più lungo termine delle IFM, imputabile a un calo dello stock di titoli di debito emessi, piuttosto che a un aumento degli acquisti da parte delle IFM.

Nel primo trimestre del 2012 un deflusso è stato registrato per la posizione netta sull'estero delle IFM dell'area dell'euro, la quale comprende i flussi di capitale da e verso il settore detentore di moneta dell'area intermediati dalle IFM, nonché i trasferimenti delle attività emesse dal settore detentore di moneta. Il riquadro 3 *Andamenti nel conto finanziario della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro fino a marzo 2012* analizza in dettaglio le transazioni all'origine di questi flussi di capitale. Un modesto deflusso è stato osservato anche in aprile (cfr. figura 14). Questi flussi negativi hanno rispecchiato gli ulteriori acquisti netti di attività estere da parte del settore detentore di moneta, acquisti finanziati usando strumenti compresi in M3.

Riquadro 3

ANDAMENTI NEL CONTO FINANZIARIO DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI DELL'AREA DELL'EURO FINO A MARZO 2012

Questo riquadro analizza gli andamenti recenti nel conto finanziario della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro fino al primo trimestre del 2012. Nei dodici mesi terminanti a marzo 2012

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

(miliardi di euro; dati non destagionalizzati)

	2012		Saldi cumulati sui tre mesi				Saldi cumulati sui 12 mesi	
			2011			2012	2011	2012
	feb.	mar.	giu.	set.	dic.	mar.	mar.	mar.
Conto finanziario[1]	0,3	-19,0	21,2	3,5	-44,0	-8,3	-15,0	-27,6
Investimenti diretti e di portafoglio netti	16,0	-53,8	107,2	15,8	-59,1	-87,6	168,9	-23,6
Investimenti diretti netti	-3,4	-18,4	-31,8	-19,2	-57,3	-28,2	-111,7	-136,5
Investimenti di portafoglio netti	19,4	-35,4	139,1	35,0	-1,8	-59,4	280,7	112,8
Azioni e altre partecipazioni	-1,6	13,4	-31,1	31,4	79,0	18,8	201,2	98,2
Strumenti di debito	21,0	-48,8	170,1	3,6	-80,8	-78,2	79,5	14,7
Obbligazioni e *note*	22,3	-25,6	145,3	19,9	-9,9	-55,8	66,7	99,5
Strumenti del mercato monetario	-1,3	-23,2	24,9	-16,4	-70,9	-22,4	12,8	-84,9
Altri investimenti netti	-18,9	38,5	-94,1	-1,2	31,0	84,5	-183,9	20,1
di cui: settore detentore di moneta[2]								
Investimenti diretti netti	-7,7	-17,4	-25,2	-18,8	-56,0	-28,6	-99,8	-128,6
Investimenti di portafoglio netti	22,0	-4,7	79,7	19,9	-11,3	-16,9	30,9	71,4
Azioni e altre partecipazioni	1,6	16,6	-23,5	29,1	40,9	20,4	198,1	67,0
Strumenti di debito	20,4	-21,3	103,2	-9,2	-52,2	-37,3	-167,2	4,4
Altri investimenti netti	-0,5	-12,3	-17,3	24,6	10,1	-11,3	-5,4	6,2

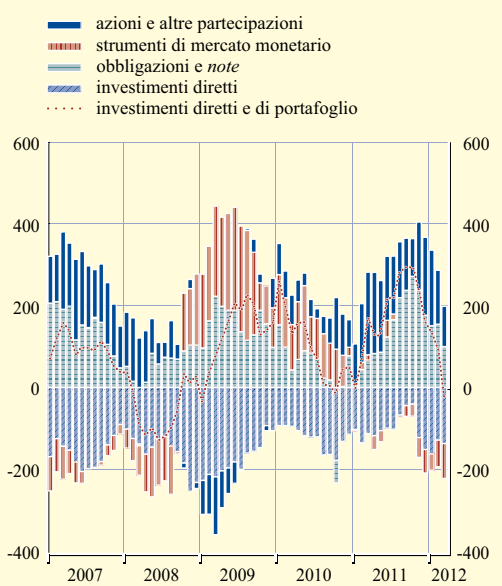
Fonte: BCE.
Nota: eventuali mancate quadrature nei totali possono derivare da arrotondamenti.
1) Saldi (flussi netti). Un segno positivo (negativo) sta a indicare un afflusso (deflusso) netto.
2) Amministrazioni pubbliche e altri settori della bilancia dei pagamenti.

gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme deflussi netti, sostanzialmente controbilanciati dagli afflussi netti per "altri investimenti" (cfr. la tavola e la figura). Per quanto concerne gli investimenti di portafoglio, alla riduzione delle consistenze di titoli esteri operata dagli investitori sia residenti sia non residenti nella seconda metà del 2011 hanno fatto seguito alcuni segnali di normalizzazione nel primo trimestre del 2012 con il ritorno agli acquisti netti. In particolare, per la prima volta dal tracollo di Lehman Brothers, le IFM dell'area hanno investito in titoli esteri e sono riuscite a ottenere liquidità sotto forma di prestiti e depositi.

Gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme deflussi netti per 23,6 miliardi di euro nei 12 mesi terminanti a marzo 2012, contro afflussi netti per 168,9 miliardi un anno prima. Il mutamento di direzione va ricondotto principalmente ai minori afflussi netti per investimenti di portafoglio nella seconda metà del 2011 e in particolare

Figura A Principali voci del conto finanziario

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



Fonte: BCE.

nell'ultimo trimestre, un periodo contraddistinto da una volatilità eccezionalmente elevata e da cambiamenti repentini del clima di fiducia degli operatori e del comportamento degli investitori. Si è verificato un rimpatrio bidirezionale dei capitali: i residenti dell'area hanno ritirato fondi precedentemente investiti in titoli esteri e i non residenti hanno smobilizzato le loro disponibilità di strumenti dell'area (soprattutto titoli di debito emessi dalle Amministrazioni pubbliche). Poiché i flussi in uscita sono stati lievemente superiori a quelli in entrata, il saldo del conto degli investimenti di portafoglio è passato in negativo. Il rimpatrio bidirezionale dei capitali si inserisce in un contesto di acuite tensioni sui mercati finanziari, con corsi azionari volatili e in discesa su scala internazionale. Tali fattori avrebbero pesato sul clima di fiducia degli operatori, in presenza di crescenti timori per le prospettive dell'economia mondiale, e sulla crescita dell'avversione al rischio.

Nel primo trimestre del 2012, tuttavia, sono ripresi gli acquisti netti sia di titoli esteri da parte dei residenti dell'area sia di strumenti dell'area da parte di non residenti; poiché i secondi sono stati inferiori ai primi, i deflussi netti per investimenti di portafoglio sono aumentati. L'allentamento delle tensioni sui mercati finanziari, sulla scia delle misure adottate per contrastare la crisi del debito sovrano, avrebbe esercitato effetti positivi sul clima di fiducia degli operatori e avrebbe determinato un lieve calo dell'avversione al rischio. Se nell'area dell'euro le IFM e gli altri operatori privati hanno ripreso a investire in titoli esteri, gli investitori non residenti hanno acquistato soprattutto titoli dell'area emessi dai settori diversi dalle IFM. I deflussi netti per investimenti di portafoglio originati in questi settori hanno inoltre fornito un contributo negativo alla liquidità nell'area, come in parte testimoniato dall'evoluzione dell'aggregato monetario ampio M3. Infatti, la presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti mostra come queste transazioni che interessano il settore detentore di moneta costituiscano un'immagine speculare al calo della posizione patrimoniale netta sull'estero delle IFM agli inizi del 2012 [1)].

Con riferimento alle IFM, per la prima volta dal periodo antecedente il tracollo di Lehman Brothers il trimestre iniziale del 2012 ha visto interrompersi la prolungata fase di sostenute vendite nette di titoli esteri da parte delle banche dell'area dell'euro. Il loro orientamento verso la vendita di attività sull'estero si sarebbe affievolito grazie al concorso di due fattori. Il primo è costituito dalle misure non convenzionali dell'Eurosistema e dagli interventi coordinati della BCE assieme ad altre cinque banche centrali sotto forma di accordi per lo scambio di liquidità nelle reciproche valute (linee di *swap*), che hanno offerto liquidità al sistema finanziario mondiale. Il secondo è presumibilmente rappresentato dalla ripresa degli investimenti esteri nelle IFM dell'area. Più in particolare, nel primo trimestre del 2012 le passività per "altri investimenti" delle IFM hanno registrato un incremento sensibile. Il fatto che le banche dell'area siano riuscite a rinnovare i depositi e i prestiti a breve termine in scadenza e che gli investitori esteri siano tornati a effettuare acquisti - seppur ancora modesti - di titoli emessi dalle banche dell'area suggerisce un allentamento delle condizioni di finanziamento. Entrambi i fattori avrebbero quindi ridotto la necessità per le IFM dell'area di smobilizzare fondi attraverso la vendita di attività estere non strategiche, in un contesto di ristrutturazione dei bilanci.

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

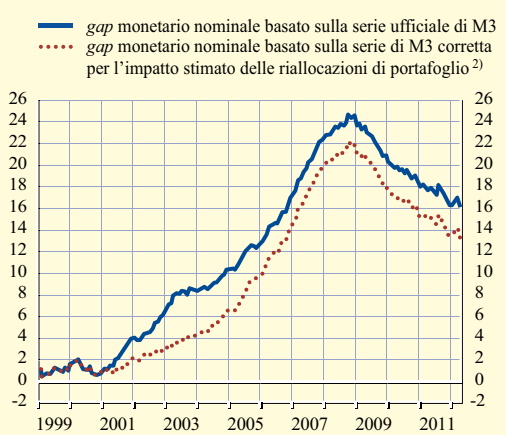
VALUTAZIONE COMPLESSIVA DELLE CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ NELL'AREA DELL'EURO

Gli afflussi registrati da M3 nel primo trimestre del 2012 hanno interrotto l'assorbimento della liquidità monetaria accumulatasi prima della crisi finanziaria (cfr. figure 15 e 16). I dati di aprile, tuttavia, suggeriscono che durante tale mese vi sia stato un ulteriore assorbimento. Nel complesso, gli indicatori della liquidità monetaria continuano ad indicare che l'eccesso di crescita registrato in passato dalla moneta e dal credito non è stato ancora pienamente riassorbito, nonostante la notevole correzione degli ultimi tre anni. È pertanto possibile attendersi che il riassorbimento dell'eccesso residuo incida negativamente sulla ripresa della moneta e del credito nell'area dell'euro. Ciò nondimeno, tali tipologie di misure delle condizioni di liquidita vanno interpretate con cautela poiché si basano su una stima della quantità di moneta detenuta in equilibrio, caratterizzata da una notevole incertezza. A riguardo, è da notare che secondo alcune misure i livelli della liquidità in eccesso sono già piuttosto bassi.

Nel complesso, il ritmo dell'espansione di fondo della moneta e del credito resta moderato. Il fatto che l'accelerazione di M3 nel primo trimestre dell'anno sia stata accompagnata da una netta differenziazione rispetto agli andamenti del credito al settore privato invita ad interpretare con cautela le possibili implicazioni di questo accenno di ripresa con riferimento ai rischi per la stabilità dei prezzi. In passato, la dinamica complessiva dell'aggregato monetario ha influito sulla crescita monetaria di fondo (con possibili implicazioni quindi per gli andamenti dei prezzi) solo quando si è protratta nel tempo e quando ha coinciso con andamenti analoghi del credito al settore privato. Sebbene le ORLT a tre anni abbiano notevolmente attenuato le difficoltà delle banche a reperire liquidità, una ripresa durevole del credito al settore privato richiederebbe altresì il ripristino della capacità delle banche all'assunzione di rischi e un recupero della domanda di credito bancario.

Figura 15 Stime del *gap* monetario nominale [1)]

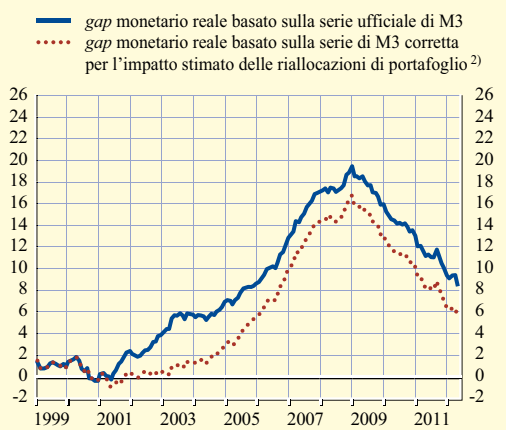
(in percentuale rispetto allo stock di M3; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario; dicembre 1998 = 0)



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

Figura 16 Stime del *gap* monetario reale [1)]

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



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

2.2 INVESTIMENTI FINANZIARI DEL SETTORE NON FINANZIARIO E INVESTITORI ISTITUZIONALI

SETTORI NON FINANZIARI

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari dei settori non finanziari è sceso significativamente nel quarto trimestre del 2011, riflettendo in parte una debole crescita del reddito delle famiglie e un saggio di risparmio storicamente basso. Il tasso di crescita degli investimenti finanziari da parte delle società di assicurazione e dei fondi pensione è sceso in maniera marcata, rispecchiando la sostanziale riduzione degli investimenti delle famiglie in riserve tecniche di assicurazione. Le prolungate tensioni sui mercati finanziari nel quarto trimestre del 2011 hanno indotto ulteriori considerevoli rimborsi netti per tutti i principali tipi di fondi di investimento. Tuttavia, un'inversione di tendenza si è registrata nel primo trimestre del 2012, ascrivibile alle positive ricadute delle misure di politica monetaria non convenzionali dell'Eurosistema.

Nel quarto trimestre del 2011 (il periodo più recente per il quale sono disponibili dati), il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari complessivi dei settori non finanziari è sceso al 2,6 per cento (dal 3,3 per cento del terzo trimestre), portandosi quindi su livelli prossimi al minimo registrato tra la fine del 2009 e gli inizi del 2010 (cfr. tavola 3). A tale andamento hanno contribuito quasi tutti i singoli strumenti, riflettendo la generale riluttanza ad investire da parte del settore privato, in presenza del clima di incertezza che caratterizza l'attività economica e i mercati finanziari. Solo i titoli di debito a breve termine hanno registrato un aumento significativo, in quanto potrebbero essere stati potenzialmente usati per collocare temporaneamente la liquidità.

In un'ottica settoriale, si evidenzia che tutti i settori hanno contribuito alla decelerazione degli investimenti finanziari nel quarto trimestre del 2011 (cfr. figura 17). Il più lento accumulo di attivi-

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale [1]	Tassi di crescita sul periodo corrispondente									
		2009 3° trim.	2009 4° trim.	2010 1° trim.	2010 2° trim.	2010 3° trim.	2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 4° trim.
Investimenti finanziari	**100**	**3,4**	**2,5**	**2,5**	**2,6**	**2,7**	**3,4**	**3,2**	**3,5**	**3,3**	**2,6**
Circolante e depositi	24	5,9	3,3	2,0	1,7	2,3	3,1	3,6	3,8	3,0	2,7
Titoli di debito, esclusi i prodotti finanziari derivati	6	-0,4	-3,2	-2,7	-2,8	-3,7	4,1	6,8	8,2	8,2	4,4
di cui: a breve termine	0	-32,8	-35,9	-26,3	-23,2	-8,8	-5,9	0,0	8,2	0,4	20,0
a lungo termine	5	4,5	1,9	0,5	-0,5	-3,2	5,1	7,4	8,2	8,9	3,2
Azioni e altri titoli di capitale, escluse le quote di fondi comuni	28	4,0	2,7	2,5	2,4	2,7	3,1	2,5	2,7	2,9	2,5
di cui: azioni quotate	5	4,7	4,6	5,3	3,8	3,3	3,9	1,5	1,9	3,6	2,5
azioni non quotate e altri titoli di capitale	22	3,8	2,2	1,8	2,1	2,5	2,8	2,8	2,9	2,7	2,5
Quote di fondi comuni	5	-0,7	2,8	1,1	-1,1	-1,6	-2,5	-3,2	-2,7	-4,8	-5,1
Riserve tecniche di assicurazione	16	3,6	4,4	5,0	4,8	4,7	4,3	3,5	3,1	2,5	1,9
Altre attività finanziarie [2]	22	1,6	1,6	3,4	4,7	4,5	4,9	4,3	4,8	5,4	4,7
M3 [3]		**1,8**	**-0,4**	**-0,1**	**0,3**	**1,1**	**1,7**	**2,2**	**1,9**	**2,8**	**1,5**

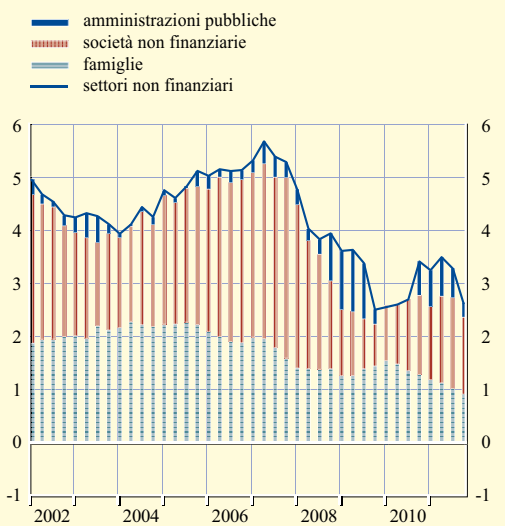
Fonte: BCE.
1) Dati relativi alla fine dell'ultimo trimestre per cui i dati sono disponibili. Eventuali mancate quadrature nei totali sono dovute ad arrotondamenti.
2) Le altre attività finanziarie comprendono i prestiti e altri conti attivi, che a loro volta includono, fra l'altro, i crediti al commercio concessi da società non finanziarie.
3) Dati di fine trimestre. L'aggregato monetario M3 comprende strumenti monetari detenuti dalle istituzioni diverse dalle IFM (ossia il settore non finanziario e gli intermediari finanziarii non monetari) presso le IFM e le amministrazioni centrali dell'area dell'euro.

tà finanziarie da parte delle famiglie riflette la perdurante dismissione di quote di fondi comuni e il ridotto investimento in riserve tecniche di assicurazione nel contesto della minore crescita del reddito nominale disponibile e di un saggio di risparmio storicamente basso. Stando alle statistiche sui fondi d'investimento, all'inizio del 2012 questa categoria di strumenti (in particolare i fondi obbligazionari) ha registrato ampi flussi positivi, indicando che le famiglie potrebbero aver accresciuto le proprie consistenze di quote di fondi comuni nel primo trimestre dell'anno.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari del settore delle amministrazioni pubbliche si è considerevolmente ridotto nel quarto trimestre del 2011. L'andamento è dovuto in gran parte a un effetto base, poiché è venuto meno l'impatto che i trasferimenti di attività dalle IFM alle *bad bank* avevano esercitato sul tasso di crescita nel quarto trimestre del 2010.

Figura 17 Investimenti finanziari dei settori non finanziari

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



Fonte: BCE.

Il più lento accumulo di attività finanziarie da parte di società non finanziarie nel quarto trimestre del 2011 è da ricondurre principalmente ai minori acquisti di azioni quotate. Informazioni più dettagliate sugli andamenti dei flussi finanziari e sul bilancio dei settori privati non finanziari sono fornite nelle sezioni 2.6 e 2.7 nonché – per tutti i settori istituzionali – nel riquadro *I conti integrati dell'area dell'euro per il quarto trimestre del 2011* nell'edizione di maggio 2012 del presente Bollettino.

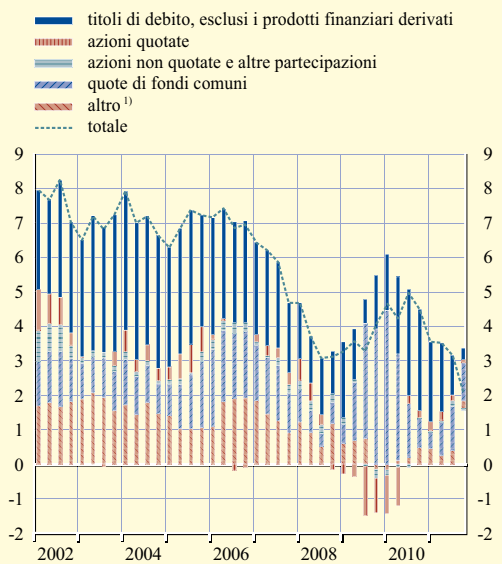
INVESTITORI ISTITUZIONALI

Il rallentamento degli investimenti delle famiglie in riserve tecniche di assicurazione, principale determinante delle disponibilità che possono essere investite dalle società di assicurazione e dai fondi pensione, spiega il calo del tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari di questo settore che si è attestato al 2,1 per cento nel quarto trimestre del 2011 (il periodo più recente per il quale sono disponibili dati sui conti integrati dell'area dell'euro; cfr. figura 18). Si tratta del tasso di crescita più basso dal 1999. In termini di strumenti, il contributo più significativo alla crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi pensione ha continuato a provenire dalle quote di fondi comuni d'investimento. Ciò ha rispecchiato la preferenza del settore a investire soprattutto in fondi comuni, anziché direttamente in titoli, la liquidità ottenuta dai nuovi investimenti delle famiglie in prodotti assicurativi e pensionistici, nonché dalla cessione di titoli di debito detenuti direttamente. Nel contempo, le società di assicurazione e i fondi pensione hanno ulteriormente accresciuto le loro consistenze di banconote e monete e di depositi, riflettendo potenzialmente l'incerto contesto dei mercati finanziari.

L'afflusso annuale di quote e partecipazioni in fondi d'investimento (esclusi i fondi comuni monetari) è aumentato a 85 miliardi di euro nel primo trimestre del 2012, dai 55 miliardi del trimestre precedente. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente è salito all'1,4 per cento, dallo 0,7 del quarto trimestre del 2011. I fondi obbligazionari hanno fatto registrare un aumento degli afflussi annuali, mentre i flussi annuali netti per i fondi misti sono rimasti positivi (cfr. figura 19). Tuttavia, i fondi azionari e i fondi monetari hanno continuato a evidenziare flussi negativi. Tale andamento, da attri-

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

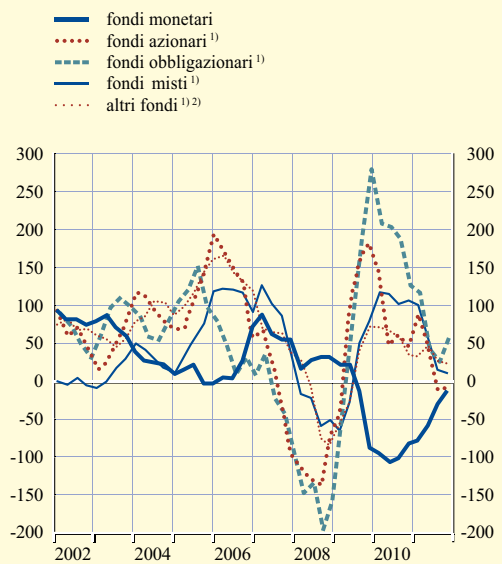
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



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

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

(in miliardi di euro)



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

buire alle ricadute positive delle misure di politica monetaria non convenzionali dell'Eurosistema, ha rappresentato una generale inversione di tendenza rispetto al quarto trimestre del 2011, quando investimenti erano stati evitati per via dell'accresciuta incertezza nell'attività economica e nei mercati finanziari. Anche i fondi comuni monetari hanno tratto vantaggio dall'abbondante liquidità, facendo osservare un aumento degli afflussi nel primo trimestre del 2012 rispetto al trimestre precedente. I flussi positivi degli ultimi trimestri hanno quasi completamente compensato i deflussi registrati in precedenza (connessi probabilmente ai rendimenti relativamente contenuti offerti da questi fondi).

Quanto all'analisi più specifica degli andamenti nel corso del primo trimestre, in base a dati non destagionalizzati si è registrato un afflusso di 95 miliardi di euro a favore di quote e partecipazioni in fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari). L'andamento ha più che compensato i deflussi dei due trimestri precedenti. I flussi più consistenti hanno interessato i fondi obbligazionari e misti che hanno assorbito tre quarti del totale del trimestre. In parte l'andamento va ricondotto all'allentamento delle tensioni nei mercati obbligazionari dopo il regolamento, il 22 dicembre 2011 e il 1° marzo 2012, delle due ORLT a tre anni dell'Eurosistema nonché al completamento dell'operazione di concambio sui titoli del debito greco. In effetti, l'incremento più ampio dei fondi obbligazionari è stato segnato a marzo, quando il tasso di crescita sul periodo corrispondente ha raggiunto il 3,0 per cento, il livello più alto da settembre del 2011.

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

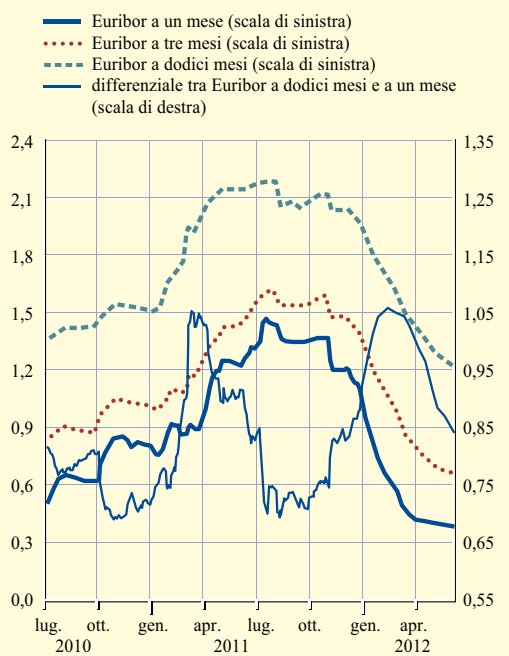
I tassi di interesse del mercato monetario sono nell'insieme diminuiti tra il 7 marzo e il 5 giugno 2012. L'andamento è in linea con la flessione osservata nell'Eonia, che dall'inizio dell'anno ha oscillato attorno a bassi livelli per effetto del significativo eccesso di liquidità nel mercato monetario overnight. La volatilità dei tassi di interesse del mercato monetario sulle scadenze più lunghe è aumentata nel periodo in rassegna.

I tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono diminuiti tra il 7 marzo e il 5 giugno 2012. In quest'ultima data i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente allo 0,38, 0,66, 0,94 e 1,22 per cento, livelli inferiori di 12, 25, 28 e 33 punti base rispetto a quelli osservati il 7 marzo. Il differenziale tra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese, indicatore dell'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, si è ridotto di 21 punti base nel periodo, portandosi a 84 punti base il 5 giugno (cfr. figura 20).

Dall'inizio dell'anno i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi garantiti si sono stabilizzati su livelli molto bassi (cfr. figura 21). Il 5 giugno il tasso di interesse sugli *swap* a tre mesi sull'indice *overnight* si collocava allo 0,27 per cento, valore inferiore di circa 7 punti base rispetto al 7 marzo. Poiché il corrispondente tasso Euribor sui depositi privi di garanzia ha evidenziato una flessione ancora più marcata, il differenziale tra questi due tassi è sceso da 57 punti base il 7 marzo a 40 punti base il 5 giugno.

Figura 20 Tassi di interesse del mercato monetario

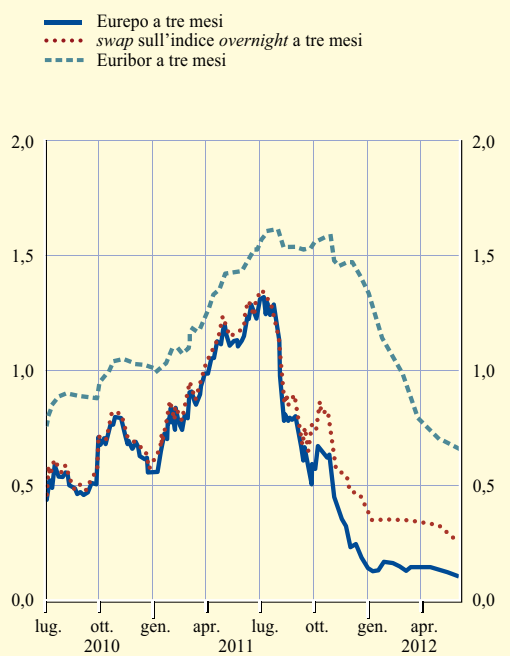
(valori percentuali in ragione d'anno; differenziale in punti percentuali; dati giornalieri)



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

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

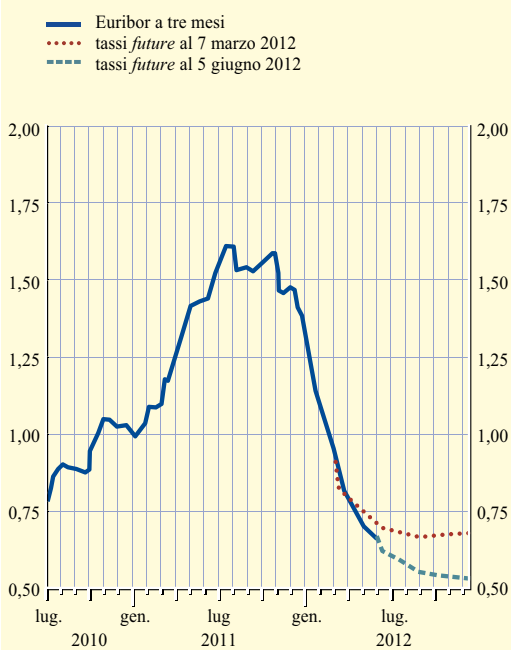
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: BCE, Bloomberg e Reuters.

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

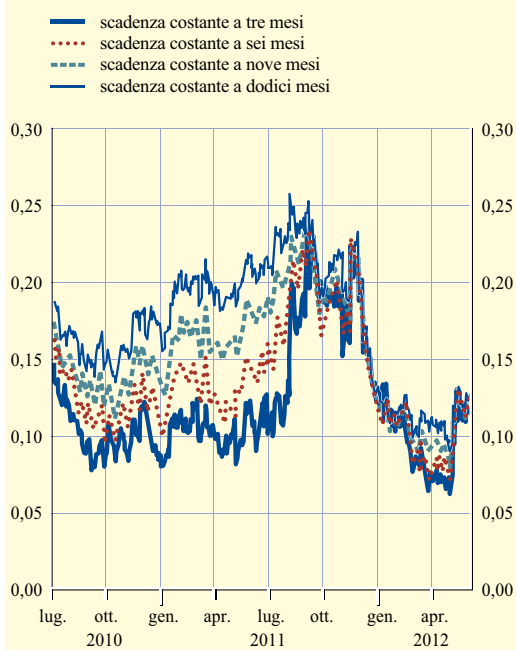
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



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

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

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



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

Il 5 giugno i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a settembre e dicembre 2012 e a marzo 2013 si collocavano rispettivamente allo 0,55, 0,53 e 0,52 per cento, registrando un calo di 12, 15 e 18 punti base rispetto ai livelli osservati il 7 marzo, in parte per effetto delle attese di una riduzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE (cfr. figura 22). I valori della volatilità implicita a scadenze costanti di tre, sei, nove e dodici mesi, ricavati dai prezzi delle opzioni sui contratti *future* sull'Euribor a tre mesi hanno registrato un livello massimo alla fine del periodo in rassegna (cfr. figura 23). Gli aumenti più marcati sono stati osservati per la volatilità implicita sulle scadenze più lunghe, mentre i tassi relativi agli *swap* a lunga scadenza sull'Eonia hanno raggiunto livelli storicamente bassi.

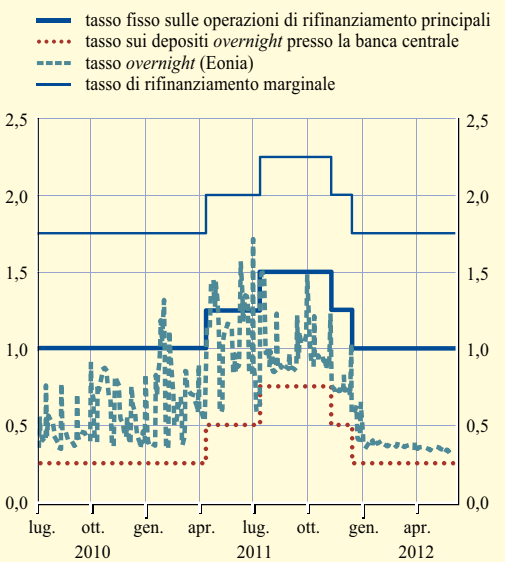
Per quanto riguarda l'orizzonte *overnight*, l'Eonia ha evidenziato nel complesso una lieve diminuzione, portandosi il 5 giugno allo 0,335 per cento (l'unica eccezione è consistita in un incremento molto modesto nell'ultimo giorno del primo trimestre, quando ha registrato lo 0,388 per cento). L'ammontare assai elevato di liquidità in eccesso nel mercato monetario *overnight*, a seguito principalmente delle due ORLT a tre anni regolate in dicembre 2011 e marzo 2012, ha continuato a riflettersi in un ampio ricorso ai depositi presso la banca centrale. In questo contesto, il differenziale tra l'Eonia e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali è rimasto negativo per l'intero periodo in rassegna.

Nel periodo in esame la BCE ha continuato a offrire liquidità tramite operazioni di rifinanziamento con scadenze a una settimana, un periodo di mantenimento e tre mesi. Tutte queste operazioni sono state condotte mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

La BCE ha inoltre effettuato settimanalmente operazioni di assorbimento della liquidità a una settimana con procedura d'asta a tasso variabile e tassi massimi di offerta pari all'1 per cento nel terzo, quarto e quinto periodo di mantenimento del 2012. Tramite queste operazioni la BCE ha offerto di assorbire un importo corrispondente al valore degli acquisti effettuati nell'ambito del Programma per i mercati dei titoli finanziari, che il 5 giugno ammontava a 212,1 miliardi di euro.

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

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



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

Il periodo in rassegna è stato caratterizzato da livelli molto elevati di liquidità in eccesso, con un ricorso medio giornaliero ai depositi presso la banca centrale nel terzo, quarto e quinto periodo di mantenimento del 2012 pari a 770 miliardi di euro. A titolo di confronto, il ricorso giornaliero medio ai depositi presso la banca centrale ammontava a 495 miliardi di euro nei tre periodi di mantenimento precedenti (cfr. anche il seguente riquadro 4).

Riquadro 4

CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ E OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA NEI PERIODI DI MANTENIMENTO COMPRESI FRA IL 15 FEBBRAIO E L'8 MAGGIO 2012

Questo riquadro descrive le operazioni di mercato aperto della BCE nei periodi di mantenimento delle riserve terminati il 13 marzo, il 10 aprile e l'8 maggio 2012. In tale arco di tempo tutte le operazioni di rifinanziamento in euro hanno continuato a essere condotte mediante procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

L'8 dicembre 2011 il Consiglio direttivo ha deciso di effettuare due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) finalizzate all'immissione di liquidità, ciascuna con scadenza pari a circa tre anni e opzione di rimborso anticipato dopo un anno. La prima è stata aggiudicata il 21 dicembre 2011 e la seconda il 29 febbraio 2012, ossia nel periodo considerato nel presente riquadro.

Inoltre, poiché le date di scadenza di altre operazioni erano prossime a quelle di aggiudicazione delle due ORLT a tre anni, il Consiglio direttivo ha deciso di condurre due operazioni di regolazione puntuale (*fine tuning*) volte a immettere liquidità con scadenza a un giorno il 20 dicembre 2011 e il 28 febbraio 2012. Quest'ultima data rientra nel lasso di tempo esaminato.

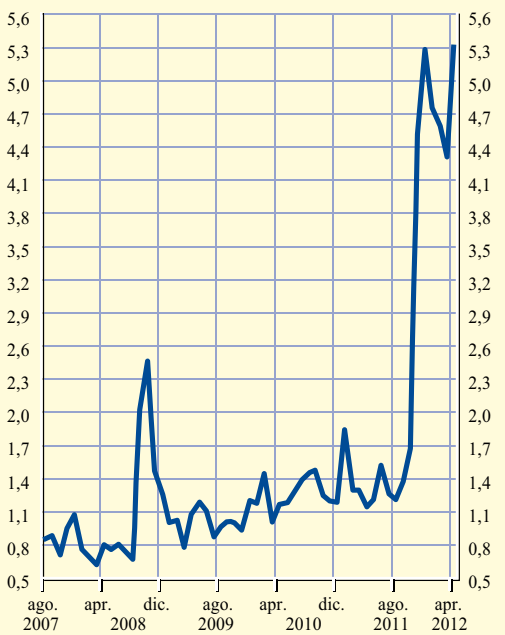
Nei tre periodi di mantenimento considerati, il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE.

Fabbisogno di liquidità del sistema bancario

Nel periodo in esame il fabbisogno giornaliero di liquidità aggregato del sistema bancario – definito come la somma di fattori autonomi, riserva obbligatoria e riserve in eccesso (ossia i depositi in conto corrente che eccedono la riserva obbligatoria) – è stato in media di 426,0 miliardi di euro, un livello inferiore di 7,5 miliardi alla media giornaliera dei tre periodi di mantenimento precedenti (compresi fra il 9 novembre 2011 e il 14 febbraio 2012).

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

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



Fonte: BCE.

Il calo del fabbisogno di liquidità è ascrivibile all'effetto congiunto di una diminuzione delle riserve obbligatorie (che ha riflesso la decisione del Consiglio direttivo di ridurre il coefficiente di riserva dal 2 all'1 per cento a decorrere dal 18 gennaio 2012) e di un aumento risultante dai fattori autonomi. Negli ultimi tre periodi di mantenimento le riserve obbligatorie sono state mediamente pari a 105,0 miliardi di euro, inferiori ai 177,7 miliardi dei tre periodi precedenti, mentre i fattori autonomi sono cresciuti di 65,3 miliardi di euro, a una media di 316,3 miliardi. Le riserve in eccesso sono invece rimaste sostanzialmente in linea con il livello osservato nei tre periodi precedenti, a una media di 4,7 miliardi di euro[1)] (cfr. figura A), e restano pertanto elevate rispetto sia alla prima metà del 2011 sia ai periodi precedenti.

Offerta di liquidità

Nel periodo considerato la liquidità complessiva netta offerta tramite operazioni di mercato aperto è aumentata di 343,1 miliardi di euro rispetto ai tre periodi di mantenimento precedenti, raggiungendo una media di 1.145,1 miliardi. Le operazioni d'asta[2)] hanno fornito in media 863,4 miliardi di euro, 333,1 miliardi in più che nel precedente arco di tempo esaminato, grazie soprattutto alla maggiore liquidità erogata con la seconda ORLT a tre anni (cfr. figura B).

1) Per maggiori informazioni sui fattori che influiscono sulle riserve in eccesso, si veda il riquadro *Le riserve in eccesso e l'attuazione della politica monetaria della BCE* nel numero di ottobre 2005 di questo Bollettino.

2) Le operazioni d'asta comprendono le operazioni di rifinanziamento principali, le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine e le operazioni di regolazione puntuale (*fine-tuning*); queste ultime possono essere finalizzate all'immissione o all'assorbimento di liquidità.

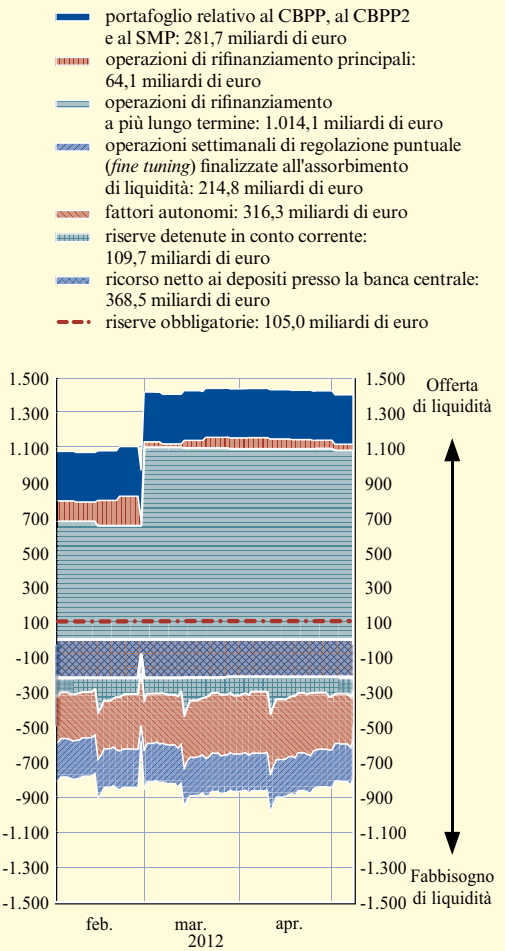
Rispetto ai tre periodi di mantenimento precedenti, la media della liquidità fornita dalle ORLT è aumentata di 455,8 miliardi di euro. La media della liquidità offerta dalle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) a una settimana è diminuita di 115,8 miliardi di euro, mentre quella assorbita attraverso le operazioni settimanali di regolazione puntuale è cresciuta di 6,9 miliardi di euro.

I due Programmi per l'acquisto di obbligazioni garantite (*Covered Bond Purchase Programmes*, CBPP e CBPP2) e il Programma per i mercati dei titoli finanziari (*Securities Markets Programme*, SMP) hanno nell'insieme apportato una media di 281,7 miliardi di euro di liquidità, lievemente superiore rispetto alla media dei tre periodi di mantenimento precedenti.

L'8 maggio 2012 la liquidità offerta mediante il CBPP – per il quale gli acquisti sono terminati il 30 giugno 2010 – risultava pari a 56,6 miliardi di euro, in lieve calo rispetto al precedente intervallo temporale considerato, a causa degli importi in scadenza. Alla stessa data il valore degli acquisti regolati nell'ambito del CBPP2 (varato il 3 novembre 2011) era di 11,1 miliardi di euro e quello riferito all'SMP era invece di 214,2 miliardi di euro su base netta, inferiore ai 219,3 miliardi del 14 febbraio 2012, a causa degli importi in scadenza. Le operazioni settimanali di regolazione puntuale hanno assorbito tutta la liquidità offerta mediante l'SMP.

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

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



Fonte: BCE.

Ricorso alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti

Nel complesso, l'aumento dell'offerta e il lieve calo della domanda hanno fatto salire l'eccesso di liquidità medio a 725,9 miliardi di euro nell'arco di tempo considerato (da 373,4 miliardi in quello precedente). Il ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale è sceso a una media di 2,1 miliardi di euro, dai 4,4 dei tre periodi di mantenimento precedenti. Al tempo stesso, in linea con le condizioni di abbondante liquidità, il ricorso medio ai depositi presso la banca centrale è salito da 372,9 a 721,2 miliardi di euro su base lorda ed è risultato pari a 719,2 miliardi di euro su base netta[3]. L'aumento del ricorso sia lordo sia netto alle operazioni di deposito presso

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

la banca centrale osservato dal 1° marzo ha riflesso, come previsto, la liquidità aggiuntiva fornita tramite la seconda ORLT a tre anni.

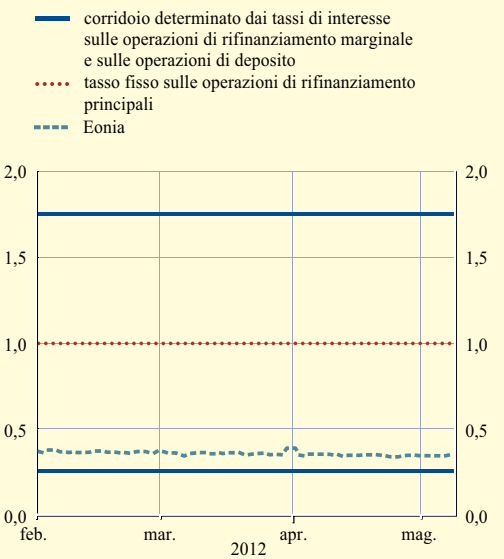
Tassi di interesse

Nei tre periodi di mantenimento esaminati il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sui depositi presso la banca centrale e sulle operazioni di rifinanziamento marginale invariati e rispettivamente pari all'1,00, allo 0,25 e all'1,75 per cento.

In un contesto di liquidità ancora abbondante nell'arco temporale considerato, l'Eonia e gli altri tassi del mercato monetario a brevissimo termine sono rimasti sostanzialmente stabili e ben inferiori al tasso di rifinanziamento principale (cfr. figura C). Nei tre periodi di mantenimento in esame, l'Eonia si è collocato in media allo 0,35 per cento.

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

(tassi di interesse giornalieri in percentuale)



Fonte: BCE.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

Tra il 1° marzo e il 5 giugno i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine con rating *AAA sono diminuiti di 70 punti base circa nell'area dell'euro e di 50 punti base negli Stati Uniti. Tali rendimenti, nell'area dell'euro, tendevano ad aumentare nella prima parte di marzo ma successivamente entravano in una prolungata fase di flessione, riconducibile principalmente ai crescenti timori di mercato per le prospettive economiche a breve termine, al calo di fiducia e all'evoluzione negativa della crisi del debito nell'area dell'euro. I rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine negli Stati Uniti hanno evidenziato una dinamica sostanzialmente in linea con quelli dell'area nell'intero periodo in esame. Nell'area dell'euro i differenziali rispetto ai rendimenti sulle obbligazioni tedesche sono tendenzialmente aumentati nel complesso, soprattutto in aprile e maggio, in un contesto di marcato calo dei rendimenti sui titoli di Stato con* rating *AAA. L'incertezza sulla futura evoluzione dei mercati obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita di questi ultimi, è lievemente aumentata nell'area dell'euro dall'inizio di marzo, mentre negli Stati Uniti non ha subito variazioni di rilievo nel periodo. Gli indicatori di mercato hanno continuato a indicare che le aspettative di inflazione a medio e lungo termine rimangono pienamente coerenti con la stabilità dei prezzi.*

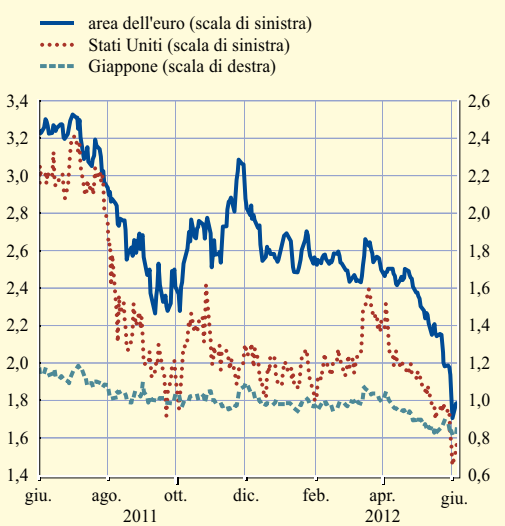
Tra il 1° marzo e il 5 giugno i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine con *rating* AAA sono generalmente diminuiti nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, rispettivamente di 70 e 50 punti base (cfr. figura 25). Il 5 giugno si collocavano all'1,8 nell'area dell'euro e all'1,6 per cento negli Stati Uniti, valori prossimi ai minimi osservati dal 1999 nelle due regioni.

Tra marzo e i primi di giugno l'andamento al ribasso dei rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine con *rating* AAA nell'area dell'euro e negli Stati Uniti è stato quasi ininterrotto, a esclusione

di un incremento, in entrambe le regioni, agli inizi di marzo. In questo periodo i rendimenti sono stati sostenuti dalla pubblicazione di dati economici che indicavano ancora prospettive di crescita favorevoli e dagli andamenti connessi all'immissione di liquidità nel sistema bancario da parte dell'Eurosistema attraverso l'ORLT a tre anni condotta il 29 febbraio, nonché dall'intesa del 9 marzo sulla ristrutturazione del debito sovrano della Grecia. Questi fattori hanno contribuito ad allentare le tensioni presenti nei mercati finanziari e a ridurre la probabilità percepita circa il verificarsi di eventi estremi nell'area dell'euro.

Figura 25 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

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



Fonti: Euro MTS, BCE, Bloomberg e Thomson Reuters.
Note: i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine si riferiscono a titoli a dieci anni o alla scadenza disponibile più vicina a dieci anni. Per l'area dell'euro sono considerati i rendimenti dei titoli di Stato con *rating* AAA, inclusi i titoli francesi.

I rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con *rating* AAA hanno iniziato a diminuire nella seconda metà marzo, sulla scorta della diffusione di dati che indicavano un indebolimento delle prospettive economiche. Nel periodo sono diminuiti anche i rendimenti a lungo termine sulle obbligazioni statunitensi, ancorché in misura inferiore, sebbene i dati macroeconomici divulgati confermassero nel complesso che l'economia statunitense continuava a registrare una ripresa. In aprile, mentre nell'area dell'euro i rendimenti sui titoli di Stato sono scesi di circa 10 punti base, al 2,4 per cento circa, negli Stati Uniti hanno registrato un calo più marcato, di circa 30 punti base, all'1,9 per cento, evidenziando un ritmo di contrazione significativamente più sostenuto rispetto a marzo. Nel complesso, la flessione nei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine negli Stati Uniti, che in aprile si è riportata ai livelli osservati agli inizi di marzo, è stata coerente con la pubblicazione di dati economici contrastanti e con la riconsiderazione delle prospettive di crescita economica. Per contro, i rendimenti a lungo termine sui titoli di Stato dell'area dell'euro con *rating* AAA hanno mostrato in questo periodo una sensibilità di gran lunga inferiore ai crescenti timori per la crescita e alle rinnovate tensioni politiche e finanziarie in alcuni paesi dell'area.

Tra gli inizi di maggio e gli inizi di giugno i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti in misura significativa, di circa 60 punti base nell'area dell'euro e di 40 punti base negli Stati Uniti, principalmente sulla scorta di ulteriori evidenze di una moderazione nel breve periodo del ritmo di espansione dell'attività economica nelle economie avanzate. Inoltre, i rendimenti sulle obbligazioni statunitensi potrebbero aver risentito anche della maggiore incertezza indotta dai dati economici pubblicati, che hanno continuato a fornire segnali contrastanti sulla solidità attesa dell'economia statunitense, mentre nell'area dell'euro la presenza di eterogeneità tra paesi nell'attuale crescita economica potrebbe aver accentuato l'impatto delle aspettative di crescita sui rendimenti. Peraltro, a partire da maggio il calo dei rendimenti sui titoli di Stato con *rating* AAA nell'area dell'euro ha avuto luogo sullo sfondo di rinnovate tensioni, sia nel contesto politico sia nei mercati finanziari.

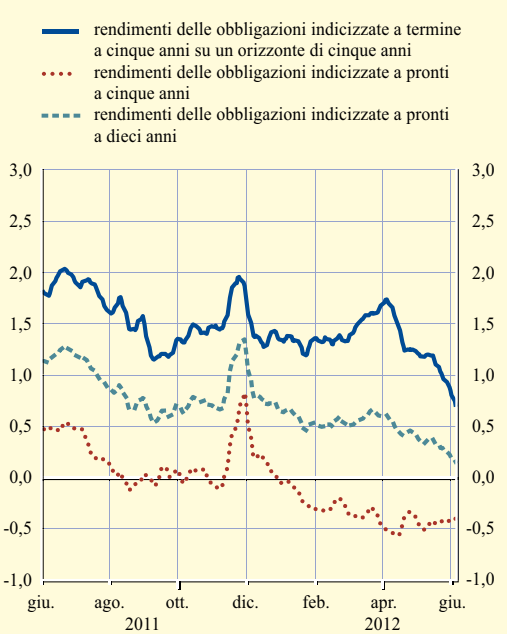
Nonostante una marcata flessione dei rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine nel periodo in rassegna, l'incertezza degli investitori circa gli andamenti nel breve periodo dei mercati obbliga-

zionari, misurata dalla volatilità implicita nelle opzioni, ha registrato solo un incremento contenuto nell'area dell'euro, mentre è rimasta sostanzialmente stabile negli Stati Uniti. In un'ottica di più lungo periodo, la volatilità implicita nei mercati obbligazionari è rimasta significativamente inferiore ai picchi osservati nel novembre 2011, quando era salita a circa il 12 per cento nell'area dell'euro e il 9,5 per cento negli Stati Uniti. Tuttavia, rimane elevata in termini storici nell'area dell'euro, dove l'attuale livello è superiore di circa 2 punti percentuali rispetto al valore osservato alla vigilia del fallimento di Lehman Brothers, mentre per i titoli statunitensi corrispondenti, è inferiore di circa 3 punti percentuali rispetto a tale picco. Nel complesso, ciò indicherebbe che di recente i timori degli operatori di mercato si sono incentrati maggiormente sugli andamenti nell'area dell'euro. Inoltre, la domanda di attività "rifugio", approssimata dai premi di liquidità sui titoli di Stato tedeschi rispetto a quelli sulle obbligazioni delle agenzie, è stata ancora una volta elevata nel periodo in rassegna, raggiungendo un massimo alla fine aprile, sostenendo la tesi secondo cui la fiducia dei mercati obbligazionari resta nel complesso fragile.

Dagli inizi di marzo al 5 giugno i rendimenti sui titoli di Stato in tutti i paesi all'interno dell'area dell'euro con *rating* AAA sono diminuiti di un valore compreso tra 60 e 90 punti base, a causa fra l'altro di aspettative di crescita inferiori nonché di flussi verso attività "rifugio". Le variazioni del rischio di inadempienza percepito non avrebbero svolto un ruolo nella riduzione dei rendimenti sui titoli di Stato con *rating* AAA, poiché i premi sui *credit default swap* sovrani dell'area dell'euro a cinque anni sono generalmente aumentati nell'area, in modo del tutto indipendente dal merito di credito dei singoli paesi. Gli andamenti negli altri paesi dell'area sono stati piuttosto diversificati: i rendimenti a lungo termine si sono ridotti in Belgio, Portogallo e Grecia, per un valore compreso tra 70 e 600 punti base, e sono di converso aumentati in Irlanda, Italia e Spagna, di 40-145 punti base. I differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane decennali rispetto ai titoli di Stato tedeschi sono nel complesso aumentati dagli inizi di marzo, salvo in Austria e Finlandia, dove sono diminuiti rispettivamente di 20 e 15 punti base circa, e in Grecia e Portogallo, dove le flessioni sono state, nell'ordine, di 550 e 110 punti base.

Figura 26 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)

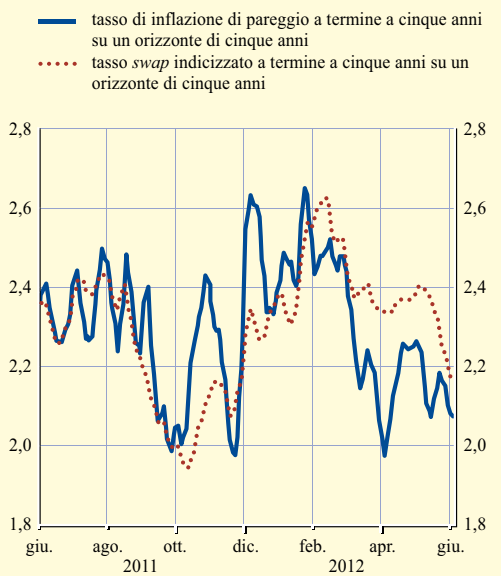


Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Note: dalla fine di agosto 2011, i tassi reali sono calcolati come media ponderata al PIL dei tassi reali di Francia e Germania. Prima di tale data, il calcolo veniva effettutato sulla base di una stima di una curva congiunta dei rendimenti reali di Francia e Germania.

Nel periodo in esame il rendimento sui titoli di Stato indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro a cinque anni è rimasto sostanzialmente stabile e agli inizi di giugno il rendimento reale si collocava al -0,4 per cento, mentre il rendimento su quelli con scadenza a dieci anni diminuiva di circa 40 punti base, con un rendimento reale pari a zero (cfr. figura 26). Di riflesso alle diverse variazioni dei rendimenti reali e nominali a pronti a cinque e dieci anni, il tasso di inflazione di pareggio implicito a termine nell'area dell'euro (a cinque anni su un orizzonte quinquennale) si è ridotto di circa 25 punti base, al 2,1 per cento nel periodo in rassegna (cfr. figura 27). Sempre

Figura 27 Inflazione di pareggio, ricavata da rendimenti *zero coupon*, e tassi *swap* indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro

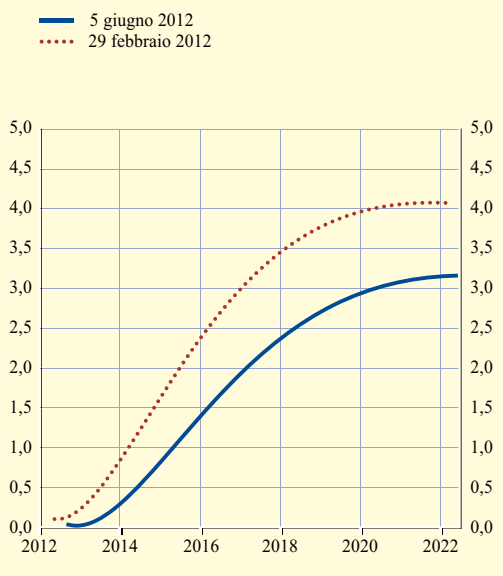
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



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

Figura 28 Tassi di interesse *overnight* impliciti a termine nell'area dell'euro

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



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

in tale periodo anche il tasso desunto dagli swap sull'inflazione con lo stesso orizzonte temporale è diminuito di 25 punti base, portandosi al 2,1 per cento circa agli inizi di giugno. Nel complesso, considerando non solo la volatilità dei mercati e le distorsioni presenti in un contesto di elevati premi di liquidità, ma anche i premi per il rischio di inflazione, gli indicatori basati sul mercato suggeriscono che le aspettative di inflazione rimangono pienamente coerenti con la stabilità dei prezzi.

L'andamento generale dei rendimenti sulle obbligazioni a lungo termine dell'area dell'euro con *rating* AAA può essere scomposto nelle variazioni delle aspettative sui tassi di interesse (e dei connessi premi al rischio) a diversi orizzonti (cfr. figura 28). Tuttavia, dal momento che i tassi a breve termine sono rimasti sostanzialmente stabili nel periodo in esame, la maggior parte dei cambiamenti nella struttura per scadenza dei tassi a termine è derivata dalla riduzione dei rendimenti a medio e a lungo termine, che tra inizio marzo e gli inizi di giugno è stata pari a un valore compreso tra 50 e 80 punti base.

Nel complesso, tra gli inizi di marzo e gli inizi di giugno i differenziali sulle obbligazioni di qualità più elevata (*investment grade*) emesse da società non finanziarie (rispetto all'indice elaborato da Merrill Lynch per i titoli di Stato dell'UEM con *rating* AAA) hanno registrato un lieve calo per gli emittenti con *rating* AAA, mentre sono aumentati per gli emittenti con *rating* AA, A e BBB. Nel caso di obbligazioni emesse da società finanziarie, i differenziali si sono ampliati per tutte le categorie di *rating*.

Nella parte iniziale del periodo in esame i differenziali dei rendimenti obbligazionari sono tendenzialmente diminuiti sia per gli emittenti finanziari che per gli emittenti nel comparto non finanziario. Il restringimento dei differenziali in questo periodo ha proseguito una tendenza che era iniziata verso gli inizi del 2012 e potrebbe aver rispecchiato il calo generale del rischio percepito, come segnalato dalla marcata flessione dell'indice VIX, dalle ridotte pressioni di provvista per le istituzioni finanziarie dopo le due ORLT condotte dall'Eurosistema in dicembre 2011 e febbraio 2012 e dallo scambio del debito greco nell'asta del 9 marzo. Il calo nei differenziali ha iniziato a diventare meno uniforme a aprile. In questo mese, infatti, i differenziali sono aumentati di circa 10 punti base per gli emittenti nel comparto non finanziario con *rating* AAA e BBB e di circa 10 e 60 punti base rispettivamente per gli emittenti nel comparto finanziario con *rating* A e BBB mentre tra maggio e gli inizi di giugno, in linea con il rinnovato aumento dell'incertezza mondiale e il maggiore costo attribuito alla liquidità, i differenziali si sono ampliati per tutte le categorie di *rating* e tutti i settori, di un valore compreso tra 15 e 55 punti base per gli emittenti non finanziari e tra 15 e 180 punti base per quelli finanziari.

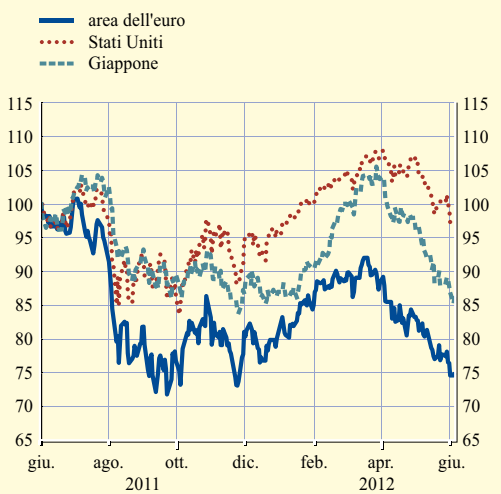
2.5 MERCATI AZIONARI

Tra il 1° marzo e il 5 giugno i corsi azionari sono diminuiti del 17 per cento circa nell'area dell'euro e del 6,5 per cento circa negli Stati Uniti. Analogamente a quanto accaduto per i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine, le quotazioni azionarie dell'area dell'euro sono aumentate nella prima parte di marzo, per effetto della pubblicazione di dati positivi e di un migliore clima di fiducia in seguito alla seconda ORLT a tre anni e al completamento della ristrutturazione del debito greco. Successivamente, però, i corsi azionari dell'area dell'euro hanno registrato una tendenza al ribasso, particolarmente accentuata nel settore finanziario, sullo sfondo di pubblicazioni di dati che indicavano un indebolimento delle prospettive economiche nel breve periodo e del riaffiorare di timori di carattere finanziario e politico. Anche negli Stati Uniti l'indice composito delle quotazioni azionarie è sceso da metà marzo, con un contributo sostanzialmente analogo da parte dei settori finanziario e non finanziario. L'incertezza circa l'andamento dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita, ha evidenziato un notevole incremento in entrambe le aree economiche e attualmente si colloca su livelli prossimi a quelli osservati verso metà dicembre 2011.

Tra il 1° marzo e il 5 giugno l'indice azionario composito è diminuito del 17 per cento circa nell'area dell'euro, mentre l'indice statunitense comparabile è sceso del 6,5 per cento (cfr. figura 29). Nell'area dell'euro gli indici azionari hanno subito forti ribassi nel settore finanziario (-25 per cento). Negli Stati Uniti, invece, sia il sottoindice finanziario sia quello non finanziario sono diminuiti del 7 per cento circa, contribuendo quindi in misura sostanzialmente analoga al calo dell'indice composito dei mercati statunitensi. A titolo di confronto, nei tre mesi fino agli inizi di giugno gli indici azionari ampi si sono contratti dell'11 per cento circa nel Regno Unito e del 14 per cento in Giappone. Le perdite registrate dagli indici azionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono avvenute in un contesto caratterizzato da percezioni di rischio crescenti, come segnala l'aumento della volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sugli indici azionari (cfr. figura 21). Tali percezioni di un aumento del rischio sono riconducibili ad una revisione della crescita mondiale, al riaffiorare di tensioni politiche e nei mercati finanziari all'interno dell'area dell'euro, nonché alla probabilità percepita dai mercati di una loro propagazione ai mercati finanziari mondiali. Nel complesso, durante i tre mesi fino agli inizi di giugno la volatilità implicita negli indici dei corsi azionari è aumentata di 13 punti percentuali nell'area dell'euro e di 7 punti percentuali negli Stati Uniti, rispettivamente al 32 e 22 per cento.

Figura 29 Indici dei corsi azionari

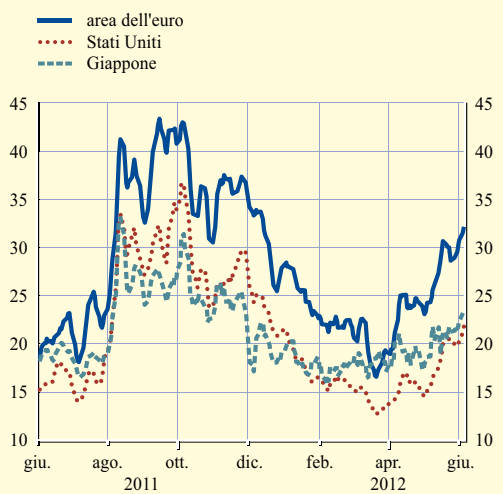
(indice: 1° giugno 2011 = 100; dati giornalieri)



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

Figura 30 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.

Nella parte iniziale del periodo in esame le quotazioni azionarie sono aumentate in entrambe le aree economiche, poiché il clima positivo era favorito da una minor probabilità percepita dagli operatori di eventi negativi estremi nell'area dell'euro nonché dalla continua pubblicazione di dati economici positivi negli Stati Uniti. In particolare, i corsi azionari nell'area dell'euro sono aumentati del 4 per cento circa tra il 29 febbraio, quando è stata condotta dall'Eurosistema la seconda ORLT a tre anni, e il 19 marzo, dopo il completamento della ristrutturazione del debito greco.

In tale periodo, sullo sfondo di valutazioni azionarie in aumento, l'incertezza circa l'andamento dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita, ha mostrato la tendenza a diminuire marginalmente nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, portandosi agli inizi di aprile su livelli osservati l'ultima volta nel maggio 2011 (cfr. figura 30). Pur essendo ancora elevati in termini storici per effetto tra l'altro della presenza di rischi al ribasso per la crescita mondiale nonché di timori circa l'evoluzione della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro, tali livelli di incertezza non si discostavano molto dai valori registrati all'inizio del 2007, quando le turbolenze nel mercato dei mutui ipotecari *sub-prime* dovevano ancora interessare i mercati finanziari.

Nella parte iniziale del periodo in rassegna, i sottoindici finanziari dei mercati azionari nelle due aree economiche hanno mostrato la tendenza a determinare le variazioni dei rispettivi indici compositi. In particolare, il sottoindice finanziario nelle due aree ha registrato incrementi maggiori rispetto agli indici compositi fino al 19 marzo circa, soprattutto sulla scorta dei risultati positivi delle prove di stress condotte presso importanti banche statunitensi, dell'allentamento delle tensioni nei mercati finanziari e della pubblicazione di dati economici che segnalavano il perdurare della ripresa economica negli Stati Uniti.

Alla fine di marzo i corsi azionari hanno iniziato a diminuire, inizialmente a un ritmo più sostenuto nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti e in seguito alla stessa velocità nelle due aree. Di fatto, in aprile sono scesi di circa il 6,5 per cento nell'area dell'euro, mentre la perdita corrispondente negli Stati Uniti si situava solo allo 0,5 per cento circa. I diversi andamenti delle quotazioni azionarie nelle due aree economiche in questo periodo potrebbero aver rispecchiato, tra gli altri fattori, i rinnovati timori di mercato circa l'evoluzione delle finanze pubbliche e l'incertezza politica in alcuni paesi dell'area dell'euro, nonché gli effetti attesi della revisione da parte di un'agenzia di *rating* del merito di credito di numerose banche europee. In questa parte del periodo in rassegna i corsi azionari sono calati nella maggioranza di paesi dell'area dell'euro sia nel settore finanziario sia in quello non finanziario, sebbene sia stato tendenzialmente il primo dei due a determinare le variazioni dell'indice composito, con un calo del 10 per cento circa. Negli Stati Uniti gli andamenti dei sottoindici finanziario e non finanziario sono stati invece molto più simili, evidenziando una contrazione rispettivamente dell'1,5 e dello 0,5 per cento circa.

In maggio e agli inizi di giugno la flessione osservata dagli indici dei prezzi azionari nelle due aree economiche è diventata più uniforme (attorno al -10 per cento nell'area dell'euro e al -9 per cento negli Stati Uniti tra gli inizi di maggio e il 5 giugno). In questo periodo sulle quotazioni azionarie hanno influito ulteriori riscontri di un rallentamento dell'attività economica mondiale, una perdita di fiducia, nonchè un incremento nell'area dell'euro dei rischi di insolvenza percepiti per i soggetti sovrani e societari nonché i relativi probabili effetti sul mercato finanziario mondiale.

I sottoindici per settore del mercato azionario dell'area dell'euro hanno registrato nel complesso un calo generalizzato nei tre mesi al 5 giugno, anche se con alcune importanti differenze (cfr. tavola 4). Rispetto all'indice composito dell'area dell'euro, sceso del 17 per cento nel periodo in esame, le perdite sono state particolarmente ingenti nei settori finanziario, del petrolio e gas e dei servizi di pubblica utilità, nei quali i corsi si sono contratti tra il 20 e il 25 per cento. Per contro, nel settore industriale e in quello dei beni e servizi di consumo le perdite sono state pressoché in linea con il calo osservato per l'indice composito. Negli Stati Uniti, dove l'indice composito è sceso del 7 per cento nel periodo in rassegna, anche gli andamenti settoriali sono stati generalmente negativi, sebbene con una diversificazione molto maggiore rispetto all'area

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

(variazioni percentuali dei prezzi di fine periodo)

	Euro Stoxx	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petrolio e gas naturale	Servizi finanziari	Servizi sanitari	Industriali	Alta tecnologia	Telecomunicazioni	Servizi di pubblica utilità
Quota del settore nella capitalizzazione del mercato											
(dati di fine periodo)	100,0	10,6	6,8	18,5	7,9	18,5	6,4	14,6	4,8	5,4	6,6
Variazioni dei prezzi											
(dati di fine periodo)											
2011 1° trimestre	3,6	-0,3	-1,8	-3,2	8,4	8,5	4,8	4,4	5,0	6,0	3,5
2011 2° trimestre	-1,7	3,0	-2,9	7,0	-6,2	-5,0	11,5	-1,3	-8,8	-6,5	-6,8
3° trimestre	-23,1	-28,9	-17,4	-20,0	-19,1	-30,9	-9,2	-27,4	-15,9	-14,4	-18,5
4° trimestre	5,1	13,1	5,6	9,1	18,6	-1,8	11,3	6,5	1,9	-3,6	-4,3
2012 1° trimestre	9,5	14,2	5,2	15,3	1,4	11,3	5,5	12,7	21,6	-5,0	1,3
aprile 2012	-5,7	-3,0	-5,0	-0,3	-6,3	-12,2	0,6	-4,1	-8,4	-8,8	-8,7
maggio 2012	-8,2	-7,7	-6,0	-5,2	-7,9	-13,0	-1,9	-8,3	-7,7	-10,2	-10,7
29 febbraio - 5 giugno 2012	-15,5	-14,9	-12,7	-7,7	-18,2	-24,7	1,8	-14,4	-15,9	-18,3	-19,5

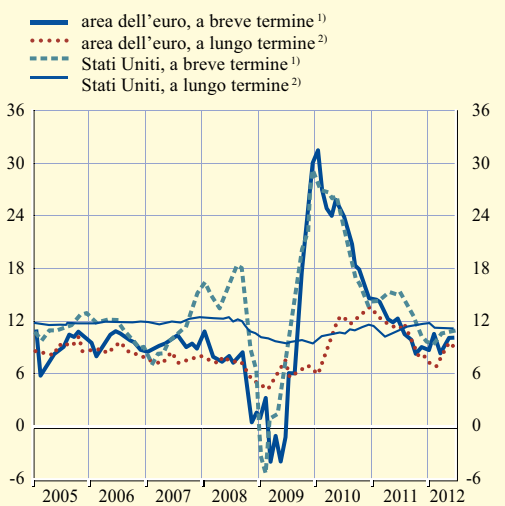
Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

dell'euro. Le perdite più rilevanti sono state registrate dal settore del petrolio e gas e da quello delle materie prime, per i quali le valutazioni sono diminuite rispettivamente del 18 e del 15 per cento, mentre le azioni finanziarie sono scese dell'8 per cento e il settore dei beni e servizi di consumo rispettivamente del 4 e del 2 per cento soltanto.

Per le società dell'area dell'euro che compongono l'indice Dow Jones Euro Stoxx, i dati sugli utili societari mostrano che il tasso di crescita degli utili effettivi, calcolato sui dodici mesi precedenti, ha continuato a flettersi nel periodo in esame, dal -7 per cento circa in marzo al -10 per cento alla fine di maggio. Al contempo, la crescita degli utili per azioni attesa dagli operatori di mercato su un orizzonte di dodici mesi è rimasta sostanzialmente stabile al 9 per cento circa tra marzo e maggio, mentre nello stesso periodo l'espansione attesa a lungo termine degli utili per azione è aumentata di 1 punto percentuale circa, al 9 per cento (cfr. figura 31).

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

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



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

2.6 FLUSSI FINANZIARI E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

Tra gennaio e aprile 2012 il costo reale del finanziamento delle società non finanziarie dell'area dell'euro è diminuito, riflettendo un calo del costo del finanziamento tramite titoli emessi sul mercato e dei tassi sui prestiti a breve termine. Quanto ai flussi finanziari, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti alle società non finanziarie è sceso allo 0,3 per cento nel primo trimestre del 2012. I bassi tassi di crescita dei prestiti sono in ampia misura riconducibili alle deboli condizioni economiche, all'elevato rischio di credito e alla modesta domanda di prestiti. L'emissione dei titoli di debito da parte delle società non finanziarie ha registrato un ulteriore incremento nel primo trimestre.

CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

Il costo reale del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro, calcolato ponderando il costo delle diverse fonti di finanziamento sulla base delle rispettive consistenze corrette per le variazioni di valore, è diminuito di circa 15 punti base tra gennaio e aprile 2012, collocandosi in tale mese al 3,5 per cento (cfr. figura 32).

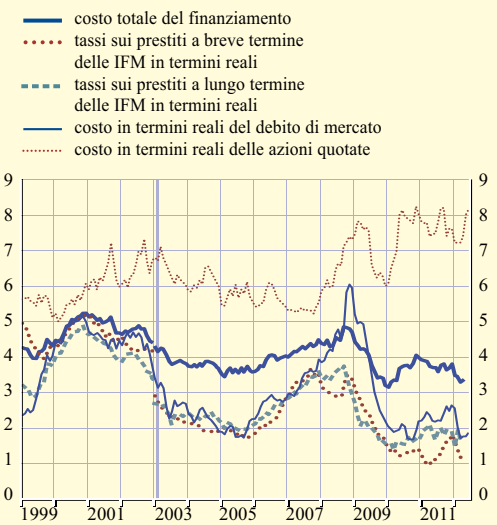
Il calo del costo complessivo del finanziamento è da attribuire alla contrazione particolarmente pronunciata del costo del finanziamento tramite titoli emessi sul mercato e dei tassi di indebitamento a breve termine. Il costo reale del debito di mercato è sceso di circa 80 punti base, portandosi all'1,8 per cento, mentre i tassi di indebitamento reali a breve termine sono calati di 53 punti base all'1,1 per cento. Nel periodo in esame, il costo reale delle azioni quotate e i tassi reali sui prestiti a lungo termine sono aumentati rispettivamente di 16 e 30 punti base, al 7,0 e all'1,8 per cento. I dati più re-

centi relativi al periodo sino alla fine di maggio indicano un netto incremento di circa 80 punti base del costo reale delle azioni quotate, dovuto al ribasso dei corsi azionari, mentre il costo reale del finanziamento tramite l'emissione di debito sul mercato è aumentato di circa 10 punti base. In una prospettiva di più lungo termine, il costo reale complessivo del finanziamento per le società non finanziarie nell'area dell'euro è rimasto in aprile 2012 su livelli storicamente bassi. L'andamento ha interessato tutte le fonti di finanziamento, ad eccezione del costo reale delle azioni.

Nel periodo compreso fra gennaio e aprile 2012, i tassi di interesse nominali applicati dalle IFM sui nuovi prestiti alle società non finanziarie sono diminuiti per quasi tutte le scadenze e le classi di importo ad eccezione dei tassi di interesse a lungo termine per i prestiti di importo considerevole (cfr. tavola 5). Più specificatamente, i tassi a breve termine sono diminuiti di 26 punti base per i prestiti di importo considerevole (oltre 1 milione di euro) mentre sono scesi di 19 punti base per i prestiti di modesta entità (fino a 1 milione di euro). I tassi a lungo termine sono aumentati di 57 punti base per i prestiti di importo considerevole, mentre i tassi per i prestiti di modesta entità sono rimasti

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

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



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

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

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

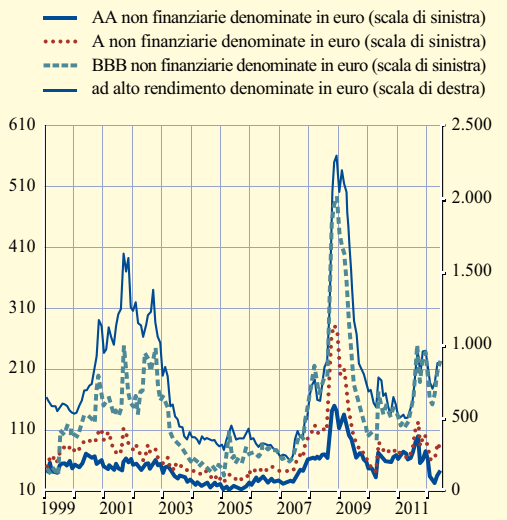
							Variazione in punti base fino a gennaio 2012 [1]		
	2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 4° trim.	2012 mar.	2012 apr.	2010 gen.	2012 gen.	2012 mar.
Tassi di interesse delle IFM sui prestiti									
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	4,01	4,27	4,40	4,47	4,40	4,25	25	-21	-15
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,69	3,94	4,18	4,43	4,20	4,19	74	-19	-1
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,19	4,39	4,19	4,17	4,21	4,21	35	1	0
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	2,63	2,92	2,91	3,16	2,52	2,54	-9	-26	2
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	3,84	3,29	3,69	3,74	3,46	3,54	20	57	8
Per memoria									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	1,24	1,55	1,55	1,36	0,78	0,71	-36	-42	-7
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	2,91	3,61	5,47	10,98	1,66	1,62	-80	-1103	-4
Rendimenti dei titoli di stato a sette anni	3,19	2,89	1,96	2,08	1,90	1,80	-116	-18	-10

Fonte: BCE.
1) Eventuali mancate quadrature sono da attribuire ad arrotondamenti.

largamente immutati. La flessione dei tassi a breve sui prestiti alle società non finanziarie è ascrivibile in una certa misura agli effetti ritardati delle riduzioni dei tassi di interesse di riferimento della BCE, nonché all'efficacia delle ultime misure non convenzionali per far fronte alle difficoltà di provvista delle banche. Tuttavia, le dinamiche divergenti dei tassi applicati dalle banche ai prestiti riflettono l'emergere di nuove tensioni sui mercati finanziari. Nel periodo in esame i rendimenti dei titoli di Stato a sette anni sono scesi di 18 punti base nell'insieme dell'area dell'euro, seppur con significative differenze fra i diversi paesi.

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

(punti base; medie mensili)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Nota: i differenziali sulle obbligazioni non finanziarie sono calcolati rispetto a rendimenti su titoli di Stato AAA.

I differenziali di rendimento fra le obbligazioni delle società non finanziarie e i titoli di Stato hanno continuato a essere volatili per tutte le categorie di *rating* tra dicembre e maggio. I differenziali delle obbligazioni societarie sono calati fino a marzo per i titoli con *rating* intermedi e inferiori e fino ad aprile per quelli con *rating* elevato. I differenziali relativi alle obbligazioni con *rating* ad alto rendimento e BBB si sono ristretti rispettivamente di 257 e 85 punti base tra dicembre 2011 e marzo 2012. Quelli sui titoli con *rating* AA e A sono calati rispettivamente di 49 e 40 punti base nel periodo fino ad aprile. Il restringimento dei differenziali sulle obbligazioni societarie ha riflesso un clima positivo creato sul mercato in particolare dopo le due ORLT a tre anni. I differenziali sulle obbligazioni societarie sono tuttavia nuovamente cresciuti di recente per tutte le categorie di *rating*, rispecchiando le tensioni sui mercati finanziari in un contesto di più deboli prospettive economiche e di nuove preoccupazioni politiche. I differenziali si sono ampliati in particolare per le obbligazioni societarie con *rating* BBB e per i titoli ad alto rendimento.

FLUSSI FINANZIARI

Gli indicatori della redditività delle società non finanziarie dell'area dell'euro segnalano un andamento ancora positivo nel primo trimestre del 2012. Nel contempo, il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli utili per azione delle società non finanziarie quotate nell'area si è ridotto considerevolmente, passando dal 34 per cento circa di maggio dello scorso anno al -6,3 per cento di maggio del 2012. Per la prima volta dall'estate del 2010 si sono registrati tassi di crescita negativi in febbraio e marzo 2012 (cfr. figura 34). In prospettiva, gli operatori di mercato si attendono un'ordinata ripresa nei prossimi mesi.

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

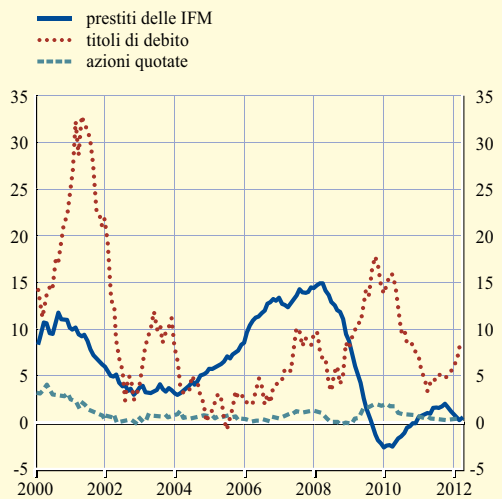
Figura 34 Utili per azione delle società non finanaziarie quotate nell'area dell'euro

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

Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

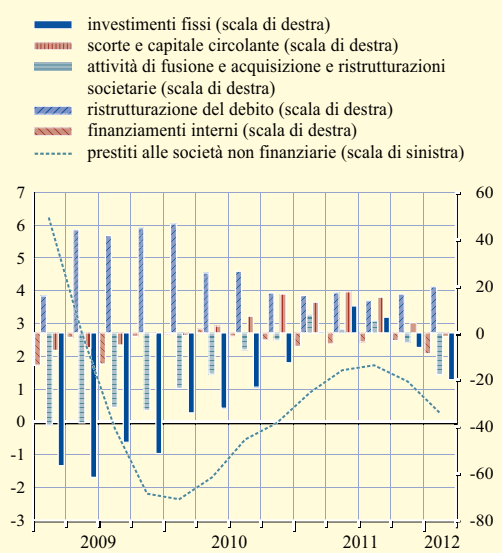
gli operatori di mercato, l'attività di collocamento nel primo trimestre del 2012 va principalmente ricondotta alle società dei settori industriale e automobilistico.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti bancari alle società non finanziarie è sceso allo 0,3 per cento nel primo trimestre (cfr. tavola 6), per effetto del significativo rallentamento dei prestiti a breve termine (con scadenze fino a un anno) e della moderata decelerazione dei prestiti a lungo termine (con scadenze superiori a cinque anni). I moderati tassi di crescita dei prestiti sono in ampia misura ascrivibili alla debole attività economica e all'associato rischio di credito, sebbene anche vincoli dal lato dell'offerta possano stare contribuendo.

I risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il primo trimestre del 2012 mostrano che la domanda di prestiti delle società non finanziarie è calata, a un ritmo molto più rapido rispetto al trimestre precedente (cfr. figura 36). Tale calo è stato sospinto principalmente da una diminuzione del fabbisogno di finanziamento da parte delle imprese per investimenti fissi e, in minore misura, per fusioni e acquisizioni. Una lieve riduzione del fabbisogno di finanziamento per le scorte e il capitale cir-

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; saldi percentuali)



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

Tavola 6 Finanziamento delle società non finanziarie

(variazioni percentuali; dati di fine trimestre)

	Tassi di crescita sul periodo corrispondente				
	2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 4° trim.	2012 1° trim.
Prestiti delle IFM	**0,9**	**1,6**	**1,7**	**1,2**	**0,3**
fino a un anno	0,0	4,2	4,0	1,9	-0,4
da uno a cinque anni	-2,3	-3,0	-3,0	-2,3	-2,9
oltre cinque anni	2,4	2,0	2,3	2,1	1,6
Emissioni di obbligazioni	**4,8**	**4,2**	**4,8**	**5,4**	**8,0**
a breve termine	-4,2	2,9	19,3	17,0	13,0
a lungo termine, *di cui:* 1)	5,7	4,4	3,4	4,4	7,5
a tasso fisso	7,3	5,4	4,3	5,0	8,0
a tasso variabile	-1,0	-1,9	-3,8	-1,0	-0,9
Emissioni di azioni quotate	**0,5**	**0,4**	**0,3**	**0,3**	**0,4**
Per memoria 2)					
Finanziamento totale	2,2	2,5	2,6	2,3	-
Prestiti a società non finanziarie	2,0	2,8	2,6	2,3	-
Riserve tecniche di assicurazione 3)	0,3	0,3	0,3	0,2	-

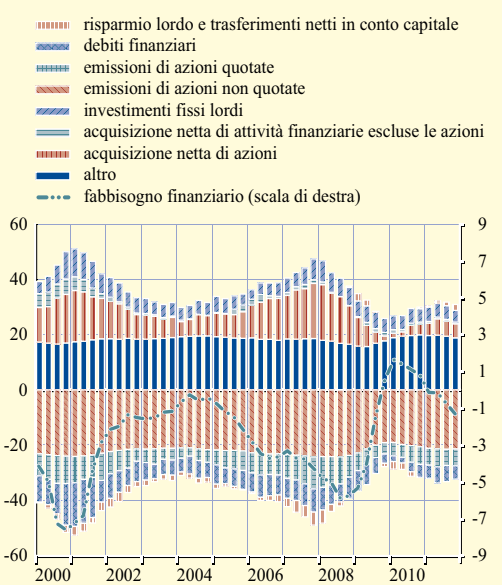
Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Note: i dati riportati in tavola (con l'eccezione di quelli per memoria) derivano dalle statistiche monetarie e bancarie e dalle statistiche relative alle emissioni di titoli. Piccole differenze con i dati delle statistiche sui conti finanziari sono principalmente dovute a differenze nei metodi di valutazione.
1) La somma delle obbligazioni a tasso fisso e a tasso variabile può non corrispondere al totale delle obbligazioni a lungo termine a causa delle obbligazioni a lungo termine a cedola zero, che includono effetti di valutazione e non sono riportate separatamente in tavola.
2) I dati riportati derivano dalle statistiche sui conti europei trimestrali di settore. Il finanziamento totale delle società non finanziarie comprende i prestiti, le emissioni di obbligazioni, le emissioni di azioni quotate e di altri titoli di capitale, le riserve tecniche e di assicurazione, altri conti attivi e strumenti finanziari derivati.
3) Incluse le riserve dei fondi pensione.

colante ha altresì contribuito, insieme a un modesto calo connesso alla maggiore disponibilità di fondi interni. Secondo gli istituti intervistati, la contrazione della domanda netta di prestiti è stata essenzialmente analoga sia per le piccole e medie imprese sia per le aziende di grandi dimensioni. Nel contempo, l'inasprimento netto dei criteri di concessione di credito alle società non finanziarie è diminuito sostanzialmente nel primo trimestre, di riflesso a minori pressioni sui costi di finanziamento e vincoli di bilancio, in particolare per quanto riguarda l'accesso delle banche al finanziamento e la loro posizione di liquidità. In prospettiva, le banche si attendono un ulteriore calo dell'inasprimento netto dei criteri di concessione del credito e un aumento della domanda di prestiti alle imprese.

Il fabbisogno finanziario (o indebitamento netto) delle società non finanziarie, ossia la differenza fra gli esborsi per investimenti reali e i fondi generati internamente (risparmio lordo), è diminuito nel quarto trimestre del 2011 in base a somme mobili di quattro trimestri di dati sui conti dell'area dell'euro (cfr. figura 37) collocandosi al -1,3 per cento. Malgrado i segnali di

Figura 37 Risparmio, finanziamento e investimenti delle società non finanziarie

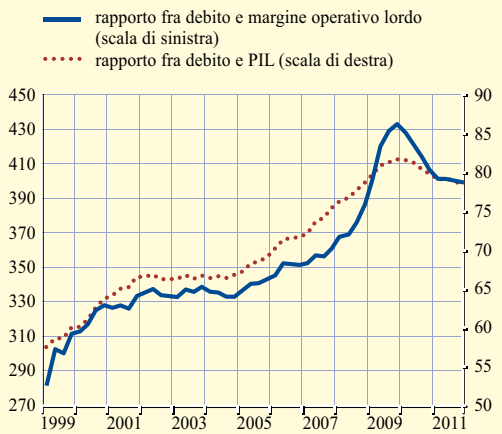
(totali mobili di quattro trimestri; in percentuale del valore aggiunto lordo)



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

Figura 38 Rapporti di indebitamento nel settore delle società non finanziarie

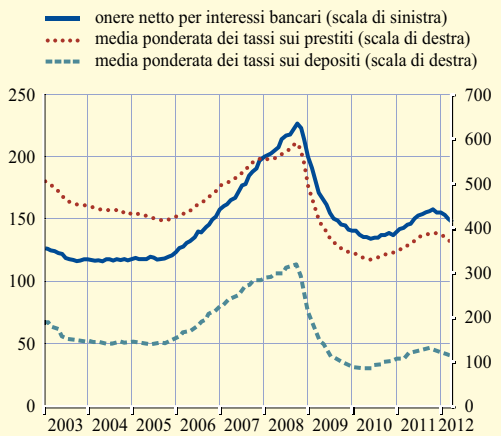
(valori percentuali)



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

Figura 39 Onere netto per interessi bancari delle società non finanziarie

(punti base)



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

normalizzazione osservati nei trimestri precedenti, il fabbisogno finanziario è rimasto perciò relativamente contenuto in termini storici, per effetto degli investimenti fissi lordi relativamente modesti e dell'elevato livello di fondi generati internamente. La disaggregazione per le componenti di risparmio, finanziamento e investimenti delle imprese dell'area dell'euro mostra che gli investimenti reali (investimenti fissi lordi) delle imprese restano al momento finanziati principalmente mediante fondi interni.

POSIZIONE FINANZIARIA

In base ai dati di contabilità dell'area dell'euro, l'indebitamento delle società non finanziarie nel quarto trimestre del 2011 ha continuato a ridursi, sia in termini di rapporto fra debito e PIL, diminuito al 78 per cento, sia in termini di rapporto fra debito e margine operativo lordo, sceso su un livello appena inferiore al 400 per cento (cfr. figura 38). Per questo settore, il processo di riduzione della leva finanziaria iniziato nel 2010 sta continuando, anche se a un ritmo piuttosto graduale nella maggior parte dei paesi. Dopo la brusca flessione registrata tra la fine del 2008 e la prima metà del 2010, gli oneri per interessi delle società non finanziarie sono nuovamente saliti fino al terzo trimestre 2011 (cfr. figura 39). Dopo essersi stabilizzati nel quarto trimestre del 2011, gli oneri per interessi sono calati nel gennaio 2012, seppur rimanendo al di sopra della media di lungo periodo.

2.7 FLUSSI FINANZIARI E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE

Le condizioni di finanziamento delle famiglie dell'area dell'euro nel primo trimestre e nell'aprile del 2012 sono state caratterizzate da una moderazione della maggior parte dei tassi di interesse sui prestiti. Inoltre, in base all'indagine sul credito bancario di aprile, le banche hanno ridotto il loro irrigidimento netto dei criteri per l'erogazione di prestiti alle famiglie. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle famiglie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) ha registrato un ulteriore graduale calo nei primi quattro mesi del 2012. Gli ultimi dati pertanto

continuano a indicare una dinamica modesta dell'indebitamento delle famiglie. Si stima che l'onere per interessi e il rapporto fra debito delle famiglie e reddito lordo disponibile siano rimasti per lo più invariati nel primo trimestre del 2012.

CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

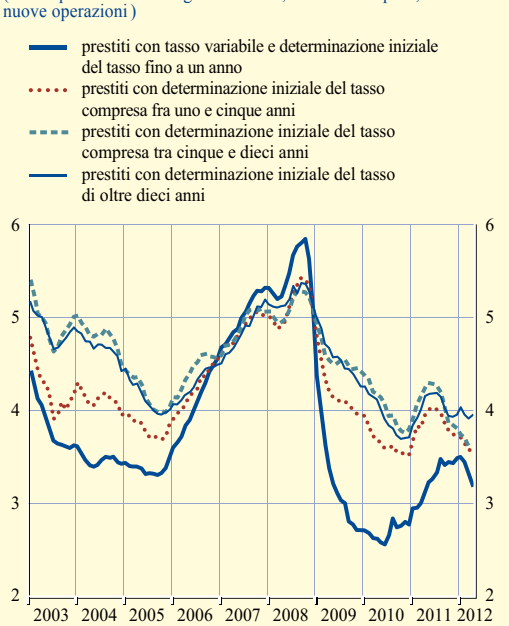
I costi di finanziamento del settore delle famiglie dell'area dell'euro sono leggermente diminuiti sia nel primo trimestre del 2012 sia in aprile, per effetto principalmente delle riduzioni dei tassi di interesse delle IFM sui nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, mentre quelli su altre tipologie di prestiti sono diminuiti solo marginalmente. Per contro, i tassi delle IFM sui nuovi prestiti al consumo hanno registrato un lieve incremento. Nel complesso, gli ultimi dati indicano che i tassi di interesse sui nuovi prestiti alle famiglie hanno beneficiato delle misure dell'Eurosistema volte a immettere liquidità, in particolare delle ORLT a tre anni condotte in dicembre 2011 e febbraio 2012, garantendo alle banche una provvista a medio termine a basso costo.

Dalla scomposizione dei prestiti alle famiglie in base alla loro finalità emerge che nei primi quattro mesi del 2012 si è registrata una diminuzione dei tassi di interesse per tutte le principali categorie di mutui per l'acquisto di abitazioni, dai prestiti a tasso variabile o con periodi brevi di determinazione iniziale del tasso (prestiti con periodo di determinazione iniziale fino a un anno), ai prestiti con periodo di determinazione del tasso medio e lungo (prestiti con periodi di determinazione iniziale compreso tra uno e cinque anni e quelli con periodi di determinazione iniziale superiori a cinque anni; cfr. figura 40). Tali diminuzioni sono state particolarmente marcate da febbraio ad aprile, per effetto in parte della trasmissione delle riduzioni dei costi complessivi di finanziamento delle banche (finanziamento tramite sia depositi che titoli di debito) a partire dal dicembre 2011. Sebbene i cali dei tassi di interesse sui nuovi mutui per l'acquisto di abitazioni siano stati osservati nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, specie tra febbraio e aprile, ha continuato a permanere una considerevole eterogeneità tra paesi.

Per quanto riguarda i nuovi prestiti al consumo concessi alle famiglie, nei primi quattro mesi del 2012 gli aumenti dei tassi di interesse sono stati leggermente maggiori per i prestiti con periodi lunghi di determinazione iniziale del tasso, mentre i tassi sui prestiti con periodi medi di determinazione iniziale del tasso sono rimasti sostanzialmente stabili. Nel contempo, la quota di prestiti con periodi lunghi di determinazione iniziale del tasso è aumentata a spese di quella dei prestiti con tassi variabili o periodi brevi di determinazione iniziale del tasso, a indicazione che una parte significativa della variazione della composizione del credito al consumo può essere dettata dalla domanda. Per quanto concerne le altre tipologie di nuovi prestiti alle famiglie, lievi riduzioni sono state osservate per i prestiti con tassi variabili o periodi brevi di determinazione iniziale del tasso, mentre i tassi per i prestiti con periodi mediolunghi di determinazione iniziale del tasso sono rimasti sostanzialmente stabili.

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

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



Fonte: BCE.

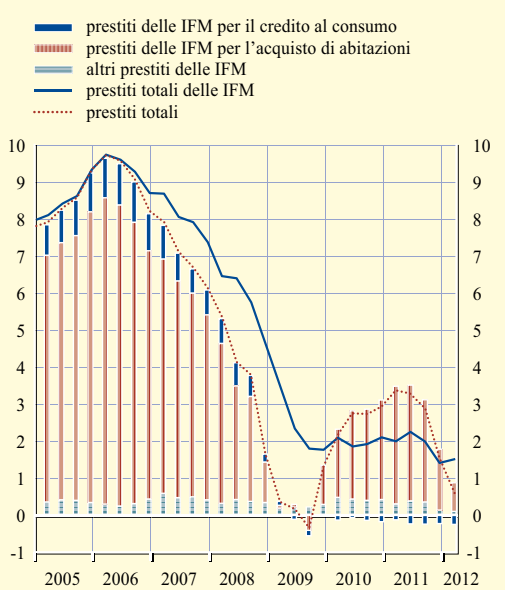
I risultati dell'indagine di aprile 2012 sul credito bancario mostrano che le banche dell'area dell'euro hanno ridotto il loro irrigidimento netto dei criteri di concessione del credito alle famiglie nel primo trimestre del 2012. Pressioni calanti derivanti dal costo del finanziamento sul mercato e dai vincoli di bilancio – che possono, in certa misura, essere associate all'impatto positivo delle due ORLT a tre anni sulle condizioni di finanziamento delle banche – sono stati i principali fattori segnalati dalle banche come determinanti di tale diminuzione dell'inasprimento netto. Altri fattori hanno incluso un miglioramento delle aspettative delle banche circa l'attività economica generale e le prospettive del mercato immobiliare residenziale. Tuttavia, la diminuzione segnalata dell'inasprimento netto dei criteri di concessione di credito si è tradotta solo in una lieve moderazione dell'inasprimento netto dei termini e delle condizioni di prezzo.

FLUSSI FINANZIARI

Nel quarto trimestre del 2011 (il periodo più recente per il quale sono disponibili i dati sui conti dell'area dell'euro) il credito totale alle famiglie dell'area dell'euro si è ulteriormente indebolito, rispecchiando la moderata attività di prestito sia delle IFM sia delle altre istituzioni finanziarie. Di conseguenza, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali concessi alle famiglie è calato all'1,4 per cento, dal 2,0 del terzo trimestre. Il tasso di crescita dei prestiti totali concessi dalle IFM alle famiglie (non corretto per le cessioni e le cartolarizzazioni) è sceso all'1,6 per cento nel quarto trimestre, dal 3,0 del trimestre precedente. L'attività di cessioni e cartolarizzazioni – che spesso sfociano in un trasferimento dei prestiti alle famiglie tra il settore delle IFM e quello degli altri intermediari finanziari – è stata particolarmente vigorosa in ottobre, di riflesso alla creazione di attività stanziabili in garanzia per le operazioni dell'Eurosistema. Di conseguenza, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti concessi alle famiglie dalle società non finanziarie è salito allo 0,6 per cento, dal -2,9 del trimestre precedente. Le stime per il primo trimestre indicano una stabilizzazione su bassi livelli del tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali alle famiglie (cfr. figura 41).

Figura 41 Prestiti totali concessi alle famiglie

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



Fonte: BCE.
Note: i prestiti totali includono i prestiti concessi alle famiglie da tutti gli altri settori istituzionali, compreso il resto del mondo. Per il primo trimestre del 2012, i prestiti concessi alle famiglie sono stati stimati sulla base dei dati sulle transazioni riportati nelle statistiche bancarie e monetarie. Per ulteriori informazioni sulle differenze tra i prestiti delle IFM e i prestiti totali con riferimento al calcolo dei tassi di crescita, cfr. le relative Note tecniche.

In base ai dati delle IFM disponibili per il primo trimestre e per aprile del 2012, la crescita annuale dei prestiti alle famiglie si è ulteriormente indebolita negli ultimi mesi. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle famiglie è ulteriormente diminuito, collocandosi allo 0,5 per cento in aprile, dall'1,6 per cento di dicembre 2011, di riflesso a una moderazione graduale dei flussi mensili dei prestiti alle famiglie. Dato che l'attività di cessioni e cartolarizzazioni è stata limitata nei primi quattro mesi del 2012, una diminuzione – seppur meno significativa – è riscontrabile anche nel tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle famiglie corretto per l'impatto delle cessioni e cartolarizzazioni. Di fatto,

nell'aprile 2012 tale tasso corretto si è collocato all'1,5 per cento (cfr. sezione 2.1 per i dettagli), in calo dall'1,9 per cento di dicembre 2011. Al tempo stesso, significative differenze a livello nazionale hanno continuato a caratterizzare gli andamenti dei prestiti nell'area dell'euro negli ultimi mesi.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM per l'acquisto di abitazioni corretto per le cessioni e cartolarizzazioni ha registrato un'ulteriore graduale diminuzione, proseguendo la tendenza osservata dalla metà del 2011, e si è collocato al 2,4 per cento nell'aprile 2012, dopo il 2,8 per cento del dicembre 2011. Ciò ha rispecchiato il perdurante basso livello dei flussi mensili (corretti) evidenziato dai mutui negli ultimi mesi, sebbene in marzo e aprile si siano registrati alcuni segnali di incremento rispetto ai livelli osservati dalla metà del 2011. Questi ultimi tuttavia hanno continuato a rappresentare la quota maggiore del credito delle IFM alle famiglie. I prestiti alle famiglie per il credito al consumo e altre tipologie di prestiti hanno altresì contribuito all'indebolimento dei prestiti totali delle IFM alle famiglie. Di fatto, si sono osservati deflussi mensili per entrambe tali categorie di prestito, in particolare da febbraio ad aprile. Di conseguenza, i loro tassi di crescita sul periodo corrispondente hanno evidenziato ulteriori graduali cali, portando in aprile il tasso di incremento del credito al consumo al -2,4 per cento (dal -1,8 per cento di dicembre) e quello degli altri prestiti allo 0,5 per cento (dallo 0,9 per cento di dicembre).

Per quando riguarda le cause di fondo delle dinamiche piuttosto deboli dei prestiti erogati dalle IFM alle famiglie, l'indagine sul credito bancario di aprile ha rivelato un'ulteriore forte contrazione della domanda netta per tutte le categorie di credito nel primo trimestre del 2012. I fattori principali all'origine della diminuita domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni sono da individuare nel perdurante deterioramento delle prospettive del mercato dell'edilizia residenziale e della fiducia dei consumatori, mentre gli intervistati hanno riportato che la minore spesa delle famiglie per beni di consumo durevoli, i maggiori risparmi e il peggioramento della fiducia dei consumatori hanno depresso il credito al consumo. Tale valutazione trova conferma nell'evoluzione degli indicatori della fiducia dei consumatori. Malgrado i segni di modesta ripresa nel primo trimestre del 2012, questi segnalano un ulteriore calo in aprile e suggeriscono che la fiducia resta su bassi livelli. In prospettiva, le banche si attendono ulteriori – seppur significativamente inferiori – cali della domanda netta sia dei mutui per l'acquisto di abitazioni, sia del credito al consumo nel secondo trimestre del 2012.

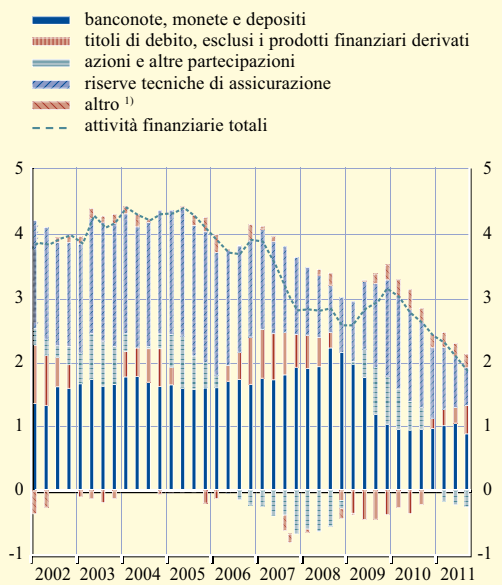
Considerando il lato dell'attivo del bilancio delle famiglie dell'area dell'euro, il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari totali del settore è sceso ulteriormente nel quarto trimestre del 2011, portandosi all'1,9 per cento (dal 2,1 nel trimestre precedente), confermando così la tendenza calante evidenziata dalla metà del 2010 (cfr. figura 42). Tale moderazione è in larga misura ascrivibile alle diminuzioni dei contributi apportati da banconote, monete e depositi e dalle riserve tecniche di assicurazione. Per contro, il contributo fornito dai titoli di debito (esclusi i prodotti finanziari derivati) è aumentato leggermente, mentre quello delle azioni e altre partecipazioni è rimasto sostanzialmente invariato (rimanendo pertanto negativo). Tali andamenti potrebbero in parte riflettere i tentativi delle famiglie di spostare attivi verso attività meglio remunerate, nonché la loro riluttanza a detenere attività rischiose nel contesto di persistente incertezza sull'economia e sui mercati finanziari.

POSIZIONE FINANZIARIA

Nel primo trimestre del 2012 il rapporto tra il debito delle famiglie e il loro reddito disponibile lordo nominale si sarebbe collocato al 99,7 per cento (cfr. figura 43), rimanendo sostanzialmente immutato dalla metà del 2010, in quanto solo variazioni minori sono state osservate tanto per il reddito disponibile quanto per l'indebitamento totale. Si stima che gli oneri per interessi del set-

Figura 42 Investimenti finanziari delle famiglie

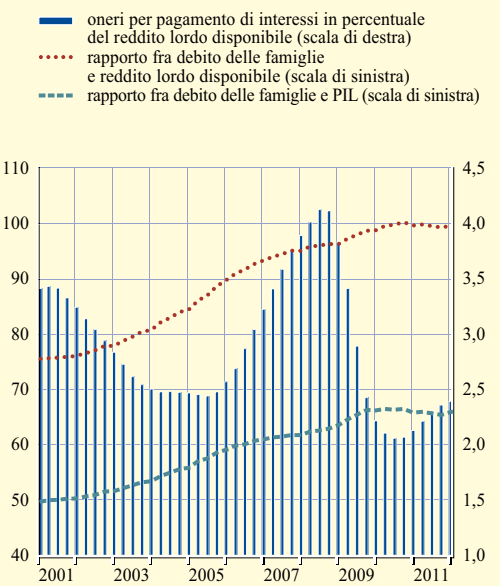
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



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

Figura 43 Debito delle famiglie e pagamenti per interessi

(valori percentuali)



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

tore si siano mantenuti sostanzialmente invariati, nel primo trimestre al 2,4 per cento del reddito disponibile, dopo essersi accresciuti moderatamente nei precedenti tre trimestri, di riflesso alle già citate lievi variazioni del reddito disponibile e dell'indebitamento totale delle famiglie e a un calo marginale dei tassi di interesse. Di conseguenza, gli oneri per interessi delle famiglie rimangono ancora relativamente bassi in base ai parametri storici. Il rapporto fra debito delle famiglie e PIL avrebbe registrato un lieve incremento nel trimestre in esame, portandosi al 65,9 per cento, dal 65,4 del trimestre precedente.

3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione misurata sullo IAPC si è collocata in maggio al 2,4 per cento, dal 2,6 nel mese precedente. È probabile che l'inflazione si mantenga al di sopra del 2 per cento nella parte restante dell'anno, soprattutto per effetto degli aumenti dei corsi energetici e delle imposte indirette. Tuttavia, sulla base dei prezzi correnti dei contratti future per le materie prime, l'inflazione dovrebbe tornare al di sotto del 2 per cento agli inizi del 2013. In prospettiva, in un contesto caratterizzato da una crescita debole nell'area dell'euro e da aspettative di inflazione a lungo termine saldamente ancorate, le pressioni di fondo sui prezzi dovrebbero rimanere contenute. Secondo le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in giugno dagli esperti dell'Eurosistema, l'inflazione misurata sullo IAPC si collocherebbe tra il 2,3 e il 2,5 per cento nel 2012 e tra l'1,0 e il 2,2 per cento nel 2013. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE del marzo 2012, gli intervalli di valori per il 2012 e il 2013 sono stati ridotti. I rischi per le prospettive di medio periodo circa l'evoluzione dei prezzi rimangono sostanzialmente equilibrati. Quelli verso l'alto riguardano ulteriori aumenti delle imposte indirette, data l'esigenza di risanare i conti pubblici, e rincari delle materie prime superiori alle attese nel medio periodo. I principali rischi al ribasso sono connessi all'impatto di una crescita più debole delle attese nell'area dell'euro.

3.1 I PREZZI AL CONSUMO

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione complessiva è scesa tra aprile e maggio dal 2,6 al 2,4 per cento, il livello minimo dal marzo 2011 (cfr. tavola 7). Dalla fine del 2010 l'inflazione è rimasta nettamente al di sopra del 2 per cento, sospinta principalmente dalla vigorosa dinamica dei prezzi dei beni energetici e alimentari, nonché dai consistenti aumenti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati in alcune economie dell'area. Nei primi quattro mesi di quest'anno i prezzi dei beni energetici sono stati sospinti dagli aumenti delle quotazioni petrolifere e delle accise sui carburanti in alcuni paesi, oltre che dagli effetti del passato deprezzamento dell'euro.

Tavola 7 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2010	2011	2011 dic.	2012 gen.	2012 feb.	2012 mar.	2012 apr.	2012 mag.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo [1]	1,6	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6	*2,4*
Beni energetici	7,4	11,9	9,7	9,2	9,5	8,5	8,1	.
Alimentari non trasformati	1,3	1,8	1,6	1,6	2,2	2,2	2,1	.
Alimentari trasformati	0,9	3,3	4,1	4,1	4,1	3,9	3,7	.
Beni industriali non energetici	0,5	0,8	1,2	0,9	1,0	1,4	1,3	.
Servizi	1,4	1,8	1,9	1,9	1,8	1,8	1,7	.
Altri indicatori di prezzi								
Prezzi alla produzione nell'industria	2,9	5,9	4,3	3,9	3,7	3,5	2,6	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	60,7	79,7	81,7	86,2	89,7	94,2	91,4	86,0
Prezzi delle materie prime non energetiche	44,6	12,2	-6,7	-4,6	-7,5	-5,2	-3,8	-0,2

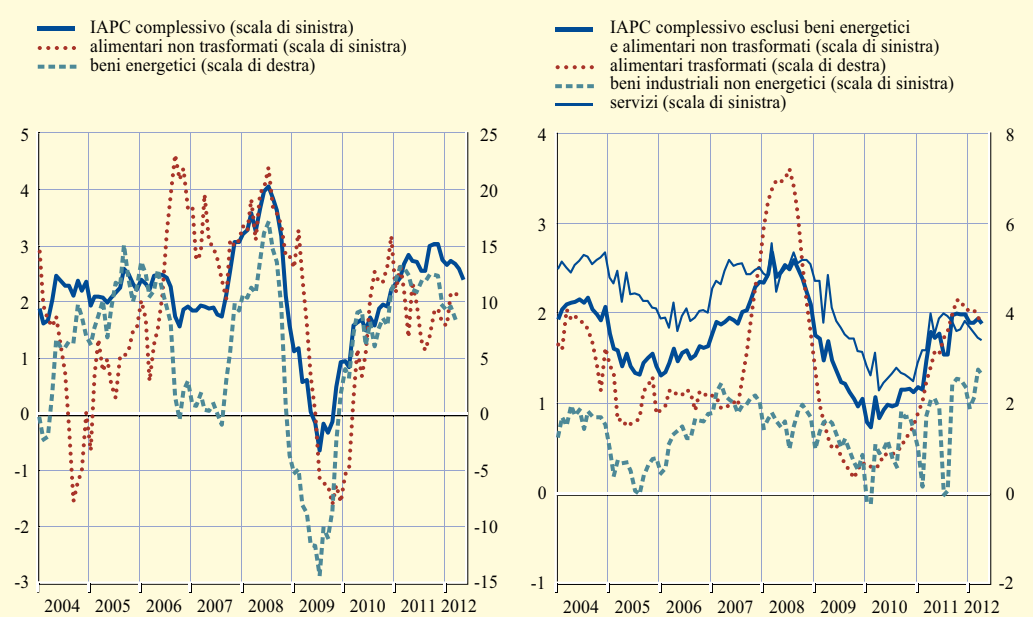
Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Reuters.
1) Il dato sullo IAPC di maggio 2012 si riferisce alla stima preliminare dell'Eurostat.

In aprile, l'ultimo mese per cui è disponibile una scomposizione ufficiale dello IAPC (cfr. figura 44), la variazione tendenziale della componente energetica è diminuita all'8,1 per cento, dall'8,5 di marzo, confermando la tendenza flettente iniziata nel dicembre 2011, quando era calata al 9,7 per cento dai tassi di incremento a due cifre osservati nei dodici mesi precedenti. Contrariamente alle attese, all'inizio del 2012 le quotazioni del greggio in euro sono aumentate ulteriormente, raggiungendo il livello massimo di 94,2 euro al barile in marzo. La dinamica dei prezzi dei beni energetici è pertanto rimasta appena al di sotto del 10 per cento in gennaio e febbraio, poiché i marcati aumenti sul mese precedente sono stati solo parzialmente compensati dagli effetti base al ribasso derivanti dai rincari dei beni energetici all'inizio del 2011. Le ulteriori contrazioni nel tasso di variazione annuale dei prezzi dei beni energetici in marzo e aprile sono state determinate da effetti base al ribasso piuttosto forti, che hanno più che compensato un aumento dei corsi energetici su base mensile. In particolare, in aprile la dinamica dei prezzi di combustibili liquidi, carburanti e lubrificanti per il trasporto di persone e gas è diminuita, mentre quella dei prezzi dell'elettricità è aumentata.

La variazione tendenziale della componente alimentare dello IAPC è aumentata costantemente nel 2011, fino a superare il 3 per cento in settembre, e nell'aprile del 2012 si è collocata al 3,1 per cento, in calo dal 3,3 per cento dei due mesi precedenti. La tendenza all'aumento dell'inflazione dei generi alimentari nel 2011 è stata particolarmente evidente nel sub-indice degli alimentari trasformati (esclusi i tabacchi) a causa dei rincari dei beni ad alto contenuto di materie prime, come prodotti caseari, oli, grassi e, in particolare, caffè e tè. La recente dinamica dei prezzi delle materie prime alimentari nel mercato interno dell'UE suggerisce che l'impatto dello shock sui prezzi dei beni alimentari si è attenuato all'inizio del 2012. Ciò dovrebbe ridurre le pressioni inflative lungo la catena produttiva alimentare nel breve termine. Inoltre, in aprile la dinamica dei prezzi alla produzione dei beni alimentari è scesa al 2,8 per cento, dal livello massimo dell'8,1 raggiunto in aprile e maggio del 2011.

Figura 44 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

Al netto delle componenti alimentare ed energetica, che costituiscono circa il 30 per cento del paniere dello IAPC, l'inflazione sui dodici mesi si è collocata all'1,6 per cento nell'aprile del 2012, oscillando intorno a tale livello dal settembre 2011. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto di alimentari ed energia è determinata prevalentemente da fattori interni, come la dinamica salariale, i margini di profitto e le imposte indirette, ed è costituita da due voci principali, i beni industriali non energetici e i servizi. A partire dal 2011 i tassi di inflazione di entrambe le voci sono stati influenzati negativamente dagli aumenti dell'IVA in diversi paesi dell'area dell'euro. Tuttavia, i prezzi di queste due componenti hanno seguito andamenti molto diversi.

Nel 2011 l'inflazione dei beni industriali non energetici ha seguito una tendenza al rialzo, iniziata nel secondo trimestre del 2010 in seguito alla trasmissione dei passati deprezzamenti del tasso di cambio e dei rincari delle materie prime, oltre che per l'impatto degli aumenti delle imposte indirette. Negli ultimi mesi del 2011 l'inflazione di questi beni si è mantenuta intorno all'1,2 per cento, dopo aver mostrato nei primi mesi dell'anno un'elevata volatilità, riconducibile all'adozione di un nuovo regolamento sul trattamento dei prodotti stagionali nello IAPC. Nei primi due mesi del 2012 la dinamica dei prezzi dei beni industriali non energetici ha oscillato intorno all'1,0 per cento. Con la conclusione dei saldi invernali, tuttavia, essa è aumentata di nuovo, collocandosi all'1,4 per cento in marzo e all'1,3 in aprile.

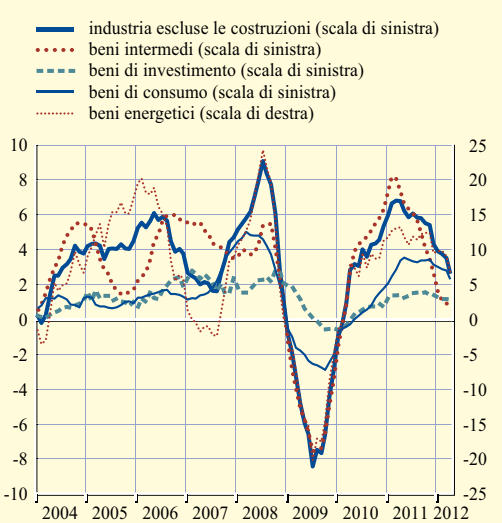
Dopo la moderata dinamica nel 2010, l'inflazione dei servizi è aumentata notevolmente nei primi mesi del 2011. Da aprile del 2011 si è stabilizzata all'incirca all'1,9 per cento, fino all'inizio del 2012. Nell'aprile 2012 è scesa all'1,7 per cento, il livello minimo dal marzo 2011. Tale contrazione è attribuibile al rallentamento dei prezzi dei servizi di comunicazione, trasporto e vari, che ha più che compensato l'aumento dei prezzi dei servizi ricreativi e personali.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

Le pressioni inflazionistiche lungo la filiera produttiva sono cresciute costantemente dal livello minimo nell'estate del 2009 fino ai mesi più recenti, soprattutto a causa dell'incremento della domanda mondiale di materie prime. Di conseguenza, l'inflazione alla produzione nell'industria è aumentata alla fine del 2010 e nella prima metà del 2011. Da allora, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione è sceso, principalmente per effetto delle oscillazioni dei prezzi delle materie prime (cfr. tavola 7 e figura 45). Al netto delle costruzioni, l'inflazione alla produzione nell'industria è scesa al 2,6 per cento in aprile, dal 3,5 di marzo. Questo calo è attribuibile sia a effetti base al ribasso sia ai modesti incrementi sul mese precedente per le componenti dei beni energetici, intermedi e di consumo non alimentari. Contestualmente, l'inflazione alla produzione al netto delle costruzioni e dell'energia è calata dall'1,6 all'1,3 per cento.

Figura 45 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)

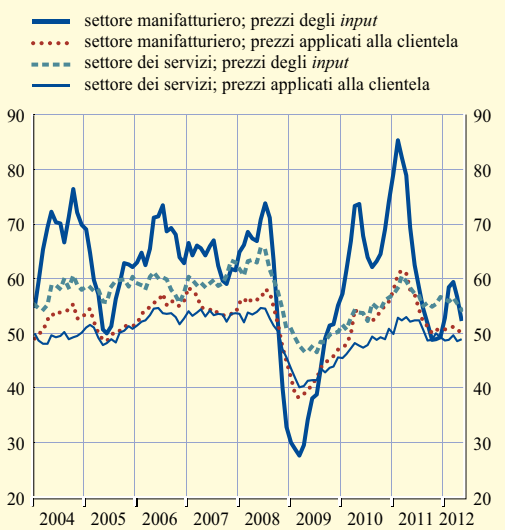


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Passando agli stadi successivi della catena produttiva, l'inflazione alla produzione dei beni alimentari di consumo ha mantenuto una graduale tendenza al ribasso dalla seconda metà del 2011, scendendo ulteriormente dal 3,6 al 3,2 per cento tra marzo e aprile 2012. Ulteriori flessioni sono attese nel breve periodo come reazione ritardata al rallentamento in atto dei prezzi delle materie prime alimentari nell'UE. Il tasso di variazione annuale della componente dei beni di consumo non alimentari è sceso in aprile all'1,0 per cento dall'1,4 nel mese precedente, continuando la flessione dai livelli storicamente elevati raggiunti alla fine del 2011. Questo calo, insieme a quello dell'inflazione all'importazione, segnala un allentamento delle pressioni all'origine sulla componente dei beni industriali non energetici dello IAPC.

Figura 46 Indagini sui prezzi alla produzione degli *input* e degli *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.

Gli indicatori di prezzo delle indagini per il settore industriale, che anticipano gli andamenti dell'indice dei prezzi alla produzione, sono diminuiti ulteriormente in maggio (cfr. figura 46). I dati dell'indagine della Commissione europea sulle aspettative per i prezzi di vendita indicano una flessione, riconducibile al peggioramento delle aspettative nel settore dei beni intermedi. Per quanto riguarda l'indice dei responsabili degli acquisti, quello dei prezzi dell'output nel settore manifatturiero è diminuito lievemente da 50,5 a 50,4 tra aprile e maggio, mentre quello degli input si è contratto più marcatamente da 56,7 a 52,3, in linea con i recenti cali dei prezzi delle materie prime. Nello stesso periodo nel settore dei servizi l'indice dei prezzi degli input ha confermato la tendenza al ribasso, mentre quello dell'output è aumentato lievemente, pur rimanendo al di sotto del valore soglia di 50.

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

In connessione con il miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro, gli indicatori del costo del lavoro nell'area dell'euro sono aumentati gradualmente nei primi mesi del 2011 (cfr. tavola 8

Tavola 8 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

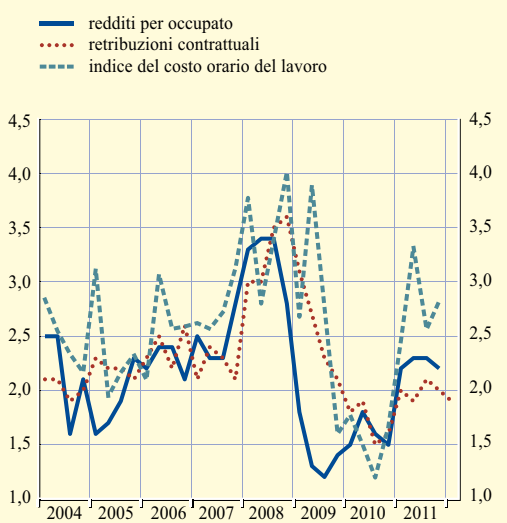
e figura 47). Nel prosieguo dell'anno si sono stabilizzati su un livello lievemente più elevato rispetto al 2010.

Le retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro, l'unico indicatore disponibile per il primo trimestre del 2012, sono aumentate in marzo del 2,0 per cento su base annua, a fronte del 2,1 in febbraio. Con riferimento agli andamenti trimestrali, la dinamica delle retribuzioni contrattuali è scesa all'1,9 per cento nel primo trimestre del 2012, dal 2,0 per cento nell'ultimo periodo del 2011, segnando una sostanziale stabilizzazione dopo l'accelerazione osservata fino al settembre 2011.

Anche altri indicatori dei salari hanno mostrato segnali di stabilizzazione verso la fine del 2011. Nel quarto trimestre la crescita sul periodo corrispondente dei redditi per addetto si è collocata al 2,2 per cento, pressoché invariata rispetto ai tre trimestri precedenti. Allo stesso tempo la crescita del costo unitario del lavoro è aumentata ancora lievemente all'1,3 per cento, dall'1,2 nel terzo trimestre. Tale incremento è riconducibile soprattutto al calo della dinamica annuale della produttività del lavoro registrato tra il terzo e il quarto trimestre, dall'1,1 allo 0,9 per cento, sulla scia del rallentamento dell'espansione. Nel quarto trimestre il tasso di variazione tendenziale del costo orario del lavoro è salito al 2,8 per cento, dal 2,6 del trimestre precedente, riflettendo principalmente gli andamenti nel settore industriale e in quello delle costruzioni (cfr. figura 48). I costi non salariali hanno continuato ad aumentare a un ritmo più sostenuto rispetto alla componente salariale dei costi orari del lavoro nell'area dell'euro.

Figura 47 Indicatori del costo del lavoro

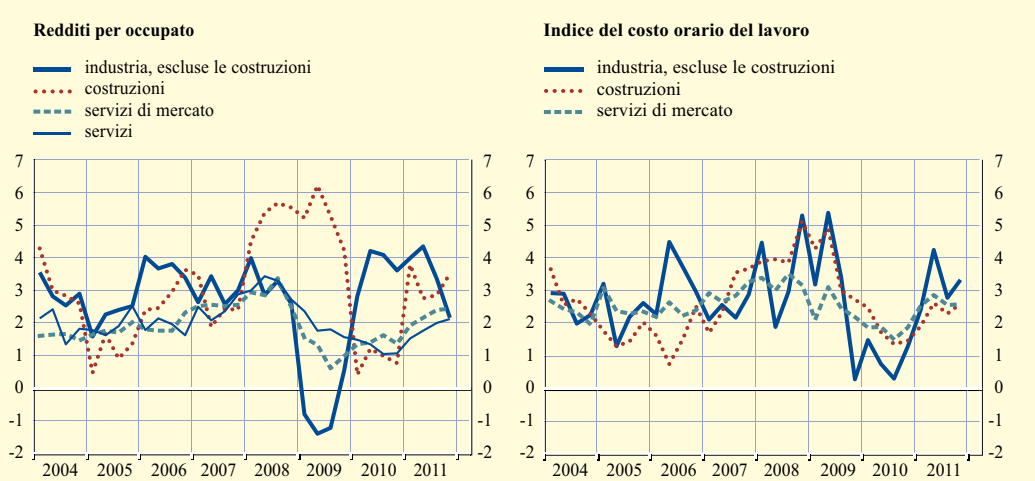
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 48 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Dal 1999 diversi paesi dell'area dell'euro hanno registrato consistenti perdite di competitività. La perdita di competitività relativa in termini di prezzo e di costo si riflette tra l'altro sui tassi di inflazione armonizzata o di crescita del costo unitario del lavoro, rimasti persistentemente al di sopra del livello medio dell'area. Il riquadro 5 esamina l'andamento della competitività di prezzo e di costo nell'area dell'euro e le relative implicazioni.

Riquadro 5

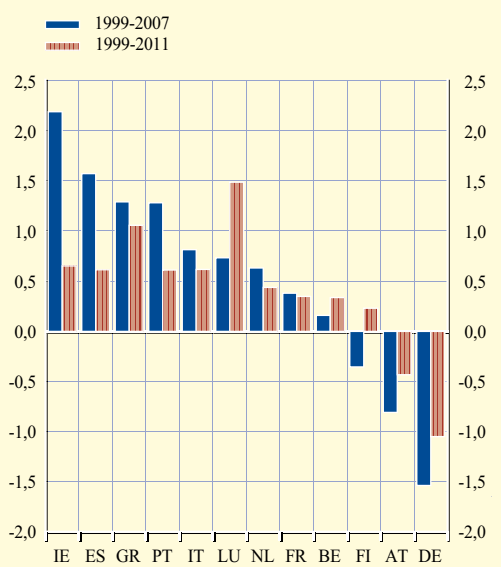
RIEQUILIBRIO DELLA COMPETITIVITÀ NELL'AREA DELL'EURO E RELATIVE IMPLICAZIONI PER L'INFLAZIONE

Necessità di un riequilibrio delle posizioni di competitività

Diversi paesi dell'area dell'euro hanno registrato consistenti perdite di competitività di prezzo e di costo a partire dal 1999[1]. Queste perdite di competitività relativa si riflettono, ad esempio, sui tassi di inflazione armonizzata o di variazione del costo unitario del lavoro, collocatisi persistentemente al di sopra del livello medio dell'area (cfr. le figure A e B). Questi incrementi nei prezzi

Figura A Incremento medio annuo del costo unitario del lavoro rispetto alla media dell'area dell'euro

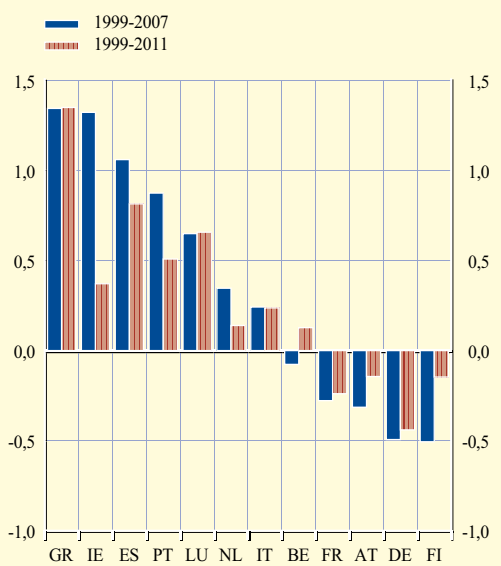
(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: i paesi sono raggruppati in ordine decrescente per il periodo 1999-2007. I dati della Grecia coprono solo i periodi 2001-2007 e 2001-2011. La figura riporta solo i 12 stati membri dell'UE che al 2001 erano entrati a far parte dell'area dell'euro.

Figura B Differenziali di inflazione rispetto alla media dell'area dell'euro

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: i paesi sono raggruppati in ordine decrescente per il periodo 1999-2007. I dati della Grecia coprono solo i periodi 2001-2007 e 2001-2011. La figura riporta solo i 12 stati membri dell'UE che al 2001 erano entrati a far parte dell'area dell'euro.

1) Il presente riquadro riguarda i dodici paesi membri dell'UE che al 2001 erano entrati a far parte dell'area dell'euro, ossia Belgio, Germania, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. Sono esclusi i paesi entrati nell'area più di recente, dato che per essi le questioni relative alla convergenza reale e nominale svolgono un ruolo importante nel determinare i differenziali di inflazione.

e nei costi superiori alla media, sono in parte attribuibili al normale processo di convergenza reale e nominale innescato dai differenti livelli di sviluppo economico all'inizio della Terza fase dell'UEM[2]. Tuttavia, in diversi paesi dell'area questi incrementi riflettono le perdite di competitività che sono state, e sono tuttora, associate a eccessi nominali alimentati, ad esempio, da dinamiche salariali costantemente non in linea con incrementi di produttività sostenibili, o da un accresciuto indebitamento nel settore pubblico e privato che si è discostato persistentemente dall'andamento del reddito, creando a sua volta un eccesso di domanda[3]. Con l'inizio della crisi, le perdite di competitività si sono rivelate particolarmente dannose per l'occupazione laddove erano associate ad ampi disavanzi di conto corrente o di bilancio o a bolle immobiliari. A tale riguardo, le perdite di competitività di prezzo e di costo in diversi paesi rientrano in un insieme più ampio di squilibri macroeconomici (cfr. il riquadro 7, intitolato *La procedura per lo squilibrio macroeconomico attuata nel 2012*).

Lo scoppio della bolla immobiliare in diversi paesi e una più generale rivalutazione delle prospettive di espansione e delle posizioni di bilancio da parte dei mercati sulla scia della crisi finanziaria hanno evidenziato l'esigenza di introdurre significativi aggiustamenti economici. La figura A mostra che, raffrontando gli andamenti fino al 2007 con quelli fino al 2011, il differenziale medio della crescita annua del costo unitario del lavoro per l'area dell'euro è già lievemente diminuito in alcuni paesi che in precedenza avevano perso competitività. Tuttavia, la correzione osservata finora, pur riflettendo in parte le misure strutturali adottate dai paesi per correggere in maniera più duratura gli andamenti relativi dei prezzi e dei costi, rispecchia altresì la soppressione di posti di lavoro in settori a bassa produttività, che ha sospinto la produttività aggregata in diversi paesi. La figura B mostra un andamento simile per i differenziali di inflazione media annua, aumentati fino al 2007, per poi ridursi negli anni più recenti.

Le figure A e B mostrano altresì che permane l'esigenza di un sostanziale riequilibrio al fine di recuperare posizioni di competitività. Per continuare il processo di riequilibrio, i paesi dovranno adottare misure coraggiose per accrescere la competitività di prezzo e quella non di prezzo. A tale riguardo, il complesso di provvedimenti e la misura in cui verranno adottati potrebbero variare tra i paesi. Un'effettiva e significativa riduzione del costo unitario del lavoro (minori salari e/o maggiore produttività) e dei margini di profitto eccessivi è particolarmente urgente nei paesi con alta disoccupazione e bassa competitività.

In primo luogo, il processo di determinazione dei salari deve essere reso più flessibile in diversi paesi dell'area. In secondo luogo, incrementi duraturi della produttività del lavoro facilitano l'aggiustamento della competitività, in quanto riducono il costo unitario del lavoro e al contempo aumentano il prodotto potenziale. Gli incrementi di produttività accrescono

2) Gli studi empirici hanno tentato di quantificare l'effetto di convergenza (sotto forma di effetto Balassa-Samuelson), senza riuscire a dimostrare inequivocabilmente l'incidenza di tale effetto dopo l'inizio della Terza fase dell'UEM. Studi precedenti sull'effetto Balassa-Samuelson nell'area dell'euro (ad esempio, Hofmann, B. e H. Remsperger (2005), "Inflation differentials among the euro area countries: potential causes and consequences", conference paper presentato all'assemblea annuale ASSA del 2005, e Katsimi, M. (2004), "Inflation divergence in the euro area: the Balassa-Samuelson effect", *Applied Economics Letters* Vol. 11, no 5, pp. 329-332) non hanno evidenziato alcun contributo significativo della convergenza dei prezzi tra paesi ai tassi di inflazione nazionali nella Terza fase dell'UEM. L'effetto Balassa-Samuelson è stato chiamato in causa da Wagner, M. (2005), "The Balassa-Samuelson-effect in East and West, differences and similarities", n. 180, Institute for Advanced Studies.

3) Cfr. l'articolo intitolato *Il monitoraggio dell'andamento del costo del lavoro nei paesi dell'area dell'euro* nel numero di novembre 2008 di questo Bollettino; e, a livello settoriale, *Gli squilibri all'interno dell'area dell'euro nella prospettiva dei conti settoriali* nel numero di febbraio 2012 di questo Bollettino.

non solo la competitività di prezzo ma anche quella non di prezzo. Tuttavia, per accrescere la produttività (attraverso l'innovazione di processi e prodotti, le competenze della forza lavoro o i fattori di contesto operativo) sono necessari provvedimenti coraggiosi a sostegno delle riforme strutturali (ad es. la liberalizzazione degli ordini professionali chiusi e dell'immigrazione, il riorientamento della spesa su istruzione e ricerca e sviluppo, la riforma delle principali condizioni strutturali che rendano il contesto regolamentare e giudiziario più favorevole alle imprese, ecc.). Tali riforme sono spesso ostacolate da gruppi privilegiati e interessi acquisiti e possono richiedere diverso tempo prima di avere effetti visibili. Infine, margini di profitto eccessivi, prevalenti in particolare nei settori con orientamento nazionale (soprattutto in quello dei servizi), limitano la concorrenza Le misure di riforma strutturale consentono di contrastare le rendite troppo elevate rimuovendo gli ostacoli alla concorrenza sia nazionale sia internazionale, in particolare nei settori professionali protetti, ad esempio eliminando le barriere all'ingresso di nuove imprese (e riducendo in generale le pratiche burocratiche).

Per il riequilibrio della competitività nei paesi dell'area dell'euro è necessario che nella fase di transizione gli andamenti di prezzo e di costo nei paesi che in precedenza hanno registrato disequilibri siano sensibilmente inferiori alla media dell'area. Contestualmente, diverse economie dell'area che in passato hanno rafforzato la loro competitività dovrebbero registrare temporaneamente una crescita dei prezzi e dei costi superiore alla media dell'area. Tuttavia, anche in questa fase di transizione i paesi più competitivi devono evitare una dinamica salariale eccessiva che porterebbe a un aumento della disoccupazione.

Mantenimento della stabilità dei prezzi nel complesso dell'area dell'euro

Il mandato della BCE è il mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro nel medio periodo. I tassi di inflazione nei singoli paesi, o i differenziali di inflazione dovuti al riequilibrio delle posizioni di competitività dei singoli paesi dell'area, non possono essere aggiustati da un'unica politica monetaria. Tuttavia, la politica monetaria della BCE, perseguendo l'obiettivo primario di mantenere la stabilità dei prezzi nel complesso dell'area, contribuisce all'ancoraggio delle aspettative di inflazione a lungo termine nei singoli paesi.

Il quadro di politica monetaria della BCE tiene conto dei differenziali di inflazione esistenti tra i vari paesi. Il Consiglio direttivo della BCE ha definito la stabilità dei prezzi come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Inoltre, il Consiglio si prefigge di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. La definizione di stabilità dei prezzi lascia un margine sufficiente per i differenziali di inflazione nell'area dell'euro.

Come osservato in precedenza, i responsabili delle politiche nazionali devono introdurre riforme strutturali per recuperare posizioni di competitività. Conseguenza naturale del riequilibrio delle posizioni di competitività è che i prezzi relativi tra i concorrenti nell'ambito dell'unione monetaria varieranno nel tempo e determineranno un equilibrio più stabile nella zona dell'euro. Si tratta di un processo auspicabile, durante il quale l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere l'inflazione prossima ma inferiore al 2 per cento nel medio termine offrirà un saldo ancoraggio per le aspettative di inflazione a medio termine. Mantenere la stabilità dei prezzi nel complesso dell'area dell'euro nel medio termine è il miglior contributo possibile della BCE a un regolare processo di aggiustamento.

3.4 ANDAMENTI DEI PROFITTI SOCIETARI

Nel quarto trimestre del 2011 la crescita dei profitti societari (misurata in termini di margine operativo lordo) è scesa ancora lievemente al 2,1 per cento sul periodo corrispondente, dopo essersi collocata all'incirca al 3,5 per cento nei primi tre trimestri dell'anno (cfr. figura 49). Questa marcata contrazione nel corso del 2011 riflette la moderata crescita del PIL e dei profitti per unità di prodotto (margine per unità di prodotto), riconducibile al marcato rallentamento della produttività. Il livello dei profitti è rimasto circa il 2 per cento al di sotto del livello massimo raggiunto prima della recessione del 2008-2009, quando i profitti erano scesi all'incirca dell'11 per cento.

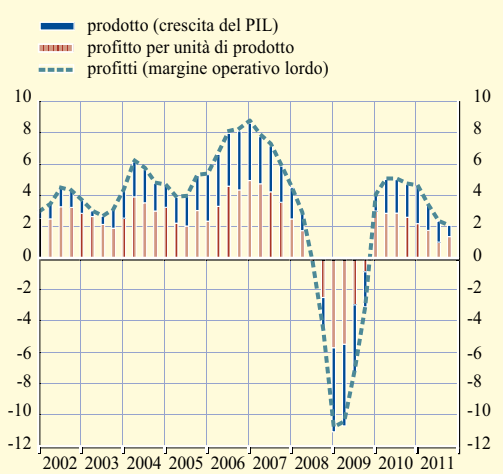
Riguardo ai grandi settori economici, nel quarto trimestre del 2011 la crescita tendenziale dei profitti societari nel settore dei servizi di mercato è rimasta invariata all'1,0 per cento dal terzo trimestre, ma è diminuita rispetto al primo e al secondo trimestre, quando si era collocata rispettivamente al 2,5 e al 2,2 per cento. Nel settore industriale (al netto delle costruzioni) la crescita dei profitti societari è scesa al 4,2 per cento, nettamente al di sotto della crescita media nei tre trimestri precedenti (cfr. figura 50). Rispetto al periodo precedente, la crescita dei profitti societari è rimasta sostanzialmente invariata nel settore dei servizi di mercato, ma è diminuita in misura consistente nel comparto industriale.

3.5 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione misurata sullo IAPC si è collocata in maggio al 2,4 per cento, dal 2,6 nel mese precedente. È probabile che l'inflazione si mantenga al di sopra del 2 per cento nella parte restante dell'anno, soprattutto per effetto degli aumenti dei corsi energetici e delle imposte indirette. Tuttavia, sulla base dei prezzi correnti dei contratti future per le materie prime, l'inflazione dovrebbe tornare al di sotto del 2 per cento agli inizi

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

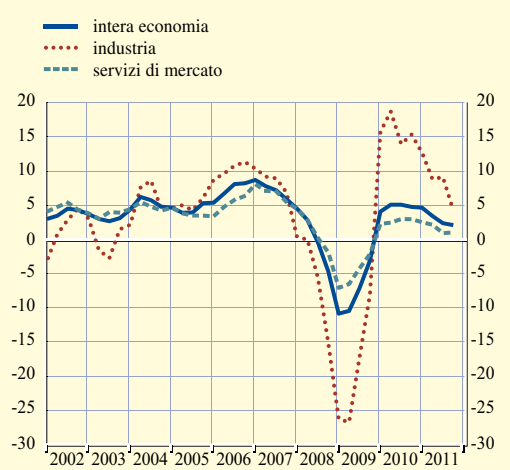
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

del 2013. In prospettiva, in un contesto caratterizzato da una crescita debole nell'area dell'euro e aspettative di inflazione a lungo termine saldamente ancorate, le pressioni di fondo sui prezzi dovrebbero rimanere contenute.

Più in dettaglio, le prospettive di inflazione a breve termine continuano a dipendere ampiamente dall'andamento dei corsi petroliferi. I prezzi del greggio sono diminuiti sensibilmente dal marzo 2012. Alla fine di maggio i corsi in dollari si sono collocati su un livello inferiore di circa il 7 per cento rispetto a quello raggiunto in marzo. Tuttavia, il calo in euro è stato più contenuto, dato che in quello stesso periodo la divisa europea si è deprezzata nei confronti del dollaro. Nondimeno, come indicato dai prezzi dei contratti future per il petrolio, la dinamica della componente energetica dello IAPC dovrebbe diminuire moderatamente nei prossimi mesi

Sulla base degli attuali prezzi dei contratti *future* per le materie prime alimentari, il tasso di crescita sui dodici mesi delle quotazioni degli alimentari dovrebbe raggiungere il livello massimo nella prima parte del 2012 e iniziare a diminuire, soprattutto a causa di effetti base al ribasso.

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

Analogamente, nei prossimi mesi l'inflazione dei servizi dovrebbe mantenersi sostanzialmente stabile sui livelli attuali, per effetto della debole crescita della domanda interna e dell'ampio contenimento delle pressioni salariali. Verso il volgere dell'anno gli aumenti dell'IVA in alcuni paesi dell'area dell'euro potrebbero determinare un nuovo aumento dell'inflazione nei servizi.

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

Secondo le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in giugno dagli esperti dell'Eurosistema l'inflazione misurata sullo IAPC si collocherebbe tra il 2,3 e il 2,5 per cento nel 2012 e tra l'1,0 e il 2,2 per cento nel 2013. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE del marzo 2012, gli intervalli di valori per il 2012 e il 2013 sono stati ridotti.

I rischi per le prospettive di medio periodo circa l'evoluzione dei prezzi rimangono sostanzialmente equilibrati. Quelli verso l'alto riguardano ulteriori aumenti delle imposte indirette, data l'esigenza di risanare i conti pubblici, e rincari delle materie prime superiori alle attese. I principali rischi al ribasso sono connessi all'impatto di una crescita più debole delle attese nell'area dell'euro.

Negli ultimi anni le previsioni per l'inflazione complessiva nell'area dell'euro formulate da organizzazioni internazionali e istituzioni private sono state spesso corrette al rialzo. Il riquadro 6 analizza le previsioni ufficiali dell'inflazione nell'area in una prospettiva a più lungo termine e considera le cause dello scostamento.

Riquadro 6

LO SCOSTAMENTO DELLE PREVISIONI DI INFLAZIONE NELL'AREA DELL'EURO

Negli ultimi anni le previsioni di inflazione per l'area dell'euro, sia di organizzazioni internazionali sia di istituti privati, sono state spesso riviste al rialzo[1]. Come si evince dalla figura A, che riporta sia l'evoluzione delle previsioni di inflazione per il 2011 formulate da FMI, *Survey of Professional Forecasters* (SPF) della BCE, Consensus Economics, OCSE e Commissione europea, sia i corrispondenti intervalli delle proiezioni formulate dagli esperti dell' Eurosistema, il tasso di inflazione del 2,7 per cento è stato sottostimato in tutte le previsioni. La figura B mostra che anche le previsioni relative al 2012 sono state oggetto di significative revisioni al rialzo.

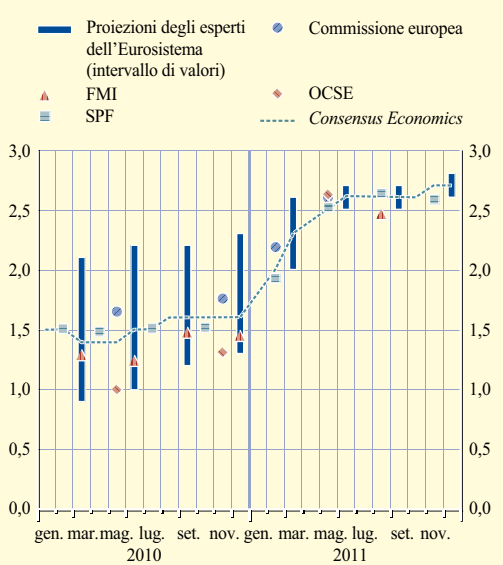
In una prospettiva a più lungo termine, questo riquadro mostra che le previsioni ufficiali tendono a sottostimare sistematicamente l'inflazione complessiva nell'area dell'euro e prende in esame le cause di tale scostamento.

Scostamento delle previsioni di inflazione relative al periodo 2002-2011

La seguente analisi tiene conto di varie previsioni sull'inflazione complessiva nell'area dell'euro per il periodo 2002-2011. Per ciascun anno vengono valutate separatamente quattro rilevazioni

Figura A Evoluzione delle previsioni ufficiali per l'inflazione media sui dodici mesi dell'area dell'euromisurata sullo IAPC nel 2011

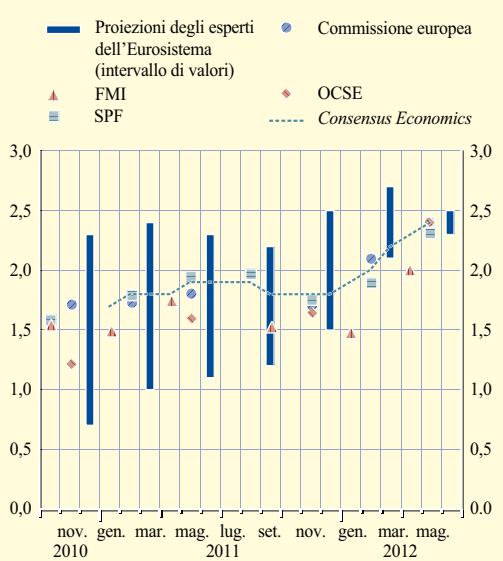
(variazioni percentuali medie sul periodo corrispondente)



Fonti: FMI, BCE, Consensus Economics, OCSE e Commissione europea.
Nota: l'asse delle ascisse si riferisce alle date in cui sono state formulate le rispettive previsioni.

Figura B Evoluzione delle previsioni ufficiali per l'inflazione media sui dodici mesi dell'area dell'euro misurata sullo IAPC nel 2011

(variazioni percentuali medie sul periodo corrispondente)



Fonti: FMI, BCE, Consensus Economics, OCSE e Commissione europea.
Nota: l'asse delle ascisse si riferisce alle date in cui sono state formulate le rispettive previsioni.

1) Per semplicità, le anticipazioni sull'inflazione analizzate in questo riquadro sono definite "previsioni", sebbene tecnicamente potrebbe essere preferibile descriverle come "proiezioni".

Inflazione misurata sullo IACP con valori al di fuori delle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema nel periodo 2002-2011

(percentuali di esercizi previsivi con un'inflazione effettiva che si alloca o al di sopra o al di sotto degli intervalli pubblicati)

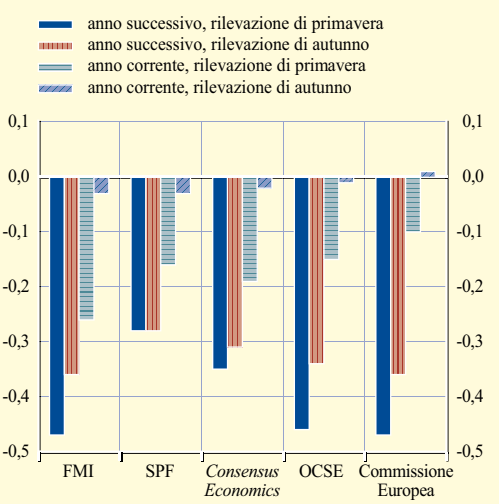
	anno prossimo		anno in corso	
	esercizio di primavera	*esercizio d'autunno*	*esercizio di primavera*	*esercizio d'autunno*
al di sopra dell'intervallo	50%	30%	0%	0%
al di sotto dell'intervallo	10%	10%	0%	0%

Fonte: BCE.

di previsione, ossia le rilevazioni di primavera e di autunno dell'anno precedente e di quello corrente. Ad esempio, per il 2011 si considerano le previsioni di primavera e di autunno relative al 2010 e al 2011. Lo scostamento delle previsioni è definito come la differenza media tra le previsioni e il risultato finale. Una sottostima sistematica pertanto determina uno scostamento negativo. La figura C riporta lo scostamento delle previsioni formulate dalle cinque organizzazioni internazionali e istituzioni private menzionate in precedenza. Poiché le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema forniscono solo intervalli di valori, la tavola riporta la percentuale delle rilevazioni in cui l'inflazione effettiva si è collocata al di sopra del margine superiore o al di sotto del margine inferiore dell'intervallo.

Figura C Scostamento delle previsioni di inflazione di varie organizzazioni e istituzioni nel periodo 2002-2011

(punti percentuali medi annui)



Fonti: Economic Forecast della Commissione europea, da aprile 2001 a novembre 2011; World Economic Outlook dell'FMI, da aprile 2001 a settembre 2011; Economic Outlook dell'OCSE, da aprile 2001 a novembre 2011; Consensus Economics Forecasts, da maggio 2001 a novembre 2011; Survey of Professional Forecasters della BCE, da maggio 2001 a novembre 2011.
Nota: lo scostamento delle previsioni è definito come la differenza media tra la previsione e il risultato finale. Le previsioni considerate sono quelle descritte nel riquadro Previsioni di altre organizzazioni nei numeri di giugno e dicembre di questo Bollettino (nel presente riquadro i risultati e le previsioni sono arrotondati al primo decimale). Nei primi anni del periodo in esame le previsioni di alcune istituzioni si riferivano al deflatore dei consumi privati o IPC. Il periodo di valutazione corrisponde ai risultati, non a quando le previsioni sono state formulate; ad esempio, lo scostamento per le previsioni indicate "Anno successivo, rilevazione di primavera" corrisponde al periodo dalla primavera del 2001 a quella del 2010.

Nelle previsioni considerate l'inflazione armonizzata è stata sottostimata su tutti gli orizzonti previsivi. Ciò è particolarmente evidente per le prime previsioni nelle rilevazioni di primavera per l'anno successivo, ad esempio all'incirca 20 mesi prima del termine del periodo previsivo. Con l'avvicinarsi della fine di tale periodo, lo scostamento in tutte le previsioni si riduce in termini assoluti, pur rimanendo consistente. Esso è appena trascurabile nelle previsioni di autunno per l'anno corrente, che sono ampiamente basate su dati effettivi (mancando per "chiudere" il periodo in esame solo da due a quattro mesi di dati sullo IAPC). In media le aspettative di inflazione raccolte da Consensus Economics, e in particolare quelle rilevate con la SPF [2)], appaiono leggermente migliori in termini di scostamento rispetto a quelle di organizzazioni internazionali come FMI, OCSE e Commissione europea. Tut-

2) L'indagine raccoglie su base trimestrale 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 http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html.

tavia, i risultati non sono strettamente comparabili in quanto le previsioni corrispondenti sono state formulate in momenti diversi e basate su ipotesi differenti.

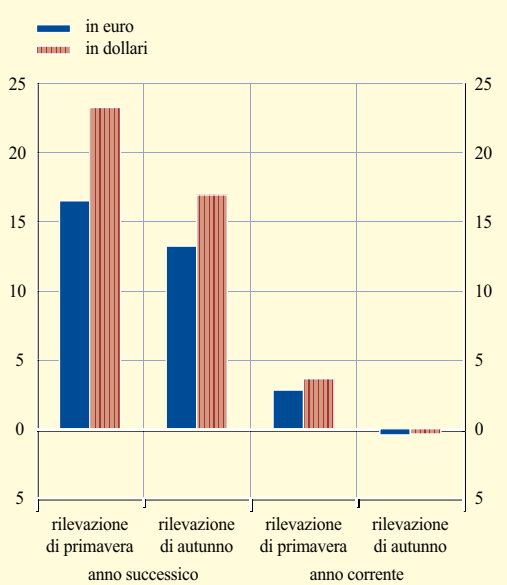
La normale misura di scostamento, che è basata su previsioni puntuali, non può essere derivata dalle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema. Tuttavia, i risultati riportati nella tavola indicano anche in questo caso uno scostamento al ribasso: l'inflazione effettiva si è collocata al di sopra del margine superiore degli intervalli stimati nel 50 per cento delle previsioni di primavera per l'anno successivo, ma solo nel 30 per cento delle rilevazioni per le previsioni di autunno dell'anno successivo. In entrambi i casi l'inflazione effettiva si è situata al di sotto del margine inferiore dell'intervallo solo in una su dieci rilevazioni. Peraltro, in tutte le proiezioni per l'anno corrente, che presentavano anche intervalli di valori più ristretti (in media, da 1,2 punti percentuali nella previsione di primavera per l'anno successivo a 0,2 punti percentuali nelle previsioni di autunno per l'anno corrente), l'inflazione effettiva è rientrata nell'intervallo.

Fattori all'origine dello scostamento delle previsioni per l'inflazione

Nel periodo 2002-2011 si è registrato nel complesso un forte aumento delle quotazioni delle materie prime, in particolare del greggio. A loro volta, i rincari del greggio hanno influito sui prezzi al consumo, facendo innalzare sensibilmente i prezzi dei beni energetici e segnatamente quelli al consumo dei prodotti petroliferi [3]. L'inflazione dei beni energetici si è collocata al 4,9 per cento in media d'anno, contribuendo per 0,45 punti percentuali all'inflazione complessiva nel periodo 2002-2011 (benché il peso medio dei prezzi dell'energia nel paniere dello IAPC sia pari al 9,1 per cento). Pertanto, i rincari imprevisti del greggio potrebbero essere stati un importante fattore all'origine degli errori di previsione sull'inflazione armonizzata.

Figura D Deviazioni dalle ipotesi tecniche per i prezzi petroliferi nel periodo 2002-2011

(scostamento percentuale medio annuale)



Fonti: BCE e FMI.

Di fatto, le previsioni private e istituzionali per i prezzi al consumo spesso sono basate sull'ipotesi che le quotazioni petrolifere seguano il percorso implicito nei prezzi per i contratti future (così è, ad esempio, per le proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema), che è in genere abbastanza regolare nell'orizzonte di previsione. Di conseguenza, in caso di ampi incrementi dei prezzi a pronti, tali ipotesi possono divenire rapidamente obsolete e potrebbero insorgere ampi scostamenti al ribasso nelle previsioni di inflazione. La figura D delinea "l'errore" medio nelle ipotesi tecniche sulle quotazioni petrolifere effettive che sottendono le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema nel periodo in esame. Più

3) Cfr. il riquadro *L'evoluzione dei prezzi al consumo dei prodotti petroliferi nel 2011* nel numero di gennaio 2012 di questo Bollettino e l'articolo *L'andamento dei prezzi e dei costi durante la recessione del 2008-2009* nel numero di aprile 2012 di questo Bollettino.

precisamente, la figura mostra la deviazione percentuale media annua del prezzo effettivo del petrolio rispetto al suo prezzo stimato, in dollari e in euro. I prezzi del petrolio per l'anno successivo sono stati, in media, sensibilmente più elevati di quanto ipotizzato, sia nelle proiezioni di primavera sia in quelle di autunno, considerando che i prezzi effettivi in dollari sono aumentati rispettivamente del 23 e del 17 per cento. Analogamente alle previsioni sull'inflazione armonizzata, lo "scostamento" delle ipotesi sui prezzi petroliferi migliora per l'anno corrente, con una deviazione del 3 per cento nel caso delle previsioni di primavera e deviazioni appena trascurabili per le previsioni di autunno.

Gli scostamenti della portata appena descritta hanno contribuito chiaramente a determinare gli errori di previsione per l'inflazione complessiva. Ad esempio, le stime disponibili nello Structural Issues Report 2010 della BCE, intitolato *Energy markets and the euro area macroeconomy*, indicano che un aumento del 20 per cento dei prezzi del greggio, a seconda del livello delle quotazioni petrolifere, esercita un impatto complessivo pari a 0,4-0,8 punti percentuali sull'inflazione generale solo in virtù dell'effetto diretto che ha sui beni energetici.

Un altro fattore rilevante all'origine degli scostamenti nel periodo 2002-2011 sono gli aumenti imprevisti delle imposte indirette. Di recente, in particolare, data l'esigenza di risanamento dei conti pubblici in vari paesi dell'area, sono stati introdotti numerosi aumenti imprevisti delle imposte indirette, che successivamente si sono trasmessi ai prezzi al consumo. Una recente valutazione dell'effetto degli aumenti delle imposte indirette sull'inflazione nel periodo 2006-2011 mostra che questi ultimi hanno esercitato nel complesso un forte impatto al rialzo, pari ad esempio a ¼ di punto percentuale nel 2011[4]. Lo scostamento delle previsioni può derivare dalla mancanza o dalla scarsità di informazioni disponibili sulle variazioni delle imposte nel periodo di previsione quando le previsioni vengono finalizzate. Poiché queste ultime di norma tengono conto solo delle informazioni su misure fiscali già annunciate, le previsioni nel periodo in esame hanno sottostimato l'impatto delle imposte indirette negli ultimi anni.

Scostamento delle proiezioni sullo IAPC e implicazioni per la politica monetaria

Nel prendere le decisioni di politica monetaria, il Consiglio direttivo della BCE tiene conto non solo delle proiezioni di base ma anche dei rischi inerenti alle proiezioni e alle previsioni disponibili. Ad esempio, i rischi al rialzo connessi agli andamenti dei corsi petroliferi e agli aumenti delle imposte indirette sono stati spesso menzionati dal Consiglio direttivo come significativi fattori di rischio nella presentazione delle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema.

Inoltre, la strategia di politica monetaria della BCE contempla un quadro di riferimento esaustivo entro cui vengono prese le decisioni sull'orientamento di politica monetaria. In particolare, l'approccio della BCE alla valutazione e alla controverifica delle informazioni rilevanti per analizzare i rischi relativi alla stabilità dei prezzi è basato su un'analisi sia economica sia monetaria. Le proiezioni macroeconomiche sono una parte importante dell'analisi economica. L'analisi monetaria è incentrata su moneta e credito, e più in generale sugli andamenti dei bilanci, con particolare enfasi sulle tendenze monetarie associate alle dinamiche dei prezzi nel medio-lungo

4) Cfr. il riquadro *L'impatto delle recenti variazioni delle imposte indirette sullo IAPC* nel numero di marzo 2012 di questo Bollettino e il riquadro *La misurazione dell'impatto dell'imposizione indiretta sull'inflazione armonizzata nell'area dell'euro* nel numero di marzo 2011 di questo Bollettino.

periodo. Le evidenze confermano che l'analisi monetaria ha reso la valutazione della BCE più robusta di come sarebbere stata se si fosse concentrata solo sull'analisi economica[5].

Conclusioni

Nel complesso, nel periodo 2002-2011 le previsioni di inflazione hanno sistematicamente sottostimato l'inflazione effettiva, soprattutto su orizzonti temporali più lunghi. Il motivo principale di tale scostamento delle previsioni è legato ai consistenti rincari del greggio, che non hanno trovato riscontro nelle ipotesi alla base delle previsioni. Tali ipotesi sono spesso basate sui prezzi dei contratti future, che normalmente presuppongono un andamento piuttosto regolare delle quotazioni petrolifere nell'orizzonte previsivo. Inoltre, anche gli aumenti delle imposte indirette, che hanno esercitato un forte impatto al rialzo sull'inflazione, hanno contribuito a determinare uno scostamento nelle previsioni di inflazione nella parte finale del periodo in esame.

La strategia di politica monetaria organica elaborata dalla BCE ha impedito che tale scostamento si traducesse in un orientamento di politica monetaria eccessivamente accomodante. Di fatto, negli ultimi tredici anni il tasso medio di inflazione nell'area dell'euro è rimasto al di sotto, o molto prossimo, all'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere l'inflazione all'incirca al 2 per cento nel medio periodo. Ciò è dovuto al fatto che il Consiglio direttivo non si concentra esclusivamente sulle proiezioni di base per l'inflazione, ma tiene conto anche dei rischi inerenti a tali proiezioni, nonché delle informazioni desunte dall'analisi monetaria. Questi criteri più solidi per l'analisi e la controverifica delle informazioni hanno contribuito a mantenere la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro.

5) Cfr., ad esempio, Fischer B., Lenza M., Pill H. and Reichlin, L. (2009), "Monetary analysis and monetary policy in the euro area 1999-2006", Journal of International Money and Finance, vol. 28, n. 7, pp.1138-1164.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

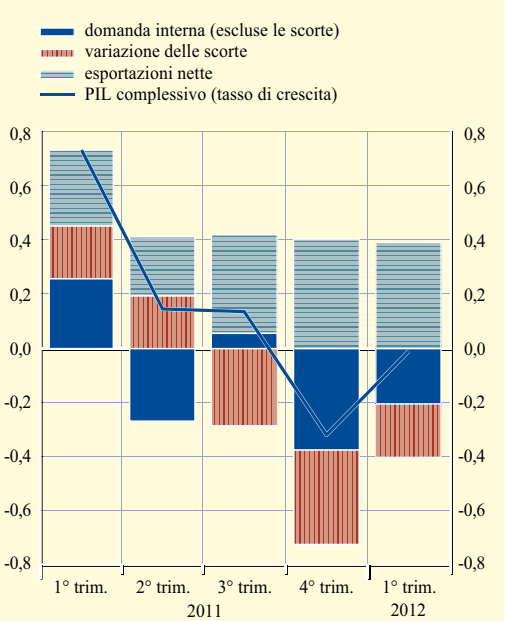
Nel primo trimestre del 2012 la crescita del PIL dell'area dell'euro in termini reali è rimasta invariata sui livelli del trimestre precedente. Gli indicatori disponibili per il secondo trimestre prefigurano un indebolimento della crescita e mettono in luce elementi di incertezza. Su un orizzonte temporale più lungo, l'economia dell'area dell'euro dovrebbe comunque registrare una graduale ripresa. Nondimeno, ci si attende che la dinamica di fondo della crescita continui a essere frenata dalle perduranti tensioni in alcuni mercati del debito sovrano dell'area dell'euro e dal loro impatto sulle condizioni di credito, nonché dal processo di aggiustamento dei bilanci nei settori finanziari e non finanziari e dall'elevata disoccupazione. Le proiezioni macroeconomiche di questo mese, formulate per l'area dell'euro dagli esperti dell'Eurosistema, prevedono un tasso annuo di crescita del PIL in termini reali tra il -0,5 e lo 0,3 per cento nel 2012 e tra lo 0,0 e il 2,0 per cento nel 2013. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche dello scorso marzo, elaborate dagli esperti della BCE, l'intervallo di valori previsto per il 2012 rimane invariato, mentre quello per il 2013 mostra un lieve restringimento. Le prospettive economiche per l'area dell'euro sono soggette ad accresciuti rischi al ribasso.

4.1 LE COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

Il PIL dell'area dell'euro è rimasto stabile tra il quarto trimestre del 2011 e il primo del 2012, dopo una contrazione dello 0,3 per cento nel trimestre precedente (cfr. figura 51). La perdurante dinamica positiva del commercio estero è stata controbilanciata dagli andamenti negativi della domanda interna e delle variazioni delle scorte. Questa stabilizzazione del livello del prodotto è stata in linea con le evoluzioni degli indicatori a breve termine, in particolare di quelli derivanti dalle indagini qualitative. Gli ultimi dati rappresentano un moderato miglioramento rispetto al calo della crescita del PIL registrato nel corso del 2011, in particolare nella seconda metà dell'anno. Tale flessione, seppur ascrivibile in parte alla diminuzione della domanda estera, ha riflesso prevalentemente la debole domanda interna, causata da una combinazione di fattori: l'effetto avverso della crisi del debito sovrano dell'area dell'euro sulla fiducia dei consumatori e delle imprese, gli elevati corsi petroliferi, le sfavorevoli condizioni di offerta di credito e un inasprimento delle politiche di bilancio in alcuni paesi dell'area dell'euro.

Figura 51 Crescita del PIL in termini reali e contributi

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: L'ultima osservazione per il tasso di crescita del PIL complessivo si riferisce a una stima rapida dell'Eurostat.

Nel secondo trimestre del 2012 il PIL in termini reali dovrebbe indebolirsi. In prospettiva, tuttavia, ipotizzando che la recente intensificazione della crisi finanziaria sia di breve durata, nella seconda metà del 2012 il PIL in termini reali dovrebbe risalire (cfr. anche la sezione 6).

Il 30 maggio 2012 la Commissione europea ha concluso, nel contesto della prima Procedura

per squilibri macroeconomici, che tutti i dodici paesi dell'UE identificati per un esame approfondito stanno registrando – in varia misura – squilibri macroeconomici. Tuttavia, la Commissione ha giudicato che nessuno di questi squilibri si connotasse come eccessivo. Il riquadro 7 presenta una sintesi della Procedura.

Riquadro 7

LA PROCEDURA PER LO SQUILIBRIO MACROECONOMICO ATTUATA NEL 2012

Nel 2012 il Semestre europeo (vale a dire, il quadro di riferimento per il coordinamento delle politiche dell'UE adottato nel 2011) include per la prima volta l'attuazione della Procedura per lo squilibrio macroeconomico (PSM) [1], introdotta dal pacchetto legislativo di riforma della *governance* economica ("*six-pack*") [2], inteso a rafforzare la sorveglianza economica all'interno dell'UE e dell'area dell'euro per fare in modo che gli Stati membri conducano politiche in grado di evitare squilibri macroeconomici dannosi e di correggerli quando diventano eccessivi.

La necessità di monitorare gli squilibri nell'UE e nell'area dell'euro costituisce uno degli insegnamenti fondamentali ricavati dalla crisi in atto. Negli anni antecedenti la crisi, diversi Stati membri (tra cui, non da ultimi, alcuni paesi appartenenti all'area dell'euro) avevano effettivamente accumulato squilibri eccessivi che possono essere annoverati fra le cause principali della situazione attuale. Ne costituiscono degli esempi le perdite sostanziali di competitività di prezzo e di costo, la domanda interna insostenibile, i crescenti disavanzi correnti e l'eccessivo accumulo di debito nel settore sia pubblico sia privato [3].

Presentazione generale della PSM

Come stabilito in due regolamenti del Consiglio [4], la PSM inizia con la pubblicazione della relazione sul meccanismo di allerta (RMA). In tale documento la Commissione europea fornisce la lettura di un insieme di dieci indicatori economici (*scoreboard*) [5] e relative soglie minime e massime di criticità, per tutti i 27 Stati membri dell'UE, cercando di rilevare le principali fonti di squilibri macroeconomici. I paesi al momento beneficiari di programmi congiunti dell'UE e dell'FMI sono esclusi dalla PSM poiché già oggetto di una sorveglianza macroeconomica rafforzata nel quadro dei rispettivi programmi.

Basandosi sulla RMA, la Commissione decide quali paesi richiedono un'analisi approfondita e li sottopone a un esame più dettagliato inteso a verificare se le indicazioni preliminari di squilibri macroeconomici sono confermate. L'esame include missioni esplorative nei paesi in questione e

1) Cfr. l'articolo intitolato *La riforma della* governance *economica nell'area dell'euro: elementi essenziali* nel numero di marzo 2011 di questo Bollettino.
2) Il "*six-pack*" è un pacchetto legislativo di sei testi normativi adottati per rafforzare il quadro di riferimento per la *governance* economica dell'UE. Entrato in vigore a dicembre 2011, include la riforma del meccanismo sia preventivo sia correttivo del Patto di stabilità e crescita, i nuovi requisiti minimi per le procedure di bilancio a livello nazionale e la nuova Procedura per gli squilibri macroeconomici.
3) Cfr. l'articolo intitolato *Il monitoraggio dell'andamento del costo del lavoro nei paesi dell'area dell'euro* nel numero di novembre 2008 di questo Bollettino.
4) La Procedura per gli squilibri macroeconomici è contenuta nei regolamenti (UE) nn. 1176/2011 e 1174/2011 del 16 novembre 2011.
5) Cfr. la tavola A per un'elenco delle 10 variabili dello *scoreboard* che catturano gli squilibri esterni, la competitività e gli squilibri interni. Una descrizione dettagliata di tutti gli indicatori e delle relative soglie figura in *Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances*, Occasional Paper della Commissione europea, n. 92, febbraio 2012.

va oltre la lettura iniziale degli indicatori contenuti nello *scoreboard*. Esso dovrebbe comprendere, fra l'altro, una valutazione esauriente delle sottocomponenti e delle determinanti delle variabili contenute nello *scoreboard*, delle vulnerabilità del mercato finanziario e delle potenziali implicazioni degli squilibri per il corretto funzionamento dell'Unione economica e monetaria (UEM). La Commissione può, se del caso, invitare i rappresentanti della BCE a partecipare alle missioni di sorveglianza.

La Commissione si avvale dei risultati dell'analisi approfondita per valutare se il paese in questione a) non registra squilibri, b) registra squilibri, c) registra squilibri eccessivi. Nel primo caso, chiude la PSM. Nel secondo, indirizza allo Stato membro interessato delle raccomandazioni sul piano delle politiche economiche nell'ambito del "meccanismo preventivo" della procedura per evitare sviluppi potenzialmente dannosi. Nell'ultimo caso, avvia la Procedura per gli squilibri eccessivi nel quadro del "meccanismo correttivo" della PSM. In quest'ultima circostanza, il paese in questione è tenuto a presentare un piano di azione correttivo in cui delinea le misure ufficiali di contrasto agli squilibri eccessivi, che devono essere approvate dal Consiglio dell'Unione europea. Per assicurare l'attuazione di tali misure, il Consiglio può imporre al paese dell'area dell'euro inadempiente delle sanzioni finanziarie sotto forma di depositi fruttiferi (pari allo 0,1 per cento del PIL). In caso di reiterata inosservanza delle raccomandazioni formulate sul piano delle politiche o ripetuta presentazione di piani di azione correttivi insufficienti, è prevista l'irrogazione di un'ammenda annuale.

Conclusioni desumibili dallo stato di avanzamento corrente della PSM attuata nel 2012

La PSM 2012 è stata varata il 14 febbraio di quest'anno con la pubblicazione della RMA, in cui la Commissione ha individuato dodici Stati membri dell'UE per i quali ha ritenuto fosse giustificata un'analisi approfondita intesa a verificare l'esistenza di squilibri macroeconomici. Di questi paesi, sette appartengono all'area dell'euro (Belgio, Spagna, Francia, Italia, Cipro, Slovenia e Finlandia) e cinque non ne fanno parte (Bulgaria, Danimarca, Ungheria, Svezia e Regno Unito).

Al termine delle 12 analisi approfondite, i cui risultati sono stati pubblicati il 30 maggio 2012, la Commissione ha concluso che tutti i paesi considerati presentavano squilibri macroeconomici di diversa entità e dovevano pertanto essere oggetto di raccomandazioni specifiche nel quadro del meccanismo preventivo della procedura. La Commissione ha ritenuto che gli squilibri individuati non fossero eccessivi e non è pertanto ricorsa al meccanismo correttivo in nessun caso.

Lo *scoreboard* di dieci indicatori utilizzato per la sorveglianza degli squilibri macroeconomici che figura nella tavola A evidenzia la violazione delle soglie da parte degli Stati membri della UE usando dati annuali del 2010, come riportato nella RMA della Commissione europea. Quest'ultima ha considerato non soltanto il numero assoluto di violazioni, ma anche circostanze attenuanti o aggravanti specifiche a livello nazionale. Di conseguenza, alcuni paesi con un numero di violazioni inferiore rispetto ad altri sono stati prescelti per un'analisi approfondita in quanto gli andamenti sottostanti segnalavano l'esistenza di squilibri più seri (cfr. tavola B).

Per collocare in prospettiva il livello attuale di squilibri, la tavola B mostra il numero di violazioni delle soglie previste per gli indicatori dello *scoreboard* dal 2001 e segnala come quest'ultimo abbia individuato diversi squilibri macroeconomici nei paesi che beneficiano (vale a dire Irlanda, Grecia, Portogallo, Romania) o hanno beneficiato (ad esempio Ungheria e Lettonia) dei

programmi congiunti di UE ed FMI. Ciò sta a indicare che lo *scoreboard* avrebbe fornito tempestivamente i segnali adeguati per l'adozione di misure correttive in tali paesi.

Dallo *scoreboard* emerge altresì come in diversi altri paesi sia esistito e continui in parte a esistere un numero significativo di squilibri. Per quanto riguarda il periodo più recente, nel 2010 la Spagna e Cipro sono i due Stati membri dell'UE27 che hanno registrato il maggior numero di violazioni delle soglie (sei volte).

Tavola A – Il quadro di valutazione per la sorveglianza degli squilibri macroeconomici

2010	Squilibri esterni		Competitività		
	Media su 3 anni del saldo delle partite correnti in percentuale del PIL	Posizione patrimoniale netta sull'estero in percentuale del PIL	Variazione percentuale (su 3 anni) del tasso di cambio effettivo reale (TCER), sulla base dei deflatori IAPC	Variazione percentuale (su 5 anni) delle quote del mercato delle esportazioni	Variazione percentuale (su 3 anni) del costo nominale del lavoro per unità di prodotto
Paesi [1)]	UE27	UE27	AE e NAE	UE27	AE e NAE
Soglie	<-4, >6	<-35	±11 & ±5	<-6	>9 & >12
1 Belgio	-0,6	77,8	1,3	-15,4	8,5
2 Germania	5,9	38,4	-2,9	-8,3	6,6
3 Estonia	-0,8	-72,8	5,9	-0,9	9,3
4 Irlanda	-2,7	-90,9	-5,0	-12,8	-2,3
5 Grecia	-12,1	-92,5	3,9	-20,0	12,8
6 Spagna	-6,5	-89,5	0,6	-11,6	3,3
7 Francia	-1,7	-10,0	-1,4	-19,4	7,2
8 Italia	-2,8	-23,9	-1,0	-19,0	7,8
9 Cipro	-12,1	-43,4	0,8	-19,4	7,2
10 Lussemburgo	6,4	96,5	1,9	3,2	17,3
11 Malta	-5,4	9,2	-0,6	6,9	7,7
12 Paesi Bassi	5,0	28,0	-1,0	-8,1	7,4
13 Austria	3,5	-9,8	-1,3	-14,8	8,9
14 Portogallo	-11,2	-107,5	-2,4	-8,6	5,1
15 Slovenia	-3,0	-35,7	2,3	-5,9	15,7
16 Slovacchia	-4,1	-66,2	12,1	32,6	10,1
17 Finlandia	2,1	9,9	0,3	-18,7	12,3
18 Bulgaria	-11,1	-97,7	10,4	15,8	27,8
19 Repubblica Ceca	-2,5	-49,0	12,7	12,3	5,1
20 Danimarca	3,9	10,3	0,9	-15,3	11,0
21 Lettonia	-0,5	-80,2	8,5	14,0	-0,1
22 Lituania	-2,3	-55,9	9,1	13,9	0,8
23 Ungheria	-2,1	-112,5	-0,5	1,4	3,9
24 Polonia	-5,0	-64,0	-0,5	20,1	12,3
25 Romania	-6,6	-64,2	-10,4	21,4	22,1
26 Svezia	7,5	-6,7	-2,5	-11,1	6,0
27 Regno Unito	-2,1	-23,8	-19,7	-24,3	11,3

2010	Squilibri interni				
	Variazione percentuale sull'anno precedente dei prezzi delle abitazioni	Flussi di credito al settore privato in percentuale del PIL	Debito del settore privato in percentuale del PIL	Debito pubblico in percentuale del PIL	Tasso di disoccupazione, media su 3 anni
Paesi [1)]	UE27	UE27	UE27	UE27	UE27
Soglie	>6	>15	>160	>60	>10
1 Belgio	0,4	13,1	232,8	96,2	7,7
2 Germania	-1,0	3,1	128,1	83,2	7,5
3 Estonia	-2,1	-8,6	176,1	6,7	12,0
4 Irlanda	-10,5	-4,5	341,3	92,5	10,6
5 Grecia	-6,8	-0,7	124,1	144,9	9,9
6 Spagna	-4,3	1,4	227,3	61,0	16,5
7 Francia	3,6	2,4	159,8	82,3	9,0
8 Italia	-1,5	3,6	126,4	118,4	7,6
9 Cipro	-6,6	30,5	289,2	61,5	5,1
10 Lussemburgo	3,0	-41,8	253,9	19,1	4,9
11 Malta	-1,6	6,9	212,0	69,1	6,6
12 Paesi Bassi	-2,9	-0,7	223,4	62,9	3,8
13 Austria	-1,5	6,4	165,7	71,8	4,3
14 Portogallo	0,1	3,3	248,5	93,4	10,4

Tavola A – Il quadro di valutazione per la sorveglianza degli squilibri macroeconomici (segue)

15	Slovenia	0,7	1,8	128,8	38,8	5,9
16	Slovacchia	-4,9	3,3	69,0	41,0	12,0
17	Finlandia	6,6	6,8	177,7	48,3	7,7
18	Bulgaria	-11,1	-0,2	169,2	16,3	7,5
19	Repubblica Ceca	-2,6	1,7	77,2	37,6	6,1
20	Danimarca	0,6	5,8	244,2	43,4	5,6
21	Lettonia	-3,9	-8,8	140,9	44,7	14,3
22	Lituania	-8,7	-5,3	80,8	38,0	12,5
23	Ungheria	-6,7	-18,7	155,1	81,3	9,7
24	Polonia	-6,1	3,8	74,2	54,9	8,3
25	Romania	-14,5	1,7	77,7	30,5	6,6
26	Svezia	6,3	2,6	236,9	39,7	7,6
27	Regno Unito	3,0	3,3	212,2	79,6	7,0

Fonte: *Relazione sul meccanismo di allerta*, Commissione europea, febbraio 2012.
Nota: L'ombreggiatura grigia indica che il paese in questione ha registrato una violazione della soglia prevista per l'indicatore.
1) indica l'area cui si riferisce una determinata soglia: UE27 – tutti gli Stati membri dell'UE; AE – area dell'euro; NAE – Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

Tavola B - Numero di violazioni della soglia per gli indicatori del quadro di valutazione

(somma semplice delle violazioni nell'anno)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Belgio	3	2	4	4	3	3	4	4	4	3
Germania	1	2	2	2	2	2	3	2	2	2
Estonia	4	4	5	5	5	5	4	6	5	5
Irlanda	1	3	3	4	5	5	5	7	6	(6)
Grecia	5	4	6	6	5	5	4	4	6	(5)
Spagna	4	5	6	6	7	6	6	6	6	6
Francia	2	2	4	4	4	3	2	2	2	2
Italia	4	3	4	4	2	2	2	2	3	2
Cipro	2	3	3	4	5	5	5	4	3	6
Lussemburgo	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Malta	2	2	3	4	5	6	5	7	5	3
Paesi Bassi	4	2	3	2	2	2	2	3	3	3
Austria	1	1	1	1	1	1	2	1	4	3
Sortogallo	6	4	5	4	5	5	5	6	5	6
Slovenia	2	1	1	2	1	1	2	3	4	2
Slovacchia	3	4	3	3	5	5	5	5	5	5
Finlandia	2	2	3	2	1	1	1	2	4	4
Bulgaria	5	3	4	4	5	6	6	6	6	4
Repubblica Ceca	1	3	3	2	1	1	3	3	2	2
Danimarca	2	1	1	3	3	3	3	4	2	2
Lettonia	4	4	4	4	5	5	6	(4)	(5)	(2)
Lituania	4	4	3	3	5	5	5	4	4	2
Ungheria	4	5	5	4	5	4	4	(5)	(5)	(2)
Polonia	4	3	2	3	2	3	4	4	3	3
Romania	1	3	2	2	3	6	6	4	(3)	(3)
Svezia	3	2	2	4	3	3	4	4	4	4
Regno Unito	2	4	4	4	3	3	4	2	4	4

Fonti: Allegato statistico della *Relazione sul meccanismo di allerta* (Commissione europea, febbraio 2012) ed elaborazioni della BCE.
Note: Il quadro di valutazione della Commissione europea non include i dati concernenti alcuni indicatori in determinati paesi, soprattutto per il periodo antecedente il 2006. Nel caso in cui le statistiche non sono disponibili, si considera che lo Stato membro non abbia violato la relativa soglia. È pertanto possibile che una maggiore disponibilità di dati determini una revisione verso l'alto del numero totale di violazioni. L'ombreggiatura indica che il relativo paese è stato selezionato per un'analisi approfondita. Per gli anni in cui un paese ha beneficiato di un programma congiunto dell'UE e dell'FMI, le cifre relative alle violazioni sono riportate fra parentesi. Il programma UE/FMI per il Portogallo ha avuto inizio solo nel 2011.

Questa lettura meccanica dello *scoreboard*, che va interpretata con cautela e tenendo conto di importanti avvertenze [6], fornisce alcune indicazioni (generalmente confermate da un'analisi economica più dettagliata) circa l'entità degli squilibri macroeconomici presenti nei paesi in que-

stione. Date le circostanze, appare chiaro come per diversi Stati membri dell'UE si prospetti la necessità futura di correggere i propri squilibri.

Tenuto conto degli andamenti osservati prima della crisi, il rafforzamento del quadro per la *governance* economica attraverso il "*six-pack*" (e in particolare la PSM) costituisce un passo necessario verso un'area dell'euro più solida. Tuttavia, la nuova PSM può riuscire a correggere gli squilibri attuali e prevenire quelli futuri solo se applicata in modo rigoroso.

6) Cfr. le note in calce alla tavola B.

CONSUMI PRIVATI

Dopo una diminuzione dello 0,5 per cento nell'ultimo trimestre del 2011, i consumi privati sono risultati stazionari nel primo trimestre del 2012. Sono pertanto rimasti al di sotto del massimo pre-recessione registrato nel primo trimestre del 2008. Il risultato del primo trimestre dell'anno riflette probabilmente maggiori consumi di servizi e un calo degli acquisti di automobili, mentre il contributo del consumo di beni al dettaglio è rimasto sostanzialmente neutrale. Le informazioni recenti ricavate dagli indicatori di breve periodo e dalle indagini qualitative segnalano che la spesa per consumi nell'area continuerà a essere debole nel prossimo futuro.

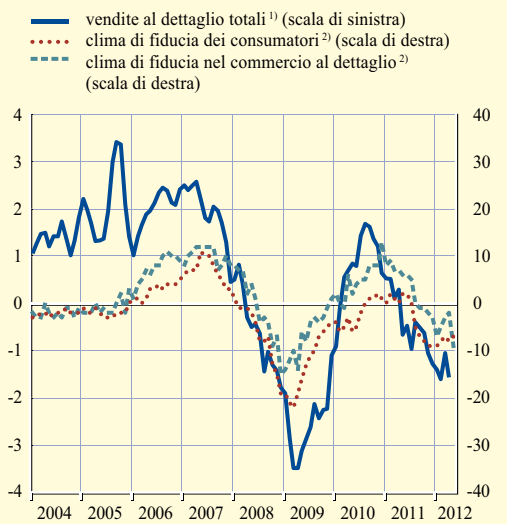
La dinamica moderata dei consumi è ascrivibile in larga misura alle variazioni del reddito reale, che rappresenta una delle principali determinanti della tendenza della spesa. La crescita del reddito reale aggregato è iniziata a diminuire nel corso del 2011 sulla scia del più debole incremento dell'occupazione ed è stata ulteriormente erosa dalla crescente inflazione. Nel quarto trimestre del 2011 il reddito delle famiglie si è ridotto in termini reali rispetto al periodo corrispondente dell'anno precedente per il quarto trimestre consecutivo. Ciò, insieme alla perdurante elevata inflazione e alla rinnovata incertezza sulle prospettive economiche e sul riequilibrio dei conti pubblici, ha determinato una lieve ripresa del tasso di risparmio delle famiglie da livelli minimi quasi prossimi a quelli pre-crisi.

Per il secondo trimestre del 2012 sia i dati pubblicati sia quelli delle indagini qualitative segnalano una perdurante debolezza della spesa per consumi. In aprile le vendite al dettaglio sono diminuite dell'1,0 per cento in termini congiunturali e il loro livello si è pertanto collocato dello 0,8 per cento al di sotto della media del primo trimestre. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per le vendite al dettaglio è aumentato da 41,3 in aprile a 43,3 in maggio. Anche se l'indice è migliorato, segnala tuttora un calo delle vendite, poiché questi dati sono nettamente al di sotto della soglia teorica di crescita nulla pari a 50. Secondo la Commissione europea, in questi due mesi il livello medio del clima di fiducia nel commercio al dettaglio è stato in certa misura inferiore sia alla media del primo trimestre sia a quella di lungo periodo. In aprile le immatricolazioni di nuove autovetture nell'area dell'euro sono scese del 5,0 per cento sul mese precedente – un risultato che ancora una volta riflette chiaramente i dati estremi registrati in vari paesi – e risultava inferiore dell'1,8 per cento rispetto al suo valore medio registrato nel primo trimestre del 2012. Ciò rappresenta un miglioramento rispetto al primo trimestre, in cui le immatricolazioni si sono contratte del 6,7 per cento sul trimestre precedente. L'indicatore della Commissione europea sugli acquisti rilevanti attesi è aumentato leggermente tra aprile e maggio, rimanendo tuttavia a un livello storicamente basso e segnalando pertanto una protratta mancanza di dinamismo nei consumi di beni durevoli. L'indice della fiducia dei consumatori è altresì migliorato lievemente in maggio. Tale indice, che sembra essersi sostanzialmente stabilizzato dopo la brusca diminuzione registrata nel secondo semestre del 2011, è ancora al di sotto

della sua media di lungo periodo, rimanendo pertanto in linea con il proseguimento della debole spesa per consumi (cfr. figura 52).

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

(dati mensili)



Fonti: indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese ed Eurostat.
1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente; medie mobili centrate su tre mesi; dati corretti per il numero di giornate lavorative al netto dei carburanti.
2) Saldi percentuali; dati destagionalizzati e al netto della media.

INVESTIMENTI

La ripresa degli investimenti fissi lordi osservata nel 2010 e all'inizio del 2011 si è interrotta nella primavera del 2011. Dal secondo trimestre del 2011 la crescita trimestrale degli investimenti è stata sempre più negativa, riducendosi dell'1,4 per cento nel primo trimestre dell'anno rispetto all'ultimo del 2011.

Non è ancora disponibile una scomposizione dettagliata degli investimenti nel primo trimestre. Gli indicatori di breve periodo segnalano che gli investimenti al netto delle costruzioni, che corrispondono alla metà di quelli totali, si sono probabilmente contratti, frenati da moderati andamenti complessivi dell'economia e dei profitti. La produzione di beni di investimento è stata debole e l'indagine PMI per il settore manifatturiero ha mostrato livelli corrispondenti a una contrazione. I dati disponibili a livello nazionale segnalano altresì una diminuzione degli investimenti. Gli investimenti in costruzioni residenziali e non residenziali si sono probabilmente contratti nel primo trimestre, come indicato dal calo degli indicatori della produzione mensile, dalla debole fiducia nel settore delle costruzioni e dal deterioramento delle condizioni nei mercati immobiliari residenziali. Le condizioni di finanziamento generalmente più difficili potrebbero, fra l'altro, aver frenato gli investimenti in costruzioni nel trimestre in esame. Inoltre, gli investimenti pubblici si sono probabilmente ridotti a causa del risanamento delle finanze pubbliche in atto in molti paesi dell'area dell'euro.

I pochi indicatori anticipatori disponibili per il secondo trimestre del 2012 segnalano, per l'area dell'euro, un'ulteriore contrazione degli investimenti fissi diversi dalle costruzioni. I nuovi ordini di cespiti dall'interno dell'area dell'euro hanno continuato a diminuire, se si considerano i dati fino a marzo. Malgrado un lieve miglioramento, la disponibilità di finanziamenti resta limitata e scoraggia l'accumulazione di capitale produttivo. Nel contempo, in base ai dati delle indagini tra cui il PMI per il settore manifatturiero e la sua componente relativa ai nuovi ordini, la fiducia delle imprese è peggiorata significativamente in aprile e maggio 2012, segnalando un'ulteriore contrazione del settore. Le prospettive degli investimenti in costruzioni sono leggermente più favorevoli per il secondo trimestre del 2012 rispetto al trimestre precedente, sebbene l'attività dovrebbe calare ulteriormente a causa della correzione in atto in quelle regioni dove gli investimenti avevano fatto registrare un'espansione eccezionale prima della crisi. I dati delle indagini confermano una modesta attività nel settore.

Considerando l'insieme del 2012, sia gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni sia quelli in costruzioni dovrebbero iniziare a crescere nuovamente verso la fine dell'anno in linea con una modesta ripresa dell'attività economica complessiva, soggetta a revisioni al ribasso a causa della crisi del debito sovrano (cfr. riquadro 8).

Riquadro 8

INVESTIMENTI DELLE IMPRESE NEL 2012: EVIDENZE FORNITE DAGLI INDICATORI DI BREVE PERIODO E DALLE INDAGINI

Gli investimenti contribuiscono in misura significativa alla determinazione del ciclo economico nell'area dell'euro, essendo sia un fattore di offerta sia una componente rilevante della domanda a livello aggregato. È importante quindi comprenderne le determinanti e considerare gli indicatori congiunturali dei piani di investimento ai fini della valutazione degli andamenti macroeconomici.

Nella fase di ripresa successiva alla recessione mondiale del 2008-2009, gli investimenti totali nell'area dell'euro sono cresciuti in misura modesta. Dopo aver toccato nel primo trimestre del 2011 un massimo del 3,3 per cento sul periodo corrispondente, la crescita degli investimenti complessivi è diminuita in tutto il 2011, stabilizzandosi sul finire dell'anno intorno all'1 per cento, per poi calare a -2,2 per cento nel primo trimestre del 2012 (cfr. figura A).

Il presente riquadro considera i dati pubblicati recentemente e gli indicatori congiunturali desunti dalle indagini relative agli investimenti delle imprese (investimenti totali esclusi quelli pubblici e residenziali), rilevando le condizioni di domanda e offerta, che hanno contribuito a delineare le prospettive di crescita degli investimenti nell'anno in corso.

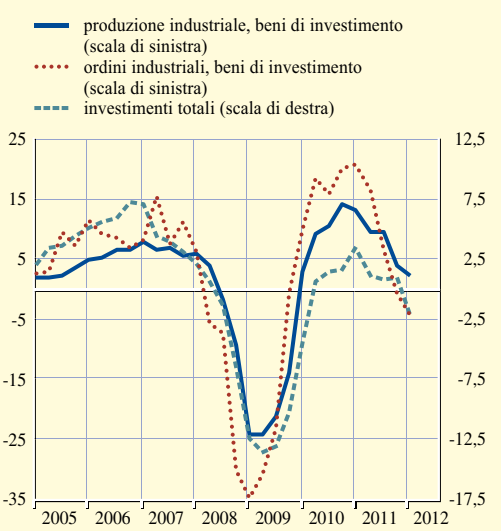
Indicatori congiunturali dell'attività di investimento delle imprese: dati quantitativi

Secondo la letteratura accademica le determinanti principali degli investimenti delle imprese sono il livello di produzione e, in misura minore, il costo d'uso del capitale. Svolgono un ruolo anche la struttura finanziaria e, in particolare, la quota di finanziamento interno della spesa per investimenti: le imprese preferiscono finanziare i progetti di investimento ricorrendo a fondi generati internamente, evitando i premi connessi ai finanziamenti esterni [1]. In tale contesto, la letteratura ha mostrato che esiste una stretta correlazione tra la dinamica del margine operativo lordo o *cash flow* e l'andamento degli investimenti totali [2].

Diversi indicatori congiunturali anticipatori, quali la produzione e gli ordini di beni di investimento nell'industria, suggeriscono un ulteriore rallentamento degli investimenti nell'area dell'euro nella prima metà del 2012. Un altro indicatore, il margine operativo lordo, segnala che tale indebolimento potrebbe rima-

Figura A Investimenti totali e indicatori congiunturali

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

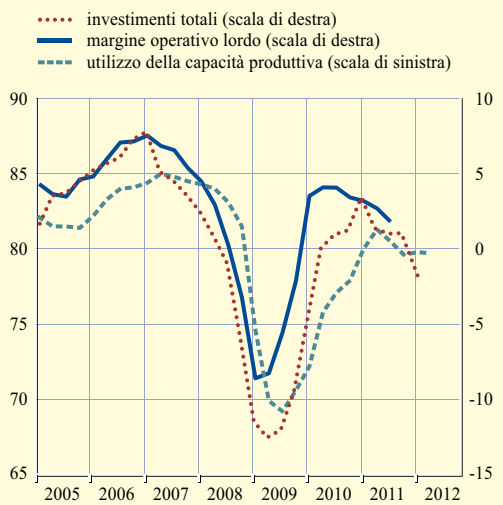


Fonte: Eurostat.

1) Cfr. l'articolo *Attività di investimento delle imprese dell'area dell'euro e ruolo della loro situazione finanziaria* nel numero di aprile 2008 di questo Bollettino.
2) Ibid.

Figura B Investimenti totali, margine operativo lordo e utilizzo della capacità produttiva

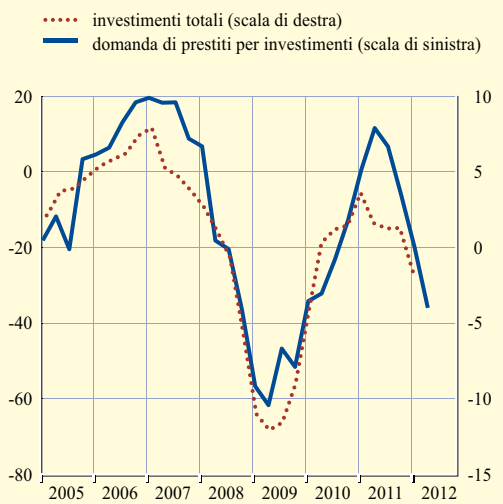
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; percentuali di utilizzo della capacità produttiva)



Fonti: Eurostat e Commissione europea (indagine sulle imprese manifatturiere della Direzione generale degli Affari economici e finanziari).

Figura C Investimenti totali e domanda di prestiti per investimenti

(variazioni percentuali su periodo corrispondente; saldi)



Fonti: Eurostat e BCE (indagine sul credito bancario nell'area dell'euro fino ad aprile 2012).
Nota: La domanda di prestiti si riferisce ai saldi ponderati delle risposte delle banche che indicano in quale direzione il contributo degli investimenti fissi influisce sulla domanda.

nere contenuto, sempre che non peggiori il clima di fiducia delle imprese. Il margine operativo lordo, che fornisce un'indicazione sui fondi generati internamente ed è strettamente correlato agli investimenti, sta registrando tassi di variazione positivi, benché decrescenti (cfr. figura B).

Indicatori congiunturali dell' attività di investimento delle imprese: indagini qualitative

Diverse indagini forniscono anche indicazioni sui piani di investimento delle imprese nell'anno in corso. Un aumento del grado di utilizzo della capacità produttiva segnala che le imprese hanno la necessità di accrescere il loro stock di capitale. Secondo l'indagine sulle imprese della Commissione europea, l'incremento del grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero si è interrotto all'inizio del 2011 (cfr. figura B). Ciò potrebbe riflettere una contrazione della domanda a fronte del livello corrente di capacità produttiva, come evidenziato dallo stock di capitale [3)].

Inoltre, i risultati dell'indagine sui prestiti bancari nell'area dell'euro condotta nell'aprile 2012 suggeriscono che la domanda di prestiti finalizzati all'investimento, variabile che contribuisce anche a prevedere gli investimenti totali, è continuata a diminuire nel primo trimestre del 2012 e dovrebbe scendere ulteriormente nel secondo (cfr. figura C). Il calo della domanda di finanziamento esterno potrebbe indicare che le imprese stanno adottando un atteggiamento prudenziale nelle loro decisioni di investimento, considerando che le incertezze macroeconomiche generali restano elevate [4)].

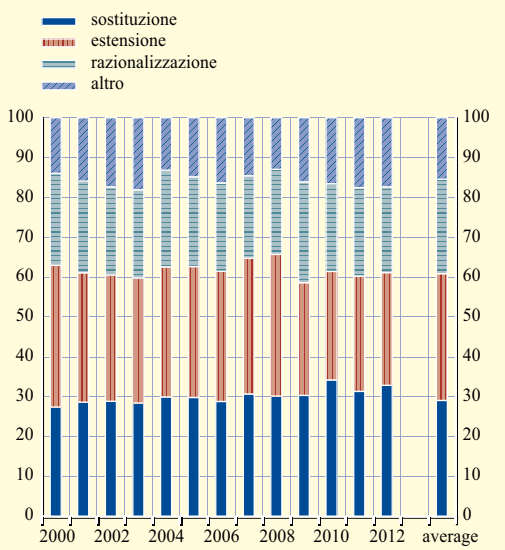
3) Cfr. il riquadro *Gli investimenti delle imprese, il grado di utilizzo della capacità produttiva e la domanda* nel numero di aprile 2010 di questo Bollettino.
4) Cfr. il riquadro *Evoluzione delle aspettative di crescita a lungo termine per l'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

L'accresciuta incertezza potrebbe innalzare il livello soglia della redditività per alcuni tipi di investimento, per determinati livelli di domanda, costi di finanziamento e altre determinanti[5]. Il deteriorarsi del clima di fiducia tra le imprese sarebbe in linea con gli ultimi dati dell'indagine condotta dalla Direzione generale degli Affari economici e finanziari sulla struttura degli investimenti. I risultati dell'indagine indicano che una quota di investimenti superiore alla media è finalizzata a sostituire lo stock di capitale obsoleto, mentre gli investimenti destinati all'estensione della capacità produttiva, che potrebbero comportare un maggior ricorso al finanziamento esterno, dovrebbero rimanere relativamente contenuti nel 2012 (cfr. figura D).

Secondo l'ultima indagine semestrale sugli investimenti delle imprese industriali condotta dalla Commissione europea, la crescita degli investimenti nel 2012 dovrebbe essere più

Figura D Struttura degli investimenti industriali

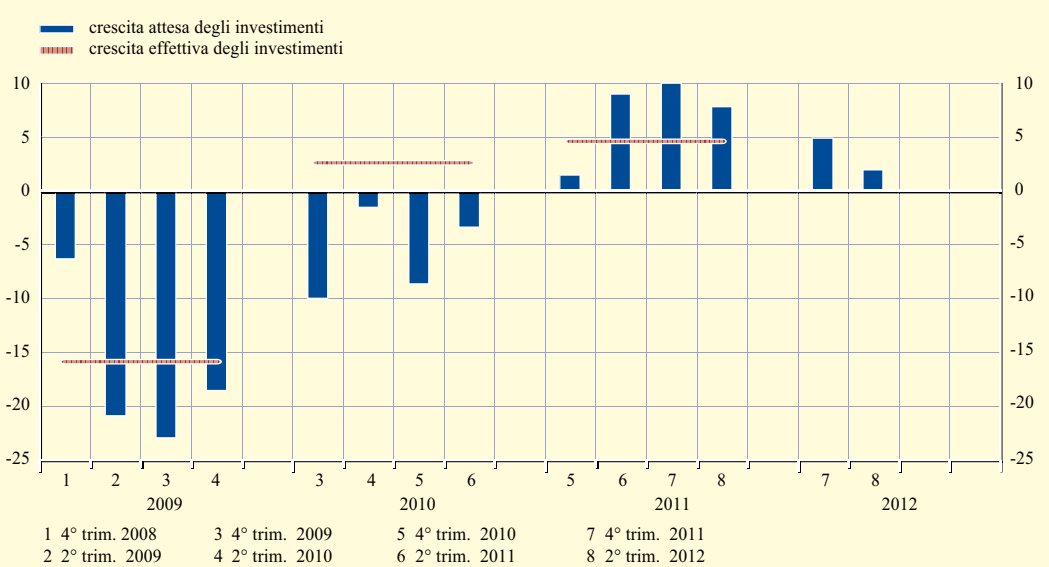
(percentuali di risposte)



Fonte: Commissione europea (indagine sugli investimenti della Direzione generale degli Affari economici e finanziari).

Figura E Risultati dell'indagine sugli investimenti industriali

(variazioni percentuali annue in volume)



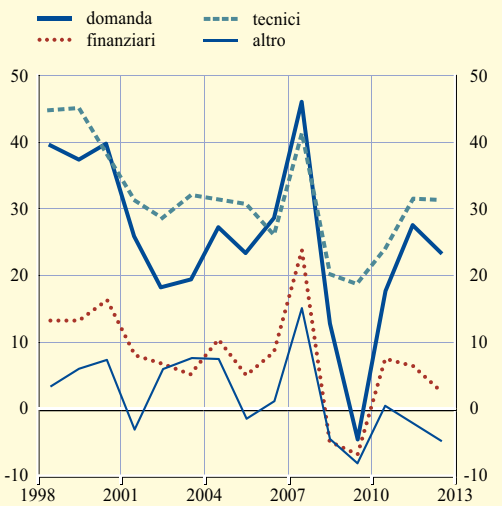
Fonti: Eurostat e Commissione europea (indagine sugli investimenti della Direzione generale degli Affari economici e finanziari).
Note: I valori numerici sull'asse delle ascisse indicano quando l'indagine è stata condotta. Gli investimenti in attrezzature e macchinari sono impiegati come *proxy* della crescita degli investimenti industriali.

5) Per una visione d'insieme degli effetti dell'incertezza sugli investimenti aggregati e disaggregati cfr. Carruth, A., Dickerson, A. ed Henley, A. (2000), "What do we know about investment under uncertainty?", *Journal of Economic Surveys*, vol. 14, n. 2.

debole di quanto previsto in occasione della precendente rilevazione condotta nell'ottobre 2011 (cfr. figura E); il tasso di crescita atteso, sul periodo corrispondente, è stato ridotto in termini reali dal 5 al 2 per cento. Le risposte alla domanda sui fattori che influenzano gli investimenti industriali, da cui si evincono i principali vincoli all'attività di investimento per le imprese, suggeriscono che la domanda e i fattori finanziari rimangono, nel complesso, favorevoli per gli investimenti (cfr. figura F). Nonostante un lieve calo, rispetto al 2011, del numero netto di imprese che definiscono stimolanti le condizioni della domanda, queste ultime rimangono nel complesso favorevoli, in termini reali; il saldo delle risposte è tornato su livelli associati a periodi "normali" dopo le forti oscillazioni osservate durante la crisi e nei periodi successivi. I fattori finanziari, nonostante un recente peggioramento, rimangono nell'insieme in territorio positivo e lontani dai livelli registrati durante la crisi mondiale del 2008-2009. Ciò indicherebbe che il rallentamento degli investimenti non è riconducibile principalmente a vincoli di finanziamento esterno delle imprese, ma piuttosto al loro comportamento in un contesto caratterizzato da un elevato grado di incertezza.

Figura F Fattori che influenzano gli investimenti industriali

(saldi)



Fonti: Commissione europea (indagine sugli investimenti della Direzione generale degli Affari economici e finanziari).
Nota: I saldi sono le medie ponderate delle percentuali di risposte che definiscono ciascun fattore "molto stimolante" (coefficiente 1), "stimolante" (coefficiente 0,5), "limitante" (coefficiente -0,5) e "molto limitante" (coefficiente -1).

Prospettive

In generale, gli indicatori congiunturali segnalano un continuo indebolimento della dinamica degli investimenti nel breve periodo. Ciò potrebbe essere riconducibile alla cautela delle imprese nelle attività di investimento visto il perdurare di elevati livelli di incertezza. Al tempo stesso, gli indicatori delle indagini qualitative mostrano che le determinanti fondamentali (ossia le prospettive della domanda e le condizioni di finanziamento) sono considerate ancora relativamente positive e chiaramente più favorevoli rispetto al periodo successivo al fallimento di Lehman Brothers nel settembre 2008. In prospettiva, gli investimenti delle imprese, benché soggetti a rischi al ribasso legati all'aggravarsi della crisi del debito sovrano, dovrebbero iniziare a crescere moderatamente verso la fine del 2012, in linea con la prevista lieve ripresa della domanda interna e delle esportazioni.

CONSUMI DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE

Di recente la crescita dei consumi delle amministrazioni pubbliche è stata moderata, in conseguenza alle iniziative di risanamento delle finanze pubbliche in atto in vari paesi. Dopo una lieve diminuzione nel terzo e quarto trimestre del 2011, i consumi pubblici sono aumentati leggermente in termini reali nel primo trimestre del 2012 rispetto a quello precedente.

Con riferimento alle singole componenti, il contenimento delle retribuzioni dei dipendenti pubblici, che contribuiscono per quasi la metà ai consumi totali delle amministrazioni pubbliche, ha

esercitato un importante effetto frenante sui consumi nominali totali. Tale limitazione è conseguenza dei moderati andamenti salariali e della riduzione dell'occupazione in diversi paesi. Anche la spesa per consumi intermedi, pari a poco meno di un quarto della spesa totale, è andata calando, per effetto dei perduranti sforzi di risanamento fiscale messi in campo dai governi. La crescita dei trasferimenti sociali in natura, pari anch'essi a quasi un quarto dei consumi pubblici, sono stati maggiormente in linea con le medie storiche; essi includono infatti voci che presentano una dinamica per certi versi autonoma, come la spesa sanitaria.

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

SCORTE

Il contributo delle scorte alla crescita dovrebbe rimanere sullo zero nel prossimo futuro; i contributi negativi registrati nella seconda metà del 2011 e nel primo trimestre del 2012 hanno rispecchiato una significativa riduzione del ritmo di ricostituzione delle scorte (rispetto agli inizi del 2011), resa necessaria dal rallentamento in atto dell'attività. Il punto di partenza relativamente contenuto delle scorte può aver limitato la possibilità di una loro riduzione pronunciata analoga a quella osservata dopo il tracollo di Lehman Brothers.

Di fatto, la consistente diminuzione delle giacenze di magazzino che ha accompagnato la profonda recessione del 2008-2009 e la loro successiva limitata ricostituzione durante la ripresa ha lasciato le aziende con livelli di scorte piuttosto basse. Pertanto, la ricostituzione delle scorte, evidenziata dai conti nazionali a partire dal terzo trimestre del 2010, ha rispecchiato più la ripresa dell'attività, superiore alle attese, che non l'intento deliberato delle imprese di allentare le rigorose politiche di gestione delle scorte gradualmente messe in atto, in particolare, all'indomani del fallimento di Lehman Brothers. I dati delle indagini e l'evidenza aneddotica segnalano per il periodo 2010-metà 2011 una gestione attenta delle scorte lungo la catena di approvvigionamento.

I considerevoli aumenti netti delle scorte osservati a metà 2011 (0,8 per cento del PIL nel secondo trimestre) e il pronunciato deterioramento delle prospettive delle imprese nell'estate del 2011 hanno indotto queste ultime a una rapida rivalutazione dei livelli delle scorte nell'arco di pochi mesi. Secondo le indagini della Commissione europea presso le imprese, tali livelli sono considerati essere ritornati in prossimità del loro valore storico ritenuto normale dall'autunno del 2011. Inoltre, le indagini PMI tendevano a confermare un profilo accelerato di diminuzione delle scorte di input da parte delle imprese manifatturiere e delle scorte al dettaglio nel quarto trimestre del 2011 e, in minore misura, delle giacenze di prodotti finiti da parte delle imprese manifatturiere (in linea con involontari aumenti di questi ultimi). Questo quadro ha determinato contributi negativi, pari a -0,3 punti percentuali, forniti dalle scorte alla crescita tanto nel terzo quanto nel quarto trimestre del 2011, e un ulteriore -0,2 per cento nel primo trimestre del 2012, che ha invertito la serie di contributi per lo più positivi osservata negli otto trimestri precedenti.

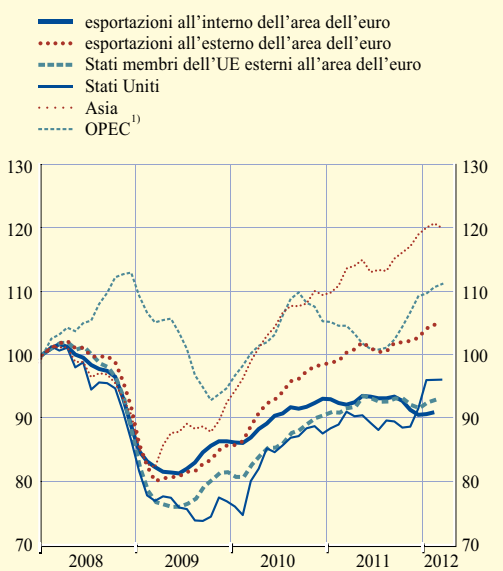
Dato che la riduzione delle scorte è stata significativa all'inizio del 2012, la parte più consistente del processo di ridimensionamento delle scorte può già essere avvenuto, e i contributi delle giacenze di magazzino alla crescita attesa dovrebbero essere più neutrali o leggermente positivi per il resto dell'anno. Di fatto, le evidenze recenti tratte dalle indagini qualitative da febbraio a maggio del 2012 (sia quelle della Commissione europea sia il PMI) segnalano una stabilizzazione del ritmo di costituzione/decumulo delle scorte nella prima metà del 2012.

COMMERCIO ESTERO

Le esportazioni di beni e servizi hanno registrato una modesta ripresa nel primo trimestre del 2012 (1,0 per cento sul trimestre precedente), dopo la lieve contrazione dell'ultimo trimestre del 2011. La ripresa delle esportazioni è stata sospinta principalmente da un rafforzamento della domanda estera. La crescita delle esportazioni verso l'America Latina e gli Stati Uniti è stata particolarmente vigorosa, quantomeno in termini di commercio di beni. Nel frattempo, le esportazioni verso l'Asia hanno perso slancio, dopo aver registrato una forte crescita nei mesi precedenti. Le esportazioni all'interno dell'area dell'euro sono rimaste piuttosto deboli (cfr. figura 53).

Figura 53 Volume delle esportazioni verso alcuni partner commerciali

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
1) L'organizzazione dei paesi esportatori di petrolio.

Le importazioni di beni e servizi si sono stabilizzate nel primo trimestre del 2012 (con un aumento dello 0,1 per cento sul trimestre precedente), dopo essere calate dell'1,7 per cento nello scorcio del 2011. Complessivamente, la dinamica di fondo della crescita delle importazioni è stata fiacca sin dall'inizio del 2011, sostanzialmente in linea con gli andamenti del livello complessivo della domanda interna. Le importazioni hanno continuato a essere sopravanzate dalle esportazioni nel primo trimestre del 2012. Pertanto, il contributo del commercio netto alla crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro è stato nuovamente positivo (0,4 punti percentuali).

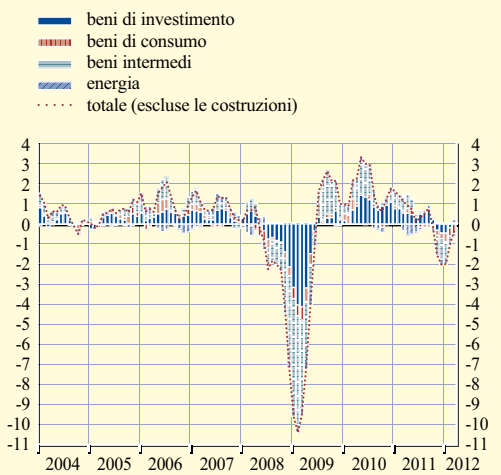
In prospettiva, gli indicatori disponibili suggeriscono che la crescita delle esportazioni dell'area dell'euro è probabile perda slancio nel breve periodo. Nel maggio 2012 l'indicatore PMI per i nuovi ordini di esportazioni dell'area dell'euro è diminuito a 45,1, il livello più basso dal novembre 2011. Questo indicatore ha presentato un'evoluzione meno favorevole rispetto al PMI mondiale relativo ai nuovi ordinativi dall'estero nei mesi recenti, segnalando che il recente deterioramento dei nuovi ordini di esportazioni dell'area dell'euro è principalmente legato all'indebolimento della domanda di importazioni nei mercati in cui il peso delle esportazioni dell'area dell'euro è maggiore di quello delle esportazioni mondiali (come nel caso, in particolare, dei paesi europei). Nel frattempo, i livelli degli ordini dall'estero, in base a quanto segnalato dalla Commissione europea, si sono deteriorati in aprile, pur rimanendo prossimi alla media di lungo periodo. In prospettiva, la crescita della domanda estera e delle esportazioni dell'area dell'euro dovrebbe riprendersi nuovamente nella seconda metà del 2012 sulla scia di un graduale, seppur modesto, rafforzamento dell'attività economica globale. Le prospettive a breve sulle importazioni continuano a essere piuttosto modeste, sostanzialmente coerenti con le attese sull'attività economica dell'area dell'euro.

4.2 PRODOTTO PER SETTORE

Esaminando il lato dell'offerta nella contabilità nazionale, il valore aggiunto totale è diminuito dello 0,1 per cento nel primo trimestre del 2012, invertendo per il secondo trimestre consecutivo la

Figura 54 Crescita della produzione industriale e contributi

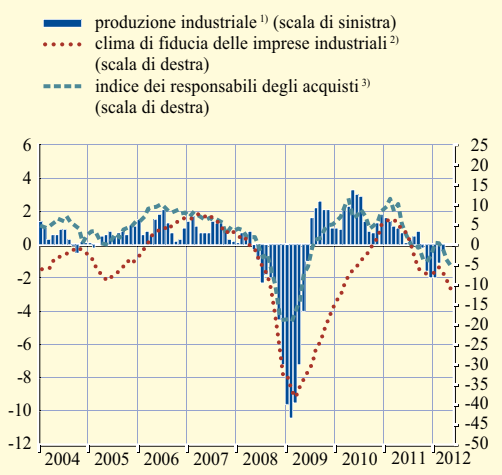
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)



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

Figura 55 Produzione industriale, clima di fiducia delle imprese industriali e indice dei responsabili degli acquisti

(dati mensili; destagionalizzati)



Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, Markit ed elaborazioni della BCE.
Nota: Tutte le serie si riferiscono al settore manifatturiero.
1) Variazioni percentuali sui tre mesi precedenti.
2) Saldi percentuali.
3) *Purchasing Managers' Index*; scostamenti dal valore 50.

tendenza al rialzo prevalsa dalla fine della recessione nel secondo trimestre del 2009. Gli indicatori di breve periodo segnalano un ulteriore rallentamento nel secondo trimestre del 2012. Tuttavia, vi sono state marcate differenze tra i vari settori dopo la fine della recessione del 2009. Nel primo trimestre del 2012, il valore aggiunto nel settore industriale (al netto delle costruzioni) era ancora inferiore di quasi il 9 per cento rispetto al suo massimo pre-recessione. Per contro, il valore aggiunto nei servizi era prossimo al massimo registrato prima della recessione. Nel settore delle costruzioni il valore aggiunto ha continuato a calare, collocandosi di quasi il 16 per cento al di sotto dei livelli pre-recessione, nel primo trimestre del 2012.

SETTORE INDUSTRIALE (AL NETTO DELLE COSTRUZIONI)

Nel primo trimestre del 2012 il valore aggiunto nel settore industriale (al netto delle costruzioni) ha mostrato un andamento invariato, dopo essere diminuito dell'1,7 per cento sul periodo precedente nell'ultimo trimestre del 2011. Sostanzialmente in linea con gli andamenti del valore aggiunto nel settore industriale, la produzione ha continuato a ridursi per il secondo trimestre consecutivo (cfr. figura 54): dopo essere calata del 2,0 per cento nel quarto trimestre del 2011, l'attività industriale (al netto delle costruzioni) è diminuita dello 0,4 per cento nel primo trimestre del 2012. Tale contrazione ha interessato l'insieme dei principali settori industriali, risultando più pronunciata in quello dei beni di consumo (-1,9 per cento). I dati delle indagini della Commissione europea indicano che l'indebolimento della domanda e il peggioramento delle condizioni finanziarie hanno avuto un impatto negativo sulla produzione nei tre mesi fino ad aprile.

In prospettiva, gli indicatori di breve periodo fanno ritenere che l'attività debole nel settore industriale è probabilmente continuata nel secondo trimestre del 2012. Tale tendenza è riflessa nell'indicatore della Commissione europea relativo al clima di fiducia nell'industria, che è calato ulteriormente in maggio (cfr. figura 55), a causa principalmente di una valutazione più negativa delle

aspettative sulla produzione e sugli ordinativi. L'attività passata è stata altresì valutata in modo più negativo. Nei primi due mesi del secondo trimestre del 2012 l'indice PMI relativo alla produzione manifatturiera è stato inferiore rispetto al primo trimestre ed è rimasto al di sotto della soglia teorica di crescita nulla, pari a 50, a indicare un'ulteriore contrazione dell'attività manifatturiera. In particolare, i nuovi ordini industriali, che per la maggior parte dovrebbero poi riflettersi in produzione, sono diminuiti. Questa riduzione dei nuovi ordini è stata sostanzialmente generalizzata a tutti i settori industriali. Le indagini della Commissione europea e Markit riportano una tendenza calante della valutazione relativa ai portafogli ordini complessivi e ai nuovi ordini delle imprese nei primi due mesi del secondo trimestre. In entrambi i mesi, gli ordinativi sono stati leggermente inferiori alla loro media di lungo periodo. Anche il PMI per il settore manifatturiero relativo ai nuovi ordini è diminuito in entrambi i mesi e ha continuato a segnalare ulteriori cali dei nuovi ordini industriali.

SETTORE DELLE COSTRUZIONI

Il settore delle costruzioni ha fornito un contributo negativo alla crescita del valore aggiunto totale nel primo trimestre del 2012, in parte a causa delle avverse condizioni meteorologiche in alcuni paesi in febbraio. La dinamica di fondo della crescita è rimasta debole, confermando la fragilità del settore delle costruzioni.

Gli indicatori di breve periodo mostrano tuttora risultati deboli e segnalano variazioni negative nel settore delle costruzioni nel prossimo futuro. Rispetto al primo trimestre del 2012, l'indice PMI generale per le costruzioni e quello relativo ai nuovi ordini del settore hanno registrato andamenti altalenanti nel primo mese del secondo trimestre, continuando a segnalare una contrazione. In lieve contrasto, l'indicatore della Commissione europea relativo al clima di fiducia delle imprese nel settore delle costruzioni, che resta significativamente al di sotto della sua media di lungo periodo, è diminuito nei primi due mesi del secondo trimestre.

SETTORE DEI SERVIZI

Il valore aggiunto nel settore dei servizi ha mostrato un'evoluzione invariata nel primo trimestre del 2012, dopo dieci trimestri di crescita positiva. Tra il terzo trimestre del 2009 e il primo del 2012, ossia dopo l'inizio della ripresa, la crescita trimestrale nei servizi è stata in media pari allo 0,3 per cento.

In prospettiva, le indagini segnalano per il secondo trimestre del 2012 un andamento debole nel settore dei servizi. Il livello medio dell'indice PMI per il settore dei servizi in aprile e maggio è stato inferiore a quello del primo trimestre e al di sotto della soglia teorica di espansione di 50. I risultati dell'indagine della Commissione europea relativa al clima di fiducia delle imprese nel settore dei servizi forniscono un quadro analogo.

4.3 MERCATO DEL LAVORO

Le condizioni dei mercati del lavoro dell'area dell'euro sono ulteriormente peggiorate negli ultimi trimestri, a causa della debolezza dell'attività economica. L'occupazione sta diminuendo costantemente e il tasso di disoccupazione ha raggiunto livelli storicamente elevati, rispecchiando gli aggiustamenti in atto nel mercato del lavoro di diversi paesi dell'area dell'euro [1]. Gli indicatori previsivi, tra cui i risultati delle indagini, si sono ulteriormente deteriorati negli ultimi mesi.

1) Il riquadro 1 della sezione 1 esamina gli andamenti della partecipazione delle forze di lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti.

I miglioramenti delle condizioni del mercato del lavoro nel corso del 2010 e all'inizio del 2011 avevano determinato un aumento delle ore lavorate, sebbene la pratica del *labour hoarding* durante la crisi del 2008-09 e la lenta ripresa dell'attività economica avessero limitato tale incremento. Dopo essere lentamente cresciuto nel terzo trimestre del 2011, il totale delle ore lavorate è tornato a contrarsi nel quarto trimestre (-0,4 per cento). A livello settoriale, le ore lavorate sono diminuite sia nel settore dei servizi sia in quello industriale (al netto delle costruzioni). Per contro, sono aumentate nelle attività immobiliari e nei servizi professionali.

Il numero di occupati si è ridotto nel quarto trimestre del 2011 per il secondo trimestre consecutivo. I cali occupazionali sono stati particolarmente consistenti nel settore delle costruzioni (-1,6 per cento sul trimestre precedente) e meno marcati nell'industria in senso stretto (-0,3 per cento) e soprattutto nei servizi (-0,1 per cento) dove la flessione è stata frenata dalla forte crescita registrata nelle attività immobiliari (cfr. tavola 9).

Le indagini qualitative indicano che la creazione di posti di lavoro si è probabilmente deteriorata ulteriormente nella prima metà del 2012, riflettendo in parte la debole attività nell'area dell'euro. In particolare, l'indice PMI composito delle attese di occupazione nell'area dell'euro (che comprende sia il settore manifatturiero sia quello dei servizi) è rimasto al di sotto della soglia di crescita nulla sia nel primo trimestre del 2012 sia nei primi due mesi del secondo trimestre. Dal-

Tavola 9 Crescita dell'occupazione

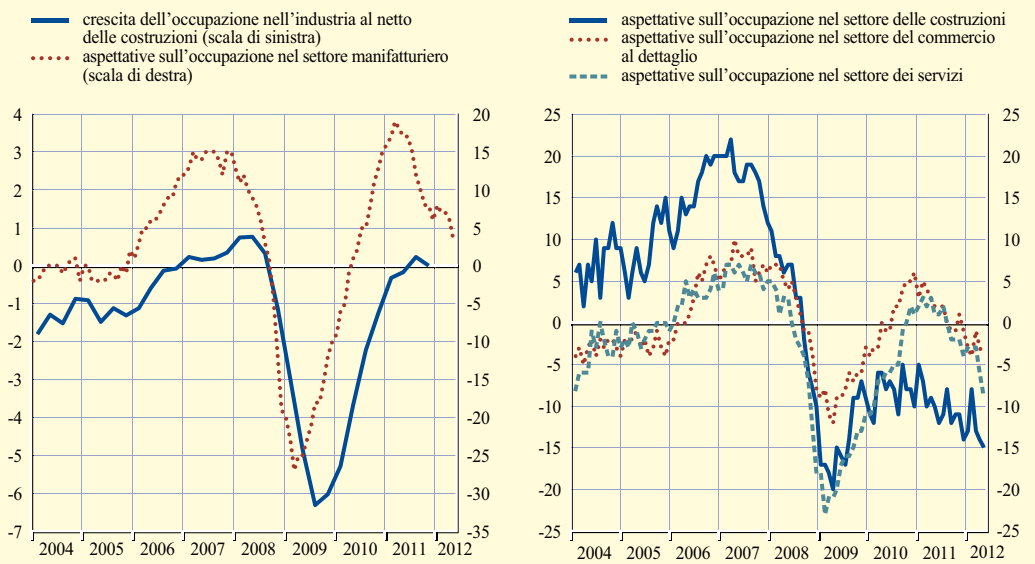
(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

	Persone					Ore				
	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali			Variazioni annuali		Variazioni trimestrali		
	2010	2010	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 4° trim.	2010	2011	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 4° trim.
Totale economia	-0,5	0,1	0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,2	-0,3	0,2	-0,4
di cui:										
Agricoltura e pesca	-0,9	-2,6	0,4	-1,0	-0,8	-0,9	-1,9	-0,9	-1,2	-0,3
Industria	-3,3	-1,2	-0,2	-0,5	-0,7	-1,9	-0,8	-0,7	-0,1	-1,0
Escluse le costruzioni	-3,1	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,8	0,6	-0,4	0,4	-0,2
Costruzioni	-3,8	-3,8	-0,5	-1,6	-1,6	-3,9	-3,6	-1,3	-1,1	-2,6
Servizi	0,4	0,7	0,3	-0,1	-0,1	0,7	0,7	-0,1	0,3	-0,2
Commercio e trasporti	-0,7	0,6	0,6	-0,1	-0,4	-0,3	0,4	0,2	0,5	-0,8
Information and communication	-1,1	1,6	0,5	-0,3	0,0	-0,8	1,4	-0,1	0,4	-0,7
Finanziari e alle imprese	-1,0	-0,2	-0,3	0,1	0,0	-0,6	0,2	-0,5	0,2	-0,3
Real Estate activities	-0,4	2,6	-0,5	-0,5	2,2	0,6	2,1	-0,7	0,8	1,2
Servizi Professionali	2,0	2,6	0,9	-0,2	0,4	2,8	3,0	0,5	0,1	0,5
Amministrazione pubblica	1,0	0,1	-0,1	0,1	-0,1	1,1	0,1	-0,3	0,1	0,1
Altri servizi [1)]	0,8	-0,2	-0,5	0,0	-0,1	0,6	-0,5	-1,3	1,0	-0,3

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
1) Comprende anche servizi domestici e le attività delle organizzazioni extraterritoriali.

Figura 56 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione

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



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

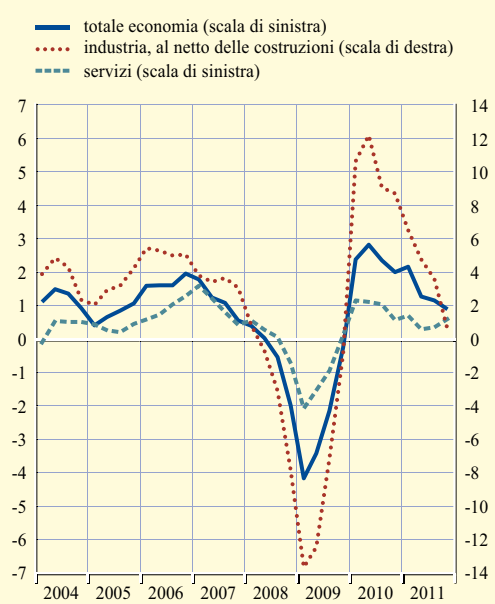
le indagini della Commissione europea presso le imprese emergono aspettative analoghe (cfr. figura 56).

La produttività del lavoro ha rallentato nel corso del 2011, poiché la crescita tendenziale del PIL è calata più di quella dell'occupazione. L'incremento della produttività del lavoro per occupato sul periodo corrispondente dello scorso anno è sceso allo 0,9 per cento nel quarto trimestre del 2011, dal 2,2 per cento nel primo trimestre dell'anno. Inoltre, nello stesso periodo, il tasso di crescita annuale della produttività per ora lavorata è diminuito dall'1,8 allo 0,7 per cento (cfr. figura 57). La crescita della produttività dovrebbe rimanere sostanzialmente stabile a breve termine, in linea con la bassa attività economica e le ulteriori riduzioni attese dell'occupazione.

Il tasso di disoccupazione ha continuato ad aumentare e si è collocato all'11,0 per cento in aprile – il livello più elevato registrato nella storia della serie, eccedendo il picco della fine del

Figura 57 Produttività del lavoro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

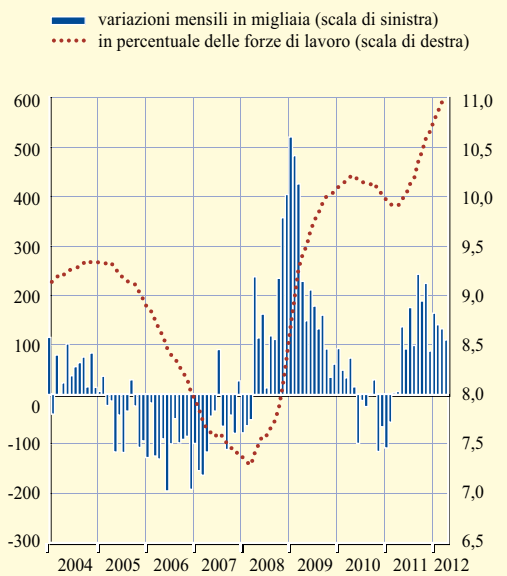


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1996. L'ultimo dato rappresenta un incremento del tasso di disoccupazione di 1,1 punti percentuali rispetto a un anno prima (cfr. figura 58). La lenta crescita dell'occupazione e le basse aspettative emerse delle indagini suggeriscono ulteriori incrementi nel breve termine.

Figura 58 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

4.4 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Gli indicatori disponibili per il secondo trimestre del 2012 segnalano un indebolimento della crescita ed evidenziano segnali di incertezza. Su un orizzonte temporale più lungo, l'economia dell'area dell'euro dovrebbe comunque registrare una graduale ripresa. Nondimeno ci si attende che la dinamica di fondo della crescita continui a essere frenata dalle perduranti tensioni in alcuni mercati del debito sovrano dell'area dell'euro e dal loro impatto sulle condizioni di credito, nonché dal processo di aggiustamento dei bilanci nei settori finanziari e non finanziari e dall'elevata disoccupazione.

Le proiezioni macroeconomiche di questo mese, formulate per l'area dell'euro dagli esperti dell'Eurosistema, prevedono un tasso annuo di crescita del PIL in termini reali tra il -0,5 e lo 0,3 per cento nel 2012 e tra lo 0,0 e il 2,0 per cento nel 2013. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche dello scorso marzo, elaborate dagli esperti della BCE, l'intervallo di valori per il 2012 rimane invariato, mentre quello per il 2013 mostra un lieve restringimento (cfr. anche sezione 6).

Le prospettive economiche per l'area dell'euro sono soggette ad accresciuti rischi al ribasso relativi, in particolare, a un ulteriore incremento delle tensioni in diversi mercati finanziari dell'area dell'euro e alla loro potenziale trasmissione all'economia reale dell'area. Tali rischi sono, inoltre, legati alla possibilità di rinnovati incrementi nel prezzo delle materie prime a medio termine.

Il riquadro 9 mostra che le attese sulla crescita di lungo termine per l'area dell'euro hanno evidenziato un'ampia tendenza calante dall'inizio degli anni 2000 e che l'incertezza su tali aspettative è aumentata considerevolmente dalla recessione del 2009.

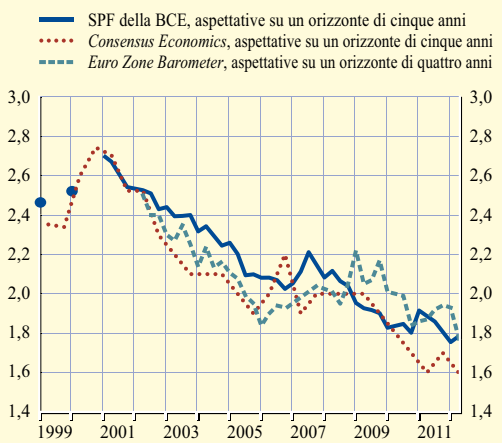
Riquadro 9

EVOLUZIONE DELLE ASPETTATIVE DI CRESCITA A LUNGO TERMINE PER L'AREA DELL'EURO

In varie indagini economiche relative all'area dell'euro i partecipanti sono invitati a indicare le attese per la crescita del PIL in termini reali su un orizzonte di quattro o più anni. Tale orizzonte è sufficientemente lungo per non essere influenzato da considerazioni congiunturali e per rappresentare, pertanto, prospettive di crescita (potenziale) media nel lungo periodo. Le variazioni di tali prospettive possono riflettere, ad esempio, cambiamenti permanenti attesi nelle determi-

Figura A Aspettative di crescita a lungo termine per l'area dell'euro

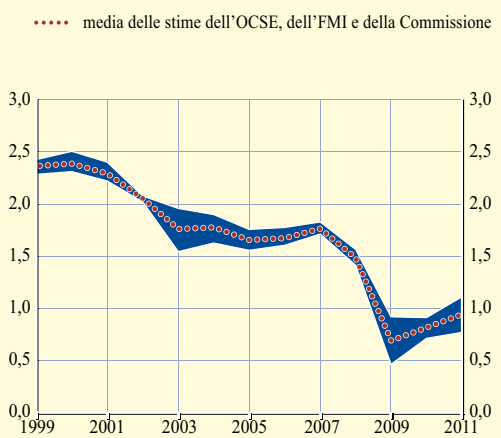
(valori percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: BCE, Consensus Economics ed Euro Zone Barometer
Nota: Nel 1999 e nel 2000 l'SPF ha rilevato le aspettative di inflazione su un orizzonte di cinque anni solo nel primo trimestre. Euro Zone Barometer e Consensus Economics hanno iniziato le rilevazioni per l'area dell'euro rispettivamente nel 2002 e nel 2003. I dati di Consensus Forecasts per il periodo precedente al 2003 sono stati costruiti come medie delle previsioni nazionali per Germania, Francia, Italia, Paesi Bassi e Spagna ponderate per il PIL.

Figura B Stime del prodotto potenziale

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: Fonti: OCSE, Economic Outlook, novembre 2011; FMI, World Economic Outlook, aprile 2012; Commissione europea, banca dati AMECO, primavera 2012.
Nota: L'area ombreggiata indica l'intervallo delle stime.

nanti della crescita sul lungo periodo, come la dinamica delle forze di lavoro o della produttività. Possono, però, essere anche innescate da oscillazioni cicliche eccessive e dal protrarsi dei processi di adeguamento, verosimili dopo episodi di forte crescita e repentino calo dell'attività economica. A tale riguardo, l'evoluzione economica dall'inizio della crisi finanziaria e i processi di aggiustamento che ne sono conseguiti potrebbero aver influito sulle prospettive di crescita a lungo termine e/o sull'incertezza che le caratterizzano. In tale contesto, il presente riquadro passa in rassegna gli andamenti delle aspettative sulla crescita del PIL nell'area dell'euro nel lungo periodo.

Evoluzione della media delle aspettative di crescita a lungo termine

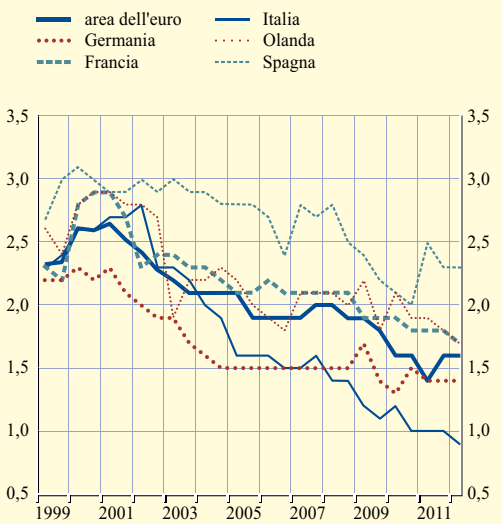
I risultati delle indagini *Survey of Professional Forecasters* [1] (SPF) della BCE, *Consensus Economics* ed *Euro Zone Barometer* indicano tutti, a partire dal 1999, una generale tendenza al ribasso delle aspettative di crescita a lungo termine per l'area dell'euro (cfr. figura A). Ciò è in linea con la dinamica delle stime sulla crescita del prodotto potenziale dell'area fornite dalle organizzazioni internazionali, che ha seguito una traiettoria in linea di massima decrescente nello stesso periodo (cfr. figura B). Nel periodo precedente alla crisi questo andamento al ribasso era riconducibile prevalentemente a un minor contributo della cosiddetta produttività totale dei fattori che, unitamente all'espansione del lavoro e del capitale disponibili, determina la crescita del prodotto potenziale. La crisi finanziaria e la successiva recessione hanno esercitato un forte impatto negativo sulla crescita a lungo termine del

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

lavoro e del capitale, ad esempio, attraverso un tasso di disoccupazione strutturale più elevato e il protrarsi di una dinamica avversa degli investimenti. Più in generale, le prospettive di crescita di lungo periodo dell'area dell'euro risentono dell'invecchiamento demografico, che frena il tasso di incremento della popolazione in età lavorativa nel futuro [2].

Figura C Aspettative di crescita a lungo termine per l'area dell'euro e le maggiori economie che ne fanno parte

(valori percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: Consensus Economics.
Nota: i tassi medi di crescita attesi su un orizzonte compreso tra sei e dieci anni sono disponibili solo con un decimale.

Nell'ambito della tendenza al ribasso delle aspettative sulla crescita del PIL a lungo termine, si sono osservate varie fasi. In particolare, si è registrato un deciso aumento nel 2000 e nel 2001, quando si prevedeva una crescita della produttività sempre maggiore in relazione ai progressi della tecnologia informatica. Le aspettative di crescita a lungo termine hanno raggiunto un massimo storico del 2,7 per cento agli inizi del 2001. Successivamente, sono costantemente diminuite, per poi stabilizzarsi e segnare un lieve recupero nel periodo precedente alla crisi. L'aumento al 2,2 per cento osservato subito prima dell'inizio della crisi è coinciso con un periodo di *boom*, in cui si continuavano a registrare tassi di crescita del PIL in termini reali pari a circa il 3 per cento e a volte decisamente superiori a tale livello. Con l'inizio della crisi, le aspettative di crescita a lungo termine hanno ripreso la precedente tendenza flettente e attualmente si collocano sull'1,7 per cento.

Il parallelismo tra le fasi specifiche del ciclo economico effettivo e le variazioni delle aspettative di crescita suggerisce che queste ultime non sono state solo determinate da fattori strutturali ma hanno anche risentito di ondate di ottimismo e pessimismo per l'espansione dell'attività.

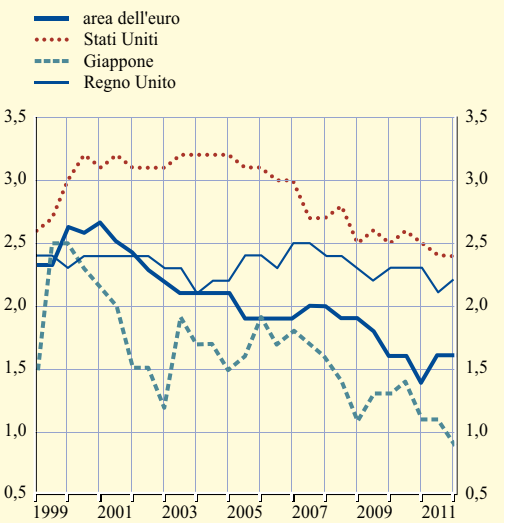
Anche per le aspettative di crescita a lungo termine relative ai maggiori paesi dell'area dell'euro si possono formulare osservazioni simili a quelle che riguardano l'insieme dell'area. I dati di *Consensus Economics* mostrano che tutti i paesi in rassegna, ad eccezione della Germania, hanno in comune un miglioramento, agli inizi degli anni 2000, delle attese sulla crescita nel lungo periodo a riflesso delle aspettative di una *new economy* trainata dal progresso tecnologico e dell'impatto economico dell'unione monetaria (cfr. figura C). Il successivo deterioramento delle prospettive di crescita a lungo termine è avvenuto a un ritmo diverso a seconda del paese in esame: le flessioni più pronunciate sono state registrate in Italia e nei Paesi Bassi (dove si è osservato un *boom* degli immobili residenziali all'inizio degli anni 2000). La stabilizzazione delle aspettative aggregate prima della crisi sembrerebbe derivare prevalentemente dall'andamento osservato in Francia e Germania, mentre la ripresa della tendenza al ribasso dopo la crisi è riconducibile principalmente alle aspettative in Spagna, di riflesso alla fase di repentino calo del ciclo economico.

2) Per un approfondimento sul concetto di prodotto potenziale e sull'evoluzione delle stime di tale variabile per l'area dell'euro, cfr. l'articolo *Tendenze del prodotto potenziale* nel numero di gennaio 2011 di questo Bollettino.

Considerando l'intero periodo a partire dal 1999, le aspettative di crescita a lungo termine per la Germania sono state costantemente inferiori a quelle medie per il complesso dell'area dell'euro, rimanendo relativamente stabili all'1,5 per cento circa. Anche quelle per l'Italia sono state inferiori alle media dell'area dell'euro, ma con una tendenza al ribasso. Allo stesso tempo, per i Paesi Bassi e la Francia le attese di crescita a lungo termine sono state sostanzialmente in linea con quelle per l'area dell'euro, mentre per la Spagna si sono collocate su livelli considerevolmente superiori a quelle di altri importanti paesi dell'area dell'euro e dell'area nel suo complesso.

Figura D Aspettative di crescita a lungo termine per l'area dell'euro, gli Stati Uniti, il Giappone e il Regno Unito

(valori percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: Consensus Economics.
Nota: I tassi medi di crescita attesi su un orizzonte compreso tra sei e dieci anni sono disponibili solo con un decimale. Per il Giappone la rilevazione dell'aprile 2001 è stata interpolata.

Gli andamenti delle aspettative di lungo periodo in altre economie avanzate hanno alcuni tratti in comune con quelli dell'area dell'euro. La variazione al rialzo agli inizi degli anni 2000 è altresì riscontrabile per Stati Uniti e Giappone, dove è stata più accentuata rispetto all'area dell'euro (cfr. figura D). Le aspettative di crescita per il Regno Unito sono rimaste stabili in tale periodo, ma sono aumentate prima della crisi, quando quelle per gli Stati Uniti erano già in calo.

A partire dal 1999 le aspettative di crescita a lungo termine per gli Stati Uniti sono state costantemente superiori a quelle per le altre economie. Ciò è in linea con le stime di crescita del prodotto potenziale per gli Stati Uniti, sempre superiori a quelle dell'area dell'euro. Quanto al Giappone, il livello relativamente basso delle aspettative di crescita di lungo periodo potrebbe essere connesso alla protratta fase di aggiustamento in seguito alle eccessive oscillazioni dei prezzi delle attività negli anni '90 e all'invecchiamento della popolazione.

Evoluzione dell'incertezza riguardante le aspettative di crescita a lungo termine

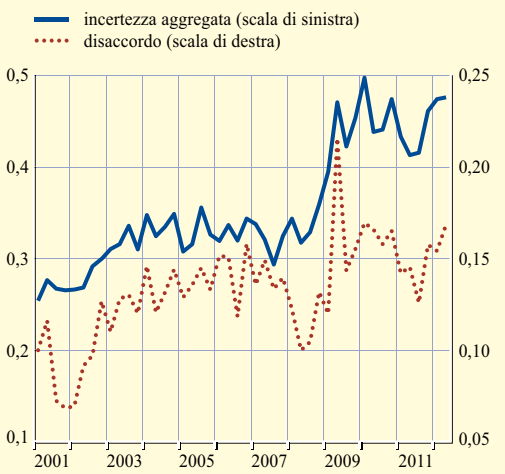
Dall'inizio della crisi finanziaria il grado di incertezza macroeconomica che contraddistingue le prospettive economiche è notevolmente aumentato. Un incremento dell'incertezza relativa alle prospettive di crescita a lungo termine può riflettersi, ad esempio, in un aumento del disaccordo tra i partecipanti all'indagine sull'esito che considerano più probabile. A tale riguardo, il coefficiente di variazione [3)] della distribuzione delle singole previsioni puntuali dell'SPF rappresenta una misura del disaccordo tra partecipanti (cfr. figura E). Questo dato ha registrato un picco nel secondo trimestre del 2009, durante la recessione, ma poi è ritornato su un livello lievemente superiore a quello osservato prima della crisi. Un altro indicatore di incertezza è costituito dal coefficiente di variazione desunto dalla distribuzione di probabilità aggregata (calcolando la me-

3) Il coefficiente di variazione corrisponde alla deviazione standard della distribuzione divisa per la media della distribuzione. È opportuno normalizzare la deviazione standard perché le aspettative di crescita a lungo termine mostrano un andamento tendenziale.

dia delle singole distribuzioni chieste ai partecipanti all'SPF insieme alle previsioni puntuali). Questa misura ha iniziato ad aumentare alla fine del 2008 e ha oscillato attorno a livelli relativamente elevati dal 2009 (cfr. figura E). Nel loro insieme, i due indicatori di incertezza suggeriscono che ora i partecipanti si sentono meno sicuri delle loro stime puntuali rispetto al passato.

Figura E Incertezza e disaccordo sulle aspettative di crescita a lungo termine desunti dall'SPF

(valori percentuali)



Fonte: BCE.
Nota: L'incertezza aggregata corrisponde al coefficiente di variazione della distribuzione di probabilità aggregata, mentre il disaccordo è dato dal coefficiente di variazione della distribuzione di previsioni puntuali.

Nel complesso, le aspettative a lungo termine per la crescita del PIL dell'area dell'euro hanno seguito una generale tendenza al ribasso dagli inizi degli anni 2000. Ciò è in linea con i minori contributi provenienti dalla crescita della produttività totale dei fattori, ma più di recente anche con l'espansione più contenuta del lavoro e del capitale che si ricava dalle stime di crescita del prodotto potenziale dell'area dell'euro. Allo stesso tempo, in periodi di andamenti economici particolarmente favorevoli, si sono osservati improvvisi rimbalzi nella tendenza al ribasso delle aspettative di lungo periodo rilevate dalle indagini. È altresì degno di nota il fatto che, dopo la recessione del 2009, l'incertezza circa la dinamica della crescita di lungo periodo sia aumentata in misura considerevole. Poiché l'incertezza complessiva ha, probabilmente, un impatto negativo sui risultati economici, inducendo ad esempio un rinvio delle decisioni di investimento da parte delle imprese nonché un atteggiamento più cauto da parte delle famiglie, anche la maggiore incertezza sulle prospettive di crescita a lungo termine potrebbe essere di per sé un fattore che nei tempi recenti contribuisce al peggioramento delle aspettative di crescita di lungo periodo per l'area dell'euro.

5 ANDAMENTO DELLA FINANZA PUBBLICA

Nel 2011 sono stati compiuti notevoli progressi nel risanamento di bilancio nell'area dell'euro, ma occorrono ulteriori sforzi per ripristinare la sostenibilità delle finanze pubbliche e la fiducia del mercato. Secondo le previsioni economiche pubblicate dalla Commissione europea nella primavera 2012, il disavanzo dell'area dell'euro continuerà a ridursi quest'anno e scenderà al di sotto del valore di riferimento nel 2013, nonostante considerevoli differenze tra i paesi. I paesi sottoposti a una procedura per i disavanzi eccessivi (PDE) devono assicurare una correzione tempestiva dei propri disavanzi eccessivi in linea con le rispettive scadenze. Per alcuni, ciò richiederà ulteriori misure correttive.

ANDAMENTO DEI CONTI PUBBLICI NEL 2011

Secondo i dati notificati all'Eurostat nella primavera 2012 nell'ambito delle PDE, il disavanzo delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro è diminuito al 4,1 per cento del PIL nel 2011, dal 6,2 del 2010 (cfr. tavola 10). Nel 2011 sono stati compiuti notevoli progressi nel risanamento di bilancio nell'area dell'euro, in gran parte per effetto di interventi di contenimento della spesa, prevalentemente di natura permanente. Ciò nondimeno, i disavanzi sono rimasti superiori al valore di riferimento del 3 per cento del PIL in tutti i paesi dell'area dell'euro, ad eccezione di Germania, Estonia, Lussemburgo, Malta, Austria e Finlandia.

Nel 2011 il debito delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro ha continuato ad aumentare, anche se a un ritmo minore, portandosi all'88,0 per cento del PIL dall'85,6 nel 2010. Il disavanzo primario, seppure in calo, ha continuato a costituire la principale determinante della dinamica del debito nel 2011. Il rapporto debito/PIL è stato inferiore al valore di riferimento del 60 per cento solo in cinque paesi dell'area dell'euro, mentre è stato prossimo o addirittura superiore al 100 per cento in Belgio, Irlanda, Grecia, Italia e Portogallo (cfr. tavola 11).

ANDAMENTO DEI CONTI PUBBLICI NEL 2012 E NEGLI ANNI SUCCESSIVI

Il processo di risanamento dovrebbe continuare nel 2012, sebbene a un ritmo più moderato. Secondo le previsioni economiche della Commissione europea della primavera 2012, il disavanzo delle

Tavola 10 Evoluzione della finanza pubblica nell'area dell'euro

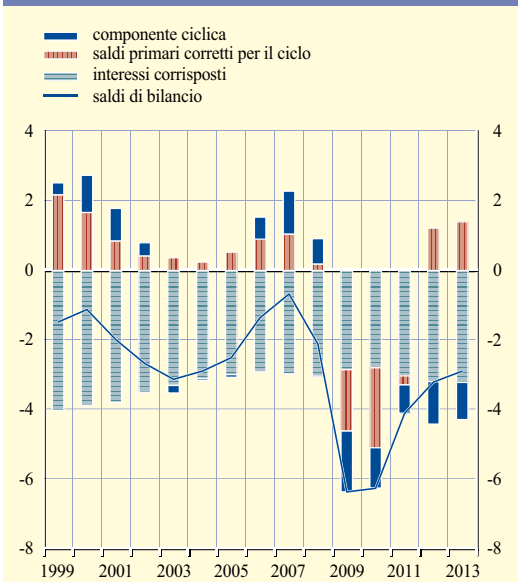
(in percentuale del PIL, amministrazioni pubbliche)

	2009	2010	2011	2012	2013
a. Entrate totali	44,8	44,7	45,3	46,2	46,1
b. Spese totali	51,2	51,0	49,4	49,4	49,0
di cui:					
c. Spese per interessi	2,9	2,8	3,1	3,2	3,2
d. Spese primarie (b - c)	48,4	48,1	46,3	46,2	45,8
Saldo di bilancio (a - b)	-6,4	-6,2	-4,1	-3,2	-2,9
Saldo di bilancio primario (a - d)	-3,5	-3,4	-1,1	0,0	0,3
Saldo di bilancio corretto per gli effetti del ciclo	-4,6	-5,1	-3,3	-2,0	-1,8
Structural budget balance	-4,6	-4,4	-3,4	-2,1	-1,9
Debito lordo	79,9	85,6	88,0	91,8	92,6
Per memoria: PIL in termini reali (variazione percentuale sui dodici mesi)	-4,3	1,9	1,5	-0,3	1,0

Fonti: previsioni economiche della Commissione europea della primavera 20121 ed elaborazioni della BCE.
Nota: eventuali discrepanze sono da attribuire ad arrotondamenti.

amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro scenderebbe al 3,2 per cento del PIL nel 2012, dato sostanzialmente invariato rispetto alle ultime previsioni autunnali, e diminuirebbe a un livello leggermente inferiore al valore di riferimento nel 2013 (cfr. tavola 10). Il miglioramento atteso per i saldi di bilancio, in particolare nel 2012, con una correzione strutturale di quasi 1,3 punti percentuali per il complesso dell'area dell'euro, è ampiamente attribuibile a interventi di aumento delle entrate, mentre il rapporto tra spesa e PIL dovrebbe rimanere sostanzialmente invariato nell'orizzonte previsivo. Inoltre, la componente ciclica del disavanzo delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro rimarrebbe pressoché immutata nell'orizzonte previsivo; ci si può attendere, pertanto, che l'impatto negativo sulla crescita degli interventi di risanamento di bilancio sia limitato (cfr. figura 59).

Figura 59 Scomposizione del risanamento delle finanze pubbliche nell'area dell'euro



Fonte: previsioni economiche pubblicate dalla Commissione europea nella primavera 2012.

Il miglioramento complessivo dei saldi di bilancio nasconde notevoli differenze tra i vari paesi dell'area dell'euro. Sebbene si preveda che nella maggioranza di essi i saldi di bilancio migliorino, l'entità dell'aggiustamento varia significativamente tra i paesi. Secondo le previsioni della Commissione della primavera 2012, in Grecia, Spagna, Italia, Cipro e Portogallo gli sforzi di risanamento strutturale nel 2012 saranno particolarmente rilevanti, pari o superiori a 2,5 punti percentuali.

Nelle più recenti previsioni della Commissione il rapporto tra il debito delle amministrazioni pubbliche e il PIL dell'area dell'euro continua ad aumentare, al 91,8 per cento nel 2012 e al 92,6 nel 2013, in misura leggermente superiore a quanto prospettato nelle previsioni dell'autunno 2011. L'aumento del rapporto debito/PIL è riconducibile in larga misura all'impatto negativo del differenziale fra tasso di interesse e tasso di crescita nonché a un netto peggioramento della componente di raccordo tra stock e flussi. Tuttavia, nel 2013 l'effetto di questi due fattori dovrebbe ridursi ed essere in parte compensato da un avanzo primario dell'area dell'euro; ciò spiega il minore aumento del rapporto debito/PIL atteso per il complesso dell'area.

VALUTAZIONE DEGLI AGGIORNAMENTI DEI PROGRAMMI DI STABILITÀ PRESENTATI NEL 2012

In base agli aggiornamenti dei programmi di stabilità presentati dai governi, il disavanzo delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro in rapporto al PIL scenderebbe al 3,0 per cento nel 2012, all'1,9 nel 2013 e all'1,0 nel 2014 (cfr. tavola 11). Tali programmi sono sostanzialmente in linea con le previsioni della Commissione per il 2012, ma sono considerevolmente più ottimistici per il 2013. La differenza è ascrivibile principalmente alle diverse ipotesi riguardanti il risanamento: le previsioni della Commissione tengono conto unicamente dei provvedimenti che hanno già superato l'iter legislativo o che sono stati delineati con sufficiente dettaglio. Poiché i bilanci per il 2013 non sono ancora approvati, molte ipotesi di risanamento alla base degli aggiornamenti dei programmi di stabilità per tale anno non sono prese in considerazione nelle previsioni della Commissione della primavera 2012. È pertanto necessario che, nel predisporre i bilanci per il 2013, i governi definiscano con precisione gli interventi a sostegno dei piani di risanamento.

Tavola 11 Aggiornamenti dei programmi di stabilità dei paesi dell'area dell'euro

	Saldo di bilancio (in percentuale del PIL)					Debito pubblico lordo (in percentuale del PIL)					Tasso di crescita del PIL in termini reali (in percentuale)				
	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014
Belgio															
Previsioni CE primavera 2012	-3,8	-3,7	-3,0	-3,3	-	96,0	98,0	100,5	100,8	-	2,3	1,9	0,0	1,2	-
Aggiornamento del programma (apr. 2012)	-	-3,7	-2,8	-2,2	-1,1	-	98,0	99,4	97,8	95,5	-	1,9	0,1	1,3	1,7
Germania															
Previsioni CE primavera 2012	-4,3	-1,0	-0,9	-0,7	-	83,0	81,2	82,2	80,7	-	3,7	3,0	0,7	1,7	-
Aggiornamento del programma (apr. 2012)	-4,3	-1,0	-1,0	-0,5	0,0	83,0	81,2	82,0	80,0	78,0	-	3,0	0,7	1,6	1,6
Estonia															
Previsioni CE primavera 2012	0,2	1,0	-2,4	-1,3	-	6,7	6,0	10,4	11,7	-	2,3	7,6	1,6	3,8	-
Aggiornamento del programma (apr. 2012)	-	1,0	-2,6	-0,7	0,1	-	6,0	8,8	11,0	10,6	-	7,6	1,7	3,0	3,4
Irlanda															
Previsioni CE primavera 2012	-31,2	-13,1	-8,3	-7,5	-	92,5	108,2	116,1	120,2	-	-0,4	0,7	0,5	1,9	-
Aggiornamento del programma (apr. 2012)	-	-13,1	-8,3	-7,5	-4,8	-	108,2	117,5	120,3	119,5	-	0,7	0,7	2,2	3,0
Grecia															
Previsioni CE primavera 2012	-10,3	-9,1	-7,3	-8,4	-	145,0	165,3	160,6	168,0	-	-3,5	-6,9	-4,7	0,0	-
Programma UE/FMI	-10,3	-9,1	-7,3	-4,7	-2,2	165,3	160,5	160,3	164,2	161,1	-	-	-	-	-
Spagna															
Previsioni CE primavera 2012	-9,3	-8,5	-6,4	-6,3	-	61,2	68,5	80,9	87,0	-	-0,1	0,7	-1,8	-0,3	-
Aggiornamento del programma (apr. 2012)	-	-8,5	-5,3	-3,0	-2,2	-	68,5	79,8	82,3	81,5	-	0,7	-1,7	0,2	1,4
Francia															
Previsioni CE primavera 2012	-7,1	-5,2	-4,5	-4,2	-	82,3	85,8	90,5	92,5	-	1,5	1,7	0,5	1,3	-
Aggiornamento del programma (apr. 2012)	-7,1	-5,2	-4,4	-3,0	-2,0	-	85,8	89,0	89,2	88,4	1,5	1,7	0,7	1,8	2,0
Italia															
Previsioni CE primavera 2012	-4,6	-3,9	-2,0	-1,1	-	118,6	120,1	123,5	121,8	-	1,8	0,4	-1,4	0,4	-
Aggiornamento del programma (apr. 2012)	-4,6	-3,9	-1,7	-0,5	-0,1	118,6	120,1	123,4	121,5	118,2	-	0,4	-1,2	0,5	1,0
Cipro															
Previsioni CE primavera 2012	-5,3	-6,3	-3,4	-2,5	-	61,5	71,6	76,5	78,1	-	1,1	0,5	-0,8	0,3	-
Aggiornamento del programma (apr. 2012)	-5,3	-6,3	-2,6	-0,6	0,0	61,5	71,6	72,1	70,2	67,8	-	0,5	-0,5	0,5	1,0
Lussemburgo															
Previsioni CE primavera 2012	-0,9	-0,6	-1,8	-2,2	-	19,1	18,2	20,3	21,6	-	2,7	1,6	1,1	2,1	-
Aggiornamento del programma (apr. 2012)	-	-0,6	-1,5	-1,2	-0,9	-	18,2	20,9	23,6	24,4	-	1,6	1,0	2,1	3,3
Malta															
Previsioni CE primavera 2012	-3,7	-2,7	-2,6	-2,9	-	69,4	72,0	74,8	75,2	-	2,3	2,1	1,2	1,9	-
Aggiornamento del programma (apr. 2012)	-	-2,7	-2,2	-1,7	-1,1	-	72,0	70,3	68,7	67,4	-	-	-	-	-
Paesi Bassi															
Previsioni CE primavera 2012	-5,1	-4,7	-4,4	-4,6	-	62,9	65,2	70,1	73,0	-	1,7	1,2	-0,9	0,7	-
Aggiornamento del programma (apr. 2012)	-	-4,7	-4,2	-3,0	-	-	65,2	70,2	73,0	75,0	-	1,2	-0,8	1,3	1,5
Austria															
Previsioni CE primavera 2012	-4,5	-2,6	-3,0	-1,9	-	71,9	72,2	74,2	74,3	-	2,3	3,1	0,8	1,7	-
Aggiornamento del programma (apr. 2012)	-4,5	-2,6	-3,0	-2,1	-1,5	71,9	72,2	74,7	75,3	74,6	-	3,1	0,4	1,4	2,0
Portogallo															
Previsioni CE primavera 2012	-9,8	-4,2	-4,7	-3,1	-	93,3	107,8	113,9	117,1	-	1,4	-1,6	-3,3	0,3	-
Aggiornamento del programma (apr. 2012)	-	-4,2	-4,5	-3,0	-1,8	-	107,8	113,1	115,7	113,4	-	-1,6	-3,0	0,6	2,0
Slovenia															
Previsioni CE primavera 2012	-6,0	-6,4	-4,3	-3,8	-	38,8	47,6	54,7	58,1	-	1,4	-0,2	-1,4	0,7	-
Aggiornamento del programma (apr. 2012)	-	-6,4	-3,5	-2,5	-1,5	-	47,6	51,9	53,1	52,6	-	-0,2	-0,9	1,2	2,2
Slovacchia															
Previsioni CE primavera 2012	-7,7	-4,8	-4,7	-4,9	-	41,1	43,3	49,7	53,5	-	4,2	3,3	1,8	2,9	-
Aggiornamento del programma (apr. 2012)	-	-4,8	-4,6	-2,9	-2,3	-	43,3	50,2	52,0	53,0	-	3,3	1,1	2,7	3,6
Finlandia															
Previsioni CE primavera 2012	-2,5	-0,5	-0,7	-0,4	-	48,4	48,6	50,5	51,7	-	3,7	2,9	0,8	1,6	-
Aggiornamento del programma (apr. 2012)	-2,5	-0,5	-1,1	-0,5	-0,1	48,4	48,6	50,7	51,8	51,9	-	2,9	0,8	1,5	2,1
Area dell'euro															
Previsioni CE primavera 2012	-6,2	-4,1	-3,2	-2,9	-	85,6	88,0	91,8	92,6	-	1,9	1,5	-0,3	1,1	-
Aggiornamento del programma (apr. 2012)	-	-4,1	-3,0	-1,9	-1,0	-	87,8	91,2	91,0	89,5	-	1,7	-0,1	1,2	1,6

Fonti: previsioni della primavera 2012 della Commissione europea, aggiornamenti ai programmi di stabilità dell'aprile 2012, fonti nazionali ed elaborazioni della BCE.
Note: l'aggregato per l'area dell'euro è calcolato come media ponderata dei dati di tutti i paesi dell'area dell'euro ove essi siano disponibili. Gli aggiornamenti di aprile 2012 del programma di stabilità per la Grecia non sono ancora disponibili; si riportano pertanto gli obiettivi più recenti del programma UE/FMI (2012-2014). Le aree ombreggiate corrispondono alle scadenze previste dalla PDE. Per l'Irlanda la scadenza della PDE è prevista per il 2015.

Sebbene gli aggiornamenti dei programmi di stabilità prevedano che tutti i paesi sottoposti a una PDE con scadenza nel 2012 o nel 2013 correggano i disavanzi eccessivi entro i termini convenuti, per diversi paesi le previsioni della Commissione non concordano con questa valutazione, in parte perché manca al momento una definizione sufficientemente dettagliata degli interventi. Per quanto riguarda i paesi con scadenze previste dalla PDE nel 2012, la Commissione ritiene che Belgio e Italia in linea di massima correggano i rispettivi disavanzi conformemente agli impegni assunti nell'ambito della PDE, mentre Cipro dovrà specificare provvedimenti aggiuntivi per conseguire gli obiettivi di risanamento. Quanto ai paesi con scadenze previste dalla PDE nel 2013, le previsioni della Commissione indicano un aggiustamento insufficiente in Spagna, Francia, Paesi Bassi, Slovacchia e Slovenia nonché, in misura minore, in Portogallo; per contro, Germania e Austria hanno già raggiunto l'obiettivo prefissato, registrando nel 2011 disavanzi inferiori alla soglia del 3 per cento del PIL.

Si riporta di seguito una breve rassegna dei recenti andamenti delle finanze pubbliche e degli obiettivi di bilancio aggiornati per i maggiori paesi dell'area dell'euro nonché i paesi interessati da un programma dell'UE/FMI.

In Germania il rapporto tra disavanzo delle amministrazioni pubbliche e PIL è fortemente diminuito, dal 4,3 per cento del 2010 all'1,0 nel 2011, registrando un risultato inferiore di circa 1½ punti percentuali rispetto all'obiettivo fissato nell'aggiornamento del programma di stabilità dello scorso anno. Questa evoluzione migliore delle attese è riconducibile principalmente ad andamenti macroeconomici favorevoli, a un gettito fiscale superiore alle attese e a una spesa inferiore ai programmi, in parte per effetto del graduale venir meno del cospicuo sostegno erogato al settore finanziario. Nell'aggiornamento del programma di stabilità di aprile 2012, il governo tedesco ha lievemente ridotto gli obiettivi di disavanzo per il periodo 2012-2015 del ½ per cento del PIL in ciascun anno. Ora il disavanzo in rapporto al PIL (arrotondato a ½ punto percentuale) rimarrebbe attorno all'1 per cento nel 2012 e scenderebbe al ½ per cento nel 2013. Per il 2014 e il 2015 il governo prevede un bilancio sostanzialmente in pareggio.

In Francia il disavanzo delle amministrazioni pubbliche nel 2011 è diminuito di quasi 2 punti percentuali al 5,2 per cento del PIL, livello lievemente inferiore all'obiettivo del governo pari al 5,7 per cento del PIL. Il miglioramento è imputabile a entrate superiori alle previsioni e a un miglior controllo della spesa, che ha determinato tra l'altro minori trasferimenti e sussidi e il graduale rientro di un programma di sostegno temporaneo all'occupazione. In aprile 2012 il governo uscente ha presentato l'aggiornamento del programma di stabilità, che fissa un obiettivo per il disavanzo al 3,0 per cento del PIL nel 2013, in linea con l'impegno nell'ambito della PDE per la correzione del disavanzo eccessivo. Si prevede inoltre il pareggio di bilancio nel 2016. Il governo neoeletto ha confermato che sarà rispettato l'obiettivo di disavanzo per il 2013, mentre il conseguimento di un bilancio in pareggio sarà probabilmente rinviato al 2017. Un aggiornamento del programma di stabilità sarà presentato dal nuovo governo nel luglio 2012.

In Italia il disavanzo delle amministrazioni pubbliche è diminuito nel 2011 al 3,9 per cento del PIL, dal 4,6 del 2010. L'aggiornamento del programma di stabilità presentato nel 2012 fissa gli obiettivi per il rapporto disavanzo/PIL all'1,7 per cento nel 2012 e allo 0,5 per cento nel 2013. Questi obiettivi sono ora considerevolmente più ambiziosi di quelli presentati nel programma di stabilità dello scorso anno (di 1 punto percentuale in entrambi gli anni). L'obiettivo di un bilancio sostanzialmente in pareggio è fissato per il 2014. Il 17 aprile 2012 il Parlamento italiano ha approvato una legge che introduce a livello costituzionale la regola del pareggio di bilancio a decorrere dal 2014.

In Spagna, secondo le informazioni più recenti, il disavanzo delle amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL è stato pari nel 2011 all'8,9 per cento, livello più elevato rispetto all'8,5 per cento notificato all'Eurostat nel marzo 2012 e considerevolmente superiore all'obiettivo fissato nell'aggiornamento del programma di stabilità del 2011 (6,0 per cento). L'ultima revisione è dovuta al fatto che, durante una verifica delle fatture impagate nel contesto di un meccanismo finanziario introdotto per saldare gli arretrati delle amministrazioni regionali e locali, è emersa una spesa aggiuntiva delle amministrazioni regionali. In base all'aggiornamento del programma di stabilità presentato nel 2012, il disavanzo delle amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL dovrebbe ridursi al 5,3 per cento quest'anno e al 3,0 il prossimo. Questi risultati saranno conseguiti in parte grazie a una combinazione di interventi di ampia portata dal lato delle entrate, ma soprattutto per effetto di una forte riduzione della spesa, in particolare nel 2012. Agli inizi di aprile è stato presentato al Parlamento il disegno di bilancio dell'amministrazione centrale e del sistema previdenziale per il 2012. A metà del mese il governo ha approvato due atti legislativi che creano le premesse per una significativa razionalizzazione della spesa per sanità e istruzione nei bilanci delle amministrazioni regionali. Queste ultime hanno apportato modifiche ai bilanci per il 2012 e hanno presentato in maggio "piani di riequilibrio" per il periodo 2012-2014. La nuova legge spagnola sulla stabilità di bilancio, che prevede fra l'altro un rafforzamento significativo del monitoraggio e del controllo sui bilanci delle amministrazioni regionali, è entrata in vigore agli inizi di maggio ed è ora pienamente applicabile per l'esercizio in corso.

In Grecia il disavanzo delle amministrazioni pubbliche si è collocato al 9,1 per cento del PIL nel 2011, livello superiore di 1,2 punti percentuali all'obiettivo fissato nel programma originario di aggiustamento economico dell'UE/FMI. L'andamento ha riflesso notevoli difficoltà dovute alla recessione, ma anche a una perdita di slancio nel processo di riforma. Il nuovo programma dell'UE/FMI, concordato nel marzo 2012, si prefigge un calo del disavanzo delle amministrazioni pubbliche al 7,3 per cento del PIL nel 2012 e al 4,7 nel 2013. Il peso del debito pubblico è stato considerevolmente ridimensionato attraverso uno scambio volontario di titoli di Stato detenuti dal settore privato con una riduzione del 53,5 per cento del valore nominale. I vecchi titoli idonei coinvolti nell'operazione sono stati scambiati in parte con strumenti di debito dello European Financial Stability Facility con scadenza a uno e due anni (15 per cento) e in parte con nuove obbligazioni sovrane con scadenza a trent'anni e rendimenti cedolari inferiori (31,5 per cento). Il riuscito completamento dello scambio dei titoli di Stato, unitamente al significativo rafforzamento del sostegno ufficiale a bassi tassi di interesse, ha migliorato le prospettive per la sostenibilità del debito. Nell'ipotesi che l'attuazione del programma sia rigorosa, si stima che il rapporto debito/PIL scenda al di sotto del 120 per cento del PIL entro il 2020. Le prospettive per i conti pubblici sono tuttavia soggette a rischi assai significativi che dipendono dai tempi e dal ritmo della ripresa nonché, aspetto di massima rilevanza, dall'incertezza riguardante il sostegno politico alla prosecuzione delle necessarie riforme strutturali e di bilancio.

In Portogallo il rapporto tra disavanzo e PIL si è ridotto nel 2011 di oltre 5 punti percentuali al 4,2 per cento (livello inferiore all'obiettivo del 5,9 per cento fissato nel 2011 dall'aggiornamento del programma di stabilità) soprattutto per effetto di misure temporanee (trasferimenti pensionistici dal settore bancario per un importo pari al 3,5 per cento del PIL). In base al programma di stabilità presentato nel 2012 *Fiscal Strategy Document*, il disavanzo rispetterebbe gli obiettivi fissati dal programma dell'UE/FMI al 4,5 per cento del PIL nel 2012 e al 3 per cento nel 2013. Sono stati compiuti progressi significativi nell'attuazione del programma ambizioso e di vasta portata di riforme strutturali e di bilancio. In particolare, si sono conseguiti importanti miglioramenti del quadro di riferimento per la gestione finanziaria nel settore pubblico, soprattutto per quanto concerne l'adozione di una legge volta ad assicurare una dotazione sufficiente per gli impegni di spesa con

lo scopo di evitare l'accumulo di arretrati, la piena attuazione della legge che definisce il quadro di riferimento per la politica di bilancio a tutti i livelli di governo, nonché l'istituzione di un organismo indipendente per l'analisi delle finanze pubbliche.

In Irlanda il disavanzo delle amministrazioni pubbliche si è collocato al 13,1 per cento del PIL nel 2011. Il disavanzo di fondo, ossia al netto del sostegno finanziario erogato al settore bancario (pari a circa il 3,7 per cento del PIL nel 2011), è stato stimato al 9,4 per cento del PIL, livello decisamente inferiore all'obiettivo del 10,6 per cento del PIL stabilito nel programma dell'UE/FMI. L'aggiornamento del programma di stabilità presentato nel 2012, che comprende proiezioni fino al 2015, prevede un disavanzo dell'8,3 per cento del PIL nel 2012, valore inferiore di 0,3 punti percentuali rispetto all'obiettivo stabilito nel programma dell'UE/FMI. La più recente valutazione del programma di assistenza finanziaria dell'UE/FMI ha concluso che l'obiettivo del programma per il 2012 è conseguibile, mentre le stime per il disavanzo nel 2013 sarebbero appena in linea con l'obiettivo (del 7,5 per cento del PIL); è pertanto della massima importanza che le autorità perseverino nel loro impegno a compiere tutti gli sforzi necessari per raggiungere l'obiettivo. In Irlanda l'attuazione delle riforme strutturali di bilancio sta progredendo. Lo sviluppo più recente a tale proposito consiste nella pubblicazione da parte del governo irlandese di una proposta legislativa per recepire nel diritto nazionale le disposizioni del Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla *governance* nell'Unione economica e monetaria, dopo l'esito positivo del referendum del 31 maggio sulla ratifica del Trattato.

SFIDE PER LE POLITICHE DI BILANCIO

Sebbene i progressi nel risanamento dei conti pubblici dell'area dell'euro siano stati notevoli, occorrono ulteriori sforzi per ripristinare la sostenibilità delle finanze pubbliche e la fiducia dei mercati. L'incertezza riguardo alla futura evoluzione dell'economia, dei conti pubblici e del settore finanziario rimane elevata in molti paesi e potrebbe aggravarsi ulteriormente a causa della crescente perdita di slancio verso il risanamento di bilancio e le riforme in un numero sempre maggiore di paesi. Resta pertanto essenziale che i paesi dell'area dell'euro correggano gli squilibri di bilancio rimanenti, attuino con urgenza le riforme strutturali e ristabiliscano la fiducia nel funzionamento dell'UEM.

Per ripristinare la fiducia nella sostenibilità delle finanze pubbliche, in particolare nei paesi che ricevono il sostegno finanziario dell'UE/FMI e in quelli sottoposti a pressioni nei mercati finanziari, non esiste alcuna alternativa possibile al rigoroso risanamento dei conti pubblici. È particolarmente importante che le strategie di riequilibrio nell'area dell'euro assicurino una correzione tempestiva dei disavanzi eccessivi in linea con tutti gli impegni assunti nell'ambito del Patto di stabilità e crescita rafforzato. Occorre pertanto che i paesi con un risanamento insufficiente attuino con urgenza interventi aggiuntivi.

Le conseguenze negative di un ritmo più lento di aggiustamento delle finanze pubbliche non vanno sottovalutate. È probabile che un'attenuazione degli sforzi di risanamento accresca l'incertezza nei mercati e i premi al rischio, fenomeno che si trasmetterebbe alle condizioni di finanziamento del settore privato influendo sulle prospettive economiche. Ciò rallenterebbe la crescita nel breve e nel più lungo termine in misura decisamente maggiore rispetto alla prosecuzione degli sforzi tesi a conseguire con determinazione il risanamento dei conti pubblici.

6 PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO FORMULATE DAGLI ESPERTI DELL'EUROSISTEMA

Sulla base delle informazioni disponibili al 24 maggio 2012, gli esperti dell'Eurosistema hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro [1]. *Nell'ipotesi che la crisi finanziaria non si aggravi, il PIL in termini reali dovrebbe accelerare gradualmente nell'orizzonte temporale di proiezione, per effetto della più vigorosa domanda estera e del graduale rafforzamento della domanda interna. La ripresa della domanda interna sarebbe sostenuta in misura crescente dall'impatto positivo dei tassi di interesse a breve termine molto bassi e dal calo dell'inflazione dei beni energetici e alimentari, che beneficerebbe i redditi reali; inoltre, sarebbe favorita dalle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario. Ci si attende tuttavia che il recupero dell'attività economica sia frenato dal processo di ristrutturazione dei bilanci in corso in molti settori. Per quanto concerne il PIL in termini reali, si prevede un tasso di crescita medio annuo compreso fra il -0,5 e lo 0,3 per cento nel 2012 e fra lo 0,0 e il 2,0 per cento nel 2013.*

L'inflazione misurata sullo IAPC nell'area dell'euro dovrebbe collocarsi in un intervallo di valori del 2,3-2,5 per cento nella media del 2012, di riflesso alle pressioni degli elevati corsi dell'energia, al deprezzamento del tasso di cambio dell'euro e agli aumenti delle imposte indirette. Con il graduale venir meno dell'impatto delle quotazioni elevate delle materie prime, l'inflazione complessiva dovrebbe ridursi, per portarsi in media all'1,0-2,2 per cento nel 2013; al netto degli alimentari e dell'energia, rimarrebbe sostanzialmente stabile nel 2012 e nel 2013, poiché gli incrementi attesi per le imposte indirette e i prezzi amministrati dovrebbero compensare le spinte al ribasso derivanti dalla debole domanda interna e dai moderati aumenti del costo del lavoro.

IL CONTESTO INTERNAZIONALE

Secondo le attese, la graduale accelerazione dell'attività economica mondiale nell'arco di tempo considerato sarebbe sostenuta dalle migliori condizioni di finanziamento in un contesto di politiche monetarie accomodanti. Inoltre, le opere di ricostruzione e il venir meno delle turbative lungo la filiera produttiva conseguenti alle calamità naturali in Giappone e Tailandia dovrebbero imprimere slancio all'attività mondiale nel 2012. Nel medio periodo, il ritmo di crescita nei paesi esterni all'area dell'euro sarebbe rallentato dalla considerevole debolezza dei mercati del lavoro e delle abitazioni, nonché dalla necessità di ulteriori azioni di risanamento dei bilanci nei settori pubblico e privato. Nei mercati emergenti l'espansione economica si è moderata di recente, ma resta solida, fornendo un contributo importante alla crescita mondiale. Le proiezioni indicano che l'incremento del PIL mondiale in termini reali all'esterno dell'area dell'euro scenderà dal 4,1 per cento del 2011 al 3,8 nel 2012, per poi salire al 4,3 nel 2013. Per la domanda estera dell'area si stima un aumento del 4,0 per cento nel 2012 e del 6,4 l'anno seguente.

PROIEZIONI SULLA CRESCITA DEL PIL

Il PIL in termini reali dell'area dell'euro ha ristagnato nel primo trimestre del 2012, dopo il calo dello 0,3 per cento del quarto trimestre del 2011. Nel secondo trimestre di quest'anno la crescita del prodotto dovrebbe evidenziare un indebolimento. La fragilità dell'attività economica osservata di recente è dovuta soprattutto alla debole domanda interna, a fronte dell'effetto avverso sulla fiducia

1) Le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema, elaborate congiuntamente dai servizi della BCE e delle BCN dell'area dell'euro, rappresentano un contributo fornito con cadenza semestrale alla valutazione degli andamenti economici e dei rischi per la stabilità dei prezzi effettuata dal Consiglio direttivo. Ulteriori informazioni sulle procedure e sulle tecniche adottate sono contenute in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata dalla BCE nel giugno 2001 e consultabile nel suo sito Internet. Per evidenziare l'incertezza che circonda le proiezioni, i risultati per ciascuna variabile sono presentati come un intervallo di valori la cui ampiezza è pari al doppio della media degli scarti, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate in passato. La metodologia adottata, che comporta una correzione per eventi eccezionali, è illustrata in *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, pubblicata dalla BCE nel dicembre 2009 e disponibile nel suo sito Internet.

di consumatori e imprese esercitato congiuntamente dalla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro, dai prezzi elevati del petrolio, dalle condizioni sfavorevoli di offerta del credito e dall'orientamento più restrittivo delle politiche di bilancio in alcuni paesi dell'area.

Riquadro 10

IPOTESI TECNICHE RIGUARDANTI I TASSI DI INTERESSE, I TASSI DI CAMBIO, I PREZZI DELLE MATERIE PRIME E LE POLITICHE DI BILANCIO

Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e le quotazioni delle materie prime sono basate sulle aspettative di mercato al 15 maggio 2012 [1]. I tassi di interesse a breve termine, per i quali viene formulata un'ipotesi puramente tecnica, sono misurati dall'Euribor a tre mesi; le attese di mercato sono rilevate sui tassi *future*. Da questa metodologia deriva un livello medio dei tassi a breve dello 0,8 per cento nel 2012 e dello 0,7 nel 2013. Le aspettative di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro comportano una media del 4,2 per cento nel 2012 e del 4,5 nel 2013. Riflettendo il profilo dei tassi di interesse di mercato a termine e la graduale trasmissione delle variazioni dei tassi di mercato a quelli sul credito, i tassi sui prestiti bancari a breve termine dovrebbero restare praticamente invariati nell'orizzonte temporale di proiezione, mentre quelli a lungo termine registrerebbero un lieve incremento nel 2013. Le condizioni di offerta del credito nell'insieme dell'area dell'euro dovrebbero esercitare un'influenza complessivamente negativa sull'attività economica nel 2012, mentre nel 2013 risulterebbero neutrali. Per quanto concerne le materie prime, sulla base del profilo dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 15 maggio, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent siano pari in media a 114,6 dollari al barile nel 2012 e a 107,9 nel 2013. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero diminuire dell'8,0 per cento nel 2012, per poi aumentare dell'1,6 nel 2013.

Quanto ai tassi di cambio bilaterali, si assume che restino immutati nell'orizzonte temporale di proiezione sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 15 maggio. Ciò implica che il cambio dollaro/euro rimanga pari a 1,30 nel biennio considerato. Per il tasso di cambio effettivo dell'euro si ipotizza un deprezzamento del 4,4 per cento nella media del 2012 e dello 0,3 in quella del 2013.

Le ipotesi relative alle politiche di bilancio si fondano sui programmi di finanza pubblica dei singoli paesi dell'area dell'euro disponibili al 24 maggio e includono tutte le misure già approvate dai parlamenti nazionali, o che sono state definite in dettaglio dai governi e supereranno probabilmente l'*iter* legislativo.

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

In prospettiva, nell'ipotesi che la crisi finanziaria non si aggravi, la crescita del PIL dovrebbe recuperare nel periodo in rassegna. La ripresa rispecchia l'accelerazione del commercio mondiale e quindi della domanda estera, nonché il graduale rafforzamento della domanda interna. A sua volta la domanda interna sarebbe sostenuta dai tassi di interesse a breve termine molto bassi e dall'impatto positivo del calo dell'inflazione dei beni energetici e alimentari sul reddito disponibile reale delle famiglie; inoltre, sarebbe favorita dalle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario. Nel complesso, è probabile che la ripresa si riveli piuttosto moderata rispetto all'esperienza storica, a

causa della perdurante esigenza di ristrutturazione dei bilanci nei settori pubblico e privato in diversi paesi dell'area dell'euro. L'espansione del PIL in termini reali si collocherebbe, in media d'anno, in un intervallo compreso fra il -0,5 e lo 0,3 per cento nel 2012 e fra lo 0,0 e il 2,0 nel 2013.

Più precisamente, la crescita delle esportazioni all'esterno dell'area dell'euro dovrebbe acquisire slancio nell'orizzonte temporale di proiezione, rispecchiando soprattutto il rafforzamento della domanda estera e gli effetti dei passati miglioramenti della competitività di prezzo delle esportazioni. Le quote di mercato delle esportazioni dell'area, in recente ripresa, dovrebbero stabilizzarsi nel periodo in rassegna.

Nell'area dell'euro gli investimenti privati in settori diversi dall'edilizia residenziale dovrebbero diminuire ulteriormente nel prossimo periodo, per poi recuperare nell'orizzonte temporale di proiezione, grazie al sostegno del rafforzamento della domanda, dei tassi di interesse contenuti e del miglioramento dei margini di profitto. Nell'arco di tempo considerato gli investimenti nell'edilizia residenziale dovrebbero segnare una ripresa appena lieve. Tale ripresa continua a essere smorzata dagli aggiustamenti in atto nei mercati delle abitazioni di alcuni paesi. Tuttavia, questi andamenti avversi sono in parte compensati dalla maggiore appetibilità delle abitazioni rispetto a forme alternative di investimento in altri paesi, dove gli investimenti immobiliari sarebbero alimentati anche dal basso livello dei tassi sui mutui ipotecari. Ci si attende che gli investimenti pubblici diminuiscano nel periodo in rassegna, come indicano le misure di risanamento di bilancio annunciate in diversi paesi dell'area.

Nel corso del 2012 i consumi privati dovrebbero rimanere modesti, in quanto la notevole flessione del reddito disponibile reale è controbilanciata solo in parte dalla riduzione del tasso di risparmio, per effetto della redistribuzione nel tempo dei consumi. La netta contrazione del reddito disponibile reale è dovuta al calo dell'occupazione e dei redditi per occupato in termini reali, alle misure di risanamento di bilancio e alla debole dinamica dei redditi non da lavoro. Nel 2013 i consumi privati dovrebbero aumentare moderatamente, soprattutto a causa della ripresa del reddito disponibile reale con il graduale venir meno dell'impatto avverso dei suddetti fattori. I consumi privati sarebbero sostenuti anche dall'attenuazione delle pressioni sui prezzi delle materie prime. Le proiezioni indicano che i consumi collettivi in termini reali rimarranno sostanzialmente stabili sia nel 2012 che nel 2013.

Nel periodo in rassegna il ritmo di crescita delle importazioni dall'esterno dell'area dell'euro dovrebbe acquisire slancio, benché resti limitato dalla debolezza della domanda interna. Di riflesso alla più vigorosa espansione delle esportazioni, l'interscambio netto fornirebbe un rilevante contributo positivo alla crescita del PIL in termini reali per tutto l'orizzonte temporale di proiezione.

Tavola 12 Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'aero

(variazioni percentuali; medie annue) [1)]

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

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

PROIEZIONI RELATIVE ALL'EVOLUZIONE DEI PREZZI E DEI COSTI

In base alle attese, l'inflazione misurata sullo IAPC si porterebbe in media in un intervallo del 2,3-2,5 per cento nel 2012, livello relativamente elevato che rispecchia l'impatto dei rincari del petrolio e del deprezzamento del tasso di cambio dell'euro, nonché gli incrementi delle imposte indirette. L'inflazione dovrebbe situarsi all'1,0-2,2 per cento nella media del 2013, registrando una considerevole flessione, che sarà determinata in larga misura dall'andamento prospettato per la componente energetica. Tenuto conto della graduale contrazione ipotizzata per le quotazioni del greggio nel periodo in esame e del venir meno dell'impatto dei precedenti rincari, il contributo dei prezzi dell'energia all'inflazione complessiva dovrebbe ridursi nel 2013. Anche il contributo degli alimentari dovrebbe diminuire, seppure in misura molto minore. L'inflazione armonizzata al netto degli alimentari e dell'energia rimarrebbe sostanzialmente stabile nei due anni considerati, poiché gli incrementi attesi per le imposte indirette e i prezzi amministrati esercitano pressioni al rialzo, compensando le spinte al ribasso derivanti dalla debole domanda interna e dai moderati aumenti del costo del lavoro.

Più precisamente, le pressioni esterne sui prezzi si sono intensificate al volgere dell'anno, alimentate dai rincari del petrolio e dal deprezzamento del tasso di cambio dell'euro. Tuttavia, le ipotesi tecniche formulate per i tassi di cambio e le quotazioni delle materie prime presuppongono un'attenuazione di tali pressioni nel periodo di riferimento. Inoltre, il tasso di incremento del deflatore delle importazioni, sul periodo corrispondente, risentirà di ampi effetti base al ribasso, poiché gli aumenti dell'anno precedente non esercitano più effetti nel calcolo della variazione sui dodici mesi; pertanto, dovrebbe diminuire rapidamente nell'orizzonte temporale di proiezione. Quanto alle spinte interne sui prezzi, la crescita dei redditi per occupato registrerebbe una lieve flessione nel 2012 e qualche ulteriore riduzione nel 2013, a seguito del deterioramento delle condizioni nel mercato del lavoro. Tenuto conto dell'elevato tasso medio di inflazione del 2012, i redditi per occupato in termini reali dovrebbero segnare una contrazione. Nel 2013 farebbero osservare un rialzo, per effetto del calo previsto per l'inflazione, ma aumenterebbero a un ritmo più lento della produttività per l'intero periodo in esame. L'espansione sui dodici mesi del costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe risalire nel 2012, di riflesso alla debolezza congiunturale della crescita della produttività, per poi moderarsi nel 2013, a fronte di una ripresa della produttività e di pressioni salariali ancora contenute. I margini di profitto scenderebbero nel 2012, mitigando il brusco rialzo del costo unitario del lavoro, sullo sfondo della debole domanda aggregata; un recupero è previsto per il 2013, a seguito del rallentamento del costo unitario del lavoro riconducibile alla maggiore crescita della produttività e alla ripresa della domanda. Per effetto del processo di risanamento di bilancio in atto in molti paesi dell'area dell'euro, gli aumenti dei prezzi amministrati e delle imposte indirette contribuirebbero all'inflazione armonizzata in misura superiore alla media sia nel 2012 che nel 2013.

CONFRONTO CON LE PROIEZIONI PUBBLICATE NEL MARZO 2012

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE pubblicate nel Bollettino di marzo scorso, l'intervallo di valori per la crescita del PIL in termini reali è rimasto invariato per il 2012, mentre per il 2013 ha subito un lieve restringimento. Quanto all'inflazione misurata sullo IAPC, gli intervalli di valori risultano più ristretti per entrambi gli anni considerati.

Tavola 13 Confronto con le proiezioni di marzo 2012

(variazioni percentuali; medie annue)

	2012	2013
PIL in termini reali – marzo 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,2
PIL in termini reali – giugno 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,0
IAPC – marzo 2012	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3
IAPC – giugno 2012	2,3 – 2,5	1,0 – 2,2

Riquadro 11

PREVISIONI FORMULATE DA ALTRE ORGANIZZAZIONI

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

Secondo le previsioni attualmente diffuse da altre organizzazioni, il PIL in termini reali dell'area dell'euro registrerebbe un calo compreso fra lo 0,1 e lo 0,4 per cento nel 2012, che rientra nell'intervallo di valori delle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema. L'anno successivo segnerebbe un incremento compreso fra lo 0,8 e l'1,0 per cento, anch'esso entro l'intervallo di valori delle proiezioni.

Per l'inflazione misurata sullo IAPC le previsioni disponibili indicano un tasso medio annuo compreso fra il 2,0 e il 2,4 per cento nel 2012, che si colloca nell'intervallo di valori delle proiezioni o risulta lievemente inferiore. Per il 2013 rilevano una media compresa fra l'1,6 e l'1,9 per cento, ossia entro l'intervallo di valori delle proiezioni.

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

(variazioni percentuali; medie annue)

	Data di pubblicazione	PIL in termini reali		IAPC	
		2012	2013	2012	2013
FMI	aprile 2012	-0,3	0,9	2,0	1,6
Survey of Professional Forecasters	maggio 2012	-0,2	1,0	2,3	1,8
Consensus Economics Forecasts	maggio 2012	-0,4	0,8	2,4	1,8
OCSE	maggio 2012	-0,1	0,9	2,4	1,9
Commissione europea	maggio 2012	-0,3	1,0	2,4	1,8
Proiezioni degli esperti dell'Eurosistema	giugno 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,0	2,3 – 2,5	1,0 – 2,2

Fonti: *Economic Forecasts* della Commissione europea, primavera 2012; *World Economic Outlook* dell'FMI, aprile 2012; *Economic Outlook* dell'OCSE, maggio 2012; *Consensus Economics Forecasts* e *Survey of Professional Forecasters* della BCE.
Note: i tassi di crescita indicati nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema e nelle previsioni dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative, diversamente da quelli riportati dalla Commissione europea e dall'FMI. Per quanto riguarda le altre previsioni non viene fornita alcuna precisazione in merito.

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

INDICE [1)]

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro S5

1 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
2010	8,5	1,8	0,5	-	0,6	4,2	0,81	3,36
2011	2,0	2,3	2,2	-	2,4	0,9	1,39	2,65
2011 2° trim.	1,7	2,4	2,1	-	2,6	1,3	1,42	3,41
3° trim.	1,4	2,3	2,4	-	2,5	0,5	1,56	2,48
4° trim.	1,9	2,1	2,2	-	2,1	-0,4	1,50	2,65
2012 1° trim.	2,3	2,5	2,4	-	0,9	0,4	1,04	2,60
2011 dic.	1,6	1,8	1,5	1,9	1,1	-0,6	1,43	2,65
2012 gen.	2,1	2,3	2,3	2,2	1,2	0,2	1,22	2,67
feb.	2,6	2,8	2,7	2,7	0,8	0,7	1,05	2,59
mar.	2,8	3,0	3,1	2,7	0,6	1,3	0,86	2,60
apr.	1,8	2,4	2,5	.	0,3	.	0,74	2,47
mag.	.	.	.	.	.	.	0,68	1,89

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

	IAPC [1)]	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	PIL (dest.)	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'industria manifatturiera (in perc.)	Occupazione (dest.)	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro; dest.)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2010	1,6	2,9	1,5	2,0	7,3	76,7	-0,5	10,1
2011	2,7	5,9	2,8	1,5	3,5	80,3	0,1	10,2
2011 3° trim.	2,7	5,9	2,6	1,3	3,9	80,0	0,2	10,2
4° trim.	2,9	5,1	2,8	0,7	-0,2	79,7	-0,2	10,6
2012 1° trim.	2,7	3,7	.	-0,1	-1,7	79,8	.	10,9
2011 dic.	2,7	4,3	-	-	-1,6	-	-	10,7
2012 gen.	2,7	3,9	-	-	-1,8	79,8	-	10,8
feb.	2,7	3,7	-	-	-1,5	-	-	10,9
mar.	2,7	3,5	-	-	-1,8	-	-	11,0
apr.	2,6	2,6	-	-	.	79,7	-	11,0
mag.	2,4	.	-	-	.	-	-	.

3. Statistiche sull'estero

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)			Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Posizione patrimoniale netta sull'estero (in percentuale del PIL)	Debito estero lordo (in percentuale del PIL)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-20 [6)] (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti e di portafoglio				Nominale	Reale (IPC)	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2010	-0,4	15,1	51,2	591,2	-13,4	120,3	103,6	101,6	1,3257
2011	7,6	4,6	157,1	667,1	-12,1	120,5	103,4	100,7	1,3920
2011 2° trim.	-17,9	-2,4	107,2	580,9	-13,5	118,9	105,2	102,6	1,4391
3° trim.	4,4	2,8	15,8	646,6	-13,1	122,5	103,5	100,6	1,4127
4° trim.	39,9	14,3	-59,1	667,1	-12,1	120,5	102,1	99,4	1,3482
2012 1° trim.	-6,2	1,9	-87,6	671,3	.	.	99,5	96,9	1,3108
2011 dic.	23,3	8,2	-43,7	667,1	.	.	100,8	98,1	1,3179
2012 gen.	-10,0	-9,2	-49,8	702,4	.	.	98,9	96,3	1,2905
feb.	-4,0	2,3	16,0	696,4	.	.	99,6	97,2	1,3224
mar.	7,9	8,7	-53,8	671,3	.	.	99,8	97,3	1,3201
apr.	.	.	.	679,7	.	.	99,5	97,0	1,3162
mag.	.	.	.	.	.	.	98,0	95,6	1,2789

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

	4 maggio 2012	11 maggio 2012	18 maggio 2012	25 maggio 2012
Oro e crediti in oro	432.705	432.705	432.704	432.704
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	241.977	242.113	242.223	242.850
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	51.965	51.525	50.962	48.242
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	20.108	19.512	18.992	17.485
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	1.117.090	1.124.082	1.127.017	1.101.736
Operazioni di rifinanziamento principali	34.420	39.287	42.988	37.852
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	1.081.584	1.083.183	1.083.183	1.061.818
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	1.086	1.613	845	2.065
Crediti connessi a scarti di garanzia	0	0	1	1
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	204.691	208.356	212.494	246.582
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	607.223	607.585	604.688	605.103
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	281.749	281.983	280.192	280.555
Altri titoli	325.473	325.603	324.496	324.548
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	30.589	30.589	30.589	30.583
Altre attività	253.970	255.047	255.592	255.026
Attività totali	2.960.317	2.971.515	2.975.261	2.980.310

2. Passività

	4 maggio 2012	11 maggio 2012	18 maggio 2012	25 maggio 2012
Banconote in circolazione	876.143	875.178	878.293	879.746
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	1.112.812	1.125.042	1.107.179	1.062.773
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	96.860	146.815	102.482	90.035
Depositi *overnight*	801.489	763.119	789.715	760.102
Depositi a tempo determinato	214.000	213.992	214.000	212.000
Operazioni temporanee di *fine tuning*	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	463	1.116	982	637
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	2.322	7.557	8.515	3.274
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	119.887	110.610	125.123	153.945
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	77.540	82.115	84.974	107.201
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	4.638	4.086	4.451	6.699
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	10.032	10.091	9.089	7.149
Contropartite dei DSP dell'FMI	54.716	54.716	54.716	54.716
Altre passività	217.237	217.130	217.938	219.816
Rivalutazioni	399.445	399.445	399.445	399.445
Capitale e riserve	85.545	85.545	85.539	85.548
Passività totali	2.960.317	2.971.515	2.975.261	2.980.310

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

Fonte: BCE.

1) 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).

2) 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.

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.

4) Dal 9 ottobre 2008 la BCE ha ridotto da 200 a 100 punti base il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti intorno al tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Il 21 gennaio il corridoio è stato riportato a 200 punti base.

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

1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante procedura d'asta [1), 2)]

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale [4)]	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8
	Operazioni di rifinanziamento principali							
2012 29 feb.	29.469	83	29.469	1,00	-	-	-	7
7 mar.	17.541	65	17.541	1,00	-	-	-	7
14	42.178	75	42.178	1,00	-	-	-	7
21	59.543	78	59.543	1,00	-	-	-	7
28	61.078	81	61.078	1,00	-	-	-	7
4 apr.	62.625	80	62.625	1,00	-	-	-	7
11	55.362	82	55.362	1,00	-	-	-	7
18	51.775	85	51.775	1,00	-	-	-	7
25	46.369	82	46.369	1,00	-	-	-	7
2 mag.	34.420	77	34.420	1,00	-	-	-	7
9	39.287	80	39.287	1,00	-	-	-	7
16	42.988	84	42.988	1,00	-	-	-	7
23	37.852	84	37.852	1,00	-	-	-	7
30	51.176	87	51.176	1,00	-	-	-	7
6 giu.	119.370	96	119.370	1,00	-	-	-	7
	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2011 22 dic. [5) 6)]	489.191	523	489.191	.	-	-	-	1.134
2012 18 gen.	38.734	44	38.734	1,00	-	-	-	28
26	19.580	54	19.580	1,00	-	-	-	91
15 feb.	14.325	18	14.325	1,00	-	-	-	28
1 mar.	6.496	30	6.496	1,00	-	-	-	91
1 [5) 6)]	529.531	800	529.531	.	-	-	-	1.092
14	9.754	19	9.754	1,00	-	-	-	28
29 [5)]	25.127	48	25.127	.	-	-	-	91
11 apr.	11.389	20	11.389	1,00	-	-	-	28
26 [5)]	21.338	39	21.338	.	-	-	-	91
9 mag.	12.988	20	12.988	1,00	-	-	-	35
31 [5)]	8.307	33	8.307	.	-	-	-	91

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso massimo di offerta	Tasso marginale [4)]	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2012 29 feb.	Raccolta di depositi a tempo determinato	331.939	79	219.500	-	-	1,00	0,27	0,26	7
7 mar.	Raccolta di depositi a tempo determinato	452.118	106	219.500	-	-	1,00	0,26	0,26	7
14	Raccolta di depositi a tempo determinato	437.434	91	218.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
21	Raccolta di depositi a tempo determinato	429.702	92	218.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
28	Raccolta di depositi a tempo determinato	322.943	82	213.500	-	-	1,00	0,26	0,26	7
4 apr.	Raccolta di depositi a tempo determinato	415.044	78	213.500	-	-	1,00	0,26	0,26	7
11	Raccolta di depositi a tempo determinato	365.273	66	214.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
18	Raccolta di depositi a tempo determinato	438.325	75	214.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
25	Raccolta di depositi a tempo determinato	411.451	70	214.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
2 mag.	Raccolta di depositi a tempo determinato	389.405	58	214.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
9	Raccolta di depositi a tempo determinato	441.270	74	214.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
16	Raccolta di depositi a tempo determinato	468.092	75	214.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
23	Raccolta di depositi a tempo determinato	459.846	70	212.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
30	Raccolta di depositi a tempo determinato	420.004	66	212.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
6 giu.	Raccolta di depositi a tempo determinato	420.651	71	212.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7

Fonte: BCE.

1) Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della sezione 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.

2) Con effetto a partire da aprile 2002, le operazioni di *split tender*, ovvero quelle operazioni aventi scadenza a una settimana ed effettuate mediante procedure d'asta standard parallelamente a una operazione di rifinanziamento principale, vengono classificate come operazioni di rifinanziamento principale.

3) L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti. L'8 ottobre 2008 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali sarebbero state condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Il 4 marzo 2010 la BCE ha deciso di tornare a utilizzare la procedura d'asta a tasso variabile nelle operazioni regolari di finanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi a partire dall'operazione aggiudicata il 28 aprile 2010 e regolata il giorno successivo.

4) Nelle operazioni di creazione (assorbimento) di liquidità, il tasso marginale si riferisce al tasso più basso (più alto) al quale le richieste sono state accettate.

5) In questa operazione di rifinanziamento a più lungo termine, il tasso al quale tutte le offerte sono state accolte è stato indicizzato alla media del tasso minimo d'offerta nelle operazioni di rifinanziamento principali condotte durante il periodo coperto dall'operazione. I tassi di interesse di queste operazioni di rifinanziamento a più lungo termine indicizzate sono stati arrotondati a due cifre decimali. Cfr. le Note tecniche per i dettagli sul metodo di calcolo.

6) A distanza di un anno, le controparti avranno l'opzione di rimborsare una quota qualsialsi della liquidità loro assegnata nell'operazione, purchè ciò avvenga nel giorno di regolamento di una operazione di rifinanziamento principale.

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

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

1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva

Aggregato soggetto a riserva nel periodo: (fine periodo)	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva positivo [1]		Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi a vista e depositi con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso oltre 2 anni	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni
	1	2	3	4	5	6
2007	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9
2008	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7
2009	18.318,2	9.808,5	760,4	2.475,7	1.170,1	4.103,5
2010	18.948,1	9.962,6	644,3	2.683,3	1.335,4	4.322,5
2011 nov.	19.073,0	9.708,5	673,6	2.776,0	1.509,5	4.405,4
dic.	18.970,0	9.790,9	687,7	2.781,2	1.303,5	4.406,8
2012 gen.	19.111,4	9.901,1	684,7	2.784,2	1.343,8	4.397,7
feb.	19.090,1	9.870,4	700,9	2.768,7	1.356,6	4.393,6
mar.	19.178,8	9.981,7	725,5	2.758,8	1.336,0	4.376,8

2. Assolvimento dell'obbligo di riserva

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
2008	217,2	218,7	1,5	0,0	3,25
2009	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2010	211,8	212,5	0,7	0,5	1,00
2011	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2012 17 gen.	207,0	212,3	5,3	0,0	1,00
14 feb.	103,3	108,1	4,7	0,0	1,00
13 mar.	104,3	108,9	4,6	0,0	1,00
10 apr.	105,4	109,6	4,3	0,0	1,00
8 mag.	105,2	110,5	5,3	0,0	1,00
12 giu.	106,6	.	.	.	.

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
		Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema										
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità [2]	Depositi *overnight* presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità [3]	Banconote in circolazione	Conti delle amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008	580,5	337,3	457,2	2,7	0,0	200,9	4,9	731,1	107,8	114,3	218,7	1.150,7
2009	407,6	55,8	593,4	0,7	24,6	65,7	9,9	775,2	150,1	-130,2	211,4	1.052,3
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1.073,1
2011	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1.335,3
2011 13 dic.	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1.335,3
2012 17 gen.	683,9	169,4	627,3	6,0	278,6	399,3	210,8	883,7	67,7	-8,7	212,3	1.495,3
14 feb.	698,3	120,6	683,6	2,3	282,4	489,0	218,5	870,1	100,1	1,6	108,1	1.467,1
13 mar.	688,2	89,1	860,1	2,2	288,1	621,0	219,5	868,8	129,0	-19,4	108,9	1.598,6
10 apr.	667,6	56,4	1.093,4	3,0	280,6	771,3	215,8	871,2	146,3	-13,3	109,6	1.752,1
8 mag.	659,3	47,0	1.088,7	1,0	281,3	771,4	214,0	872,7	137,1	-28,5	110,5	1.754,6

Fonte: BCE.

1) È applicato un coefficente dell'1 per cento a partire dal periodo di mantenimento che comincia il 18 gennaio 2012. Un coefficente del 2 per cento è applicato a tutti i periodi di mantenimento precedenti.

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

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

2 MONETA, BANCHE E ALTRE SOCIETÀ FINANZIARIE

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari [2)]	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività [3)]
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Eurosistema													
2010	3.212,4	1.566,8	18,6	0,9	1.547,3	573,6	425,4	9,4	138,7	-	18,6	684,1	8,0	361,4
2011	4.700,4	2.728,5	18,0	1,0	2.709,5	717,2	556,9	10,9	149,5	-	20,3	779,2	8,1	447,0
2011 4° trim.	4.700,4	2.728,5	18,0	1,0	2.709,5	717,2	556,9	10,9	149,5	-	20,3	779,2	8,1	447,0
2012 1° trim.	5.238,2	3.289,9	18,0	1,0	3.270,9	744,4	578,0	10,6	155,9	-	21,0	774,4	8,1	400,5
2012 gen.	4.740,8	2.762,7	18,0	1,0	2.743,7	731,3	571,9	11,0	148,4	-	20,7	809,4	8,1	408,6
feb.	4.821,7	2.789,0	18,0	1,0	2.770,0	738,0	578,0	11,2	148,8	-	21,0	803,2	8,0	462,4
mar.	5.238,2	3.289,9	18,0	1,0	3.270,9	744,4	578,0	10,6	155,9	-	21,0	774,4	8,1	400,5
apr. [(p)]	5.252,9	3.345,0	17,4	1,0	3.326,6	738,3	572,2	10,9	155,2	-	21,1	789,9	8,1	350,6
	IFM escluso l'Eurosistema													
2010	32.199,5	17.765,0	1.221,8	11.026,0	5.517,1	4.938,6	1.524,2	1.528,6	1.885,8	59,9	1.233,1	4.321,5	223,5	3.657,9
2011	33.539,1	18.482,1	1.160,0	11.161,8	6.160,3	4.765,3	1.395,8	1.517,8	1.851,6	50,2	1.212,0	4.252,6	232,5	4.544,4
2011 4° trim.	33.539,1	18.482,1	1.160,0	11.161,8	6.160,3	4.765,3	1.395,8	1.517,8	1.851,6	50,2	1.212,0	4.252,6	232,5	4.544,4
2012 1° trim.	33.774,7	18.629,6	1.137,0	11.161,7	6.330,9	4.961,5	1.527,5	1.516,8	1.917,3	60,5	1.231,2	4.256,3	220,9	4.414,7
2012 gen.	33.722,3	18.505,2	1.156,3	11.194,9	6.154,0	4.839,1	1.447,0	1.521,4	1.870,6	51,7	1.229,5	4.232,5	230,2	4.634,1
feb.	33.710,0	18.477,8	1.140,5	11.164,1	6.173,3	4.929,6	1.496,9	1.527,8	1.904,8	55,8	1.222,9	4.208,9	224,8	4.590,3
mar.	33.774,7	18.629,6	1.137,0	11.161,7	6.330,9	4.961,5	1.527,5	1.516,8	1.917,3	60,5	1.231,2	4.256,3	220,9	4.414,7
apr. [(p)]	33.899,4	18.630,6	1.141,6	11.155,4	6.333,6	4.932,7	1.526,7	1.510,2	1.895,9	60,9	1.242,2	4.267,4	221,5	4.544,1

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari [4)]	Obbligazioni [5)]	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività [3)]
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Eurosistema										
2010	3.212,4	863,7	1.394,8	68,0	8,7	1.318,1	-	0,0	428,5	153,8	371,7
2011	4.700,4	913,7	2.609,0	63,8	12,1	2.533,1	-	0,0	481,2	285,3	411,1
2011 4° trim.	4.700,4	913,7	2.609,0	63,8	12,1	2.533,1	-	0,0	481,2	285,3	411,1
2012 1° trim.	5.238,2	894,8	3.219,6	136,0	9,2	3.074,4	-	0,0	508,8	208,1	407,0
2012 gen.	4.740,8	893,6	2.666,9	108,7	9,8	2.548,4	-	0,0	521,5	243,3	415,5
feb.	4.821,7	892,1	2.752,7	135,6	12,4	2.604,6	-	0,0	526,3	241,2	409,4
mar.	5.238,2	894,8	3.219,6	136,0	9,2	3.074,4	-	0,0	508,8	208,1	407,0
apr. [(p)]	5.252,9	898,8	3.212,9	100,7	10,6	3.101,6	-	0,0	517,4	212,9	410,9
	IFM escluso l'Eurosistema										
2010	32.199,5	-	16.497,6	196,2	10.526,4	5.774,9	612,3	4.847,4	2.045,5	4.218,2	3.978,5
2011	33.539,1	-	17.266,8	195,5	10.752,3	6.319,0	570,5	5.008,2	2.230,5	3.803,0	4.660,2
2011 4° trim.	33.539,1	-	17.266,8	195,5	10.752,3	6.319,0	570,5	5.008,2	2.230,5	3.803,0	4.660,2
2012 1° trim.	33.774,7	-	17.468,5	192,5	10.805,3	6.470,7	554,7	5.066,5	2.259,7	3.936,7	4.488,6
2012 gen.	33.722,3	-	17.259,2	210,5	10.763,0	6.285,7	544,7	5.015,8	2.254,2	3.863,5	4.784,8
feb.	33.710,0	-	17.283,5	206,6	10.776,7	6.300,2	539,0	5.042,4	2.263,5	3.829,7	4.751,9
mar.	33.774,7	-	17.468,5	192,5	10.805,3	6.470,7	554,7	5.066,5	2.259,7	3.936,7	4.488,6
apr. [(p)]	33.899,4	-	17.498,2	189,2	10.806,5	6.502,6	564,3	5.037,2	2.250,7	3.972,8	4.576,1

Fonte: BCE.

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

2) Consistenze di titoli emessi da residenti nell'area dell'euro. Le consistenze di titoli emessi da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle attività verso non residenti nell'area dell'euro.

3) Una modifica del sistema di registrazione dei prodotti derivati, adottata da uno Stato membro a dicembre 2010, ha determinato un aumento di questa posizione.

4) Consistenze detenute da residenti nell'area dell'euro.

5) Le consistenze di titoli con scadenza fino a due anni e detenute da non residenti dell'area dell'euro sono incluse nelle passività verso non residenti nell'area dell'euro.

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

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

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività [2)]
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze										
2010	25.756,7	12.267,4	1.240,4	11.027,0	3.487,7	1.949,7	1.538,1	800,4	5.005,6	231,5	3.964,1
2011	26.769,2	12.340,8	1.178,0	11.162,8	3.481,4	1.952,7	1.528,7	739,4	5.031,8	240,6	4.935,2
2011 4° trim.	26.769,2	12.340,8	1.178,0	11.162,8	3.481,4	1.952,7	1.528,7	739,4	5.031,8	240,6	4.935,2
2012 1° trim.	26.730,8	12.317,7	1.155,0	11.162,7	3.632,8	2.105,4	1.527,4	755,3	5.030,7	229,0	4.765,3
2012 gen.	26.941,2	12.370,1	1.174,3	11.195,8	3.551,3	2.018,9	1.532,4	747,5	5.041,9	238,3	4.992,1
feb.	26.930,6	12.323,5	1.158,5	11.165,1	3.614,0	2.074,9	1.539,0	745,1	5.012,1	232,8	5.003,1
mar.	26.730,8	12.317,7	1.155,0	11.162,7	3.632,8	2.105,4	1.527,4	755,3	5.030,7	229,0	4.765,3
apr. [(p)]	26.832,6	12.315,3	1.159,0	11.156,4	3.619,9	2.098,9	1.521,1	766,9	5.057,3	229,6	4.843,4
	Transazioni										
2010	577,2	412,8	206,3	206,5	137,9	140,4	-2,5	5,7	-112,5	2,3	130,8
2011	1.029,5	57,2	-58,8	116,1	132,0	150,1	-18,1	-30,0	-37,5	8,0	899,8
2011 4° trim.	-256,0	-101,3	13,5	-114,8	80,2	41,3	38,9	-9,1	-173,8	3,6	-55,6
2012 1° trim.	109,3	-0,8	-22,0	21,2	156,9	152,6	4,3	18,9	70,2	-12,4	-123,0
2012 gen.	239,4	37,4	-3,0	40,4	76,8	67,5	9,2	8,1	17,4	-3,2	103,6
feb.	41,2	-36,4	-16,2	-20,2	52,9	47,1	5,8	-1,4	18,7	-5,5	12,9
mar.	-171,3	-1,8	-2,8	1,0	27,2	37,9	-10,7	12,3	34,1	-3,7	-239,5
apr. [(p)]	143,9	0,1	6,9	-6,8	-8,6	-3,2	-5,4	21,4	-9,5	0,6	139,7

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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Consistenze									
2010	25.756,7	808,6	264,2	10.535,1	552,4	2.822,9	2.022,6	4.372,0	4.350,2	28,6
2011	26.769,2	857,5	259,3	10.764,4	520,3	3.007,1	2.218,8	4.088,4	5.071,2	-17,7
2011 4° trim.	26.769,2	857,5	259,3	10.764,4	520,3	3.007,1	2.218,8	4.088,4	5.071,2	-17,7
2012 1° trim.	26.730,8	844,9	328,5	10.814,5	494,1	2.993,4	2.271,6	4.144,8	4.895,5	-56,7
2012 gen.	26.941,2	843,0	319,2	10.772,8	493,0	2.996,7	2.273,0	4.106,8	5.200,3	-63,6
feb.	26.930,6	842,5	342,2	10.789,1	483,2	2.988,8	2.291,0	4.070,9	5.161,3	-38,4
mar.	26.730,8	844,9	328,5	10.814,5	494,1	2.993,4	2.271,6	4.144,8	4.895,5	-56,7
apr. [(p)]	26.832,6	847,6	289,8	10.817,0	503,5	2.986,2	2.271,8	4.185,7	4.987,0	-56,0
	Transazioni									
2010	577,2	38,6	11,8	331,6	-98,5	39,5	99,6	-26,2	145,4	35,3
2011	1.029,5	49,1	-0,8	174,1	-29,1	50,8	137,6	-199,4	893,3	-46,2
2011 4° trim.	-256,0	26,4	-2,2	-31,4	-6,6	-48,7	46,8	-115,1	-102,9	-22,2
2012 1° trim.	109,3	-12,4	69,3	57,1	10,6	-1,1	17,9	130,8	-152,6	-10,3
2012 gen.	239,4	-14,4	59,9	11,5	-5,8	-14,2	8,4	74,2	130,8	-10,9
feb.	41,2	-0,4	23,2	21,5	2,0	6,3	0,1	-3,0	-32,4	24,0
mar.	-171,3	2,4	-13,8	24,1	14,4	6,8	9,5	59,5	-250,9	-23,3
apr. [(p)]	143,9	2,7	-36,2	-6,3	12,1	-14,1	3,8	12,4	169,9	-0,3

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)]

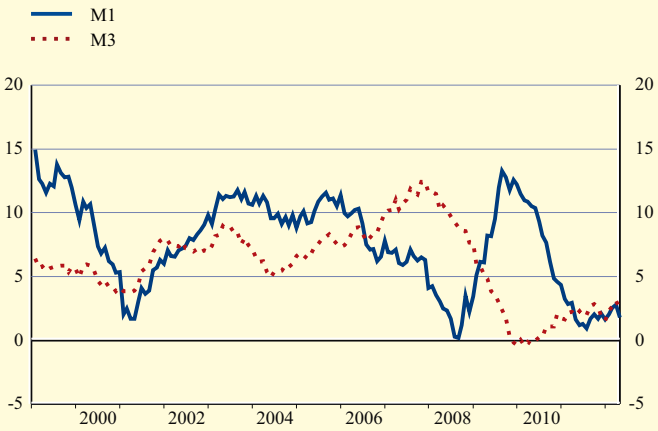
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Aggregati monetari [2)] e loro contropartite

	M1	M2-M1	M2	M3-M2	M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Prestiti	Per memoria: prestiti corretti per vendite e cartolarizzazioni [4)]	Attività nette sull'estero [3)]
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Consistenze											
2010	4.702,1	3.707,3	8.409,4	1.130,5	9.539,9	-	7.276,6	3.216,8	13.384,8	11.048,7	-	619,5
2011	4.785,8	3.804,8	8.590,6	1.149,7	9.740,3	-	7.681,6	3.157,0	13.451,2	11.185,4	-	929,3
2011 4° trim.	4.785,8	3.804,8	8.590,6	1.149,7	9.740,3	-	7.681,6	3.157,0	13.451,2	11.185,4	-	929,3
2012 1° trim.	4.848,3	3.877,3	8.725,6	1.152,9	9.878,5	-	7.662,0	3.257,6	13.472,9	11.183,3	-	904,2
2012 gen.	4.790,6	3.836,2	8.626,8	1.134,0	9.760,8	-	7.737,9	3.194,5	13.485,2	11.214,3	-	932,9
feb.	4.818,6	3.866,2	8.684,9	1.137,8	9.822,6	-	7.727,5	3.231,8	13.474,1	11.192,6	-	935,6
mar.	4.848,3	3.877,3	8.725,6	1.152,9	9.878,5	-	7.662,0	3.257,6	13.472,9	11.183,3	-	904,2
apr. [p)]	4.794,7	3.897,3	8.692,1	1.135,8	9.827,9	-	7.669,9	3.244,9	13.414,5	11.164,3	-	902,7
	Transazioni											
2010	195,9	-10,0	185,9	-23,8	162,2	-	249,9	347,0	210,0	207,7	264,6	-85,7
2011	77,5	76,4	153,9	-6,5	147,4	-	213,9	89,9	68,9	116,9	143,3	161,7
2011 4° trim.	3,9	-11,3	-7,4	-70,9	-78,3	-	-12,2	70,1	-57,8	-63,2	-26,5	-52,2
2012 1° trim.	65,8	74,0	139,8	33,1	172,8	-	-32,0	101,4	51,8	19,3	28,2	-28,0
2012 gen.	6,3	32,2	38,5	-3,2	35,4	-	16,9	39,5	47,0	36,4	41,3	-44,7
feb.	30,4	30,9	61,3	15,7	77,0	-	-12,1	28,0	-0,4	-11,2	-8,1	18,3
mar.	29,0	10,9	39,9	20,5	60,4	-	-36,8	33,9	5,2	-5,9	-5,0	-1,6
apr. [p)]	-55,2	16,2	-38,9	-12,1	-51,0	-	-1,0	-6,3	-48,6	-19,5	-20,1	-9,0
	Variazioni percentuali											
2010	4,4	-0,3	2,3	-2,1	1,7	1,8	3,6	12,0	1,6	1,9	2,4	-85,7
2011	1,6	2,1	1,8	-0,7	1,5	1,9	2,9	3,0	0,5	1,1	1,3	161,7
2011 4° trim.	1,6	2,1	1,8	-0,7	1,5	1,9	2,9	3,0	0,5	1,1	1,3	161,7
2012 1° trim.	2,8	3,2	3,0	4,1	3,1	2,7	1,3	7,5	0,5	0,6	1,2	-33,1
2012 gen.	2,1	2,5	2,3	3,0	2,3	2,2	2,7	4,5	0,7	1,2	1,6	91,6
feb.	2,6	3,0	2,8	1,9	2,7	2,7	2,1	5,6	0,4	0,8	1,2	93,1
mar.	2,8	3,2	3,0	4,1	3,1	2,7	1,3	7,5	0,5	0,6	1,2	-33,1
apr. [p)]	1,8	3,2	2,4	2,9	2,5	.	0,8	7,7	0,0	0,3	0,8	-34,1

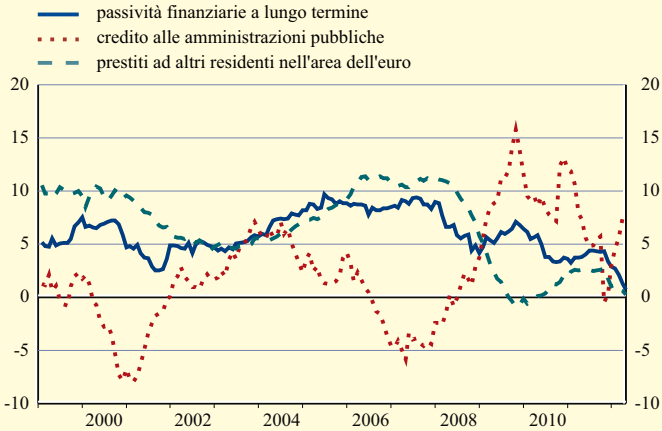
F1 Aggregati monetari [1)]

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F2 Contropartite [1)]

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

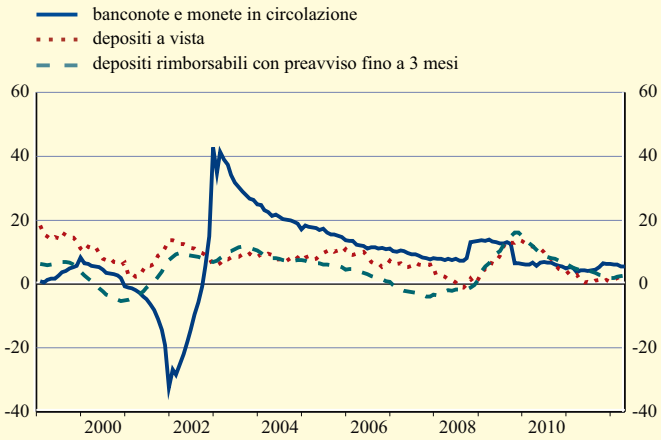
2.3 Statistiche monetarie [1)]

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

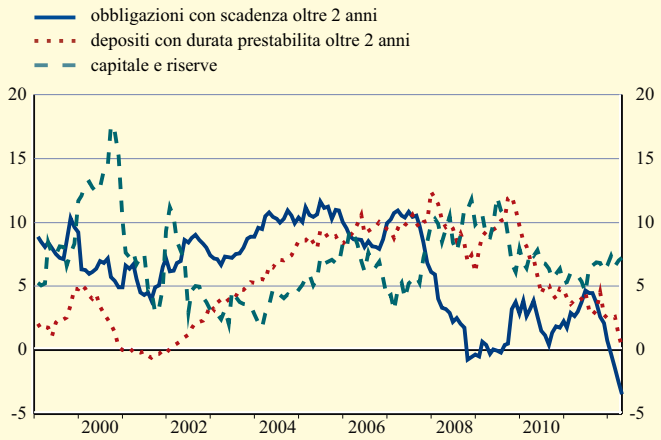
2. Componenti degli aggregati monetari e passività finanziarie a lungo termine

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze										
2010	794,0	3.908,2	1.794,7	1.912,6	438,6	568,7	123,1	2.719,0	118,9	2.432,1	2.006,6
2011	843,2	3.942,6	1.846,3	1.958,4	407,7	535,4	206,6	2.821,7	115,4	2.544,1	2.200,3
2011 4° trim.	843,2	3.942,6	1.846,3	1.958,4	407,7	535,4	206,6	2.821,7	115,4	2.544,1	2.200,3
2012 1° trim.	847,8	4.000,5	1.901,4	1.975,9	417,7	493,1	242,1	2.749,8	113,1	2.522,4	2.276,7
2012 gen.	849,9	3.940,7	1.876,9	1.959,3	431,8	496,7	205,5	2.808,8	114,4	2.548,9	2.265,7
feb.	852,6	3.966,0	1.897,6	1.968,6	437,0	481,5	219,2	2.774,6	114,0	2.550,9	2.288,0
mar.	847,8	4.000,5	1.901,4	1.975,9	417,7	493,1	242,1	2.749,8	113,1	2.522,4	2.276,7
apr. [(p)]	850,1	3.944,7	1.914,5	1.982,9	410,0	496,5	229,3	2.753,3	113,8	2.513,9	2.289,0
	Transazioni										
2010	36,5	159,5	-122,1	112,1	96,3	-101,6	-18,5	59,9	-14,1	107,9	96,2
2011	49,4	28,1	39,8	36,6	-9,8	-29,9	33,2	19,6	-2,5	61,8	135,0
2011 4° trim.	11,2	-7,3	-8,0	-3,3	-99,3	6,2	22,1	-45,5	-3,0	9,1	27,3
2012 1° trim.	4,8	61,0	55,1	18,8	9,9	-5,3	28,5	-52,2	-3,2	-18,2	41,7
2012 gen.	6,8	-0,5	31,0	1,2	23,8	-17,1	-9,9	-7,8	-0,9	5,9	19,7
feb.	2,8	27,7	20,5	10,4	5,5	-3,4	13,7	-19,8	-1,5	4,8	4,3
mar.	-4,8	33,8	3,6	7,3	-19,3	15,1	24,7	-24,6	-0,8	-28,9	17,6
apr. [(p)]	2,2	-57,4	9,3	6,9	-10,4	6,1	-7,8	-8,2	0,7	-9,3	15,9
	Variazioni percentuali										
2010	4,8	4,3	-6,4	6,2	28,3	-15,2	-13,6	2,3	-10,6	4,7	5,2
2011	6,2	0,7	2,2	1,9	-2,3	-5,2	24,0	0,8	-2,1	2,5	6,6
2011 4° trim.	6,2	0,7	2,2	1,9	-2,3	-5,2	24,0	0,8	-2,1	2,5	6,6
2012 1° trim.	5,5	2,2	3,9	2,5	4,2	-2,2	20,0	-2,5	-5,2	1,2	7,0
2012 gen.	6,2	1,2	3,2	1,9	11,6	-5,2	11,9	-0,3	-2,9	2,5	7,4
feb.	6,2	1,8	3,9	2,3	4,3	-5,4	21,8	-1,4	-4,4	2,6	6,6
mar.	5,5	2,2	3,9	2,5	4,2	-2,2	20,0	-2,5	-5,2	1,2	7,0
apr. [(p)]	5,5	1,0	3,8	2,7	-1,0	-0,2	20,6	-3,4	-4,6	0,3	7,2

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)]

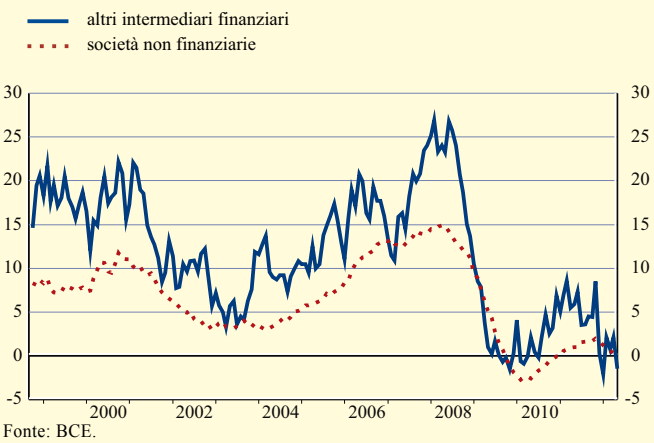
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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	Prestiti corretti per cessioni e cartolarizzazioni [4)]	Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Consistenze											
2010	93,7	1.128,5	4.668,5	-	1.127,6	899,0	2.641,9	5.158,0	-	638,5	3.700,6	819,0
2011	91,1	1.139,2	4.722,6	-	1.146,8	860,9	2.714,9	5.232,4	-	626,2	3.777,5	828,7
2011 4° trim.	91,1	1.139,2	4.722,6	-	1.146,8	860,9	2.714,9	5.232,4	-	626,2	3.777,5	828,7
2012 1° trim.	88,0	1.153,8	4.699,9	-	1.136,5	848,1	2.715,3	5.241,7	-	620,6	3.792,7	828,4
2012 gen.	87,7	1.168,2	4.718,6	-	1.146,4	853,7	2.718,5	5.239,8	-	626,7	3.781,9	831,3
feb.	84,2	1.162,0	4.709,8	-	1.141,9	849,7	2.718,2	5.236,6	-	624,0	3.782,9	829,7
mar.	88,0	1.153,8	4.699,9	-	1.136,5	848,1	2.715,3	5.241,7	-	620,6	3.792,7	828,4
apr. [(p)]	81,3	1.130,4	4.703,7	-	1.152,6	847,2	2.703,9	5.248,9	-	620,0	3.800,4	828,5
	Transazioni											
2010	6,3	56,3	-1,9	45,9	-37,5	-26,3	61,9	146,9	155,5	-8,5	133,7	21,7
2011	1,4	-23,0	58,4	64,2	22,1	-20,7	57,0	80,2	100,8	-11,6	84,6	7,2
2011 4° trim.	-4,5	-9,1	-32,4	-29,9	-26,8	-8,3	2,7	-17,2	17,4	-1,2	-11,8	-4,2
2012 1° trim.	-2,9	17,3	-9,7	-7,0	-7,0	-8,7	6,0	14,6	20,4	-2,7	16,4	0,9
2012 gen.	-3,2	30,1	0,8	1,1	1,0	-6,5	6,3	8,7	13,3	1,4	4,3	3,0
feb.	-3,5	-4,4	-2,6	-0,9	-2,7	-2,0	2,2	-0,7	0,8	-2,1	2,1	-0,7
mar.	3,8	-8,4	-7,9	-7,2	-5,3	-0,2	-2,4	6,6	6,3	-2,0	10,1	-1,4
apr. [(p)]	-6,7	-29,7	10,1	10,1	19,9	-0,1	-9,7	6,9	6,2	-1,6	8,7	-0,2
	Variazioni percentuali											
2010	7,2	5,1	0,0	1,0	-3,2	-2,8	2,4	2,9	3,1	-1,3	3,8	2,8
2011	1,6	-2,0	1,2	1,4	2,0	-2,3	2,1	1,6	1,9	-1,8	2,3	0,9
2011 4° trim.	1,6	-2,0	1,2	1,4	2,0	-2,3	2,1	1,6	1,9	-1,8	2,3	0,9
2012 1° trim.	-0,2	2,3	0,3	0,5	-0,4	-2,9	1,6	0,6	1,7	-2,1	1,1	0,7
2012 gen.	-1,3	2,3	0,9	1,0	0,7	-2,9	2,2	1,3	2,0	-1,6	1,8	1,1
feb.	-8,3	0,8	0,6	0,7	0,1	-3,2	2,0	1,2	1,8	-1,9	1,8	0,8
mar.	-0,2	2,3	0,3	0,5	-0,4	-2,9	1,6	0,6	1,7	-2,1	1,1	0,7
apr. [(p)]	-6,5	-1,5	0,5	0,7	1,1	-2,2	1,1	0,5	1,5	-2,4	1,0	0,5

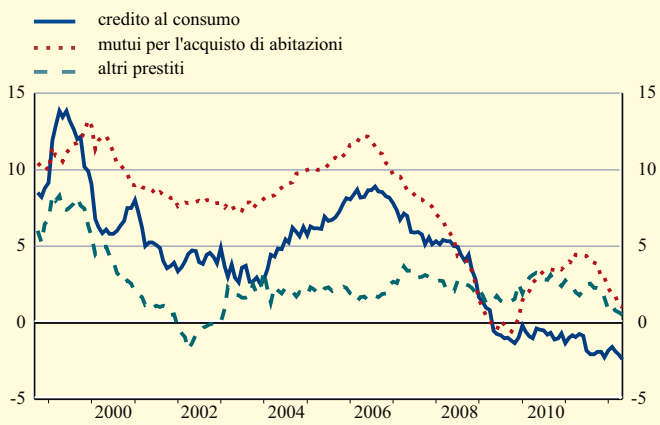
F5 Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie [2)]

(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 vaziazioni percentuali; transazioni sul periodo)

2. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione				Altri intermediari finanziari					Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	Pronti contro termine con controparti centrali	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Consistenze												
2011	83,4	63,7	6,3	13,4	1.115,4	155,6	579,6	213,4	322,4	4.720,4	1.139,0	860,9	2.720,5
2011 4° trim.	83,4	63,7	6,3	13,4	1.115,4	155,6	579,6	213,4	322,4	4.720,4	1.139,0	860,9	2.720,5
2012 1° trim.	86,1	67,5	5,4	13,2	1.145,0	184,8	590,1	220,7	334,2	4.699,3	1.136,9	849,0	2.713,4
2012 feb.	82,7	63,4	6,1	13,2	1.142,4	182,7	593,8	222,9	325,7	4.710,9	1.143,5	849,0	2.718,4
mar.	86,1	67,5	5,4	13,2	1.145,0	184,8	590,1	220,7	334,2	4.699,3	1.136,9	849,0	2.713,4
apr. [(p)]	81,6	63,0	5,4	13,2	1.134,8	176,7	577,6	219,5	337,7	4.704,5	1.155,3	847,4	2.701,8
	Transazioni												
2011	1,9	2,8	1,1	-2,0	-23,8	12,8	-19,4	-10,3	6,0	57,2	21,2	-20,7	56,6
2011 4° trim.		-15,2	1,0	-0,8	-55,9	-22,6	-54,6	4,4	-5,7	-31,4	-33,7	-9,0	11,3
2012 1° trim.	3,0	3,9	-0,9	0,0	32,3	29,1	12,7	7,5	12,1	-8,0	1,2	-7,7	-1,5
2012 feb.	-1,7	-1,7	0,1	-0,1	-7,4	4,4	-9,2	0,0	1,7	-5,3	-4,8	-0,7	0,2
mar.	3,4	4,1	-0,8	0,1	2,5	2,0	-3,6	-2,4	8,5	-9,5	-6,5	1,4	-4,5
apr. [(p)]	-4,5	-4,6	0,0	0,0	-16,6	-11,2	-17,9	-1,6	2,9	11,5	22,2	-0,9	-9,9
	Variazioni percentuali												
2011	2,1	3,9	21,7	-13,3	-2,1	8,9	-3,2	-4,9	1,9	1,2	1,9	-2,3	2,1
2011 4° trim.	2,1	3,9	21,7	-13,3	-2,1	8,9	-3,2	-4,9	1,9	1,2	1,9	-2,3	2,1
2012 1° trim.	-0,3	1,2	-0,6	-7,6	2,1	34,4	0,0	3,8	5,0	0,3	-0,4	-2,9	1,6
2012 feb.	-8,2	-8,5	12,4	-14,2	0,7	15,1	-1,3	2,9	3,2	0,6	0,1	-3,2	2,0
mar.	-0,3	1,2	-0,6	-7,6	2,1	34,4	0,0	3,8	5,0	0,3	-0,4	-2,9	1,6
apr. [(p)]	-6,7	-7,3	4,6	-7,8	-1,5	18,4	-7,0	3,1	6,2	0,5	1,1	-2,2	1,1

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	Imprese individuali	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Consistenze													
2011	5.242,7	628,4	140,9	183,8	303,7	3.784,3	14,5	56,6	3.713,2	830,0	419,7	142,8	87,5	599,7
2011 4° trim.	5.242,7	628,4	140,9	183,8	303,7	3.784,3	14,5	56,6	3.713,2	830,0	419,7	142,8	87,5	599,7
2012 1° trim.	5.231,3	617,9	136,1	180,1	301,7	3.787,1	14,0	56,6	3.716,4	826,3	417,4	141,8	85,9	598,6
2012 feb.	5.228,1	619,2	137,7	180,8	300,7	3.780,7	14,0	56,6	3.710,2	828,3	418,2	143,1	86,2	598,9
mar.	5.231,3	617,9	136,1	180,1	301,7	3.787,1	14,0	56,6	3.716,4	826,3	417,4	141,8	85,9	598,6
apr. [(p)]	5.234,5	618,3	137,2	180,1	301,0	3.790,8	14,0	56,8	3.720,0	825,4	418,5	140,2	85,7	599,4
	Transazioni													
2011	80,7	-11,7	-3,7	-6,4	-1,6	85,1	-0,2	2,7	82,6	7,3	8,8	-6,4	-2,5	16,2
2011 4° trim.	-12,5	-0,7	2,1	-2,0	-0,8	-8,9	0,3	0,4	-9,6	-2,9	10,1	-4,8	-0,1	2,0
2012 1° trim.	-6,1	-7,6	-4,5	-2,1	-1,0	4,0	-0,4	0,1	4,3	-2,5	-2,5	-0,8	-1,0	-0,7
2012 feb.	-5,8	-4,5	-2,3	-1,5	-0,7	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,9	-0,3	0,1	-0,9	-0,1
mar.	4,7	0,1	-1,5	0,1	1,5	6,6	0,1	0,2	6,4	-2,1	-1,4	-1,4	-0,1	-0,7
apr. [(p)]	2,9	-0,6	0,4	0,0	-1,0	4,7	0,0	0,4	4,4	-1,2	-1,6	-0,6	0,0	-0,6
	Variazioni percentuali													
2011	1,6	-1,8	-2,5	-3,4	-0,5	2,3	-1,7	5,0	2,3	0,9	2,1	-4,3	-2,9	2,7
2011 4° trim.	1,6	-1,8	-2,5	-3,4	-0,5	2,3	-1,7	5,0	2,3	0,9	2,1	-4,3	-2,9	2,7
2012 1° trim.	0,6	-2,1	-1,7	-3,7	-1,3	1,1	1,1	5,2	1,0	0,7	2,0	-4,2	-2,1	2,3
2012 feb.	1,2	-1,9	-1,6	-3,2	-1,1	1,8	0,1	4,8	1,7	0,8	2,1	-2,8	-2,6	2,2
mar.	0,6	-2,1	-1,7	-3,7	-1,3	1,1	1,1	5,2	1,0	0,7	2,0	-4,2	-2,1	2,3
apr. [(p)]	0,5	-2,4	-1,1	-3,8	-2,1	1,0	0,9	5,5	1,0	0,5	1,7	-3,1	-0,6	1,6

Fonte: BCE.

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

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori 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)]

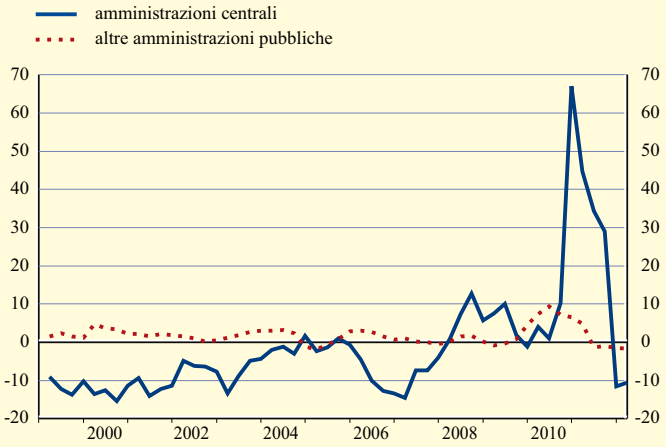
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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	1.160,0	348,4	221,9	567,9	21,7	3.020,5	2.022,2	998,3	62,4	935,9
2011 2° trim.	1.152,7	346,4	223,4	555,9	27,0	3.006,5	2.012,0	994,5	60,1	934,4
3° trim.	1.145,8	343,5	224,0	553,7	24,7	3.155,7	2.133,1	1.022,7	62,7	960,0
4° trim.	1.160,0	348,4	221,9	567,9	21,7	3.020,5	2.022,2	998,3	62,4	935,9
2012 1° trim. (p)	1.137,0	321,4	224,0	567,4	24,0	3.004,9	1.995,9	1.007,9	59,6	948,4
	Transazioni									
2010	207,2	156,3	14,9	24,1	11,9	6,3	8,3	-2,3	0,6	-2,9
2011	-58,2	-46,0	-0,1	11,2	-23,6	15,6	-26,4	42,0	12,9	29,1
2011 2° trim.	-36,5	-13,0	-6,5	-2,1	-14,9	44,5	21,8	22,7	6,1	16,6
3° trim.	-7,1	-3,3	0,6	-2,0	-2,4	65,9	59,6	6,3	1,4	5,0
4° trim.	13,5	4,6	1,4	10,4	-3,2	-151,1	-108,1	-43,1	-1,4	-41,6
2012 1° trim. (p)	-22,0	-26,1	-1,9	4,0	2,7	40,7	15,7	23,9	-2,0	25,9
	Variazioni percentuali									
2010	20,6	67,1	7,1	4,6	35,1	0,6	0,5	-0,1	0,8	-0,2
2011	-4,8	-11,6	-0,1	2,0	-52,2	0,6	-1,2	4,4	26,6	3,2
2011 2° trim.	7,1	34,4	-1,1	1,4	-38,6	2,6	0,5	6,6	30,4	5,4
3° trim.	6,2	28,9	0,2	1,8	-43,3	5,2	4,0	7,4	24,6	6,4
4° trim.	-4,8	-11,6	-0,1	2,0	-52,2	0,6	-1,2	4,4	26,6	3,2
2012 1° trim. (p)	-4,4	-10,5	-2,8	1,8	-42,4	0,1	-0,4	1,0	7,5	0,6

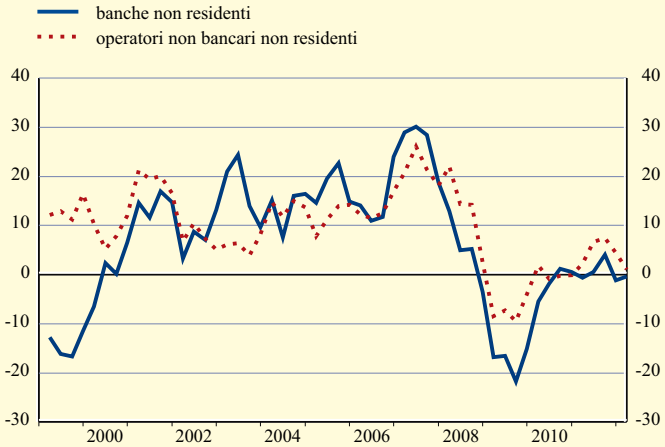
F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche [2)]

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM [1), 2)]

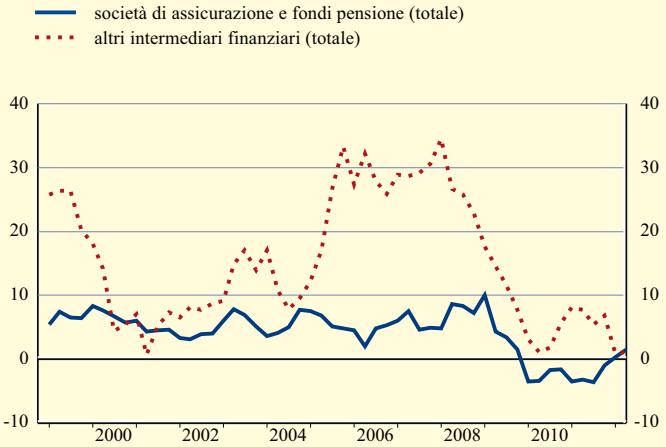
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari							
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	
			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														
2010	716,9	84,6	79,3	528,3	2,6	0,3	21,9	2.168,3	358,5	305,7	1.132,6	10,7	0,5	360,3	255,0
2011	704,3	92,1	79,9	512,7	4,0	0,2	15,5	2.220,7	389,8	284,9	1.190,9	14,7	0,5	339,9	260,0
2011 4° trim.	704,3	92,1	79,9	512,7	4,0	0,2	15,5	2.220,7	389,8	284,9	1.190,9	14,7	0,5	339,9	260,0
2012 1° trim.	711,3	98,4	86,8	504,6	4,5	0,2	16,9	2.210,9	420,0	265,9	1.148,9	15,5	0,4	360,3	275,9
2012 gen.	720,4	109,1	83,4	510,0	4,0	0,2	13,7	2.253,7	415,8	275,1	1.188,0	14,0	0,3	360,4	270,6
feb.	721,5	107,0	87,1	506,9	4,2	0,2	16,1	2.250,6	408,2	277,4	1.175,9	14,1	0,3	374,7	286,2
mar.	711,3	98,4	86,8	504,6	4,5	0,2	16,9	2.210,9	420,0	265,9	1.148,9	15,5	0,4	360,3	275,9
apr. (p)	718,6	106,1	87,5	503,7	4,7	0,2	16,5	2.199,3	405,4	268,9	1.141,2	15,1	0,5	368,2	280,7
	Transazioni														
2010	-26,5	-3,3	-8,4	-16,6	0,2	0,0	1,6	156,9	45,1	-37,6	52,8	-8,0	0,4	104,2	-
2011	2,2	11,7	4,2	-13,9	1,1	-0,1	-0,9	19,7	28,8	-29,1	16,4	3,9	0,1	-0,3	5,5
2011 4° trim.	-8,2	3,6	-5,2	-6,1	0,1	0,0	-0,7	-98,9	4,5	-23,7	19,0	3,3	0,1	-102,1	-79,6
2012 1° trim.	7,6	6,4	6,7	-7,4	0,5	0,0	1,4	-6,6	31,2	-18,2	-40,8	0,8	-0,2	20,5	15,5
2012 gen.	16,0	17,1	3,2	-2,7	0,1	0,0	-1,8	35,0	26,4	-9,0	-2,0	-0,8	-0,2	20,5	10,2
feb.	2,0	-2,0	3,8	-2,4	0,1	0,0	2,4	-1,2	-6,8	2,5	-11,4	0,1	0,0	14,4	15,6
mar.	-10,4	-8,7	-0,4	-2,3	0,3	0,0	0,7	-40,4	11,6	-11,7	-27,3	1,4	0,0	-14,4	-10,3
apr. (p)	7,1	7,8	0,1	-0,7	0,2	0,0	-0,4	-16,0	-15,2	2,7	-8,5	-0,4	0,1	5,2	2,1
	Variazioni percentuali														
2010	-3,6	-3,4	-9,6	-3,0	9,7	-	7,8	8,1	14,4	-11,1	4,9	-48,5	-	41,1	-
2011	0,3	14,4	5,6	-2,6	43,3	-	-5,2	0,9	8,0	-9,3	1,4	36,1	-	-0,2	2,1
2011 4° trim.	0,3	14,4	5,6	-2,6	43,3	-	-5,2	0,9	8,0	-9,3	1,4	36,1	-	-0,2	2,1
2012 1° trim.	1,5	17,9	14,8	-3,8	43,3	-	18,9	1,1	11,8	-13,2	-1,0	31,5	-	8,1	14,6
2012 gen.	0,7	17,8	9,1	-3,1	39,2	-	-18,3	3,8	8,7	-9,6	1,9	28,3	-	16,6	23,7
feb.	2,2	25,8	14,4	-3,6	38,3	-	4,2	2,5	7,9	-9,7	2,1	26,8	-	8,0	13,5
mar.	1,5	17,9	14,8	-3,8	43,3	-	18,9	1,1	11,8	-13,2	-1,0	31,5	-	8,1	14,6
apr. (p)	1,1	23,6	10,1	-3,9	14,4	-	-4,1	-1,4	6,1	-14,6	-2,6	35,4	-	5,1	12,5

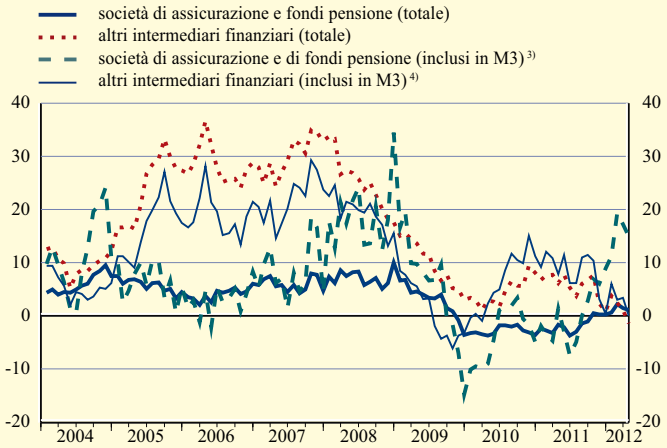
F9 Depositi totali per settore [2)]

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM [1), 2)]

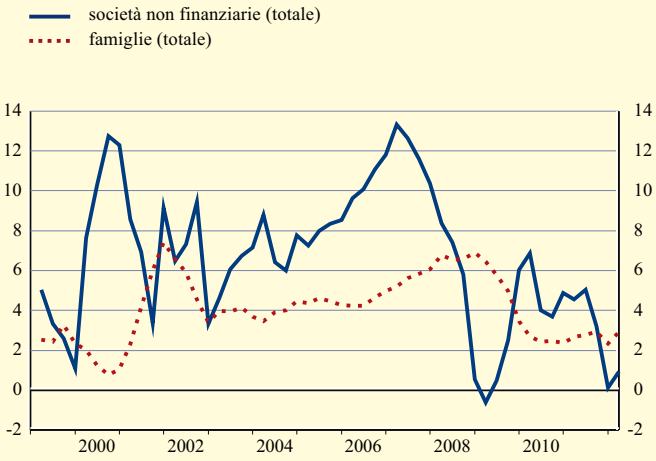
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie [3)]						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Consistenze													
2010	1.670,7	1.036,4	455,5	87,2	75,8	1,5	14,2	5.739,1	2.244,5	901,0	665,0	1.788,5	110,3	29,8
2011	1.686,0	1.044,2	453,5	97,7	72,3	2,0	16,3	5.894,0	2.255,7	948,3	723,7	1.837,0	106,7	22,7
2011 4° trim.	1.686,0	1.044,2	453,5	97,7	72,3	2,0	16,3	5.894,0	2.255,7	948,3	723,7	1.837,0	106,7	22,7
2012 1° trim.	1.663,7	1.019,6	451,6	100,6	76,0	2,2	13,8	5.945,1	2.223,2	995,4	736,9	1.864,7	105,0	19,9
2012 gen.	1.631,3	993,7	448,1	98,6	73,8	2,0	15,1	5.903,6	2.229,0	966,8	726,9	1.852,6	105,9	22,5
feb.	1.628,8	989,8	448,5	100,3	74,1	2,1	14,1	5.919,3	2.218,2	982,2	734,0	1.858,4	105,6	20,8
mar.	1.663,7	1.019,6	451,6	100,6	76,0	2,2	13,8	5.945,1	2.223,2	995,4	736,9	1.864,7	105,0	19,9
apr. (p)	1.651,8	1.013,2	440,9	105,1	77,0	1,8	14,0	5.967,2	2.246,1	992,4	737,9	1.868,1	105,0	17,6
	Transazioni													
2010	78,1	40,3	23,2	9,0	7,8	-0,2	-2,1	132,9	81,7	-98,9	58,7	113,6	-14,6	-7,5
2011	2,5	3,7	-2,7	8,7	-7,3	0,4	-0,5	134,3	7,4	42,6	50,5	43,5	-2,6	-7,0
2011 4° trim.	21,7	46,6	-17,2	0,8	-6,5	0,3	-2,4	56,7	14,4	26,0	13,7	15,1	-1,3	-11,2
2012 1° trim.	-20,8	-23,2	-2,8	4,3	3,2	0,2	-2,4	52,3	-32,0	47,2	13,6	29,0	-2,6	-2,8
2012 gen.	-54,2	-49,8	-5,2	0,9	1,0	0,0	-1,2	10,1	-26,4	18,1	3,5	15,8	-0,7	-0,2
feb.	-1,0	-3,0	-0,5	3,0	0,3	0,1	-0,9	16,5	-10,3	15,8	7,1	6,8	-1,2	-1,7
mar.	34,5	29,6	2,9	0,3	1,9	0,0	-0,3	25,8	4,8	13,3	2,9	6,3	-0,7	-0,9
apr. (p)	-11,7	-6,2	-10,7	4,4	1,0	-0,4	0,1	20,7	21,6	-3,1	1,0	3,4	0,1	-2,3
	Variazioni percentuali													
2010	4,9	4,1	5,3	11,2	11,4	-10,1	-12,8	2,4	3,8	-9,9	9,7	6,8	-11,7	-20,2
2011	0,1	0,4	-0,6	9,9	-9,3	29,0	-5,2	2,3	0,3	4,7	7,5	2,4	-2,4	-23,6
2011 4° trim.	0,1	0,4	-0,6	9,9	-9,3	29,0	-5,2	2,3	0,3	4,7	7,5	2,4	-2,4	-23,6
2012 1° trim.	0,9	1,8	-1,8	12,0	-6,5	3,5	-4,0	2,9	0,0	9,6	7,3	2,8	-4,8	-36,6
2012 gen.	0,5	0,5	0,3	9,7	-11,5	36,5	13,3	2,3	-0,3	6,6	7,2	2,4	-2,7	-25,4
feb.	0,8	1,2	-0,5	11,0	-8,7	0,6	4,2	2,5	-0,4	7,8	7,4	2,6	-4,0	-32,8
mar.	0,9	1,8	-1,8	12,0	-6,5	3,5	-4,0	2,9	0,0	9,6	7,3	2,8	-4,8	-36,6
apr. (p)	0,0	1,1	-3,7	14,7	-5,3	-13,1	-20,2	2,7	-0,2	9,4	6,5	2,8	-4,0	-45,7

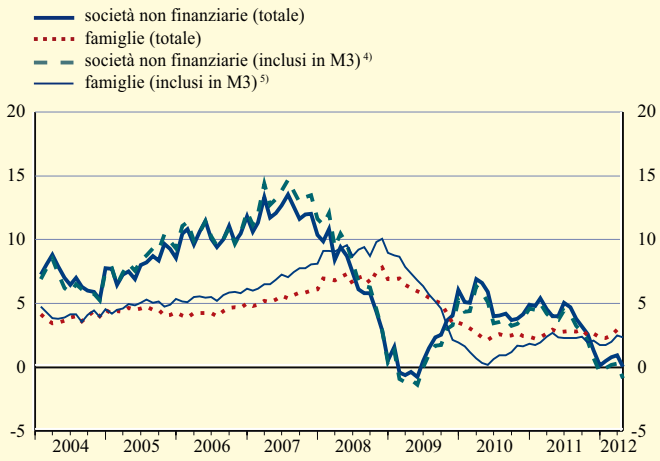
F11 Depositi totali per settore [2)]

(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)]

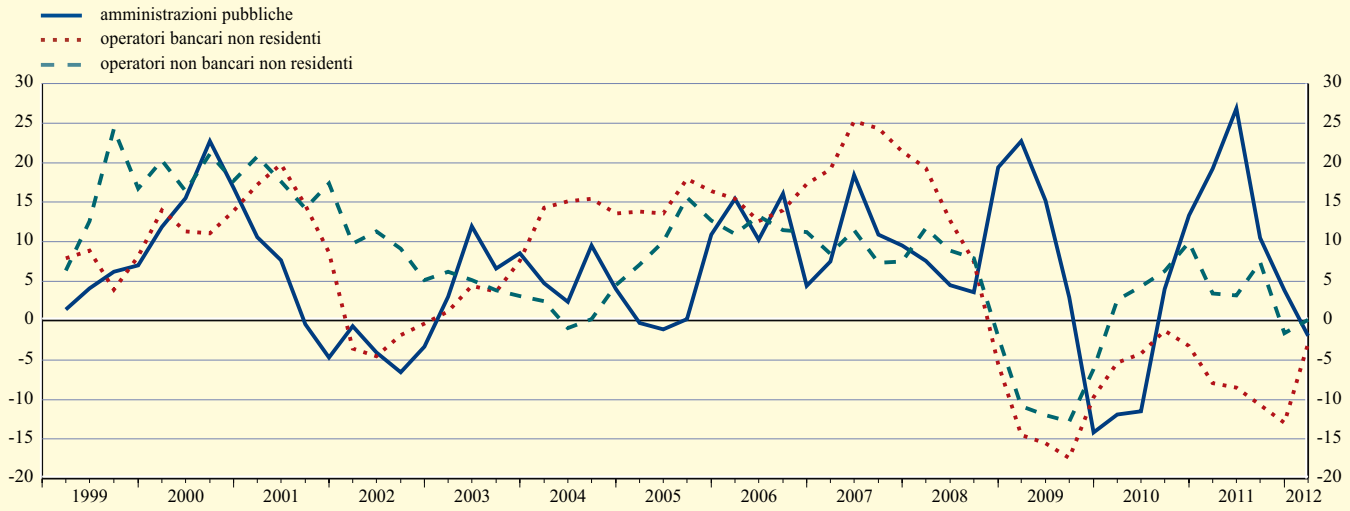
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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	2.492,0	996,9	45,9	950,9
2011	442,7	195,5	48,6	113,5	85,2	3.153,0	2.175,4	977,5	44,3	933,2
2011 2° trim.	521,5	266,4	55,0	112,6	87,5	3.276,4	2.291,6	984,8	47,7	937,1
3° trim.	464,8	211,4	54,3	111,4	87,8	3.343,0	2.295,3	1.047,7	50,0	997,7
4° trim.	442,7	195,5	48,6	113,5	85,2	3.153,0	2.175,4	977,5	44,3	933,2
2012 1° trim. (p)	466,7	192,5	65,0	113,4	95,9	3.311,7	2.328,6	981,4	54,8	926,6
	Transazioni									
2010	49,9	47,4	4,3	-5,0	2,9	0,8	-83,9	84,7	7,5	77,1
2011 (p)	16,9	3,3	0,6	2,3	10,6	-334,6	-318,0	-16,7	-2,1	-14,6
2011 2° trim.	45,7	30,9	2,7	3,9	8,2	-19,7	-41,5	21,8	6,4	15,4
3° trim.	-56,9	-55,1	-1,0	-1,2	0,2	0,6	-49,1	49,7	1,4	48,3
4° trim.	-22,3	-15,9	-5,9	2,1	-2,5	-234,1	-151,5	-82,6	-6,2	-76,4
2012 1° trim. (p)	24,6	-2,9	16,5	0,5	10,9	190,4	176,9	11,7	11,1	0,6
	Variazioni percentuali									
2010	13,3	32,2	9,9	-4,4	4,1	0,3	-3,2	9,9	12,7	9,6
2011	3,9	1,3	1,3	2,1	14,3	-9,7	-13,0	-1,6	-4,3	-1,5
2011 2° trim.	26,8	61,3	1,2	-2,6	14,0	-5,2	-8,5	3,2	5,0	3,1
3° trim.	10,5	21,6	-7,8	-1,9	17,0	-5,6	-10,7	7,4	3,3	7,6
4° trim.	3,9	1,3	1,3	2,1	14,3	-9,7	-13,0	-1,6	-4,3	-1,5
2012 1° trim. (p)	-1,9	-18,3	23,5	4,8	21,2	-1,9	-2,9	0,1	30,0	-1,2

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

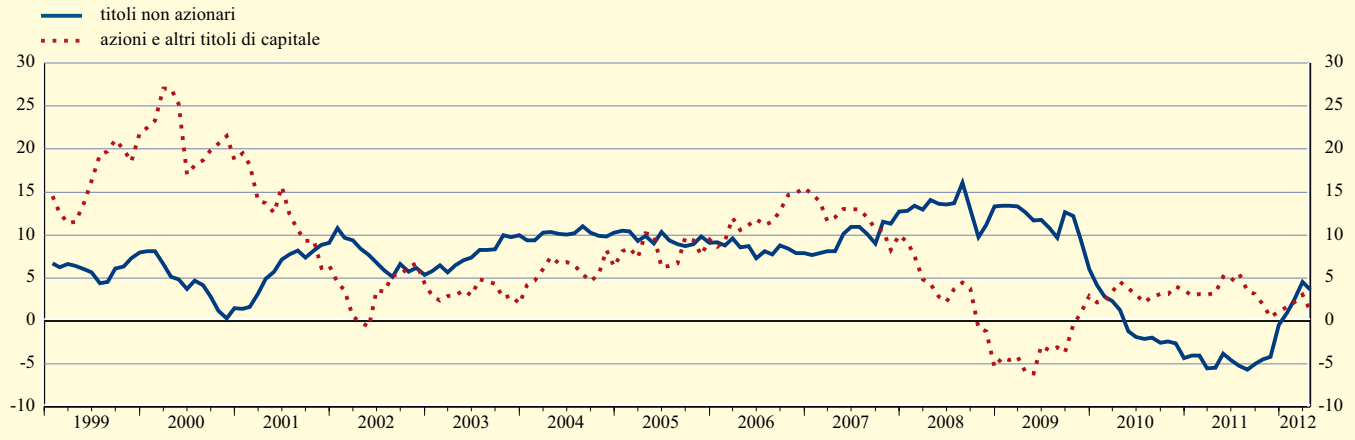
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM [1), 2)]

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

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Consistenze											
2010	5.991,2	1.778,4	107,4	1.507,8	16,4	1.500,9	27,8	1.052,6	1.535,9	445,3	787,8	302,8
2011	5.697,8	1.763,8	87,8	1.373,0	22,9	1.489,5	28,3	932,5	1.507,4	485,7	726,4	295,4
2011 4° trim.	5.697,8	1.763,8	87,8	1.373,0	22,9	1.489,5	28,3	932,5	1.507,4	485,7	726,4	295,4
2012 1° trim.	5.914,7	1.819,3	98,0	1.495,4	32,1	1.491,9	24,9	953,1	1.526,0	489,6	741,6	294,8
2012 gen.	5.763,3	1.782,0	88,6	1.423,7	23,3	1.497,6	23,8	924,2	1.525,6	495,4	734,1	296,1
feb.	5.852,4	1.813,8	91,0	1.465,9	31,0	1.504,2	23,6	922,8	1.515,3	491,5	731,4	292,4
mar.	5.914,7	1.819,3	98,0	1.495,4	32,1	1.491,9	24,9	953,1	1.526,0	489,6	741,6	294,8
apr. (p)	5.867,4	1.797,3	98,6	1.493,6	33,1	1.486,3	23,9	934,7	1.535,0	489,0	753,2	292,9
	Transazioni											
2010	-270,8	-167,1	-6,9	42,8	-2,0	10,1	-14,8	-132,9	54,4	28,2	5,2	20,9
2011	-25,9	45,4	8,0	-4,4	5,5	-19,9	0,4	-60,9	17,0	60,1	-31,7	-11,4
2011 4° trim.	75,1	66,4	0,5	-14,6	-0,2	36,5	2,3	-15,9	-8,1	5,2	-9,7	-3,6
2012 1° trim.	257,9	60,1	12,8	138,2	10,7	6,7	-1,8	31,2	30,4	11,8	18,9	-0,3
2012 gen.	111,2	27,5	3,0	56,9	1,2	12,3	-3,1	13,4	16,5	8,8	8,1	-0,4
feb.	93,4	31,0	3,7	39,2	8,0	5,6	0,1	5,8	-4,0	0,6	-1,4	-3,1
mar.	53,3	1,6	6,2	42,1	1,5	-11,2	1,2	12,0	17,9	2,3	12,3	3,2
apr. (p)	-53,8	-23,7	-0,7	2,2	0,5	-4,4	-1,4	-26,3	21,2	0,8	21,1	-0,7
	Variazioni percentuali											
2010	-4,3	-8,5	-5,5	2,9	-11,1	0,7	-35,4	-11,2	3,6	6,5	0,6	7,5
2011	-0,4	2,7	7,8	-0,4	33,8	-1,3	0,8	-6,2	1,1	13,8	-4,2	-3,7
2011 4° trim.	-0,4	2,7	7,8	-0,4	33,8	-1,3	0,8	-6,2	1,1	13,8	-4,2	-3,7
2012 1° trim.	4,6	7,6	22,8	9,1	56,5	1,3	-12,9	-4,3	3,1	16,3	-2,5	-1,7
2012 gen.	1,0	4,6	11,3	2,6	28,6	0,1	-7,3	-7,5	1,6	15,6	-4,7	-2,3
feb.	2,5	6,0	19,1	5,1	63,9	0,1	-12,3	-6,1	2,2	15,6	-3,8	-2,0
mar.	4,6	7,6	22,8	9,1	56,5	1,3	-12,9	-4,3	3,1	16,3	-2,5	-1,7
apr. (p)	3,7	7,3	16,8	8,6	61,7	0,4	-7,5	-6,5	1,2	16,0	-4,8	-4,2

F14 Disponibilità in titoli delle IFM [2)]

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

2.7 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM [1), 2)]

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

1. Prestiti, titoli diversi da azioni e depositi

	IFM [3)]							Non IFM						
	Tutte le valute (consistenze)	Euro [4)]	Altre valute					Tutte le valute (consistenze)	Euro [4)]	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Prestiti a													
	Residenti nell'area dell'euro													
2010	5.517,1	-	-	-	-	-	-	12.247,8	96,0	4,0	2,1	0,2	1,1	0,4
2011	6.160,3	-	-	-	-	-	-	12.321,8	96,2	3,8	1,9	0,3	1,1	0,4
2011 4° trim.	6.160,3	-	-	-	-	-	-	12.321,8	96,2	3,8	1,9	0,3	1,1	0,4
2012 1° trim. (p)	6.330,9	-	-	-	-	-	-	12.298,7	96,3	3,7	1,8	0,2	1,1	0,4
	Non residenti nell'area dell'euro													
2010	2.010,9	44,9	55,1	30,7	2,9	3,2	11,6	952,1	39,9	60,1	42,8	1,4	3,7	6,7
2011	2.022,2	44,5	55,5	35,6	2,5	2,7	9,3	998,3	38,2	61,8	41,2	2,6	3,3	7,8
2011 4° trim.	2.022,2	44,5	55,5	35,6	2,5	2,7	9,3	998,3	38,2	61,8	41,2	2,6	3,3	7,8
2012 1° trim. (p)	1.995,9	47,9	52,1	32,9	2,5	2,6	8,5	1.007,9	39,1	60,9	41,0	2,4	3,1	7,6
	Titoli non azionari													
	Emessi da residenti nell'area dell'euro													
2010	1.885,8	94,3	5,7	3,3	0,1	0,3	1,7	3.052,8	98,6	1,4	0,8	0,1	0,1	0,4
2011	1.851,6	95,3	4,7	2,5	0,1	0,3	1,5	2.913,7	98,2	1,8	1,0	0,2	0,1	0,4
2011 4° trim.	1.851,6	95,3	4,7	2,5	0,1	0,3	1,5	2.913,7	98,2	1,8	1,0	0,2	0,1	0,4
2012 1° trim. (p)	1.917,3	94,9	5,1	2,6	0,1	0,3	1,8	3.044,3	98,1	1,9	1,1	0,1	0,1	0,4
	Emessi da non residenti nell'area dell'euro													
2010	545,9	49,9	50,1	27,6	0,3	0,5	16,8	506,6	33,3	66,7	40,5	3,9	0,9	13,6
2011	457,0	56,4	43,6	21,1	0,3	0,3	16,0	475,5	32,3	67,7	39,3	5,8	0,7	13,7
2011 4° trim.	457,0	56,4	43,6	21,1	0,3	0,3	16,0	475,5	32,3	67,7	39,3	5,8	0,7	13,7
2012 1° trim. (p)	486,5	55,2	44,8	19,9	0,3	0,3	20,3	466,1	33,7	66,3	36,1	4,5	0,9	13,6
	Depositi di													
	Residenti nell'area dell'euro													
2010	5.774,9	92,9	7,1	4,1	0,3	1,3	0,8	10.722,6	97,1	2,9	1,9	0,2	0,1	0,4
2011	6.319,0	92,1	7,9	5,2	0,2	1,2	0,7	10.947,7	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2011 4° trim.	6.319,0	92,1	7,9	5,2	0,2	1,2	0,7	10.947,7	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2012 1° trim. (p)	6.470,7	93,4	6,6	3,9	0,2	1,2	0,6	10.997,8	97,1	2,9	1,9	0,1	0,1	0,4
	Non residenti nell'area dell'euro													
2010	2.492,0	52,1	47,9	31,8	2,2	1,8	8,6	996,9	58,8	41,2	29,3	1,2	1,4	5,1
2011	2.175,4	59,2	40,8	25,6	2,1	1,8	7,2	977,5	56,1	43,9	30,0	2,0	1,5	5,1
2011 4° trim.	2.175,4	59,2	40,8	25,6	2,1	1,8	7,2	977,5	56,1	43,9	30,0	2,0	1,5	5,1
2012 1° trim. (p)	2.328,6	60,4	39,6	25,4	1,8	1,6	6,9	981,4	55,4	44,6	29,8	2,0	1,3	5,2

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

	Tutte le valute (consistenze)	Euro [4)]	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2010	5.082,6	81,6	18,4	9,7	1,8	2,1	2,5
2011	5.236,8	82,0	18,0	9,4	1,7	2,0	2,6
2011 4° trim.	5.236,8	82,0	18,0	9,4	1,7	2,0	2,6
2012 1° trim. (p)	5.295,7	82,5	17,5	9,3	1,5	2,0	2,4

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

2.8 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro [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 set.	6.080,9	420,9	2.383,9	1.632,8	830,9	235,5	576,8
ott.	6.177,9	422,7	2.371,2	1.736,1	844,5	234,6	568,9
nov.	6.082,4	418,8	2.345,8	1.703,8	827,0	235,0	552,1
dic.	6.210,3	415,3	2.504,1	1.734,4	836,6	236,2	483,7
2012 gen.	6.495,6	437,6	2.587,3	1.823,8	864,8	239,7	542,4
feb.	6.654,1	447,2	2.639,5	1.882,3	884,4	241,2	559,5
mar. (p)	6.679,5	442,4	2.674,5	1.884,1	888,4	241,7	548,3
	Transazioni						
2011 3° trim.	-4,7	29,0	-21,2	-41,9	-15,8	2,9	42,3
4° trim.	-185,9	-34,5	-2,6	-24,8	-12,9	2,4	-113,5
2012 1° trim. (p)	150,1	17,6	68,7	1,8	13,8	4,1	44,1

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		Detenute da non residenti nell'area dell'euro	
					Fondi di investimento		
	1	2	3	4	5	6	7
	Consistenze in essere						
2011 set.	6.080,9	126,7	5.423,0	4.175,4	604,2	1.247,6	531,1
ott.	6.177,9	127,9	5.531,6	4.243,5	615,7	1.288,1	518,4
nov.	6.082,4	128,8	5.447,6	4.162,7	597,5	1.284,9	506,0
dic.	6.210,3	117,6	5.662,1	4.263,4	613,3	1.398,7	430,6
2012 gen.	6.495,6	124,8	5.891,6	4.421,2	649,9	1.470,4	479,2
feb.	6.654,1	134,3	6.027,4	4.528,3	676,0	1.499,2	492,3
mar. (p)	6.679,5	127,5	6.068,7	4.553,0	685,0	1.515,7	483,2
	Transazioni						
2011 3° trim.	-4,7	6,5	-44,0	-55,1	-31,0	11,0	32,9
4° trim.	-185,9	-13,4	-41,7	-59,6	-3,3	19,1	-130,8
2012 1° trim. (p)	150,1	8,6	94,5	54,9	31,3	38,8	46,9

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

	Totale	Fondi suddivisi per strategia di investimento						Fondi suddivisi per tipologia		Per memoria: fondi comuni monetari
		Fondi obbligazionari	Fondi azionari	Fondi misti	Fondi immobiliari	*Hedge fund*	Altri fondi	Fondi aperti	Fondi chiusi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Consistenze in essere									
2011 ago.	5.551,2	1.807,2	1.495,4	1.381,8	290,8	114,0	462,0	5.462,8	88,4	1.060,3
set.	5.423,0	1.786,1	1.414,2	1.387,7	290,9	119,0	425,1	5.333,8	89,2	1.066,9
ott.	5.531,6	1.789,0	1.503,9	1.406,0	293,5	115,6	423,5	5.449,6	81,9	1.051,6
nov.	5.447,6	1.757,7	1.473,5	1.384,2	292,9	118,7	420,5	5.365,0	82,5	1.083,5
dic.	5.662,1	1.920,2	1.496,4	1.403,1	296,4	120,1	426,0	5.577,4	84,7	991,9
2012 gen.	5.891,6	2.026,0	1.583,8	1.457,6	304,3	129,6	390,2	5.802,4	89,2	938,6
feb.	6.027,4	2.062,2	1.639,1	1.490,2	305,7	130,2	400,0	5.940,4	87,0	924,3
mar. (p)	6.068,7	2.090,1	1.640,7	1.497,8	309,2	132,4	398,6	5.980,3	88,4	950,5
	Transazioni									
2011 set.	-32,3	-16,4	-11,1	-4,2	0,9	0,6	-2,1	-32,5	0,3	-12,2
ott.	-18,5	1,4	-2,5	-6,2	1,0	-0,7	-11,5	-11,7	-6,8	-5,7
nov.	-21,7	-8,7	-8,5	-5,8	-0,1	0,1	1,3	-22,4	0,6	19,1
dic.	-1,5	10,6	-6,7	-2,8	2,7	-2,3	-3,0	-3,6	2,1	0,7
2012 gen.	22,7	14,7	3,5	-0,2	3,0	3,0	-1,2	18,4	4,3	6,1
feb.	33,0	11,4	3,3	11,7	1,6	0,2	4,9	35,3	-2,3	2,8
mar. (p)	38,8	27,9	5,3	5,2	1,7	-0,2	-1,0	38,2	0,6	23,3

Fonte: BCE.

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

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

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

1. Titoli non azionari

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
		Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie		Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze in essere										
2011 2° trim.	2.387,6	1.430,3	386,4	671,6	196,3	5,8	170,1	957,3	252,3	358,6	17,8
3° trim.	2.383,9	1.414,2	380,7	682,4	184,2	4,7	162,1	969,7	252,4	369,7	18,7
4° trim.	2.504,1	1.423,1	390,9	674,4	185,5	4,5	167,6	1.081,1	270,5	436,8	20,4
2012 1° trim. (p)	2.674,5	1.502,5	426,5	676,6	208,9	5,7	184,7	1.172,0	313,2	454,4	15,5
	Transazioni										
2011 3° trim.	-21,2	-16,8	-5,9	1,3	-7,6	-0,4	-4,3	-4,4	6,0	-4,1	5,3
4° trim.	-2,6	0,3	3,4	-6,2	-1,1	-0,3	4,4	-1,4	-3,2	1,7	-0,3
2012 1° trim. (p)	68,7	11,0	10,7	-24,3	14,8	0,5	9,2	57,5	21,0	14,5	-4,3

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

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
		Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie		Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze in essere										
2011 2° trim.	1.958,6	773,6	84,5	-	41,2	26,1	621,9	1.185,0	166,4	362,8	77,0
3° trim.	1.632,8	615,7	53,3	-	35,8	20,4	506,3	1.017,0	141,8	323,7	72,5
4° trim.	1.734,4	636,5	51,2	-	36,4	21,5	527,5	1.097,9	154,6	356,7	71,2
2012 1° trim. (p)	1.884,1	687,7	56,2	-	41,9	24,0	565,6	1.196,4	162,3	388,7	75,4
	Transazioni										
2011 3° trim.	-41,9	-8,8	-4,9	-	-0,7	0,2	-3,4	-33,0	-5,1	-11,8	-3,2
4° trim.	-24,8	-9,5	-1,6	-	-2,4	0,4	-5,9	-15,5	-0,9	-7,4	0,9
2012 1° trim. (p)	1,8	-4,6	3,9	-	0,7	-1,2	-7,9	6,3	-2,7	-0,8	-1,0

3. Quote dei fondi di investimento/fondi comuni monetari

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
		Totale	IFM [2]	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari [2]	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie		Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze in essere										
2011 2° trim.	886,8	752,0	79,3	-	672,7	-	-	134,8	22,1	42,8	0,5
3° trim.	830,9	698,7	94,5	-	604,2	-	-	132,2	20,1	42,6	0,5
4° trim.	836,6	708,2	94,9	-	613,3	-	-	128,4	20,8	40,2	0,6
2012 1° trim. (p)	888,4	754,0	68,9	-	685,0	-	-	134,5	25,3	41,6	0,6
	Transazioni										
2011 3° trim.	-15,8	-15,1	16,0	-	-31,0	-	-	-0,8	-0,5	-0,4	0,0
4° trim.	-12,9	-3,0	0,3	-	-3,3	-	-	-9,9	-0,8	-9,1	0,0
2012 1° trim. (p)	13,8	12,4	-18,9	-	31,3	-	-	1,3	2,2	-0,2	-0,1

Fonte: BCE.

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

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

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

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

1. Attività

	Totale	Depositi e prestiti	Prestiti cartolarizzati							Titoli non azionari	Altre attività cartolarizzate	Azioni e altri titoli di capitale	Altre attività
			Totale	Originati nell'area dell'euro					Originati all'esterno dell'area dell'euro				
				IFM		Altri intermediari finanziari, società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Amministrazioni pubbliche					
					Mantenuti nel bilancio delle IFM [1]								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Consistenze												
2011 1° trim.	2.255,4	351,2	1.484,8	1.184,8	595,3	142,5	21,8	5,9	129,9	241,6	89,0	36,3	52,4
2° trim.	2.217,9	340,0	1.462,9	1.166,7	585,5	144,7	20,4	5,2	126,0	232,6	88,6	35,7	58,2
3° trim.	2.201,7	321,4	1.465,9	1.178,9	590,5	142,8	20,5	5,1	118,5	232,3	86,9	37,8	57,5
4° trim.	2.273,2	324,8	1.533,7	1.244,2	583,1	147,8	20,8	4,8	116,1	229,0	90,0	36,8	58,9
2012 1° trim.	2.226,8	318,4	1.503,7	1.209,6	553,7	143,2	20,5	4,8	125,7	217,3	86,2	35,6	65,6
	Transazioni												
2011 1° trim.	-96,5	-25,0	-39,3	-44,3	-	5,3	-0,3	-0,1	0,2	-9,9	-2,4	-5,1	-14,8
2° trim.	-43,0	-11,1	-25,0	-21,4	-	2,0	-0,7	-0,3	-4,4	-7,9	0,0	0,0	1,1
3° trim.	-26,1	-18,5	1,9	11,4	-	-2,1	-0,1	0,0	-7,3	-2,2	-2,1	-1,1	-4,2
4° trim.	69,9	3,4	65,9	64,1	-	4,2	0,3	-0,4	-2,4	-2,9	2,3	-1,0	2,2
2012 1° trim.	-54,0	-6,1	-28,3	-19,5	-	-4,5	-0,3	0,0	-4,0	-13,2	-2,8	-0,9	-2,7

2. Passività

	Totale	Prestiti e depositi ricevuti	Titoli di debito emessi			Capitale e riserve	Altre passività
			Totale	Fino a 2 anni	Oltre 2 anni		
	1	2	3	4	5	6	7
	Consistenze						
2011 1° trim.	2.255,4	135,1	1.884,4	70,0	1.814,4	36,3	199,6
2° trim.	2.217,9	135,9	1.841,7	66,4	1.775,3	35,2	205,2
3° trim.	2.201,7	134,1	1.823,0	63,8	1.759,2	34,7	210,0
4° trim.	2.273,2	150,8	1.883,7	66,7	1.817,0	33,9	204,7
2012 1° trim.	2.226,8	152,6	1.824,7	59,8	1.764,9	32,7	216,7
	Transazioni						
2011 1° trim.	-96,5	-1,1	-82,7	-6,6	-76,1	-6,0	-6,7
2° trim.	-43,0	1,4	-47,0	-7,5	-39,5	-0,8	3,3
3° trim.	-26,1	-2,2	-24,3	-3,0	-21,3	-1,7	2,1
4° trim.	69,9	16,5	62,0	2,9	59,1	-1,0	-7,6
2012 1° trim.	-54,0	1,1	-56,4	-7,9	-48,5	-0,9	2,2

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

	Prestiti cartolarizzati originati da IFM dell'area dell'euro							Titoli non azionari					
	Totale	Settore debitore dell'area dell'euro [2]					Settore debitore esterno all'area dell'euro	Totale	Residenti nell'area dell'euro				Non residenti nell'area dell'euro
		Famiglie	Società non azionarie	Altri intermediari finanaziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche			Totale	IFM	Non IFM		
												Società veicolo finanaziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Consistenze												
2011 1° trim.	1.184,8	803,6	261,3	17,9	0,2	7,2	34,0	241,6	124,3	42,3	82,0	36,5	117,4
2° trim.	1.166,7	788,6	253,1	19,3	0,4	9,8	35,5	232,6	124,2	41,0	83,2	35,4	108,4
3° trim.	1.178,9	795,4	254,2	18,7	0,4	9,6	32,9	232,3	122,2	42,1	80,1	33,8	110,1
4° trim.	1.244,2	828,0	262,5	17,9	0,2	6,6	33,6	229,0	120,1	40,7	79,4	33,4	108,9
2012 1° trim.	1.209,6	818,9	239,6	17,8	0,2	6,4	29,9	217,3	115,3	40,3	75,0	30,5	102,1
	Transazioni												
2011 1° trim.	-44,3	-52,2	3,2	-0,4	0,0	0,0	-1,6	-9,9	-5,7	-3,1	-2,7	-0,1	-4,2
2° trim.	-21,4	-20,8	0,2	0,8	0,2	2,6	-3,8	-7,9	0,4	-0,4	0,7	-0,7	-8,3
3° trim.	11,4	6,2	-0,4	-0,7	0,0	-0,2	-1,2	-2,2	-3,1	-0,2	-2,9	-1,2	1,0
4° trim.	64,1	32,0	8,1	-0,7	-0,1	-3,0	0,3	-2,9	-1,6	-1,5	0,0	-0,2	-1,4
2012 1° trim.	-19,5	-13,1	-7,8	0,0	0,0	-0,2	0,0	-13,2	-5,5	-0,8	-4,8	-2,8	-7,7

Fonte: BCE.

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

2) Esclude le cartolarizzazioni dei prestiti fra IFM.

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

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

2. Titoli non azionari

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

3. Passività e ricchezza finanziaria netta

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

Fonte: BCE.

3 CONTI DELL'AREA DELL'EURO

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale
(miliardi di euro)

Impieghi 4° trim. 2011	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						605
Saldo commerciale [1]						-32
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	1.244	128	778	65	273	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	25	8	7	4	5	
Consumo di capitale fisso	364	97	206	11	49	
Margine operativo netto e reddito misto [1]	533	271	233	30	-2	
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto						
Redditi da lavoro dipendente						7
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	709	40	275	321	73	117
Interessi	403	37	74	219	73	53
Altri redditi da capitale	306	3	201	102	0	64
Reddito nazionale netto [1]	2.075	1.705	81	51	238	
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	322	246	64	12	0	0
Contributi sociali	476	476				1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	485	1	18	35	431	1
Altri trasferimenti correnti	205	75	26	49	55	10
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	46	33	11	1	1	2
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	46			46		1
Altro	112	42	15	1	55	8
Reddito netto disponibile [1]	2.045	1.484	6	54	501	
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.934	1.380			554	
Spese per consumi individuali	1.718	1.380			338	
Spese per consumi collettivi	216				216	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	15	0	0	15	0	0
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero [1]	111	119	6	39	53	-25
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	450	146	231	11	61	
Investimenti fissi lordi	472	146	254	11	61	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-23	0	-23	0	0	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0	0	7	0	-7	0
Trasferimenti in conto capitale	64	9	3	17	35	10
Imposte in conto capitale	10	6	1	3		0
Altri trasferimenti in conto capitale	54	3	1	14	35	10
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) [1]	32	74	-4	30	-69	-32
Discrepanza statistica	0	-8	8	0	0	0

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Per i dettagli del calcolo delle poste di saldo, cfr. le Note tecniche.

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

(miliardi di euro)

Risorse 4° trim. 2011	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Ammini-strazioni pubbliche	Resto del mondo
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						573
Saldo commerciale						
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	2.164	504	1.225	110	326	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	251					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) [2]	2.416					
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Consumo di capitale fisso						
Margine operativo netto e reddito misto						
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto	533	271	233	30	-2	
Redditi da lavoro dipendente	1.247	1.247				3
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	289				289	-13
Redditi da capitale	715	227	123	342	23	111
Interessi	390	62	47	269	11	67
Altri redditi da capitale	326	165	76	73	12	44
Reddito nazionale netto						
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto	2.075	1.705	81	51	238	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	322				322	1
Contributi sociali	475	1	18	52	404	1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	484	484				3
Altri trasferimenti correnti	178	92	15	47	23	37
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	46			46		1
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	45	35	9	1	0	2
Altro	86	57	6	0	23	34
Reddito netto disponibile						
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile	2.045	1.484	6	54	501	
Spese per consumi finali						
Spese per consumi individuali						
Spese per consumi collettivi						
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	15	15				0
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	111	119	6	39	-53	-25
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	364	97	206	11	49	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	71	12	25	9	25	3
Imposte in conto capitale	10				10	0
Altri trasferimenti in conto capitale	61	12	25	9	15	3
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)						
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 4° trim. 2011	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
Bilancio di apertura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		18.548	16.196	33.644	15.185	6.715	3.750	16.985
Oro monetario e DSP				469				
Banconote, monete e depositi		6.726	1.934	10.349	2.471	823	712	3.673
Titoli di debito a breve termine		43	83	512	350	54	32	710
Titoli di debito a lungo termine		1.336	240	6.015	2.441	2.650	448	4.004
Prestiti		77	3.184	13.524	3.658	464	534	1.936
di cui: a lungo termine		58	1.802	10.555	2.589	348	460	.
Azioni e altre partecipazioni		3.995	7.108	1.787	5.987	2.352	1.322	5.884
Azioni quotate		648	1.200	317	1.808	518	215	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.086	5.529	1.178	3.219	290	958	.
Quote di fondi di investimento		1.260	379	292	959	1.543	148	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.834	169	3	0	232	4	241
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		535	3.478	986	278	140	698	540
Ricchezza finanziaria netta								
Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie								
Totale delle transazioni in attività finanziarie		84	97	725	-6	-33	61	-110
Oro monetario e DSP				0				0
Banconote, monete e depositi		84	48	758	-106	-8	3	-146
Titoli di debito a breve termine		12	9	63	-3	10	6	-64
Titoli di debito a lungo termine		29	3	83	27	-34	-2	-24
Prestiti		6	49	-144	56	2	10	37
di cui: a lungo termine		6	43	-8	50	-2	15	.
Azioni e altre partecipazioni		-6	22	-7	59	3	5	86
Azioni quotate		3	-2	-3	-31	2	-2	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		25	25	8	104	-11	3	.
Quote di fondi di investimento		-33	-1	-12	-14	12	4	.
Riserve tecniche di assicurazione		6	-2	0	0	-6	0	5
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		-47	-32	-28	-38	1	38	-4
Variazioni nella ricchezza finanziaria netta								
Conto delle altre variazioni: attività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		46	278	-60	168	23	-9	251
Oro monetario e DSP				7				
Banconote, monete e depositi		2	-1	-24	-4	-5	0	48
Titoli di debito a breve termine		1	2	-12	52	-1	-1	-4
Titoli di debito a lungo termine		-26	21	-40	-25	-18	-5	56
Prestiti		0	6	0	34	1	0	7
di cui: a lungo termine		0	2	-6	26	1	5	.
Azioni e altre partecipazioni		3	170	18	108	42	2	196
Azioni quotate		3	38	9	114	10	-7	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		-27	137	9	-24	3	6	.
Quote di fondi di investimento		27	-5	0	17	29	4	.
Riserve tecniche di assicurazione		52	0	0	0	0	0	6
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		14	79	-9	2	4	-6	-58
Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta								
Bilancio di chiusura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		18.678	16.571	34.310	15.347	6.705	3.802	17.126
Oro monetario e DSP				476				
Banconote, monete e depositi		6.811	1.982	11.083	2.361	810	715	3.575
Titoli di debito a breve termine		57	94	563	399	63	37	641
Titoli di debito a lungo termine		1.340	264	6.057	2.443	2.598	442	4.036
Prestiti		83	3.239	13.380	3.748	467	544	1.979
di cui: a lungo termine		64	1.847	10.542	2.665	347	480	.
Azioni e altre partecipazioni		3.992	7.299	1.797	6.154	2.397	1.330	6.165
Azioni quotate		655	1.236	323	1.891	530	206	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.084	5.691	1.194	3.300	283	967	.
Quote di fondi di investimento		1.253	373	280	963	1.583	156	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.892	168	3	0	226	4	252
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		503	3.525	949	242	144	730	478
Ricchezza finanziaria netta								

Fonte: BCE.

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

(miliardi di euro)

Passività 4° trim. 2011	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
Bilancio di apertura: passività finanziarie								
Totale delle passività		6.728	25.413	32.611	14.627	6.865	9.323	14.987
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			30	23.561	33	0	262	2.802
Titoli di debito a breve termine			94	639	71	1	749	229
Titoli di debito a lungo termine			827	4.585	2.803	32	6.013	2.874
Prestiti		6.180	8.580		3.430	308	1.741	3.138
di cui: a lungo termine		5.821	6.093		1.883	116	1.431	.
Azioni e altre partecipazioni		7	11.955	2.529	8.069	382	6	5.485
Azioni quotate			3.142	348	181	97	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		7	8.813	1.114	2.658	283	6	.
Quote di fondi di investimento				1.067	5.230			.
Riserve tecniche di assicurazione		35	336	71	1	6.039	1	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		505	3.591	1.226	220	104	552	457
Ricchezza finanziaria netta	-1.529	11.820	-9.217	1.033	558	-150	-5.574	
Conto finanziario, transazioni in passività								
Totale delle transazioni in passività		19	93	676	-11	-9	129	-78
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0	728	0	0	11	-107
Titoli di debito a breve termine			-9	65	-4	0	-36	16
Titoli di debito a lungo termine			14	-39	40	0	88	-20
Prestiti		14	6		-23	-11	62	-32
di cui: a lungo termine		16	8		35	1	59	.
Azioni e altre partecipazioni		0	29	26	38	1	0	67
Azioni quotate			3	4	1	0	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	26	8	80	1	0	.
Quote di fondi di investimento				14	-43			.
Riserve tecniche di assicurazione		0	0	0	0	3	0	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		4	52	-104	-63	-3	5	-1
Variazioni nella ricchezza finanziaria netta	32	66	4	49	5	-24	-69	-32
Conto delle altre variazioni: passività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		-20	205	-54	317	54	-155	343
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0	30	0	0	0	-13
Titoli di debito a breve termine			1	5	4	0	1	28
Titoli di debito a lungo termine			0	10	16	-2	-132	72
Prestiti		-2	0		12	0	1	36
di cui: a lungo termine		-2	1		7	0	1	.
Azioni e altre partecipazioni		0	221	-120	277	3	0	157
Azioni quotate			154	-20	8	0	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	67	-11	-13	3	0	.
Quote di fondi di investimento				-89	281			.
Riserve tecniche di assicurazione		0	0	0	0	58	0	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		-18	-17	21	7	-4	-26	63
Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta	100	66	73	-6	-148	-32	146	-93
Bilancio di chiusura: passività finanziarie								
Totale delle passività finanziarie		6.726	25.710	33.233	14.932	6.910	9.298	15.252
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			29	24.319	33	0	274	2.683
Titoli di debito a breve termine			86	710	71	1	714	272
Titoli di debito a lungo termine			841	4.556	2.859	30	5.968	2.925
Prestiti		6.191	8.586		3.419	297	1.804	3.142
di cui: a lungo termine		5.835	6.102		1.926	117	1.491	.
Azioni e altre partecipazioni		7	12.205	2.435	8.385	386	6	5.709
Azioni quotate			3.300	333	191	97	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		7	8.905	1.111	2.725	287	6	.
Quote di fondi di investimento				992	5.469			.
Riserve tecniche di assicurazione		35	336	71	1	6.100	1	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		492	3.626	1.142	164	96	530	520
Ricchezza finanziaria netta	-1.398	11.952	-9.139	1.076	415	-206	-5.496	

Fonte: BCE.

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro
(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri)

Impieghi	2007	2008	2009	1° trim. 2010-4° trim. 2010	2° trim. 2010-1° trim. 2011	3° trim. 2010-2° trim. 2011	4° trim. 2010-3° trim. 2011	1° trim. 2011-4° trim. 2011
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	4.279	4.461	4.442	4.491	4.518	4.551	4.580	4.606
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	99	94	85	82	84	87	92	95
Consumo di capitale fisso	1.294	1.361	1.385	1.416	1.426	1.436	1.443	1.451
Margine operativo netto e reddito misto [1]	2.401	2.365	2.111	2.213	2.241	2.260	2.273	2.272
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	3.698	3.945	2.976	2.816	2.862	2.939	2.997	3.037
Interessi	2.129	2.383	1.607	1.411	1.442	1.487	1.535	1.577
Altri redditi da capitale	1.568	1.561	1.369	1.404	1.419	1.452	1.463	1.461
Reddito nazionale netto [1]	7.768	7.804	7.533	7.754	7.814	7.876	7.927	7.957
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.136	1.145	1.029	1.054	1.072	1.083	1.100	1.109
Contributi sociali	1.596	1.671	1.676	1.701	1.712	1.724	1.739	1.755
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.586	1.657	1.774	1.821	1.826	1.832	1.840	1.848
Altri trasferimenti correnti	738	771	776	776	776	779	779	779
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	183	187	181	181	180	180	180	180
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	184	188	182	181	181	180	180	180
Altro	370	395	413	413	415	418	418	419
Reddito netto disponibile [1]	7.675	7.703	7.424	7.641	7.700	7.764	7.817	7.845
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	6.887	7.140	7.143	7.304	7.353	7.400	7.441	7.466
Spese per consumi individuali	6.188	6.404	6.373	6.532	6.580	6.626	6.666	6.691
Spese per consumi collettivi	698	736	771	772	773	774	775	775
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	61	70	61	56	56	56	58	59
Risparmio netto [1]	788	562	280	337	347	364	376	379
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	2.066	2.075	1.715	1.790	1.835	1.856	1.874	1.873
Investimenti fissi lordi	1.989	2.010	1.763	1.772	1.797	1.812	1.825	1.833
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	76	65	-48	18	38	44	50	41
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-1	1	1	1	1	1	1	0
Trasferimenti in conto capitale	153	152	185	227	214	205	169	162
Imposte in conto capitale	24	24	34	25	26	26	27	31
Altri trasferimenti in conto capitale	129	128	151	202	188	180	142	132
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) [1]	32	-143	-42	-27	-52	-47	-45	-32

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Per i dettagli del calcolo delle poste di saldo, cfr. le Note tecniche.

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro (continua)

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri)

Risorse	2007	2008	2009	1° trim. 2010-4° trim. 2010	2° trim. 2010-1° trim. 2011	3° trim. 2010-2° trim. 2011	4° trim. 2010-3° trim. 2011	1° trim. 2011-4° trim. 2011
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	8.072	8.281	8.023	8.202	8.269	8.334	8.388	8.423
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	960	946	894	940	956	960	967	972
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) [2]	9.032	9.227	8.917	9.143	9.225	9.294	9.355	9.395
Redditi da lavoro dipendente								
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti								
Consumo di capitale fisso								
Margine operativo netto e reddito misto								
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto	2.401	2.365	2.111	2.213	2.241	2.260	2.273	2.272
Redditi da lavoro dipendente	4.287	4.468	4.452	4.503	4.530	4.563	4.593	4.618
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	1.067	1.047	996	1.036	1.053	1.060	1.072	1.078
Redditi da capitale	3.712	3.868	2.950	2.818	2.851	2.932	2.988	3.026
Interessi	2.092	2.327	1.563	1.367	1.398	1.440	1.485	1.523
Altri redditi da capitale	1.620	1.541	1.388	1.450	1.453	1.492	1.503	1.503
Reddito nazionale netto								
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto	7.768	7.804	7.533	7.754	7.814	7.876	7.927	7.957
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.144	1.154	1.034	1.059	1.077	1.089	1.107	1.115
Contributi sociali	1.595	1.670	1.674	1.699	1.710	1.722	1.737	1.753
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.578	1.649	1.768	1.815	1.820	1.825	1.833	1.841
Altri trasferimenti correnti	644	671	669	666	665	669	671	670
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	184	188	182	181	181	180	180	180
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	180	184	178	178	177	177	177	176
Altro	280	298	308	307	308	312	314	313
Reddito netto disponibile								
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile	7.675	7.703	7.424	7.641	7.700	7.764	7.817	7.845
Spese per consumi finali								
Spese per consumi individuali								
Spese per consumi collettivi								
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	61	70	61	56	56	56	58	59
Risparmio netto								
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	788	562	280	337	347	364	376	379
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.294	1.361	1.385	1.416	1.426	1.436	1.443	1.451
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	168	161	194	237	225	215	179	175
Imposte in conto capitale	24	24	34	25	26	26	27	31
Altri trasferimenti in conto capitale	144	137	160	212	199	189	152	144
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)								

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

3.3 Famiglie

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri; consistenze a fine periodo)

	2007	2008	2009	1° trim. 2010-4° trim. 2010	2° trim. 2010-1° trim. 2011	3° trim. 2010-2° trim. 2011	4° trim. 2010-3° trim. 2011	1° trim. 2011-4° trim. 2011
Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta								
Redditi da lavoro dipendente (+)	4.287	4.468	4.452	4.503	4.530	4.563	4.593	4.618
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.484	1.522	1.446	1.454	1.466	1.481	1.491	1.496
Interessi attivi (+)	316	351	241	214	221	230	239	246
Interessi passivi (-)	220	249	146	126	130	137	143	147
Altri redditi da capitali attivi (+)	789	786	718	719	728	735	747	752
Altri redditi da capitali passivi (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc. (-)	834	872	841	848	855	861	872	875
Contributi sociali netti (-)	1.592	1.667	1.671	1.696	1.707	1.719	1.734	1.750
Prestazioni sociali nette (+)	1.573	1.644	1.763	1.809	1.814	1.820	1.827	1.835
Trasferimenti correnti netti attivi (+)	63	70	71	70	68	69	69	69
= Reddito lordo disponibile	5.854	6.043	6.022	6.089	6.125	6.172	6.206	6.234
Spese per consumi finali (-)	5.081	5.241	5.156	5.291	5.335	5.379	5.418	5.439
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	60	69	61	55	55	56	58	59
= Risparmio lordo	833	871	927	853	846	848	847	854
Consumo di capitale fisso (-)	358	372	376	380	382	384	386	387
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	12	-1	10	11	11	10	10	8
Altre variazioni nella ricchezza netta (+)	1.310	-1.776	-799	731	711	586	-192	-720
= Variazioni nella ricchezza netta	1.797	-1.278	-238	1.215	1.185	1.061	279	-246
Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	661	646	554	560	568	571	577	580
Consumo di capitale fisso (-)	358	372	376	380	382	384	386	387
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	421	460	-13	38	104	125	132	125
Banconote, monete e depositi	351	438	123	119	139	137	147	117
Partecipazioni in fondi comuni monetari	37	-4	-43	-57	-36	-27	-17	-21
Titoli di debito [1]	33	27	-93	-24	1	15	2	29
Attività a lungo	171	25	500	392	299	251	217	193
Depositi	-31	-29	85	56	41	50	51	50
Titoli di debito	85	17	16	-14	28	32	44	53
Azioni e altre partecipazioni	-104	-97	170	119	35	-3	-23	-26
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	39	76	119	103	53	23	28	36
Quote di fondi comuni di investimento	-143	-173	52	17	-18	-26	-51	-62
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	221	133	228	231	195	172	145	115
Finanziamenti: principali componenti (-)								
Prestiti	384	257	103	126	119	136	121	87
di cui: da IFM dell'area dell'euro	283	83	65	147	170	168	148	81
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Attività non finanziarie	1.227	-372	-1.101	620	665	298	262	-269
Attività finanziarie	102	-1.459	303	136	44	238	-466	-477
Azioni e altre partecipazioni	79	-1.209	109	75	71	222	-373	-457
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	8	-239	173	105	35	48	-43	25
Flussi netti restanti (+)	-42	52	-2	-26	6	97	65	75
= Variazioni nella ricchezza netta	1.797	-1.278	-238	1.215	1.185	1.061	279	-246
Bilancio finanziario								
Attività non finanziarie (+)	28.117	28.018	27.096	27.896	27.932	27.980	28.242	27.820
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	5.264	5.813	5.788	5.829	5.870	5.911	5.907	5.970
Banconote, monete e depositi	4.851	5.321	5.476	5.600	5.598	5.650	5.658	5.730
Partecipazioni in fondi comuni monetari	280	317	241	185	209	199	194	169
Titoli di debito [1]	133	175	71	44	63	63	54	70
Attività a lungo	12.200	10.718	11.555	12.080	12.160	12.167	11.699	11.799
Depositi	965	913	970	1.027	1.037	1.055	1.068	1.081
Titoli di debito	1.284	1.307	1.375	1.314	1.336	1.355	1.325	1.327
Azioni e altre partecipazioni	5.152	3.806	4.118	4.311	4.319	4.261	3.801	3.823
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	3.761	2.877	3.000	3.107	3.149	3.093	2.735	2.739
Quote di fondi di investimento	1.391	929	1.118	1.204	1.170	1.168	1.066	1.084
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	4.798	4.692	5.092	5.428	5.468	5.496	5.505	5.569
Restanti attività finanziarie (+)	308	312	306	315	309	390	394	375
Passività (-)								
Prestiti	5.569	5.820	5.942	6.102	6.103	6.162	6.180	6.191
di cui: da IFM dell'area dell'euro	4.831	4.914	4.968	5.213	5.256	5.304	5.313	5.281
= Ricchezza finanziaria netta	40.320	39.041	38.803	40.018	40.168	40.287	40.063	39.773

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Passività emesse dalle IFM con scadenza inferiore ai due anni e passività emesse da altri settori con scadenza inferiore all'anno.

3.4 Società non finanziarie

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri; consistenze a fine periodo)

	2007	2008	2009	1° trim. 2010-4° trim. 2010	2° trim. 2010-1° trim. 2011	3° trim. 2010-2° trim. 2011	4° trim. 2010-3° trim. 2011	1° trim. 2011-4° trim. 2011
Reddito e risparmio								
Valore aggiunto lordo (+)	4.648	4.759	4.497	4.635	4.684	4.730	4.769	4.792
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.711	2.833	2.776	2.807	2.830	2.859	2.884	2.906
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-)	49	46	39	33	34	37	40	41
= **Margine operativo lordo** (+)	1.888	1.880	1.682	1.794	1.820	1.835	1.845	1.845
Consumo di capitale fisso (-)	726	767	784	803	810	816	820	824
= **Margine operativo netto** (+)	1.162	1.113	899	991	1.010	1.019	1.025	1.021
Redditi da capitale attivi (+)	639	637	549	552	554	572	577	572
Interessi attivi	218	239	174	157	161	168	175	181
Altri redditi da capitale	421	398	376	395	393	404	402	391
Interest and rents payable (-)	366	421	299	263	270	281	292	301
= **Reddito lordo di impresa** (+)	1.436	1.329	1.149	1.280	1.295	1.310	1.311	1.292
Utili distribuiti (-)	1.005	1.027	936	944	959	964	974	977
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	248	236	152	168	176	179	184	190
Contributi sociali da riscuotere (+)	64	68	70	69	70	70	71	71
Prestazioni sociali da erogare (-)	63	65	68	69	70	70	70	70
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	43	48	47	46	46	44	44	45
= **Risparmio netto**	141	21	17	123	114	124	109	82
Investimento, finanziamento e risparmio								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	409	369	78	159	191	200	210	210
Investimenti fissi lordi (+)	1.058	1.077	911	944	963	976	988	996
Consumo di capitale fisso (-)	726	767	784	803	810	816	820	824
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	77	60	-50	18	37	39	43	39
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	167	72	91	43	28	41	-2	-33
Banconote, monete e depositi	153	15	87	67	63	66	45	0
Partecipazioni in fondi comuni monetari	-20	33	40	-23	-27	-27	-43	-44
Titoli di debito [1]	34	24	-35	-2	-7	2	-4	10
Attività a lungo	763	664	242	471	480	544	559	554
Depositi	-8	39	0	12	23	22	24	53
Titoli di debito	51	-42	18	-9	2	14	17	23
Azioni e altre partecipazioni	412	331	110	238	249	304	321	275
Altri prestiti (in prevalenza intragruppo)	308	336	114	230	206	204	197	203
Restanti attività nette (+)	209	-27	56	-35	-32	-41	-66	-111
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Debito	928	664	79	181	209	280	261	243
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	538	394	-113	-11	27	75	79	50
di cui: titoli di debito	32	48	88	65	44	43	48	46
Azioni e altre partecipazioni	413	315	284	260	272	271	266	232
Azioni quotate	62	5	58	31	30	28	29	28
Azioni non quotate e altre partecipazioni	350	310	227	229	242	242	237	203
Trasferimenti netti di capitali attivi (-)	69	74	83	73	70	68	66	65
= **Risparmio netto**	141	21	17	123	114	124	109	82
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie								
Attività a breve	1.788	1.879	1.959	1.992	1.958	1.946	1.944	1.968
Banconote, monete e depositi	1.507	1.538	1.631	1.693	1.668	1.674	1.680	1.704
Partecipazioni in fondi comuni monetari	163	192	214	192	183	171	158	146
Titoli di debito [1]	118	149	114	107	107	102	107	118
Attività a lungo	10.813	9.370	10.282	10.953	11.134	11.268	10.604	10.910
Depositi	213	255	232	258	237	239	254	278
Titoli di debito	230	180	195	197	219	215	216	240
Azioni e altre partecipazioni	8.026	6.278	7.075	7.474	7.625	7.706	6.950	7.153
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	2.344	2.657	2.779	3.024	3.052	3.108	3.184	3.239
Restanti attività nette	253	204	190	41	141	92	86	96
Passività								
Debito	8.644	9.326	9.423	9.588	9.655	9.761	9.837	9.849
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	4.465	4.870	4.711	4.695	4.726	4.751	4.766	4.725
di cui: titoli di debito	647	702	824	882	859	878	921	927
Azioni e altre partecipazioni	14.376	11.123	12.436	13.148	13.427	13.417	11.955	12.205
Azioni quotate	5.068	2.941	3.502	3.813	3.923	3.914	3.142	3.300
Azioni non quotate e altre partecipazioni	9.308	8.182	8.934	9.334	9.504	9.503	8.813	8.905

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

3.5 Società di assicurazione e fondi pensione

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri, consistenze a fine periodo)

	2007	2008	2009	1° trim. 2010-4° trim. 2010	2° trim. 2010-1° trim. 2011	3° trim. 2010-2° trim. 2011	4° trim. 2010-3° trim. 2011	1° trim. 2011-4° trim. 2011
Conto finanziario, transazioni finanziarie								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	22	73	-48	-19	-24	-35	2	50
Banconote, monete e depositi	7	57	-33	-9	-9	-15	5	16
Partecipazioni in fondi comuni monetari	4	12	0	-17	-24	-23	-12	11
Titoli di debito [1]	11	3	-14	7	9	3	9	23
Attività a lungo	240	119	286	282	246	268	220	100
Depositi	47	-9	19	-8	8	11	17	10
Titoli di debito	108	72	105	180	144	128	69	3
Prestiti	-15	25	6	26	19	22	14	4
Azioni quotate	21	-10	-57	13	16	16	11	7
Azioni non quotate e altre partecipazioni	14	16	-15	1	4	5	12	-4
Quote di fondi comuni di investimento	64	25	229	70	56	86	98	81
Restanti attività finanziarie (+)	2	13	24	20	2	-47	-48	-37
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Titoli di debito	3	4	5	0	0	2	3	3
Prestiti	-2	32	-2	11	17	13	8	7
Azioni e altre partecipazioni	3	8	4	7	6	1	1	1
Riserve tecniche di assicurazione	247	121	234	273	217	180	139	103
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	224	119	230	249	197	168	132	103
Riserve premi e riserve sinistri	22	1	4	24	21	12	7	-1
= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni	13	40	21	-7	-16	-11	23	-1
Conto delle altre variazioni								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	-9	-515	207	99	33	60	-122	-113
Altre attività nette	-32	53	27	-13	-63	-44	-62	33
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	-21	-172	12	-10	-8	12	-43	-44
Riserve tecniche di assicurazione	28	-254	186	107	40	50	-31	41
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	16	-244	183	107	42	55	-30	40
Riserve premi e riserve sinistri	12	-10	3	0	-2	-5	-2	0
= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta	-47	-35	37	-12	-62	-46	-110	-76
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	318	393	340	326	319	319	350	361
Banconote, monete e depositi	163	224	195	190	181	181	199	193
Partecipazioni in fondi comuni monetari	91	101	93	77	75	75	81	87
Titoli di debito [1]	63	67	51	58	63	63	70	81
Attività a lungo	5.470	5.080	5.650	6.015	6.069	6.100	5.993	5.974
Depositi	594	599	617	611	624	624	624	617
Titoli di debito	2.202	2.265	2.441	2.604	2.617	2.631	2.634	2.581
Prestiti	410	433	437	463	462	467	464	467
Azioni quotate	750	491	523	563	576	570	518	530
Azioni non quotate e altre partecipazioni	348	321	301	293	292	290	290	283
Quote di fondi comuni di investimento	1.166	971	1.331	1.481	1.497	1.517	1.463	1.496
Restanti attività finanziarie (+)	174	237	212	242	252	239	268	274
Passività (-)								
Titoli di debito	20	23	31	33	31	33	32	31
Prestiti	244	281	273	293	297	300	308	297
Azioni e altre partecipazioni	580	416	432	429	445	429	382	386
Riserve tecniche di assicurazione	5.290	5.156	5.576	5.957	6.013	6.035	6.039	6.100
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	4.481	4.356	4.769	5.126	5.168	5.196	5.203	5.269
Riserve premi e riserve sinistri	809	800	807	831	844	839	836	830
= Ricchezza finanziaria netta	-173	-168	-110	-129	-146	-141	-150	-206

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

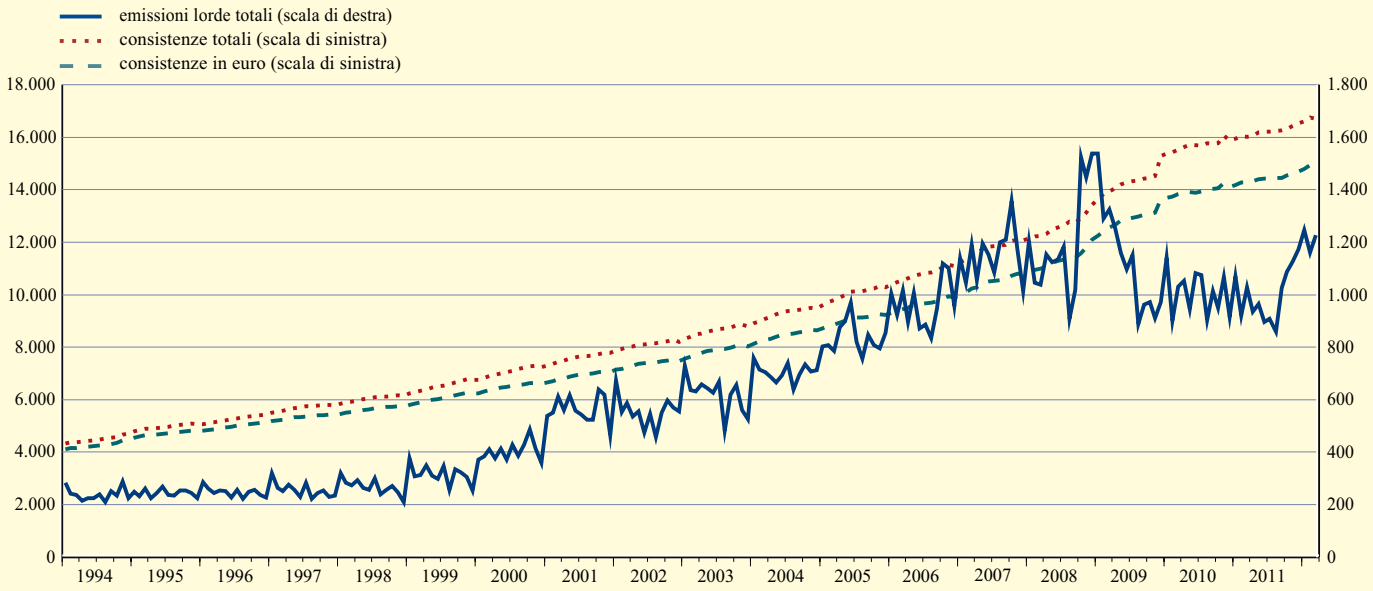
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

(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								
				In euro			In tutte le valute					
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati [2] Emissioni nette	Dati destagionalizzati [2] Tassi di crescita sui sei mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2011 mar.	16.463,9	986,9	-2,4	14.269,8	919,9	-9,7	16.015,3	1.028,0	-0,5	3,3	9,0	3,5
apr.	16.484,6	889,7	21,4	14.316,7	850,3	47,5	16.041,2	934,9	50,9	3,2	25,0	3,3
mag.	16.587,9	922,6	101,6	14.409,3	866,0	91,0	16.189,6	963,8	118,1	3,6	41,7	1,8
giu.	16.619,3	852,3	31,4	14.432,1	800,4	22,7	16.205,9	897,3	23,3	3,8	49,5	3,2
lug.	16.589,6	852,6	-30,3	14.422,4	825,3	-10,4	16.219,4	907,2	-11,1	3,6	14,4	2,4
ago.	16.621,2	808,3	31,9	14.454,9	773,9	32,8	16.228,7	859,8	20,5	3,2	49,2	2,4
set.	16.652,6	1.002,0	31,8	14.460,0	926,1	5,6	16.273,4	1.026,6	7,4	3,3	59,8	3,0
ott.	16.703,5	1.034,5	51,6	14.538,4	992,9	79,1	16.316,9	1.086,5	69,5	3,3	59,3	3,4
nov.	16.786,3	1.061,8	82,2	14.628,6	1.014,6	89,3	16.443,7	1.125,8	97,5	2,4	8,8	3,0
dic.	16.850,5	1.125,0	64,2	14.691,6	1.082,6	63,0	16.533,9	1.173,8	61,8	4,0	187,5	4,7
2012 gen.	16.957,7	1.190,6	107,3	14.790,5	1.117,4	99,1	16.616,1	1.246,5	91,6	3,9	77,6	5,5
feb.	17.141,1	1.116,2	174,0	14.934,5	1.043,4	144,5	16.759,7	1.160,7	162,1	4,3	107,6	6,2
mar.	17.115,7	1.200,2	69,4	14.843,8	1.091,3	3,5	16.711,6	1.225,8	41,7	4,6	51,1	6,1
	A lungo termine											
2011 mar.	15.030,8	313,5	10,1	12.928,3	277,4	16,7	14.460,8	311,7	14,1	4,2	19,6	5,1
apr.	15.084,2	303,3	53,7	12.992,6	278,4	64,6	14.507,1	308,9	67,8	4,2	48,4	4,8
mag.	15.160,4	275,9	75,0	13.060,3	243,5	66,6	14.612,8	266,5	80,2	4,4	14,9	3,4
giu.	15.212,3	259,5	51,4	13.110,3	228,2	49,4	14.660,5	257,1	52,5	4,6	42,7	3,7
lug.	15.194,1	203,3	-20,4	13.099,3	192,1	-13,3	14.671,9	213,8	-12,8	4,4	25,9	2,7
ago.	15.190,4	123,1	-3,7	13.099,8	113,5	0,5	14.653,4	123,5	-8,1	4,0	29,9	2,5
set.	15.180,7	229,2	-9,0	13.086,4	189,8	-12,7	14.680,7	213,9	-5,4	4,0	41,3	2,8
ott.	15.254,1	278,3	75,4	13.165,8	250,9	81,4	14.726,6	268,0	69,8	4,0	73,8	3,2
nov.	15.324,6	210,8	70,2	13.247,3	191,6	81,0	14.843,5	212,2	91,3	3,3	8,6	3,1
dic.	15.375,0	237,5	49,3	13.311,7	228,2	63,3	14.934,6	245,9	65,5	4,0	135,5	4,4
2012 gen.	15.472,3	347,7	97,7	13.385,7	301,8	74,5	14.990,0	330,8	63,3	4,0	89,9	5,2
feb.	15.636,9	347,8	154,3	13.518,8	305,3	132,6	15.117,6	336,0	143,3	4,3	92,6	6,1
mar.	15.608,5	355,9	66,9	13.446,9	282,3	22,9	15.072,7	332,6	47,6	4,5	51,1	6,2

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

(miliardi di euro)



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

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

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

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

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

1. Consistenze ed emissioni lorde

	Consistenze						Emissioni lorde [1]					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministra-zioni centrali	Altre ammini-strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministra-zioni centrali	Altre ammini-strazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2010	15.873	5.246	3.291	851	5.932	554	1.007	625	80	69	205	29
2011	16.534	5.530	3.295	868	6.216	624	1.000	609	98	62	191	39
2011 2° trim.	16.206	5.364	3.246	833	6.167	597	932	551	86	60	192	43
3° trim.	16.273	5.426	3.227	854	6.160	607	931	580	79	60	180	33
4° trim.	16.534	5.530	3.295	868	6.216	624	1.129	714	136	70	172	36
2012 1° trim.	16.712	5.635	3.299	900	6.207	670	1.211	765	105	70	223	49
2011 dic.	16.534	5.530	3.295	868	6.216	624	1.174	785	157	60	139	34
2012 gen.	16.616	5.541	3.293	878	6.271	633	1.246	764	118	65	249	51
feb.	16.760	5.605	3.303	883	6.314	654	1.161	742	82	65	218	53
mar.	16.712	5.635	3.299	900	6.207	670	1.226	788	116	79	202	41
	A breve termine											
2010	1.540	572	122	67	724	54	759	534	34	57	115	19
2011	1.599	702	110	77	634	77	747	511	47	53	107	29
2011 2° trim.	1.545	582	124	72	702	65	654	440	31	51	102	32
3° trim.	1.593	613	113	83	712	72	747	512	42	53	114	26
4° trim.	1.599	702	110	77	634	77	887	629	75	60	94	28
2012 1° trim.	1.639	713	115	81	640	91	878	609	61	54	124	29
2011 dic.	1.599	702	110	77	634	77	928	679	89	52	78	29
2012 gen.	1.626	709	109	80	649	79	916	622	67	53	139	34
feb.	1.642	716	117	82	644	83	825	572	52	53	122	27
mar.	1.639	713	115	81	640	91	893	633	64	57	113	26
	A lungo termine [2]											
2010	14.332	4.674	3.168	784	5.207	499	248	91	46	12	90	9
2011	14.935	4.827	3.185	792	5.583	547	252	98	51	9	84	10
2011 2° trim.	14.660	4.781	3.123	760	5.465	532	277	111	55	9	90	12
3° trim.	14.681	4.813	3.114	771	5.448	535	184	67	36	7	66	7
4° trim.	14.935	4.827	3.185	792	5.583	547	242	85	61	10	78	8
2012 1° trim.	15.073	4.922	3.184	820	5.567	580	333	156	44	16	98	20
2011 dic.	14.935	4.827	3.185	792	5.583	547	246	106	67	8	61	4
2012 gen.	14.990	4.833	3.183	798	5.622	554	331	141	51	12	110	17
feb.	15.118	4.889	3.186	802	5.671	571	336	171	30	12	97	27
mar.	15.073	4.922	3.184	820	5.567	580	333	155	52	22	89	15
	di cui: a lungo termine con tasso fisso											
2010	9.479	2.633	1.099	672	4.697	377	156	50	13	10	77	6
2011	10.029	2.777	1.151	698	4.994	408	151	54	12	8	70	7
2011 2° trim.	9.864	2.743	1.141	667	4.912	401	173	62	20	8	74	8
3° trim.	9.889	2.773	1.149	679	4.887	400	112	35	8	6	58	5
4° trim.	10.029	2.777	1.151	698	4.994	408	123	41	7	9	61	5
2012 1° trim.	10.209	2.891	1.169	725	5.003	421	228	103	17	14	83	11
2011 dic.	10.029	2.777	1.151	698	4.994	408	119	48	8	7	53	3
2012 gen.	10.092	2.799	1.158	704	5.021	409	218	96	16	11	86	9
feb.	10.213	2.845	1.166	708	5.076	417	241	107	18	12	88	16
mar.	10.209	2.891	1.169	725	5.003	421	226	106	17	20	75	7
	di cui: a lungo termine con tasso variabile											
2010	4.383	1.761	1.964	106	432	121	78	34	29	1	10	4
2011	4.403	1.781	1.881	90	513	139	84	37	32	1	11	3
2011 2° trim.	4.296	1.765	1.836	89	477	129	84	42	23	1	13	4
3° trim.	4.286	1.767	1.806	88	491	133	56	26	21	0	5	3
4° trim.	4.403	1.781	1.881	90	513	139	106	36	51	1	15	3
2012 1° trim.	4.353	1.764	1.855	92	486	156	89	45	23	1	10	8
2011 dic.	4.403	1.781	1.881	90	513	139	117	53	55	1	7	1
2012 gen.	4.389	1.766	1.870	90	519	143	92	37	30	1	16	8
feb.	4.398	1.775	1.862	90	520	151	81	56	11	0	5	10
mar.	4.353	1.764	1.855	92	486	156	92	42	30	2	11	7

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

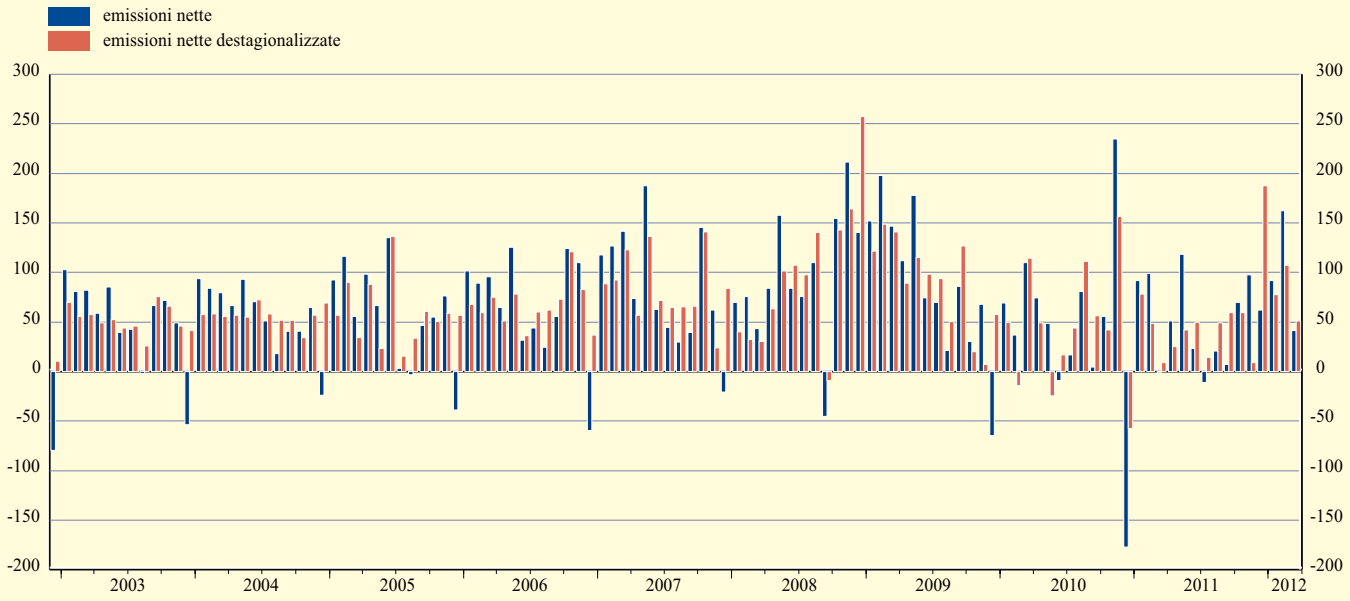
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

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 finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2010	45,4	-1,2	4,7	5,0	31,6	5,3	45,3	-1,4	4,8	5,0	31,8	5,1
2011	52,3	22,7	-3,0	3,7	23,4	5,6	52,6	23,1	-2,8	3,8	23,1	5,3
2011 2° trim.	64,1	5,2	-2,3	2,7	47,5	11,0	38,7	0,8	-7,5	-0,2	34,2	11,5
3° trim.	5,6	12,8	-10,0	4,5	-3,8	2,0	41,1	20,4	5,2	6,2	5,6	3,7
4° trim.	76,3	29,7	20,9	3,2	17,6	4,9	85,2	47,1	-4,6	6,4	36,1	0,3
2012 1° trim.	98,4	39,0	2,5	11,7	29,3	15,9	78,7	17,8	18,2	9,9	14,5	18,4
2011 dic.	61,8	58,2	23,8	-5,8	-15,6	1,3	187,5	109,9	11,3	5,4	65,2	-4,2
2012 gen.	91,6	16,8	-1,0	10,9	55,5	9,4	77,6	-7,2	18,6	7,2	39,3	19,7
feb.	162,1	74,2	13,7	7,5	45,0	21,8	107,6	40,9	22,7	5,3	16,3	22,3
mar.	41,7	26,0	-5,1	16,8	-12,6	16,5	51,1	19,7	13,3	17,1	-12,3	13,3
	A lungo termine											
2010	54,0	1,9	2,0	5,3	41,3	3,5	54,3	2,0	2,2	5,3	41,4	3,5
2011	47,9	12,0	-1,8	2,7	31,0	3,9	48,4	12,2	-1,6	2,8	31,1	3,9
2011 2° trim.	66,8	16,9	-5,7	2,4	46,7	6,5	35,3	5,8	-10,0	-0,6	35,1	5,0
3° trim.	-8,8	3,1	-6,4	0,9	-6,9	0,6	32,4	10,9	7,4	2,2	9,1	2,7
4° trim.	75,5	0,8	22,0	5,4	43,8	3,6	72,6	14,9	-1,5	7,0	48,9	3,2
2012 1° trim.	84,7	35,2	0,7	10,4	27,3	11,1	77,9	24,4	14,7	10,5	17,4	10,8
2011 dic.	65,5	9,5	19,1	1,2	36,6	-0,8	135,5	40,7	9,8	5,4	80,5	-0,9
2012 gen.	63,3	9,2	-0,6	7,5	40,7	6,6	89,9	5,8	20,6	9,1	46,0	8,4
feb.	143,3	64,3	5,9	5,8	49,7	17,7	92,6	39,2	9,6	4,6	20,3	18,9
mar.	47,6	32,1	-3,3	18,0	-8,4	9,1	51,1	28,3	13,9	17,8	-14,1	5,2

F16 Emissioni nette di titoli non azionari: dati destagionalizzati e non destagionalizzati

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



Fonte: BCE.

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

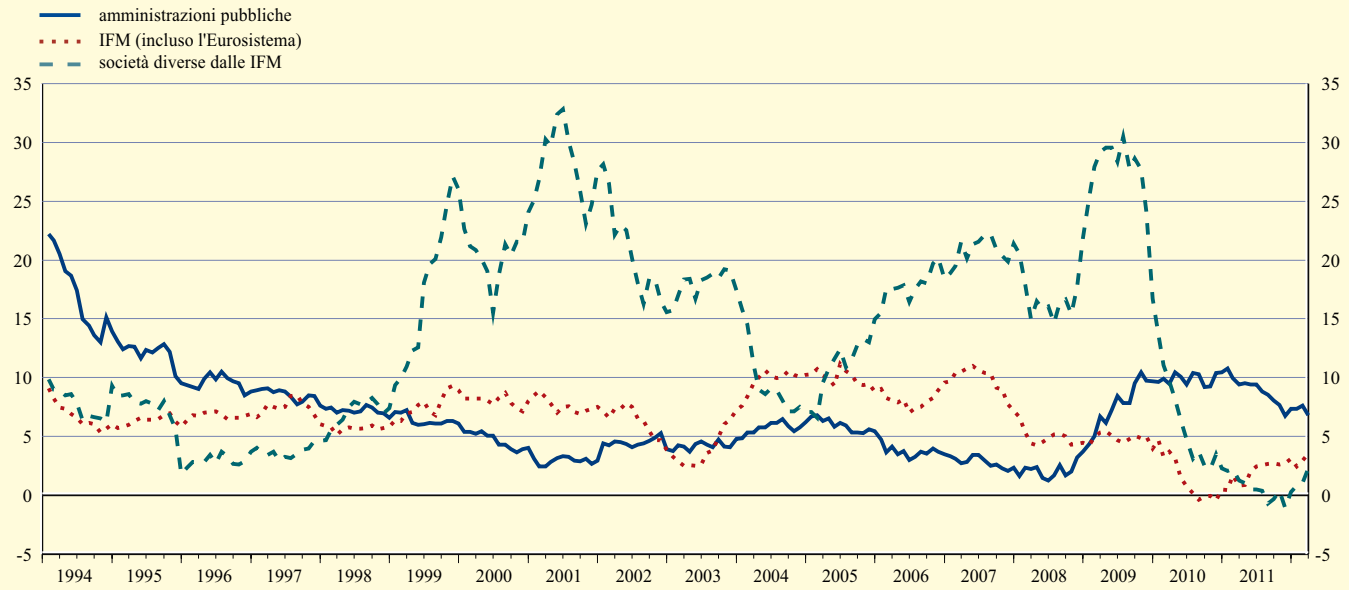
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro [1)]

(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2011 mar.	3,3	0,8	1,1	4,8	5,9	14,5	3,5	2,2	-1,1	5,2	6,3	12,1
apr.	3,2	0,4	1,0	3,4	6,0	14,6	3,3	2,9	-0,8	2,5	5,3	12,3
mag.	3,6	1,7	0,2	4,3	6,1	17,4	1,8	3,0	-4,2	3,7	2,7	15,8
giu.	3,8	1,8	0,4	4,2	6,5	16,1	3,2	2,8	-2,1	1,8	5,2	20,1
lug.	3,6	1,8	0,3	4,9	6,2	13,3	2,4	1,2	-3,0	2,9	5,1	16,0
ago.	3,2	2,0	-1,3	5,2	5,6	15,3	2,4	1,3	-3,9	4,4	4,9	22,0
set.	3,3	2,4	-0,7	4,8	5,1	14,2	3,0	2,4	-0,4	4,4	4,0	16,8
ott.	3,3	2,9	-0,3	4,7	4,7	12,8	3,4	3,0	0,3	7,1	4,2	12,9
nov.	2,4	3,2	-2,3	5,1	3,0	13,6	3,0	3,4	-0,5	6,5	3,4	11,0
dic.	4,0	5,2	-1,1	5,4	4,7	12,1	4,7	7,7	0,1	9,3	4,1	4,0
2012 gen.	3,9	4,4	-0,8	6,2	4,8	15,4	5,5	7,6	1,4	9,6	4,5	14,9
feb.	4,3	4,5	-0,1	6,6	4,8	19,8	6,2	7,8	3,9	8,8	4,7	17,7
mar.	4,6	4,8	1,0	8,0	4,5	17,9	6,1	7,3	2,5	11,7	5,0	19,1
	A lungo termine											
2011 mar.	4,2	0,8	0,2	5,7	9,4	9,0	5,1	3,3	-2,1	5,6	11,0	9,4
apr.	4,2	0,9	0,1	5,0	9,5	9,5	4,8	3,4	-1,6	4,0	10,0	8,7
mag.	4,4	2,0	-0,6	5,2	9,1	12,1	3,4	3,6	-4,9	3,1	7,9	11,0
giu.	4,6	2,4	-0,4	4,4	9,4	9,4	3,7	2,9	-2,3	1,5	7,8	11,9
lug.	4,4	2,6	-0,6	4,8	8,7	9,8	2,7	1,4	-3,0	2,1	6,6	12,2
ago.	4,0	2,7	-1,9	4,4	8,4	10,2	2,5	1,2	-3,9	2,8	6,8	12,1
set.	4,0	2,7	-1,2	3,4	7,9	9,4	2,8	2,1	-0,5	1,3	5,0	9,3
ott.	4,0	2,6	-0,4	3,5	7,6	8,7	3,2	1,8	0,9	3,0	5,3	8,5
nov.	3,3	2,7	-2,3	4,0	6,4	10,0	3,1	1,9	0,2	4,8	4,9	9,1
dic.	4,0	3,1	-0,7	4,4	7,2	9,4	4,4	3,3	1,1	7,4	6,5	6,9
2012 gen.	4,0	2,4	-0,3	5,7	7,0	11,1	5,2	3,5	2,5	9,4	7,3	10,1
feb.	4,3	2,9	-0,1	6,0	7,0	13,5	6,1	4,7	3,9	9,4	7,3	15,2
mar.	4,5	3,5	1,0	7,5	6,2	12,7	6,2	5,0	2,5	14,1	7,4	16,3

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

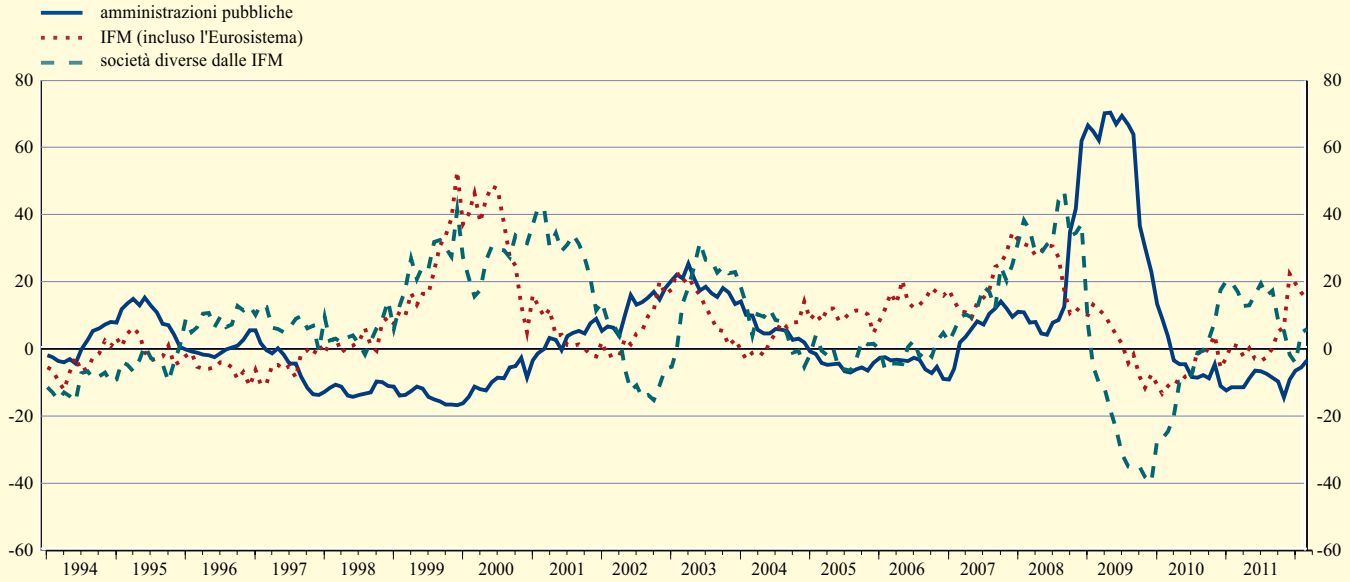
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro [1] (continua)

(variazioni percentuali)

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
	Tutte le valute											
2010	8,8	5,7	6,4	19,7	9,9	8,8	-0,6	-4,0	0,7	-2,0	6,4	27,5
2011	6,4	5,0	3,4	6,3	7,8	7,6	-0,7	-1,4	-5,4	-1,9	22,3	16,1
2011 2° trim.	6,5	4,6	3,7	6,4	8,2	7,9	-0,5	-2,0	-4,7	-1,5	23,5	18,4
3° trim.	6,6	6,3	4,2	5,2	7,4	8,9	-1,5	-1,3	-7,8	-2,3	25,7	13,0
4° trim.	5,6	5,7	2,6	4,5	6,1	8,1	-1,1	-0,5	-7,0	-2,6	21,0	13,9
2012 1° trim.	5,8	5,7	2,1	6,4	6,4	9,0	0,1	0,2	-4,7	-0,9	15,3	21,5
2011 ott.	5,7	5,8	3,5	4,2	6,2	7,5	-0,7	-1,0	-6,4	-2,9	25,8	12,7
nov.	5,2	5,2	1,6	4,6	5,8	8,5	-1,8	0,0	-8,0	-2,3	14,6	15,1
dic.	5,5	5,7	0,9	5,0	6,3	8,0	0,2	0,3	-4,8	-1,0	18,7	14,3
2012 gen.	5,6	5,3	2,0	6,4	6,4	8,7	-0,3	-0,5	-4,9	-0,9	15,6	19,3
feb.	6,1	5,7	3,0	6,5	6,7	10,1	0,0	0,4	-5,3	-0,8	15,3	24,4
mar.	5,9	6,5	2,2	8,0	5,9	8,3	0,9	0,9	-3,2	-0,9	11,4	27,0
	Euro											
2010	9,1	5,6	7,4	20,1	10,0	8,3	-0,4	-3,3	0,4	-2,5	5,9	26,2
2011	6,5	4,2	3,6	6,6	8,1	7,2	-0,2	0,0	-6,0	-2,9	22,2	15,3
2011 2° trim.	6,6	3,8	4,0	6,5	8,5	7,3	0,3	-0,6	-4,8	-2,7	23,5	18,1
3° trim.	6,7	5,5	4,4	5,9	7,6	8,6	-1,2	-0,2	-8,6	-3,5	25,6	11,1
4° trim.	5,7	5,5	2,6	4,7	6,4	8,5	-0,7	0,9	-7,8	-3,6	20,8	12,3
2012 1° trim.	6,2	6,0	2,6	6,3	6,6	9,8	0,7	2,1	-5,3	-2,1	15,0	20,2
2011 ott.	5,8	5,4	3,5	4,5	6,4	8,2	-0,2	0,5	-7,0	-4,0	25,6	10,9
nov.	5,5	5,3	1,8	4,7	6,1	9,0	-1,4	1,5	-8,5	-3,4	14,3	13,7
dic.	5,7	5,7	0,8	5,0	6,5	8,6	0,4	1,8	-5,8	-2,1	18,4	13,1
2012 gen.	6,1	5,5	2,6	6,1	6,6	10,0	0,5	1,5	-5,2	-2,2	15,3	18,2
feb.	6,4	6,1	3,5	6,1	6,8	10,7	0,8	2,5	-5,6	-2,1	15,1	22,6
mar.	6,2	7,0	2,4	8,3	6,1	9,1	1,1	2,7	-4,7	-2,2	11,3	26,1

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

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

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

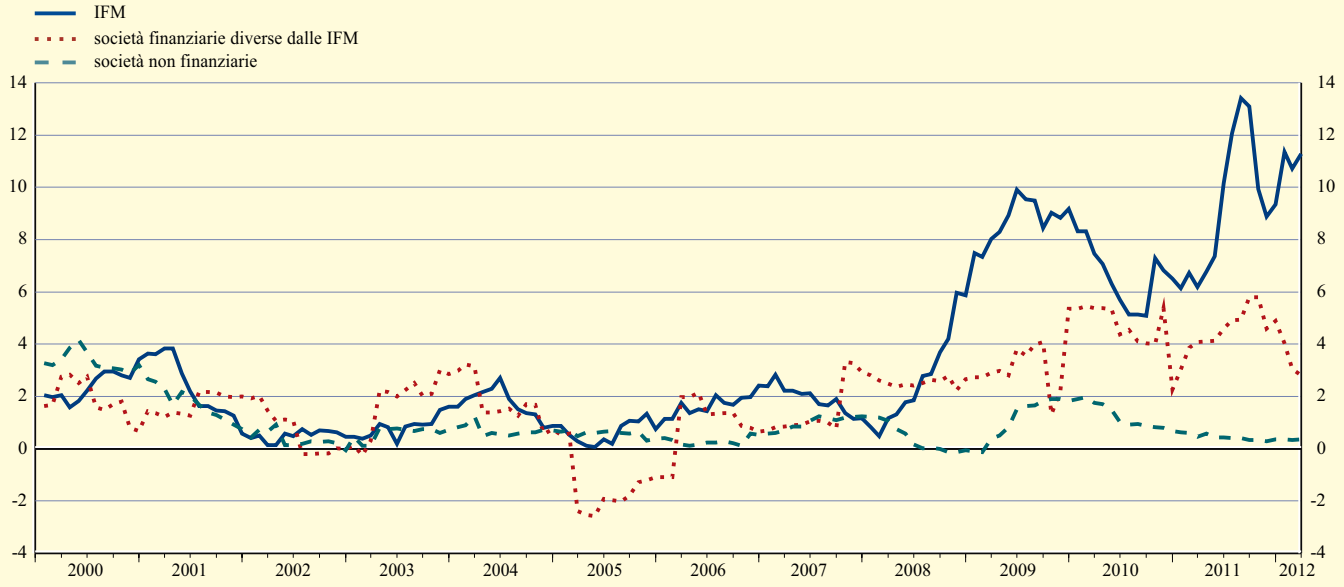
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 2008=100	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2010 mar.	4.474,4	103,4	2,8	543,6	7,5	365,3	5,4	3.565,5	1,8
apr.	4.409,1	103,4	2,7	508,4	7,1	345,8	5,4	3.555,0	1,7
mag.	4.093,4	103,5	2,4	445,9	6,3	322,7	5,3	3.324,8	1,5
giu.	4.054,6	103,7	1,9	446,4	5,7	315,6	4,4	3.292,6	1,0
lug.	4.256,1	103,7	1,7	519,8	5,1	338,1	4,5	3.398,2	0,9
ago.	4.121,2	103,7	1,7	479,3	5,1	314,4	4,1	3.327,5	0,9
set.	4.345,2	103,8	1,6	487,0	5,1	326,6	4,0	3.531,6	0,9
ott.	4.531,0	104,2	1,8	514,4	7,3	333,6	4,0	3.683,0	0,8
nov.	4.413,3	104,4	1,8	437,8	6,8	316,6	5,4	3.658,9	0,8
dic.	4.596,2	104,4	1,4	458,4	6,5	334,0	2,3	3.803,8	0,7
2011 gen.	4.759,8	104,5	1,4	514,3	6,1	365,8	3,0	3.879,7	0,6
feb.	4.845,8	104,7	1,5	535,0	6,7	379,0	3,9	3.931,9	0,6
mar.	4.767,3	104,8	1,4	491,7	6,2	363,3	4,1	3.912,4	0,5
apr.	4.891,8	105,0	1,5	497,5	6,8	371,5	4,1	4.022,7	0,6
mag.	4.777,5	105,0	1,4	475,9	7,4	356,3	4,1	3.945,3	0,4
giu.	4.722,7	105,5	1,7	491,6	10,2	350,6	4,6	3.880,5	0,4
lug.	4.504,3	105,7	1,9	458,8	12,1	325,6	4,9	3.720,0	0,4
ago.	3.975,3	105,9	2,0	383,0	13,4	281,7	4,9	3.310,6	0,4
set.	3.749,2	105,9	2,0	350,7	13,1	264,4	5,8	3.134,2	0,3
ott.	4.043,3	105,9	1,7	360,6	9,9	288,0	5,8	3.394,7	0,3
nov.	3.892,8	105,9	1,4	330,0	8,9	271,5	4,6	3.291,3	0,3
dic.	3.906,3	106,1	1,6	339,6	9,3	270,7	4,9	3.296,0	0,3
2012 gen.	4.120,5	106,3	1,7	375,8	11,3	298,1	4,0	3.446,7	0,4
feb.	4.285,7	106,3	1,5	395,0	10,7	311,3	3,1	3.579,4	0,3
mar.	4.271,5	106,4	1,6	373,3	11,3	311,1	2,8	3.587,1	0,4

F19 Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

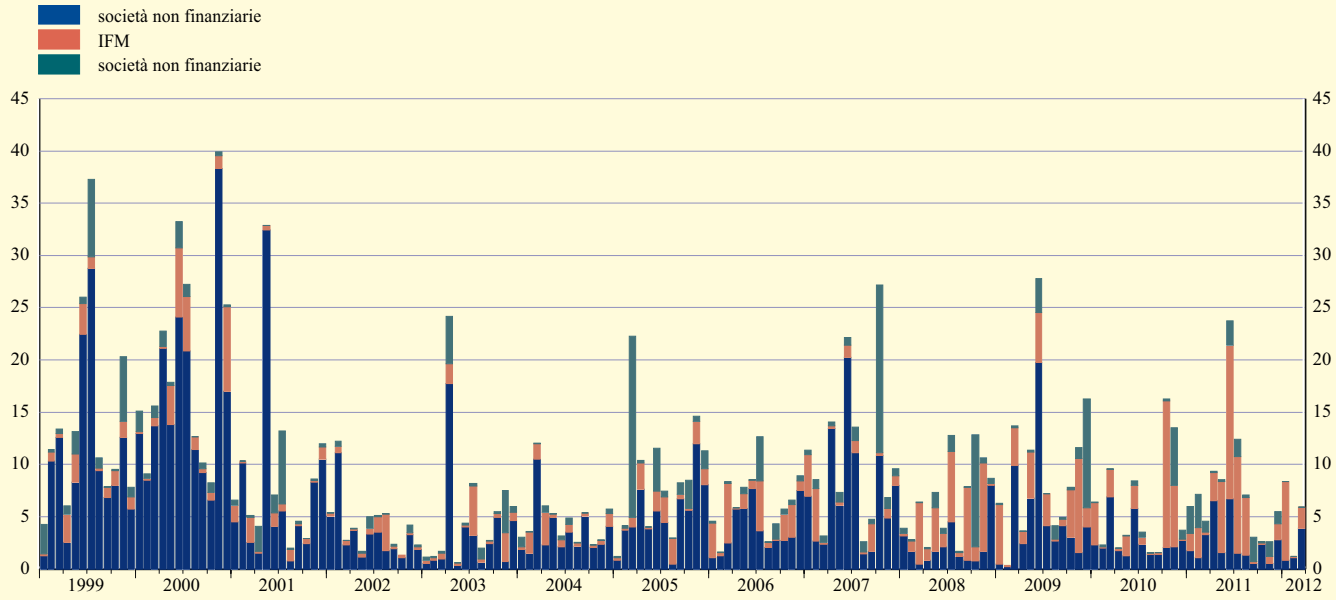
1) Per i dettagli del calcolo dell'indice e dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche.

4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro
(miliardi di euro; valori di mercato)

2. Transazioni nel mese

	Totale			IFM			Società finanziarie diverse dalle IFM			Società non finanziarie		
	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2010 mar.	9,6	0,6	9,0	2,6	0,0	2,6	0,1	0,0	0,1	6,9	0,6	6,3
apr.	1,8	0,4	1,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8	0,3	1,5
mag.	3,2	0,8	2,4	1,9	0,0	1,9	0,1	0,0	0,1	1,3	0,8	0,4
giu.	8,4	0,4	8,0	2,2	0,0	2,2	0,4	0,0	0,4	5,8	0,4	5,4
lug.	3,6	0,8	2,7	0,7	0,0	0,7	0,5	0,0	0,5	2,4	0,8	1,6
ago.	1,4	1,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4	1,2	0,2
set.	1,6	0,2	1,4	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	1,4	0,2	1,2
ott.	16,3	0,2	16,0	14,0	0,0	14,0	0,2	0,1	0,1	2,0	0,2	1,9
nov.	13,5	1,5	12,0	5,9	0,0	5,9	5,5	0,1	5,4	2,1	1,4	0,7
dic.	3,7	3,5	0,2	0,2	0,0	0,2	0,9	0,3	0,5	2,7	3,2	-0,5
2011 gen.	6,0	1,3	4,7	1,6	0,0	1,6	2,6	0,0	2,6	1,8	1,3	0,5
feb.	7,1	0,2	6,9	2,9	0,0	2,9	3,2	0,0	3,2	1,1	0,2	0,8
mar.	4,4	1,0	3,5	0,1	0,0	0,1	1,0	0,2	0,8	3,3	0,7	2,6
apr.	9,4	0,5	8,8	2,7	0,0	2,7	0,1	0,0	0,1	6,5	0,5	6,0
mag.	8,6	8,8	-0,2	6,8	2,1	4,6	0,2	0,0	0,2	1,6	6,6	-5,0
giu.	23,7	1,3	22,5	14,7	0,0	14,7	2,3	0,3	2,0	6,7	1,0	5,7
lug.	12,4	0,7	11,7	9,3	0,0	9,3	1,6	0,0	1,6	1,5	0,7	0,8
ago.	7,1	1,1	6,0	5,5	0,0	5,5	0,3	0,2	0,1	1,3	0,9	0,4
set.	2,9	2,9	0,0	0,0	0,9	-0,9	2,3	0,0	2,3	0,5	2,0	-1,4
ott.	2,4	0,4	2,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	2,3	0,4	1,9
nov.	2,6	1,5	1,1	0,7	0,0	0,7	1,4	0,0	1,4	0,5	1,5	-1,0
dic.	5,5	1,0	4,5	1,5	0,0	1,5	1,2	0,0	1,2	2,8	1,0	1,8
2012 gen.	8,3	0,4	7,9	7,5	0,0	7,5	0,0	0,1	-0,1	0,9	0,3	0,5
feb.	1,1	1,4	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	1,0	1,2	-0,1
mar.	5,9	0,7	5,2	2,0	0,0	2,0	0,0	0,1	-0,1	3,9	0,6	3,3

F20 Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente
(miliardi di euro; transazioni del mese; valori di mercato)



Fonte: BCE.

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

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

1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso [2)]		A vista	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2011 mag.	0,49	2,52	2,96	3,07	1,65	1,91	0,63	1,65	2,78	3,08	1,30
giu.	0,49	2,58	3,25	3,15	1,67	1,92	0,67	1,78	2,82	2,94	1,47
lug.	0,52	2,74	3,16	3,10	1,67	1,93	0,66	1,77	2,66	3,03	1,41
ago.	0,54	2,73	3,16	2,99	1,74	1,93	0,68	1,64	2,69	2,99	1,42
set.	0,55	2,73	3,15	2,92	1,76	1,94	0,69	1,71	2,72	2,79	1,47
ott.	0,55	2,88	3,17	3,14	1,77	1,96	0,69	1,67	2,74	3,23	1,65
nov.	0,55	2,78	3,08	3,03	1,78	1,96	0,66	1,46	2,61	2,85	1,62
dic.	0,54	2,78	3,20	3,06	1,79	1,97	0,65	1,50	2,76	2,90	1,38
2012 gen.	0,53	2,94	3,48	3,15	1,81	1,96	0,61	1,27	2,95	2,92	1,23
feb.	0,52	2,90	3,38	3,16	1,81	1,96	0,59	1,22	2,96	3,01	1,05
mar.	0,51	2,88	3,04	3,03	1,79	1,95	0,59	1,25	2,75	2,98	0,97
apr.	0,49	2,82	2,92	2,84	1,76	1,95	0,55	1,09	2,70	3,07	1,28

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

	Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Debiti da carte di credito *revolving* [3)]	Credito al consumo				Prestiti per acquisto di abitazione					Prestiti a imprese individuali e a società di persone		
			Periodo iniziale di determinazione del tasso			(TAEG) [4)]	Periodo iniziale di determinazione del tasso				(TAEG) [4)]	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
2011 mag.	8,19	16,91	5,35	6,37	7,99	7,49	3,23	4,01	4,30	4,18	4,09	3,75	4,81	4,60
giu.	8,24	16,95	5,37	6,47	7,87	7,42	3,26	4,04	4,29	4,18	4,09	3,82	4,78	4,62
lug.	8,28	16,94	5,13	6,53	7,98	7,43	3,33	4,02	4,26	4,19	4,10	3,83	4,82	4,60
ago.	8,31	17,10	5,34	6,54	7,97	7,57	3,47	3,96	4,20	4,15	4,16	3,95	4,96	4,39
set.	8,41	17,18	5,77	6,57	7,94	7,64	3,41	3,86	4,02	4,02	4,02	3,97	4,86	4,20
ott.	8,43	17,17	5,60	6,53	7,94	7,54	3,44	3,79	3,86	3,94	3,95	3,98	4,76	4,16
nov.	8,41	17,11	5,56	6,47	7,78	7,39	3,43	3,74	3,84	3,94	3,96	4,22	4,93	4,02
dic.	8,37	17,08	5,26	6,44	7,64	7,16	3,49	3,74	3,81	3,95	4,02	4,13	4,84	3,92
2012 gen.	8,46	17,06	5,61	6,58	8,08	7,57	3,50	3,71	3,75	4,03	4,03	3,89	4,76	3,93
feb.	8,41	17,05	5,70	6,58	8,09	7,62	3,44	3,64	3,70	3,95	3,92	3,87	4,71	4,04
mar.	8,39	16,98	5,55	6,44	7,94	7,45	3,31	3,57	3,61	3,91	3,83	3,74	4,74	3,90
apr.	8,26	17,10	5,38	6,31	7,95	7,34	3,20	3,58	3,59	3,95	3,79	3,66	4,68	3,89

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

	Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti fino a 0,25 milioni di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)						Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)					
		Tasso variabile fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 3 anni	oltre 3 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni	Tasso variabile fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 3 anni	oltre 3 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2011 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	2,87	3,45	3,46	3,98	4,09	3,24
ago.	4,49	4,44	4,94	4,85	5,03	4,58	4,35	2,79	3,56	3,64	3,99	3,87	4,06
set.	4,54	4,59	4,94	4,79	4,94	4,46	4,31	2,84	3,44	3,69	3,63	3,64	3,74
ott.	4,61	4,70	5,10	4,86	4,99	4,56	4,27	2,98	3,54	3,78	3,89	3,60	3,71
nov.	4,61	4,77	5,26	4,98	5,10	4,65	4,26	2,80	3,66	3,42	3,92	3,60	3,71
dic.	4,67	4,89	5,15	4,98	5,05	4,58	4,27	3,04	3,74	3,11	3,95	3,73	3,75
2012 gen.	4,64	4,93	5,35	4,78	5,04	4,40	4,33	2,66	3,70	3,06	3,45	2,70	3,80
feb.	4,59	4,86	5,25	4,74	5,02	4,65	4,41	2,50	3,76	3,36	3,89	3,77	3,64
mar.	4,61	4,81	5,17	4,66	5,00	4,63	4,32	2,39	3,43	3,06	3,09	3,37	3,57
apr.	4,47	4,96	5,09	4,61	4,85	4,58	4,39	2,39	3,52	3,43	3,40	3,51	3,59

Fonte: BCE.

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

2) Per questa categoria di strumenti, i dati relativi alle famiglie e alle società non finanziarie devono essere uniti e attribuiti al settore famiglie, dato che le consistenze relative alle società non finanziarie sono trascurabili rispetto a quelle del settore delle famiglie nell'insieme degli Stati membri partecipanti.

3) Questa categoria di strumenti non include debito da carte di credito a saldo, ovvero con concessione di credito a tasso zero nel ciclo di fatturazione.

4) Il tasso annuo effettivo globale (TAEG) copre il costo totale del prestito. Quest'ultimo comprende una componente relativa al tasso d'interesse e una componente relativa ad altre spese (accessorie) come i costi d'istruttoria, d'amministrazione, per la preparazione dei documenti, per le garanzie.

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

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

4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

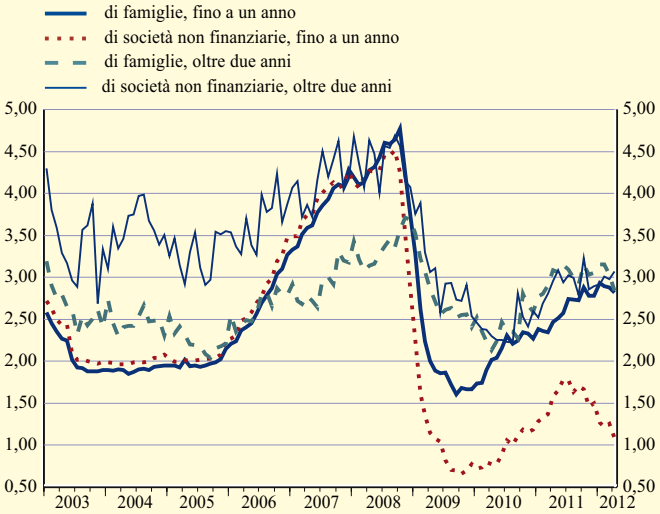
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista [2]	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso [2), 3)]		A vista [2]	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2011 mag.	0,49	2,45	2,74	1,65	1,91	0,63	1,99	3,12	1,76
giu.	0,49	2,49	2,75	1,67	1,92	0,67	2,07	3,11	1,93
lug.	0,52	2,54	2,77	1,67	1,93	0,66	2,13	3,13	1,94
ago.	0,54	2,59	2,77	1,74	1,93	0,68	2,12	3,14	1,97
set.	0,55	2,62	2,79	1,76	1,94	0,69	2,14	3,15	2,07
ott.	0,55	2,66	2,78	1,77	1,96	0,69	2,16	3,14	2,15
nov.	0,55	2,70	2,80	1,78	1,96	0,66	2,17	3,16	2,24
dic.	0,54	2,73	2,78	1,79	1,97	0,65	2,14	3,13	2,37
2012 gen.	0,53	2,76	2,78	1,81	1,96	0,61	2,10	3,16	2,46
feb.	0,52	2,79	2,80	1,81	1,96	0,59	2,08	3,20	2,62
mar.	0,51	2,81	2,81	1,79	1,95	0,59	2,00	3,13	2,58
apr.	0,49	2,78	2,81	1,76	1,95	0,55	1,95	3,10	2,56

5. Tassi di interesse sui prestiti (consistenze)

	Prestiti alle famiglie						Prestiti a società non finanziarie		
	Prestiti per acquisto di abitazione con durata prestabilita			Credito al consumo e altri prestiti con durata prestabilita			Con durata prestabilita		
	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2011 mag.	3,81	3,78	3,85	7,96	6,38	5,24	3,84	3,65	3,56
giu.	3,87	3,78	3,86	7,95	6,45	5,28	3,93	3,73	3,63
lug.	4,03	3,79	3,90	8,03	6,42	5,30	4,00	3,80	3,69
ago.	4,06	3,78	3,89	8,07	6,42	5,31	4,06	3,84	3,72
set.	4,13	3,79	3,92	8,14	6,48	5,32	4,11	3,85	3,73
ott.	4,12	3,78	3,91	8,17	6,44	5,33	4,19	3,86	3,74
nov.	4,12	3,77	3,91	8,09	6,44	5,34	4,20	3,89	3,75
dic.	4,12	3,74	3,89	8,11	6,43	5,31	4,26	3,87	3,72
2012 gen.	4,06	3,71	3,87	8,14	6,40	5,28	4,24	3,81	3,68
feb.	4,04	3,69	3,86	8,09	6,39	5,27	4,18	3,78	3,67
mar.	4,03	3,68	3,85	8,07	6,37	5,25	4,16	3,66	3,60
apr.	3,92	3,64	3,80	7,97	6,31	5,20	4,05	3,61	3,54

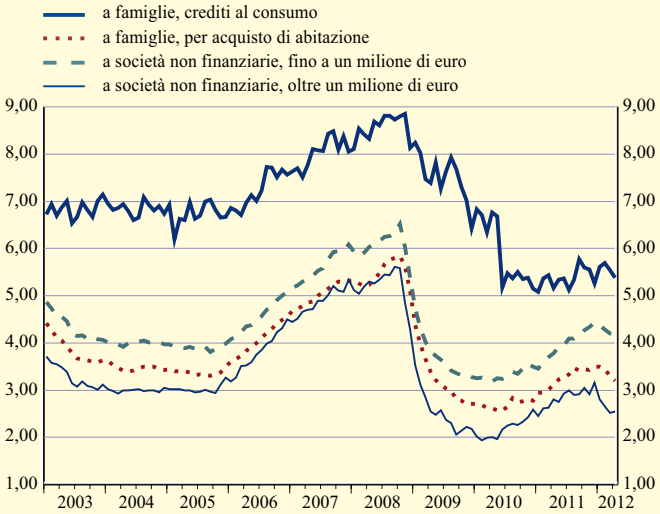
F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

(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)



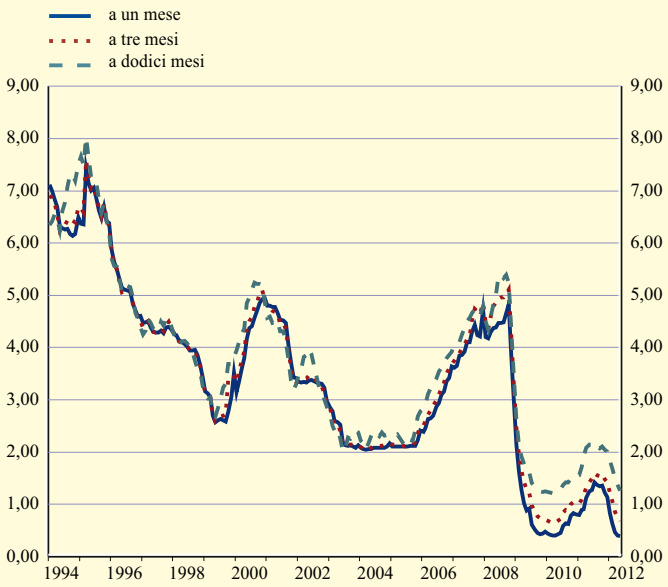
Fonte: BCE.

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

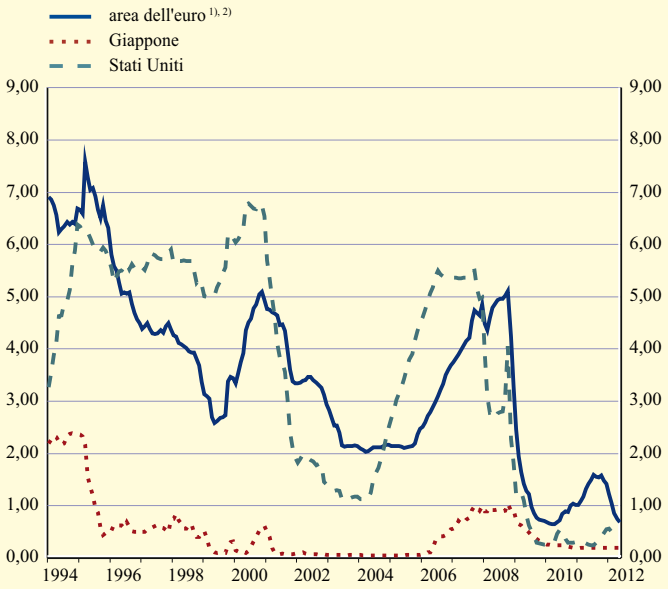
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario
(valori percentuali in ragione d'anno; medie nel periodo)

	Area dell'euro [1), 2)]					Stati Uniti	Giappone
	Depositi *overnight* (Eonia)	Depositi a un mese (Euribor)	Depositi a tre mesi (Euribor)	Depositi a sei mesi (Euribor)	Depositi a dodici mesi (Euribor)	Depositi a tre mesi (Libor)	Depositi a tre mesi (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2009	0,71	0,89	1,22	1,43	1,61	0,69	0,47
2010	0,44	0,57	0,81	1,08	1,35	0,34	0,23
2011	0,87	1,18	1,39	1,64	2,01	0,34	0,19
2011 1° trim.	0,67	0,86	1,10	1,37	1,74	0,31	0,19
2° trim.	1,04	1,22	1,42	1,70	2,13	0,26	0,20
3° trim.	0,97	1,38	1,56	1,77	2,11	0,30	0,19
4° trim.	0,79	1,24	1,50	1,72	2,05	0,48	0,20
2012 1° trim.	0,37	0,64	1,04	1,34	1,67	0,51	0,20
2011 mag.	1,03	1,24	1,43	1,71	2,15	0,26	0,20
giu.	1,12	1,28	1,49	1,75	2,14	0,25	0,20
lug.	1,01	1,42	1,60	1,82	2,18	0,25	0,20
ago.	0,91	1,37	1,55	1,75	2,10	0,29	0,19
set.	1,01	1,35	1,54	1,74	2,07	0,35	0,19
ott.	0,96	1,36	1,58	1,78	2,11	0,41	0,19
nov.	0,79	1,23	1,48	1,71	2,04	0,48	0,20
dic.	0,63	1,14	1,43	1,67	2,00	0,56	0,20
2012 gen.	0,38	0,84	1,22	1,50	1,84	0,57	0,20
feb.	0,37	0,63	1,05	1,35	1,68	0,50	0,20
mar.	0,36	0,47	0,86	1,16	1,50	0,47	0,20
apr.	0,35	0,41	0,74	1,04	1,37	0,47	0,20
mag.	0,34	0,39	0,68	0,97	1,27	0,47	0,20

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.

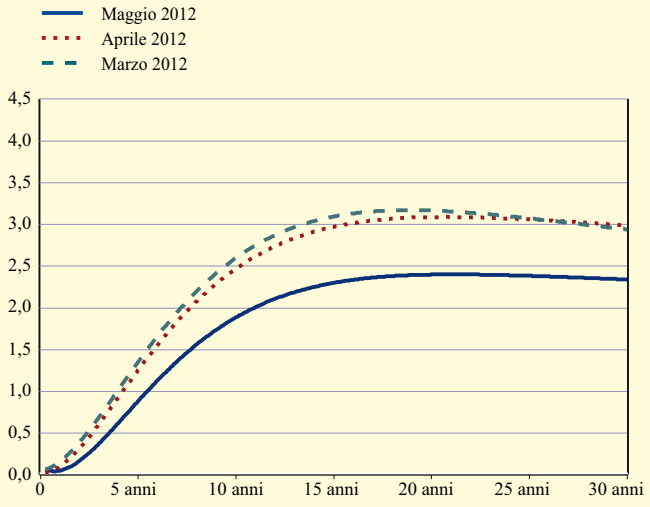
4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro [1)]

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

	Tassi a pronti								Tassi istantanei a termine			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	7 anni	10 anni	10 anni-3 mesi (*spread*)	10 anni-2 anni (*spread*)	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2009	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2011	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2011 2° trim.	1,24	1,39	1,65	2,50	2,94	3,41	2,17	1,75	1,63	2,22	3,76	4,60
3° trim.	0,27	0,47	0,75	1,55	1,99	2,48	2,21	1,74	0,74	1,31	2,77	3,79
4° trim.	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2012 1° trim.	0,07	0,16	0,39	1,36	1,95	2,60	2,53	2,21	0,34	0,95	2,97	4,26
2011 mag.	1,03	1,32	1,67	2,52	2,93	3,37	2,34	1,69	1,69	2,34	3,69	4,51
giu.	1,24	1,39	1,65	2,50	2,94	3,41	2,17	1,75	1,63	2,22	3,76	4,60
lug.	1,01	1,11	1,32	2,09	2,55	3,06	2,05	1,74	1,28	1,79	3,34	4,39
ago.	0,61	0,67	0,86	1,69	2,21	2,76	2,15	1,90	0,80	1,33	3,09	4,22
set.	0,27	0,47	0,75	1,55	1,99	2,48	2,21	1,74	0,74	1,31	2,77	3,79
ott.	0,38	0,54	0,81	1,71	2,22	2,79	2,41	1,98	0,78	1,39	3,12	4,29
nov.	0,20	0,38	0,74	1,92	2,51	3,07	2,87	2,33	0,69	1,53	3,64	4,41
dic.	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2012 gen.	0,11	0,21	0,45	1,44	2,03	2,67	2,55	2,22	0,39	1,03	3,07	4,26
feb.	0,11	0,15	0,37	1,39	1,99	2,59	2,49	2,22	0,29	0,95	3,06	4,06
mar.	0,07	0,16	0,39	1,36	1,95	2,60	2,53	2,21	0,34	0,95	2,97	4,26
apr.	0,03	0,10	0,32	1,26	1,84	2,47	2,44	2,15	0,26	0,85	2,84	4,10
mag.	0,07	0,05	0,17	0,89	1,36	1,89	1,82	1,72	0,10	0,52	2,17	3,23

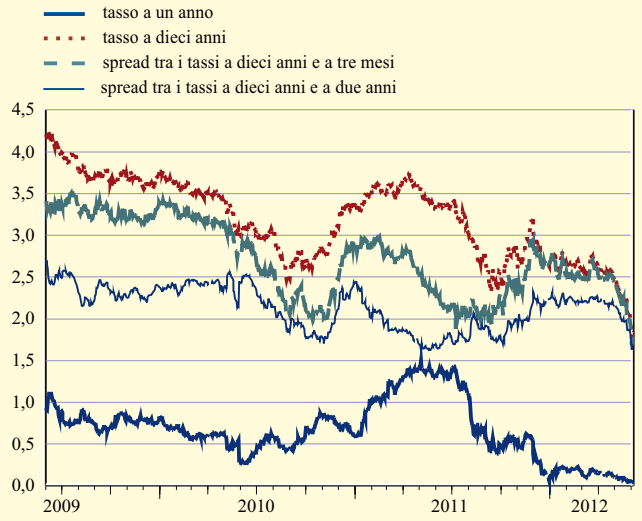
F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro [2)]

(valori percentuali su base annua; fine periodo)



F26 *Spread* e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro [2)]

(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.

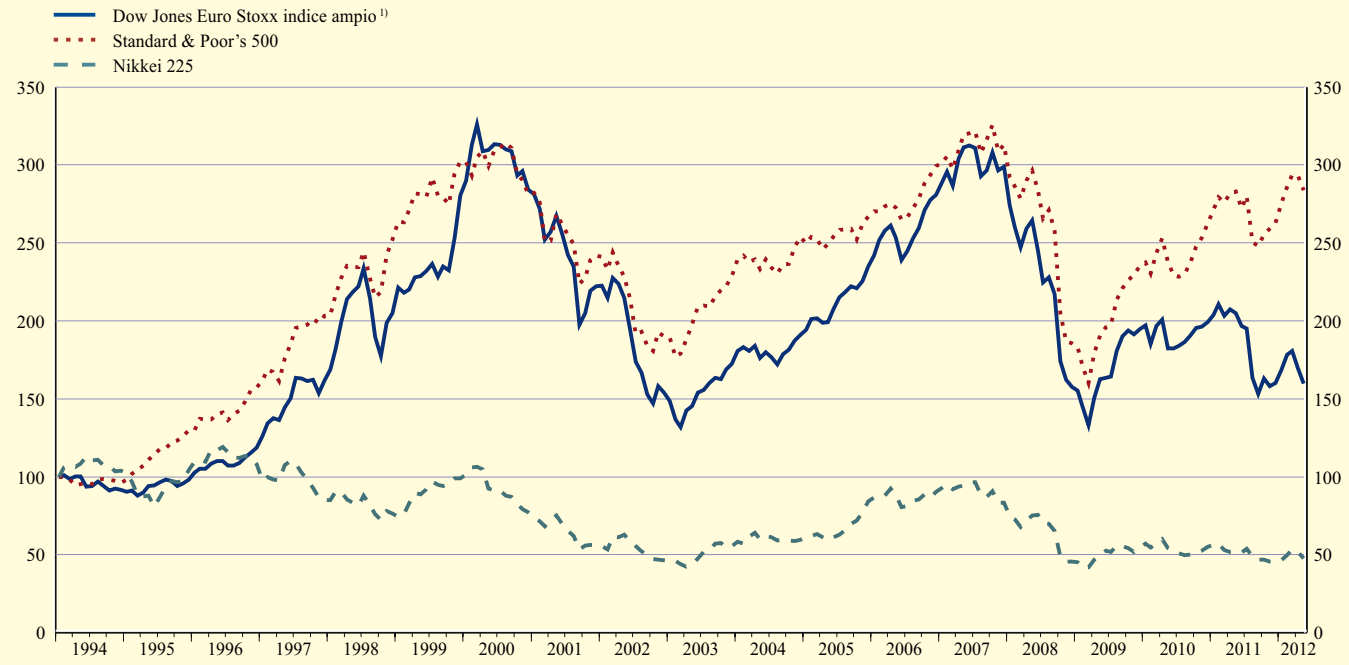
1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

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											
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petrolifero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecno-logia	Servizi pubblici	Telecomu-nicazioni	Servizi sanitari	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2009	234,2	2.521,0	353,2	140,5	244,5	293,5	172,1	269,7	200,7	353,7	380,4	363,5	946,2	9.321,6
2010	265,5	2.779,3	463,1	166,2	323,4	307,2	182,8	337,6	224,1	344,9	389,6	408,4	1.140,0	10.006,5
2011	256,0	2.611,0	493,4	158,1	351,2	311,6	152,6	349,4	222,5	301,7	358,4	432,7	1.267,6	9.425,4
2011 1° trim.	285,5	2.932,9	532,7	175,5	366,3	341,1	185,0	388,0	249,6	347,7	396,7	415,0	1.302,5	10.285,3
2° trim.	281,2	2.862,7	552,0	169,6	370,7	328,8	175,2	391,5	239,7	333,7	385,0	448,4	1.318,3	9.609,4
3° trim.	236,0	2.381,6	463,7	146,0	341,5	282,0	133,8	323,0	199,8	270,2	333,0	435,0	1.225,3	9.246,3
4° trim.	222,4	2.277,8	427,1	142,1	327,1	295,5	117,2	296,6	201,8	256,5	320,3	432,4	1.225,7	8.580,6
2012 1° trim.	243,7	2.473,6	499,1	150,3	372,3	324,6	129,7	333,3	221,7	253,7	300,6	480,6	1.348,8	9.295,3
2011 mag.	284,0	2.885,8	557,0	171,7	374,9	330,4	176,3	395,5	246,5	337,8	386,4	457,8	1.338,3	9.650,8
giu.	272,9	2.766,6	542,5	164,9	370,0	314,3	168,0	382,0	224,1	318,3	368,2	450,3	1.287,3	9.541,5
lug.	270,5	2.743,5	550,7	160,8	384,4	317,4	160,6	375,7	221,0	307,8	360,0	467,4	1.325,2	9.996,7
ago.	226,9	2.297,2	443,7	141,1	329,7	268,6	129,0	307,3	189,7	258,4	329,3	420,7	1.185,3	9.072,9
set.	212,6	2.124,3	401,4	137,0	312,8	262,4	113,3	289,2	190,1	246,7	311,1	419,0	1.173,9	8.695,4
ott.	226,1	2.312,3	424,8	142,4	325,6	290,2	123,1	302,3	203,0	269,9	334,1	426,1	1.207,2	8.733,6
nov.	219,2	2.239,6	423,6	141,5	325,9	293,5	112,8	292,2	205,7	250,6	316,6	423,3	1.226,4	8.506,1
dic.	222,2	2.283,3	433,2	142,4	329,9	302,9	115,9	295,5	196,6	249,3	310,3	448,4	1.243,3	8.506,0
2012 gen.	233,4	2.382,1	477,6	146,9	351,8	317,3	120,4	319,2	206,9	248,8	305,0	473,6	1.300,6	8.616,7
feb.	247,2	2.508,2	507,2	152,1	377,3	327,0	134,4	336,3	223,9	254,6	300,1	477,6	1.352,5	9.242,3
mar.	250,7	2.532,2	512,9	152,0	388,0	329,5	134,6	344,6	234,3	257,7	296,7	490,5	1.389,2	9.962,3
apr.	235,0	2.340,8	497,6	145,9	380,9	301,1	116,8	327,8	221,2	237,7	275,2	488,5	1.386,4	9.627,4
mag.	221,9	2.198,5	469,5	139,7	373,7	281,6	105,0	310,4	204,5	218,9	261,4	492,0	1.341,3	8.842,5

F27 Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225
(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

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

PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati [2)]	
	Indice 2005 = 100	Totale	Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici	Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
in perc. del totale nel 2012	100,0	100,0	81,8	58,5	41,5	100,0	11,9	7,2	28,5	11,0	41,5	88,2	11,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2008	107,8	3,3	2,4	3,8	2,6	-	-	-	-	-	-	3,4	2,7
2009	108,1	0,3	1,3	-0,9	2,0	-	-	-	-	-	-	0,1	1,8
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,5
2011	112,8	2,7	1,7	3,3	1,8	-	-	-	-	-	-	2,6	3,5
2011 1° trim.	111,3	2,5	1,3	3,1	1,6	1,0	0,9	0,4	0,2	6,3	0,5	2,4	3,3
2° trim.	113,1	2,8	1,8	3,3	1,9	0,8	1,2	0,4	0,3	2,8	0,6	2,6	3,6
3° trim.	112,9	2,7	1,7	3,2	2,0	0,3	1,1	0,0	-0,3	0,4	0,5	2,6	3,5
4° trim.	114,1	2,9	2,0	3,7	1,9	0,8	1,1	0,9	1,1	1,5	0,3	2,9	3,5
2012 1° trim.	114,3	2,7	1,9	3,3	1,8	0,8	0,7	0,6	0,2	4,1	0,5	2,6	3,4
2011 dic.	114,4	2,7	2,0	3,3	1,9	0,1	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,2	2,7	3,5
2012 gen.	113,4	2,7	1,9	3,2	1,9	0,4	0,2	-0,2	0,0	2,6	0,2	2,5	3,5
feb.	114,0	2,7	1,9	3,4	1,8	0,3	0,3	0,8	0,1	1,1	0,1	2,6	3,4
mar.	115,5	2,7	1,9	3,3	1,8	0,3	0,3	0,2	0,2	1,6	0,1	2,6	3,3
apr.	116,0	2,6	1,9	3,2	1,7	0,3	0,2	-0,1	0,0	1,1	0,3	2,5	3,3
mag. [3)]	.	2,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comu-nicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici		Di locazione				
in perc. del totale nel 2012	19,1	11,9	7,2	39,5	28,5	11,0	10,1	6,0	6,5	3,1	14,5	7,3
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5
2009	0,7	1,1	0,2	-1,7	0,6	-8,1	2,0	1,8	2,9	-1,0	2,1	2,1
2010	1,1	0,9	1,3	2,2	0,5	7,4	1,8	1,5	2,3	-0,8	1,0	1,5
2011	2,7	3,3	1,8	3,7	0,8	11,9	1,8	1,4	2,9	-1,3	2,0	2,1
2011 1° trim.	2,2	2,1	2,3	3,6	0,5	12,7	1,8	1,3	2,0	-0,4	1,5	1,9
2° trim.	2,6	3,0	1,9	3,7	1,0	11,5	1,9	1,4	3,2	-1,0	2,0	2,1
3° trim.	2,8	3,7	1,3	3,4	0,4	12,0	1,8	1,5	3,3	-1,8	2,3	2,1
4° trim.	3,3	4,2	1,8	3,9	1,2	11,5	1,7	1,4	3,0	-1,8	2,2	2,1
2012 1° trim.	3,2	4,0	2,0	3,3	1,1	9,1	1,7	1,5	2,9	-2,7	2,1	2,4
2011 nov.	3,4	4,3	1,9	4,1	1,3	12,3	1,7	1,3	2,9	-1,7	2,1	2,2
dic.	3,1	4,1	1,6	3,4	1,2	9,7	1,7	1,4	3,2	-1,9	2,2	2,3
2012 gen.	3,1	4,1	1,6	3,2	0,9	9,2	1,8	1,5	2,8	-2,4	2,1	2,6
feb.	3,3	4,1	2,2	3,4	1,0	9,5	1,7	1,5	2,8	-3,0	2,2	2,4
mar.	3,3	3,9	2,2	3,4	1,4	8,5	1,7	1,4	3,1	-2,8	2,0	2,2
apr.	3,1	3,7	2,1	3,2	1,3	8,1	1,7	1,5	2,5	-3,1	2,3	2,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2) Queste statistiche a carattere sperimentale forniscono solo una misura approssimata dei prezzi amministrati dato che le variazioni dei prezzi amministrati non possono essere completamente depurate da altri influssi. Si prega di consultare all'indirizzo Eurostat http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/introduction una nota esplicativa sulla metodologia utilizzata nella compilazione di questo indicatore.

3) Stime basate su dati nazionali provvisori che di norma coprono il 95 per cento dell'area dell'euro, nonché su anticipazioni relative ai prezzi dei beni energetici.

5.1 IAPC, altri prezzi e costi
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

2. Prezzi dei prodotti industriali, delle costruzioni e degli immobili residenziali

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni										Prezzi delle costruzioni [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			
in perc. del totale nel 2005	100,0	100,0	82,8	75,6	30,0	22,0	23,7	2,7	21,0	24,4		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008	114,4	6,1	4,8	3,4	3,9	2,1	3,9	2,8	4,1	14,2	3,8	1,9
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,9	-5,3	0,4	-2,1	1,2	-2,5	-11,8	0,1	-3,2
2010	111,7	2,9	3,4	1,6	3,5	0,3	0,4	0,9	0,3	6,4	1,9	1,1
2011	118,3	5,9	5,5	3,8	5,9	1,4	3,1	2,1	3,3	11,9	3,3	1,0
2011 1° trim.	116,7	6,5	6,3	4,4	7,9	1,3	2,5	1,8	2,6	12,5	4,1	2,0
2° trim.	118,5	6,3	5,8	4,3	6,8	1,3	3,4	1,9	3,7	11,9	3,0	1,1
3° trim.	118,9	5,9	5,5	3,8	5,6	1,5	3,3	2,2	3,5	11,8	3,3	1,0
4° trim.	119,3	5,1	4,5	2,9	3,4	1,5	3,3	2,5	3,4	11,4	2,9	-0,2
2012 1° trim.	121,0	3,7	3,0	1,7	1,2	1,2	2,9	2,3	3,0	9,5	.	.
2011 nov.	119,5	5,4	4,7	3,0	3,5	1,4	3,4	2,5	3,6	12,4	-	-
dic.	119,2	4,3	3,7	2,5	2,7	1,4	3,1	2,3	3,3	9,5	-	-
2012 gen.	120,3	3,9	3,3	2,0	1,6	1,3	3,0	2,3	3,1	9,7	-	-
feb.	121,0	3,7	3,0	1,7	1,1	1,2	2,9	2,4	3,0	9,8	-	-
mar.	121,7	3,5	2,6	1,6	0,9	1,2	2,8	2,3	2,9	9,0	-	-
apr.	121,7	2,6	2,0	1,3	0,6	1,1	2,3	2,0	2,4	6,8	-	-

3. Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

	Prezzo del petrolio [3] (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche						Deflatori del PIL							
		Ponderati in base alle importazioni [4]			Ponderati in base all'utilizzo [5]			Totale (destagionalizzato; indice 2000=100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni [6]	Importazioni [6]
		Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi		
in perc. del totale		100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2008	65,9	2,0	18,4	-4,4	-1,7	9,7	-8,6	106,2	2,0	2,6	2,7	2,8	2,3	2,4	3,9
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,0	-18,0	-11,4	-22,8	107,2	0,9	-0,1	-0,4	2,0	-0,4	-3,5	-6,2
2010	60,7	44,6	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	108,0	0,8	1,5	1,7	0,8	1,0	2,9	4,9
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,9	20,7	7,5	109,4	1,3	2,1	2,5	1,0	2,0	3,7	5,9
2011 1° trim.	77,3	42,9	46,1	41,4	41,0	47,2	36,6	108,8	1,1	2,2	2,5	0,7	2,2	5,1	7,9
2° trim.	81,3	11,6	28,8	4,6	13,3	26,2	5,1	109,2	1,3	2,0	2,5	0,9	2,0	3,7	5,8
3° trim.	79,3	3,8	16,7	-1,6	4,9	11,7	0,3	109,6	1,3	2,1	2,5	1,0	2,0	3,1	5,4
4° trim.	80,7	-2,5	3,6	-5,2	-1,7	4,4	-6,0	109,8	1,3	2,1	2,4	1,3	1,9	2,7	4,6
2012 1° trim.	90,1	-5,8	-7,6	-4,9	-4,8	-3,6	-5,6	110,1	1,1	1,5	2,2	1,0	1,4	1,9	2,9
2011 dic.	81,7	-6,7	-3,7	-8,1	-6,3	-2,5	-9,0	-	-	-	-	-	-	-	-
2012 gen.	86,2	-4,6	-4,1	-4,8	-4,1	-1,9	-5,8	-	-	-	-	-	-	-	-
feb.	89,7	-7,5	-10,5	-6,0	-6,5	-6,5	-6,5	-	-	-	-	-	-	-	-
mar.	94,2	-5,2	-8,1	-3,8	-3,6	-2,3	-4,6	-	-	-	-	-	-	-	-
apr.	91,4	-3,8	-5,1	-3,1	-2,5	0,3	-4,5	-	-	-	-	-	-	-	-
mag.	86,0	-0,2	-2,8	1,1	2,5	5,4	0,2	-	-	-	-	-	-	-	-

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

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

5.1 IAPC, altri prezzi e costi
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

4. Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi per occupato e produttività del lavoro
(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale (indice 2005 = 100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione,	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amm. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artisitche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Costo del lavoro per unità di prodotto [1]											
2010	109,2	-0,9	-0,4	-5,9	1,3	-1,9	-1,5	-0,2	2,8	1,5	0,9	1,4
2011	110,2	0,9	-1,9	0,0	0,3	0,5	3,0	1,5	3,9	3,1	0,8	1,7
2011 1° trim.	109,6	0,0	0,5	-2,1	0,3	-1,2	1,6	2,4	4,7	2,7	0,8	1,0
2° trim.	110,3	1,0	-1,8	-0,2	1,5	0,3	3,3	3,2	4,0	3,2	0,7	2,3
3° trim.	110,2	1,2	-2,8	-0,1	0,5	1,8	3,6	0,4	2,0	2,8	0,9	1,9
4° trim.	110,8	1,3	-3,3	1,7	-1,3	1,3	3,2	0,1	4,8	3,5	0,8	1,7
	Redditi per occupato											
2010	111,5	1,6	1,5	3,7	0,8	1,3	2,4	2,2	3,5	1,5	0,8	1,1
2011	114,0	2,3	2,5	3,5	3,2	2,0	2,1	2,2	2,1	3,0	1,4	1,5
2011 1° trim.	113,3	2,2	3,6	4,0	3,8	1,7	1,8	1,8	2,2	2,9	1,0	0,7
2° trim.	113,9	2,3	2,1	4,4	2,7	1,6	1,9	3,2	2,4	3,0	1,3	1,4
3° trim.	114,2	2,3	2,4	3,4	2,9	2,3	2,4	2,5	1,8	2,9	1,5	1,6
4° trim.	114,7	2,2	2,0	2,2	3,5	2,2	2,3	1,5	2,0	3,2	1,7	2,5
	Produttività del lavoro per occupato [2]											
2010	102,1	2,5	1,9	10,2	-0,4	3,3	3,9	2,4	0,7	0,0	-0,1	-0,2
2011	103,4	1,3	4,5	3,5	2,9	1,4	-0,8	0,7	-1,7	-0,2	0,5	-0,2
2011 1° trim.	103,4	2,2	3,1	6,2	3,5	3,0	0,2	-0,5	-2,4	0,1	0,2	-0,3
2° trim.	103,3	1,3	4,0	4,5	1,2	1,3	-1,4	-0,1	-1,5	-0,2	0,6	-0,9
3° trim.	103,6	1,1	5,3	3,4	2,3	0,5	-1,1	2,1	-0,2	0,1	0,5	-0,3
4° trim.	103,5	0,9	5,5	0,5	4,9	0,9	-0,9	1,4	-2,7	-0,3	0,9	0,8
	Redditi per ora lavorata											
2010	113,3	1,1	0,1	1,2	1,3	1,1	2,0	1,8	2,5	0,6	0,8	1,3
2011	115,6	2,1	0,3	2,5	3,2	2,0	2,4	1,8	2,4	2,4	1,4	1,8
2011 1° trim.	114,6	1,6	-1,1	1,6	2,7	2,0	1,9	1,6	1,5	2,1	1,0	1,1
2° trim.	115,8	2,5	1,4	3,7	3,4	2,1	3,1	3,0	3,6	2,8	1,6	2,1
3° trim.	115,6	2,2	0,4	2,8	3,0	2,0	2,1	1,9	1,4	2,3	1,7	1,9
4° trim.	116,5	1,9	0,5	1,9	3,8	1,9	2,4	0,8	2,9	2,3	1,3	2,2
	Produttività per ora lavorata [2]											
2010	104,1	2,0	1,9	7,6	-0,3	2,9	3,7	1,9	-0,3	-0,8	-0,1	-0,1
2011	105,4	1,2	3,7	2,8	2,8	1,5	-0,6	0,3	-1,3	-0,6	0,5	0,1
2011 1° trim.	105,1	1,8	0,1	4,3	2,5	3,4	0,3	-0,9	-2,4	-0,3	0,2	0,2
2° trim.	105,5	1,6	4,3	4,2	1,8	1,9	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3	0,8	-0,1
3° trim.	105,5	1,0	5,3	3,2	2,1	0,3	-1,5	1,6	-0,7	-0,4	0,7	-0,3
4° trim.	105,5	0,7	5,0	0,3	5,0	0,7	-0,8	0,9	-1,7	-0,9	0,5	0,6

5. Indicatori del costo del lavoro [3]

	Totale (indice dest.) 2008 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali [4]
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
in perc. del totale nel 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2010	104,3	1,5	1,4	1,8	1,0	1,8	1,8	1,7
2011	107,2	2,8	2,6	3,5	3,2	2,4	2,6	2,0
2011 2° trim.	107,2	3,3	3,1	3,8	4,2	2,6	2,9	1,9
3° trim.	107,3	2,6	2,5	3,1	2,8	2,3	2,6	2,1
4° trim.	108,1	2,8	2,6	3,5	3,3	2,6	2,6	2,0
2012 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	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
	A prezzi correnti (miliardi di euro)								
2008	9.244,5	9.159,2	5.207,1	1.898,8	1.989,5	63,7	85,3	3.882,1	3.796,8
2009	8.919,8	8.802,0	5.126,6	1.986,6	1.735,9	-47,1	117,8	3.273,3	3.155,5
2010	9.162,8	9.045,4	5.262,4	2.015,3	1.753,1	14,5	117,3	3.749,2	3.631,9
2011	9.414,5	9.283,9	5.402,5	2.029,8	1.813,8	37,9	130,6	4.125,6	3.995,0
2011 1° trim.	2.338,7	2.315,4	1.342,1	506,6	452,0	14,6	23,3	1.010,1	986,8
2° trim.	2.351,3	2.325,5	1.345,6	507,6	453,8	18,4	25,9	1.024,5	998,6
3° trim.	2.361,9	2.324,7	1.354,9	507,1	453,5	9,3	37,2	1.045,9	1.008,7
4° trim.	2.358,7	2.315,9	1.357,8	508,2	452,9	-3,0	42,8	1.041,0	998,2
2012 1° trim.	2.364,2	2.316,8	1.364,4	510,4	448,1	-6,1	47,4	1.059,5	1.012,1
	in percentuale del PIL								
2011	100,0	98,6	57,4	21,6	19,3	0,4	1,4	-	-
	Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)								
	variazioni percentuali sul trimestre precedente								
2011 1° trim.	0,7	0,5	-0,1	-0,1	1,8	-	-	1,4	0,8
2° trim.	0,1	-0,1	-0,4	0,0	-0,1	-	-	1,1	0,6
3° trim.	0,1	-0,2	0,3	-0,3	-0,3	-	-	1,5	0,7
4° trim.	-0,3	-0,7	-0,5	-0,1	-0,4	-	-	-0,7	-1,7
2012 1° trim.	0,0	-0,4	0,0	0,2	-1,4	-	-	1,0	0,1
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente								
2008	0,4	0,3	0,4	2,3	-1,1	-	-	1,0	0,9
2009	-4,4	-3,8	-1,2	2,6	-12,4	-	-	-12,7	-11,5
2010	2,0	1,2	0,9	0,7	0,0	-	-	11,2	9,6
2011	1,5	0,5	0,2	-0,3	1,4	-	-	6,2	3,9
2011 1° trim.	2,4	1,6	0,8	0,1	3,5	-	-	10,1	8,2
2° trim.	1,6	0,8	0,3	-0,1	1,2	-	-	6,4	4,4
3° trim.	1,3	0,4	0,2	-0,4	0,8	-	-	5,7	3,6
4° trim.	0,7	-0,6	-0,7	-0,6	1,0	-	-	3,3	0,3
2012 1° trim.	-0,1	-1,5	-0,6	-0,3	-2,2	-	-	2,9	-0,3
	contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali								
2011 1° trim.	0,7	0,5	-0,1	0,0	0,3	0,2	0,3	-	-
2° trim.	0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,2	0,2	-	-
3° trim.	0,1	-0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,3	0,4	-	-
4° trim.	-0,3	-0,7	-0,3	0,0	-0,1	-0,3	0,4	-	-
2012 1° trim.	0,0	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,2	0,4	-	-
	contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali								
2008	0,4	0,3	0,2	0,5	-0,2	-0,1	0,1	-	-
2009	-4,4	-3,8	-0,7	0,5	-2,7	-1,0	-0,6	-	-
2010	2,0	1,2	0,5	0,2	0,0	0,6	0,7	-	-
2011	1,5	0,5	0,1	-0,1	0,3	0,2	1,0	-	-
2011 1° trim.	2,4	1,6	0,5	0,0	0,7	0,4	0,8	-	-
2° trim.	1,6	0,8	0,1	0,0	0,2	0,4	0,8	-	-
3° trim.	1,3	0,4	0,1	-0,1	0,2	0,2	0,9	-	-
4° trim.	0,7	-0,6	-0,4	-0,1	0,2	-0,2	1,3	-	-
2012 1° trim.	-0,1	-1,5	-0,3	-0,1	-0,4	-0,7	1,4	-	-

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) Incluse le acquisizioni nette di oggetti di valore.

5.2 Produzione e domanda
(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

2. Valore aggiunto per branca di attività economica

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministraz. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	A prezzi correnti (miliardi di euro)											
2008	8.299,2	141,9	1.652,6	561,5	1.597,7	356,5	385,3	930,7	859,8	1.521,1	291,9	945,3
2009	8.026,5	126,1	1.469,9	536,2	1.522,1	358,3	427,5	903,0	804,4	1.581,2	297,8	893,3
2010	8.222,3	138,8	1.557,8	514,2	1.564,0	357,9	441,4	918,7	817,5	1.610,0	302,0	940,4
2011	8.439,8	144,5	1.631,2	521,5	1.618,0	355,1	440,3	947,1	845,3	1.631,0	305,8	974,7
2011 1° trim.	2.096,2	36,8	403,6	130,9	401,6	88,9	109,3	233,7	209,1	406,2	76,2	242,5
2° trim.	2.106,1	36,8	406,7	129,9	404,1	88,6	109,5	236,4	210,7	407,8	75,5	245,3
3° trim.	2.117,3	35,6	412,0	129,6	405,2	89,1	110,8	237,8	212,3	408,4	76,6	244,6
4° trim.	2.116,0	35,3	406,7	130,7	406,0	88,3	110,5	239,3	213,3	408,6	77,4	242,7
2012 1° trim.	2.119,3	37,4	405,8	129,2	407,7	88,7	109,9	238,1	213,0	411,8	77,7	244,9
	in percentuale del valore aggiunto											
2011	100,0	1,7	19,3	6,2	19,2	4,2	5,2	11,2	10,0	19,3	3,6	-
	Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)											
	variazioni percentuali sul trimestre precedente											
2011 1° trim.	0,7	1,6	1,3	1,7	0,9	-0,4	1,3	-0,3	1,0	0,3	-0,1	0,8
2° trim.	0,2	0,4	0,5	-0,8	0,0	0,4	0,0	0,4	0,4	0,2	-1,0	0,1
3° trim.	0,2	0,0	0,3	-0,9	0,1	0,2	0,8	0,2	0,3	0,2	0,9	-0,5
4° trim.	-0,3	0,2	-1,7	-0,1	0,0	0,3	-0,7	0,5	-0,1	0,1	0,3	-0,8
2012 1° trim.	-0,1	1,5	0,0	-1,1	0,1	-0,5	0,6	-0,3	0,0	-0,2	0,2	0,6
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente											
2008	0,6	1,8	-2,3	-1,1	1,1	2,8	1,2	1,2	1,6	1,9	1,7	-1,3
2009	-4,4	-0,4	-13,2	-7,0	-5,7	1,2	3,9	0,5	-7,4	1,4	0,2	-4,2
2010	2,1	1,0	6,8	-4,2	2,6	2,9	1,3	0,2	2,0	0,9	0,5	0,8
2011	1,5	1,7	3,4	-1,0	2,0	0,7	0,6	0,8	2,5	0,6	-0,4	1,3
2011 1° trim.	2,3	0,4	5,9	0,0	3,3	1,3	-0,7	0,8	3,4	0,6	0,0	3,6
2° trim.	1,7	1,7	4,4	-1,8	2,4	0,6	-0,4	1,0	2,9	0,6	-1,4	1,5
3° trim.	1,4	2,6	3,6	-1,8	1,4	0,6	2,0	0,7	2,2	0,6	-0,4	0,6
4° trim.	0,8	2,2	0,5	-0,2	1,0	0,5	1,4	0,8	1,7	0,8	0,0	-0,4
2012 1° trim.	0,0	2,0	-0,9	-2,9	0,2	0,5	0,7	0,8	0,7	0,3	0,4	-0,6
	contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali											
2011 1° trim.	0,7	0,0	0,3	0,1	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2° trim.	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
3° trim.	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
4° trim.	-0,3	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
2012 1° trim.	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
	contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali											
2008	0,6	0,0	-0,5	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	-
2009	-4,4	0,0	-2,6	-0,5	-1,1	0,1	0,2	0,1	-0,8	0,2	0,0	-
2010	2,1	0,0	1,2	-0,3	0,5	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	0,0	-
2011	1,5	0,0	0,7	-0,1	0,4	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2011 1° trim.	2,3	0,0	1,1	0,0	0,6	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
2° trim.	1,7	0,0	0,8	-0,1	0,4	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
3° trim.	1,4	0,0	0,7	-0,1	0,3	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
4° trim.	0,8	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,0	-
2012 1° trim.	0,0	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5.2 Produzione e domanda
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

3. Produzione industriale

	Totale	Industria escluse le costruzioni										Costruzioni
		Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e i beni energetici						Beni energetici	
				Industria manifattu-riera	Totale	Beni intermedi	Beni d'inve-stimento	Beni di consumo				
								Totale	Durevoli	Non durevoli		
in perc. del totale nel 2005	100,0	77,8	77,8	69,2	68,7	28,1	22,3	18,3	2,6	15,7	9,1	22,2
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2009	-13,7	90,5	-14,9	-16,0	-16,1	-19,2	-20,9	-5,0	-17,4	-3,0	-5,4	-7,8
2010	4,1	97,1	7,3	7,7	7,7	10,0	9,2	3,0	2,7	3,1	3,8	-8,0
2011	2,5	100,5	3,5	4,7	4,7	4,2	8,9	0,5	0,6	0,5	-4,4	-0,9
2011 2° trim.	2,1	100,7	4,0	5,2	5,3	4,4	9,4	1,6	1,2	1,7	-5,5	-4,8
3° trim.	3,5	101,5	3,9	4,7	4,7	3,7	9,7	0,5	2,0	0,3	-2,6	1,9
4° trim.	0,0	99,4	-0,2	1,0	1,0	-0,2	4,0	-0,8	-3,1	-0,5	-7,7	2,0
2012 1° trim.	-2,5	99,0	-1,7	-1,4	-1,3	-2,9	2,0	-3,6	-5,0	-3,3	-3,3	-6,2
2011 ott.	0,3	100,0	1,0	1,8	1,7	0,0	5,0	0,1	-3,0	0,6	-4,5	-1,8
nov.	0,4	99,6	0,0	0,8	0,9	-0,5	4,7	-1,9	-3,2	-1,7	-5,4	1,4
dic.	0,1	98,6	-1,6	0,4	0,4	-0,1	2,2	-0,7	-3,0	-0,5	-12,2	10,0
2012 gen.	-1,8	98,6	-1,8	-0,7	-0,7	-1,6	1,6	-2,2	-3,0	-2,1	-7,3	-2,0
feb.	-3,4	99,3	-1,5	-2,3	-2,3	-4,3	1,6	-4,9	-5,7	-4,6	4,0	-14,9
mar.	-1,9	99,2	-1,8	-1,2	-1,0	-2,7	2,7	-3,7	-6,2	-3,3	-5,9	-2,2
	variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)											
2011 ott.	-0,2	-	-0,1	0,0	0,2	-0,8	0,9	0,5	-1,1	0,5	-1,3	-1,0
nov.	0,2	-	-0,4	-0,5	-0,2	0,0	-0,1	-1,4	0,0	-1,6	0,5	1,9
dic.	-1,0	-	-1,0	-0,6	-0,4	-0,9	-1,0	0,1	-0,1	0,0	-3,2	-1,9
2012 gen.	0,0	-	0,0	-0,1	-0,3	0,7	-0,4	-0,9	0,2	-0,8	0,3	-0,4
feb.	-0,7	-	0,8	-0,4	-0,3	-1,4	1,5	-1,5	-1,7	-1,3	8,8	-9,9
mar.	1,2	-	-0,1	1,0	1,1	1,0	1,3	0,8	0,0	0,9	-7,7	12,1

4. Nuovi ordinativi e fatturato nell'industria, vendite al dettaglio e immatricolazioni di nuove autovetture

	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio (incluso il carburante per autoveicoli)								Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera [1] (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	A prezzi costanti								
	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Totale	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari			Carburante	Migliaia (dest.) [2]	Totale
										Tessili, vestiario, calzature	Elettro-domestici			
in perc. del totale nel 2005	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	38,4	51,0	9,0	12,8	10,6		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2009	87,4	-22,7	95,6	-18,3	-4,3	100,5	-2,4	-1,7	-2,4	-1,9	-4,2	-5,8	924	3,3
2010	102,8	17,7	105,2	10,2	2,1	101,5	0,9	0,5	1,8	2,2	1,1	-2,8	843	-8,5
2011	111,6	8,6	114,7	8,9	1,6	100,9	-0,6	-1,0	0,1	-1,3	0,0	-3,5	838	-1,1
2011 2° trim.	114,2	11,7	114,5	9,6	1,8	101,0	-0,5	-0,5	0,0	1,8	-1,2	-3,6	824	-1,8
3° trim.	110,9	5,4	115,7	8,8	1,8	101,3	-0,5	-0,8	0,1	-2,2	-0,1	-4,4	822	2,9
4° trim.	108,6	-0,6	114,5	4,0	1,0	100,0	-1,3	-1,7	-0,8	-4,1	-0,3	-4,2	831	-1,7
2012 1° trim.	107,9	-4,1	115,4	1,2	1,1	100,1	-1,1	-1,0	-0,6	-0,8	-2,1	-5,7	775	-11,4
2011 nov.	107,2	-2,3	114,8	3,9	1,1	100,4	-1,3	-1,6	-1,0	-4,1	-1,3	-4,2	823	-3,3
dic.	110,6	-0,3	114,8	3,4	0,2	99,0	-1,7	-2,9	-0,6	-3,8	0,6	-3,6	852	-1,2
2012 gen.	107,6	-4,1	114,8	1,6	1,1	100,2	-1,1	-1,6	-0,4	0,1	-2,5	-3,9	760	-13,2
feb.	107,2	-5,2	115,5	0,8	0,2	99,9	-2,0	-0,4	-2,1	-6,1	-3,4	-7,6	763	-14,8
mar.	108,8	-3,2	115,9	1,3	2,0	100,3	-0,2	-0,8	0,7	3,0	-0,5	-5,6	801	-7,2
apr.	.	.	.	.	-1,0	99,3	-2,5	-2,3	-2,1	.	.	-9,8	761	-7,6
	variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2011 dic.	-	3,2	-	0,1	-1,0	-	-1,3	-1,5	-0,9	-1,7	0,6	-1,0	-	3,5
2012 gen.	-	-2,7	-	0,0	1,1	-	1,1	1,0	1,0	2,4	-1,2	0,8	-	-10,8
feb.	-	-0,4	-	0,6	-0,1	-	-0,2	0,7	-0,4	-1,6	-1,0	-3,3	-	0,5
mar.	-	1,5	-	0,3	0,6	-	0,3	-0,5	0,6	4,7	0,9	-0,5	-	5,0
apr.	-	.	-	.	-0,9	-	-1,0	0,3	-1,4	.	.	-1,7	-	-5,0

Fonti: Eurostat, eccetto le colonne 13 e 14 nella tavola 4 della sezione 5.2 (che comprende elaborazioni della BCE basate sui dati di fonte ACEA, Associazione europea dei costruttori di automobili).
1) 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 percentuali [1], 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					Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia				Capacità utilizzata [3] (in perc.)	Totale [4]	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale [4]	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008	93,5	-8,4	-13,4	10,8	-1,0	82,0	-18,4	-10,1	-25,4	23,9	-14,1
2009	80,2	-28,7	-56,7	14,8	-14,7	70,8	-24,8	-7,0	-26,1	55,3	-10,7
2010	100,5	-4,7	-24,7	0,8	11,4	76,7	-14,2	-5,3	-12,3	31,2	-8,1
2011	101,0	0,1	-6,9	2,3	9,4	80,3	-14,5	-7,5	-18,2	23,3	-9,2
2011 1° trim.	106,9	6,1	-2,1	-1,8	18,7	80,7	-11,0	-6,2	-10,0	20,1	-7,5
2° trim.	105,2	4,0	-2,0	-0,7	13,1	80,9	-10,7	-6,7	-12,6	15,2	-8,3
3° trim.	98,4	-2,8	-9,0	4,5	5,2	80,0	-15,9	-7,4	-21,8	24,1	-10,1
4° trim.	93,6	-7,0	-14,6	7,0	0,6	79,7	-20,6	-9,7	-28,4	33,8	-10,8
2012 1° trim.	94,1	-6,6	-15,8	6,1	2,1	79,8	-20,0	-10,1	-24,2	34,7	-11,2
2011 dic.	92,8	-7,2	-16,2	7,4	2,0	-	-21,3	-10,7	-27,7	34,8	-12,2
2012 gen.	93,4	-7,0	-16,4	6,5	1,9	79,8	-20,7	-10,9	-27,4	33,1	-11,6
feb.	94,5	-5,7	-14,2	5,9	3,0	-	-20,3	-10,0	-24,2	36,2	-10,7
mar.	94,5	-7,1	-16,8	6,0	1,5	-	-19,1	-9,4	-21,0	34,7	-11,3
apr.	92,9	-9,0	-19,3	6,1	-1,6	79,7	-19,9	-10,5	-24,0	33,5	-11,7
mag.	90,6	-11,3	-23,4	7,1	-3,3	-	-19,3	-10,8	-23,7	30,8	-11,8

	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
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2008	-14,2	-20,7	-7,7	-10,0	-11,0	15,8	-3,3	0,4	-3,8	0,5	4,7
2009	-33,1	-42,1	-24,1	-15,5	-21,4	9,8	-15,4	-15,8	-20,8	-18,2	-8,5
2010	-28,8	-39,3	-18,4	-4,1	-6,6	7,2	1,6	4,5	1,9	3,5	8,0
2011	-27,4	-34,9	-20,0	-5,5	-5,8	11,1	0,5	5,4	2,2	5,4	8,6
2011 1° trim.	-27,8	-38,2	-17,3	-0,9	-0,5	8,1	5,9	10,1	7,6	9,8	12,9
2° trim.	-26,9	-33,8	-20,0	-2,4	-1,6	9,7	4,1	9,5	7,1	9,7	11,6
3° trim.	-27,7	-35,0	-20,4	-7,5	-7,3	12,8	-2,3	3,5	0,3	3,7	6,5
4° trim.	-27,4	-32,5	-22,3	-11,1	-13,6	14,0	-5,7	-1,6	-6,4	-1,7	3,3
2012 1° trim.	-26,5	-31,7	-21,2	-13,8	-14,7	16,2	-10,6	-0,6	-6,6	-0,4	5,1
2011 dic.	-28,9	-33,5	-24,4	-12,2	-14,5	14,4	-7,6	-2,6	-8,4	-2,6	3,3
2012 gen.	-28,1	-33,2	-22,9	-15,5	-18,3	16,3	-11,9	-0,7	-7,3	0,6	4,7
feb.	-24,6	-31,4	-17,9	-14,0	-14,3	16,8	-11,0	-0,9	-6,9	-1,3	5,4
mar.	-26,7	-30,6	-22,8	-12,0	-11,6	15,5	-8,9	-0,3	-5,5	-0,6	5,2
apr.	-27,5	-30,9	-24,0	-11,1	-11,8	12,9	-8,5	-2,4	-8,1	-2,3	3,2
mag.	-30,1	-34,9	-25,3	-18,1	-24,4	16,9	-13,1	-4,9	-11,0	-4,4	0,6

Fonte: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari).

1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.

2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata a partire dal 1990.

3) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dalle medie trimestrali.

4) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

5.3 Mercato del lavoro [1)]

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

1. Occupazione

	Per status occupazionale			Per settore di attività									
	Totale	Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Ammin. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Persone occupate												
	livelli (migliaia)												
2011	146.684	125.631	21.053	4.951	23.066	9.901	35.996	4.022	4.127	1.322	18.088	34.487	10.724
	percentuale sul totale delle persone occupate												
2011	100,0	85,6	14,4	3,4	15,7	6,8	24,5	2,7	2,8	0,9	12,3	23,5	7,3
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente												
2009	-1,8	-1,8	-1,8	-2,2	-5,0	-6,8	-1,7	-0,7	0,1	-2,8	-2,5	1,4	1,0
2010	-0,5	-0,5	-0,7	-0,9	-3,1	-3,8	-0,7	-1,1	-1,0	-0,4	2,0	1,0	0,8
2011	0,1	0,3	-1,0	-2,6	-0,1	-3,8	0,6	1,6	-0,2	2,6	2,6	0,1	-0,2
2011 1° trim.	0,2	0,4	-0,7	-2,6	-0,3	-3,3	0,3	1,1	-0,2	3,3	3,2	0,4	0,3
2° trim.	0,4	0,5	-0,7	-2,2	-0,2	-3,0	1,0	2,0	-0,4	2,6	3,2	0,0	-0,4
3° trim.	0,2	0,4	-1,1	-2,5	0,2	-4,0	0,9	1,7	-0,1	1,0	2,1	0,1	-0,1
4° trim.	-0,2	0,0	-1,3	-3,1	0,0	-4,9	0,1	1,5	0,0	3,6	2,0	-0,1	-0,7
	variazioni percentuali sul trimestre precedente												
2011 1° trim.	0,0	0,0	0,1	-1,7	0,2	-1,2	0,0	1,3	0,3	2,4	0,9	0,0	-0,2
2° trim.	0,2	0,3	-0,5	0,4	0,0	-0,5	0,6	0,5	-0,3	-0,5	0,9	-0,1	-0,5
3° trim.	-0,2	-0,1	-0,5	-1,0	0,1	-1,6	-0,1	-0,3	0,1	-0,5	-0,2	0,1	0,0
4° trim.	-0,2	-0,2	-0,4	-0,8	-0,3	-1,6	-0,4	0,0	0,0	2,2	0,4	-0,1	-0,1
	Ore lavorate												
	livelli (milioni)												
2011	231.690	186.577	45.113	10.305	36.637	17.590	60.292	6.436	6.519	2.011	27.723	49.073	15.103
	percentuale sul totale delle ore lavorate												
2011	100,0	80,5	19,5	4,4	15,8	7,6	26,0	2,8	2,8	0,9	12,0	21,2	6,5
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente												
2009	-3,4	-3,6	-2,7	-3,0	-8,9	-7,8	-3,0	-1,2	-1,5	-3,6	-3,7	1,1	-0,6
2010	0,0	0,0	-0,3	-0,9	-0,8	-3,9	-0,3	-0,8	-0,6	0,6	2,8	1,1	0,6
2011	0,2	0,5	-1,0	-1,9	0,6	-3,6	0,4	1,4	0,2	2,1	3,0	0,1	-0,5
2011 1° trim.	0,6	0,9	-0,6	0,3	1,6	-2,3	-0,1	1,0	0,2	3,3	3,7	0,4	-0,2
2° trim.	0,0	0,3	-1,3	-2,5	0,1	-3,5	0,5	1,0	-0,2	1,2	3,2	-0,2	-1,3
3° trim.	0,3	0,6	-0,9	-2,6	0,5	-3,8	1,1	2,2	0,4	1,5	2,6	-0,1	-0,1
4° trim.	0,0	0,3	-1,3	-2,7	0,2	-4,9	0,3	1,3	0,5	2,5	2,6	0,3	-0,6
	variazioni percentuali sul trimestre precedente												
2011 1° trim.	0,5	0,6	0,0	-0,4	0,4	0,1	0,4	1,7	1,1	1,2	1,5	0,4	0,0
2° trim.	-0,3	-0,1	-0,8	-0,9	-0,4	-1,3	0,2	-0,1	-0,5	-0,7	0,5	-0,3	-1,3
3° trim.	0,2	0,2	-0,1	-1,2	0,4	-1,1	0,5	0,4	0,2	0,8	0,1	0,1	1,0
4° trim.	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	-2,6	-0,8	-0,7	-0,3	1,2	0,5	0,1	-0,3
	Ore lavorate per persona occupata												
	livelli (migliaia)												
2011	1.580	1.485	2.143	2.081	1.588	1.777	1.675	1.600	1.580	1.521	1.533	1.423	1.408
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente												
2009	-1,7	-1,8	-1,0	-0,8	-4,1	-1,0	-1,4	-0,5	-1,6	-0,8	-1,3	-0,3	-1,6
2010	0,5	0,5	0,4	0,0	2,4	-0,1	0,4	0,3	0,5	1,0	0,8	0,0	-0,2
2011	0,1	0,2	-0,1	0,8	0,6	0,2	-0,1	-0,2	0,4	-0,5	0,4	0,0	-0,3
2011 1° trim.	0,4	0,5	0,1	3,0	1,9	1,0	-0,3	-0,1	0,4	0,1	0,5	0,0	-0,5
2° trim.	-0,3	-0,2	-0,6	-0,3	0,3	-0,6	-0,6	-1,0	0,2	-1,4	0,0	-0,2	-0,8
3° trim.	0,1	0,2	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	-0,2	0,0
4° trim.	0,2	0,3	0,0	0,4	0,2	-0,1	0,2	-0,1	0,5	-1,0	0,6	0,4	0,2
	variazioni percentuali sul trimestre precedente												
2011 1° trim.	0,5	0,8	-1,1	-0,9	0,3	0,0	0,4	1,1	1,8	0,2	0,2	1,6	0,3
2° trim.	-2,3	-3,1	1,3	3,9	-2,8	0,6	-1,9	-4,8	-4,1	-3,4	-3,7	-3,8	-1,8
3° trim.	-1,1	-0,9	-1,4	-0,6	-1,7	-0,7	-1,3	0,7	-0,8	1,2	-1,5	-1,0	-0,4
4° trim.	2,8	3,2	0,9	-2,1	4,1	-0,3	2,6	2,7	3,2	1,0	5,4	3,3	1,9

Fonte: elaborazioni della BCE basate sui dati Eurostat.

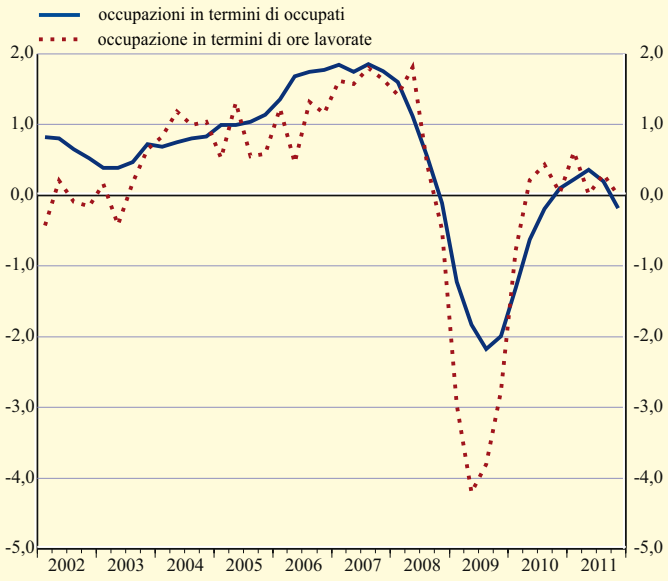
1) I dati relativi all'occupazione si basano sul SEC 95.

5.3 Mercato del lavoro
(dati destagionalizzati salvo diversa indicazione)

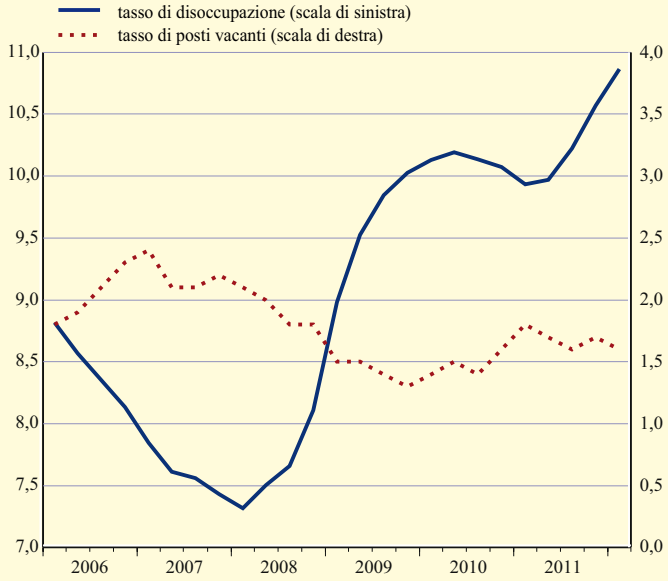
2. Disoccupazione e posti vacanti [1)]

	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti [2)]
	Totale		Per età [3)]				Per genere [4)]				
			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	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	in perc. del totale dei posti di lavoro
in perc. del totale nel 2010	100,0		79,5		20,5		54,0		46,0		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008	11,966	7,6	9,293	6,6	2,674	16,0	6,042	7,0	5,924	8,5	1,9
2009	15,056	9,6	11,773	8,4	3,283	20,2	8,148	9,4	6,908	9,8	1,4
2010	15,929	10,1	12,659	8,9	3,270	20,9	8,596	10,0	7,332	10,3	1,5
2011	16,058	10,2	12,854	9,0	3,203	20,8	8,558	9,9	7,499	10,5	1,7
2011 1° trim.	15,619	9,9	12,437	8,8	3,181	20,6	8,315	9,7	7,304	10,3	1,8
2° trim.	15,730	10,0	12,581	8,8	3,149	20,5	8,386	9,7	7,344	10,3	1,7
3° trim.	16,160	10,2	12,967	9,1	3,193	20,8	8,588	9,9	7,571	10,6	1,6
4° trim.	16,723	10,6	13,433	9,4	3,291	21,5	8,945	10,4	7,778	10,8	1,7
2012 1° trim.	17,159	10,9	13,828	9,7	3,331	21,9	9,181	10,7	7,978	11,1	1,6
2011 nov.	16,769	10,6	13,449	9,4	3,320	21,6	8,947	10,4	7,822	10,9	-
dic.	16,857	10,7	13,559	9,5	3,298	21,6	9,033	10,5	7,824	10,9	-
2012 gen.	17,021	10,8	13,706	9,6	3,315	21,8	9,106	10,6	7,914	11,0	-
feb.	17,162	10,9	13,839	9,7	3,323	21,9	9,174	10,7	7,988	11,1	-
mar.	17,295	11,0	13,939	9,8	3,356	22,2	9,264	10,8	8,032	11,1	-
apr.	17,405	11,0	14,047	9,8	3,358	22,2	9,346	10,9	8,059	11,2	-

F28 Occupazione: occupati e ore lavorate
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



F29 Tasso di disoccupazione e tasso di posti vacanti [2)]



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.

6 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			
				Famiglie	Imprese		Riscosse da istituzioni dell'UE		Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti			Imposte in conto capitale	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2003	44,9	44,2	11,5	8,8	2,7	13,2	0,4	15,7	8,2	4,6	2,3	0,6	0,5	40,9
2004	44,5	44,0	11,5	8,5	2,9	13,2	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,4	40,6
2005	44,8	44,3	11,7	8,6	3,0	13,3	0,3	15,4	8,1	4,5	2,3	0,5	0,3	40,7
2006	45,3	45,0	12,3	8,7	3,4	13,4	0,3	15,3	8,0	4,5	2,3	0,3	0,3	41,3
2007	45,3	45,1	12,7	8,9	3,6	13,3	0,3	15,1	8,0	4,4	2,3	0,3	0,3	41,3
2008	45,1	44,8	12,5	9,1	3,2	12,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,3	0,2	0,3	40,9
2009	44,9	44,5	11,6	9,2	2,3	12,8	0,3	15,8	8,3	4,5	2,5	0,3	0,4	40,6
2010	44,7	44,5	11,6	8,9	2,5	12,9	0,3	15,6	8,2	4,5	2,6	0,3	0,3	40,4
2011	45,3	45,0	11,9	9,1	2,7	13,0	0,3	15,7	8,2	4,6	2,6	0,3	0,3	40,9

2. Area dell'euro: spese

	Totale	Spese correnti								Spese in conto capitale				Per memoria: spese primarie [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	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2003	48,0	44,1	10,6	5,0	3,3	25,2	22,3	1,8	0,5	4,0	2,6	1,4	0,1	44,7
2004	47,4	43,5	10,5	5,0	3,1	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,3
2005	47,3	43,4	10,5	5,0	3,0	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3
2006	46,7	42,8	10,3	5,0	2,9	24,6	21,8	1,6	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,0	42,2	10,1	5,0	3,0	24,2	21,4	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,1
2008	47,2	43,3	10,3	5,2	3,0	24,8	21,9	1,6	0,4	3,9	2,6	1,3	0,0	44,2
2009	51,3	47,0	11,0	5,7	2,9	27,4	24,3	1,8	0,4	4,3	2,8	1,4	0,0	48,4
2010	51,0	46,6	10,8	5,7	2,8	27,3	24,2	1,8	0,4	4,4	2,5	1,9	0,0	48,2
2011	49,4	46,0	10,6	5,5	3,0	26,9	23,9	1,7	0,4	3,4	2,3	1,2	0,0	46,4

3. Area dell'euro: disavanzo/avanzo, disavanzo/avanzo primario e consumi pubblici

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo primario (+)	Consumi pubblici [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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2003	-3,2	-2,5	-0,5	-0,2	0,1	0,2	20,5	10,6	5,0	5,2	1,9	2,3	8,1	12,3
2004	-2,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,2	8,1	12,3
2005	-2,6	-2,3	-0,3	-0,2	0,2	0,5	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,3	8,0	12,4
2006	-1,4	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,5	20,3	10,3	5,0	5,2	1,9	2,3	7,9	12,4
2007	-0,7	-1,2	0,0	0,0	0,6	2,3	20,0	10,1	5,0	5,1	1,9	2,3	7,7	12,3
2008	-2,1	-2,3	-0,2	-0,2	0,5	0,9	20,5	10,3	5,2	5,3	2,0	2,3	8,0	12,6
2009	-6,4	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,3	11,0	5,7	5,8	2,1	2,5	8,6	13,6
2010	-6,2	-5,1	-0,7	-0,3	-0,1	-3,4	22,0	10,8	5,7	5,8	2,1	2,6	8,4	13,6
2011	-4,1	-3,2	-0,7	-0,2	0,0	-1,1	21,5	10,6	5,5	5,8	2,1	2,6	8,2	13,3

4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+) [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
2008	-1,0	-0,1	-2,9	-7,3	-9,8	-4,5	-3,3	-2,7	0,9	3,0	-4,6	0,5	-0,9	-3,6	-1,9	-2,1	4,3
2009	-5,6	-3,2	-2,0	-14,0	-15,6	-11,2	-7,5	-5,4	-6,1	-0,8	-3,8	-5,6	-4,1	-10,2	-6,1	-8,0	-2,5
2010	-3,8	-4,3	0,2	-31,2	-10,3	-9,3	-7,1	-4,6	-5,3	-0,9	-3,7	-5,1	-4,5	-9,8	-6,0	-7,7	-2,5
2011	-3,7	-1,0	1,0	-13,1	-9,1	-8,5	-5,2	-3,9	-6,3	-0,6	-2,7	-4,7	-2,6	-4,2	-6,4	-4,8	-0,5

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al disavanzo/avanzo dei singoli paesi.

1) Dati relativi agli Euro 17. I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra i paesi membri dell'area e il bilancio comunitario sono incluse e consolidate; quelle tra le amministrazioni pubbliche dei paesi membri non sono consolidate.

2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

3) Spese totali meno spese per interessi.

4) Corrisponde alle spese per consumi finali (P.3) 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				
						Creditori nazionali [2)]				Altri creditori [3)]
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Totale	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri settori	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002	68,0	2,7	11,9	4,6	48,8	40,9	19,6	10,8	10,5	27,2
2003	69,2	2,1	12,5	5,1	49,6	40,2	19,8	11,3	9,1	29,1
2004	69,6	2,2	12,1	4,8	50,5	38,7	18,9	11,1	8,7	30,9
2005	70,5	2,4	12,2	4,5	51,3	37,0	18,1	11,2	7,7	33,5
2006	68,6	2,5	11,9	4,0	50,3	34,9	18,3	9,3	7,3	33,8
2007	66,3	2,2	11,3	3,9	48,9	32,6	17,1	8,5	7,0	33,7
2008	70,1	2,3	11,5	6,5	49,8	33,1	17,7	7,8	7,5	37,1
2009	79,9	2,5	12,6	8,3	56,5	37,3	20,7	8,9	7,6	42,7
2010	85,3	2,4	15,3	7,4	60,2	40,5	23,4	9,7	7,3	44,9
2011	87,3	2,4	15,4	7,4	62,1	42,5	23,8	10,5	8,3	44,7

2. Area dell'euro: per emittente, scadenza e valuta di denominazione

	Totale	Emesso da [4)]				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza 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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2002	68,0	56,3	6,2	4,7	0,8	7,6	60,4	5,3	15,5	25,3	27,2	66,9	1,1
2003	69,2	56,7	6,5	5,0	1,0	7,8	61,4	5,1	14,9	26,0	28,3	68,3	0,9
2004	69,6	56,6	6,6	5,1	1,3	7,7	62,0	4,7	14,7	26,3	28,6	68,6	1,0
2005	70,5	57,1	6,7	5,2	1,4	7,7	62,8	4,6	14,8	25,8	29,9	69,4	1,1
2006	68,6	55,4	6,5	5,4	1,4	7,3	61,3	4,4	14,3	24,2	30,1	67,9	0,7
2007	66,3	53,4	6,2	5,3	1,4	7,1	59,2	4,3	14,5	23,6	28,2	65,8	0,5
2008	70,1	56,9	6,6	5,3	1,3	10,0	60,1	5,0	17,6	23,4	29,1	69,2	0,9
2009	79,9	64,8	7,7	5,8	1,7	12,0	67,9	5,0	19,4	27,3	33,1	78,8	1,1
2010	85,3	69,3	8,3	5,8	1,9	12,9	72,4	5,2	22,6	28,6	34,2	84,1	1,3
2011	87,3	70,7	8,5	5,8	2,2	12,5	74,8	6,2	22,8	29,4	35,3	85,7	1,6

3. Paesi dell'area dell'euro

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2008	89,3	66,7	4,5	44,2	113,0	40,2	68,2	105,7	48,9	13,7	62,3	58,5	63,8	71,6	21,9	27,9	33,9
2009	95,8	74,4	7,2	65,1	129,4	53,9	79,2	116,0	58,5	14,8	68,1	60,8	69,5	83,1	35,3	35,6	43,5
2010	96,0	83,0	6,7	92,5	145,0	61,2	82,3	118,6	61,5	19,1	69,4	62,9	71,9	93,3	38,8	41,1	48,4
2011	98,0	81,2	6,0	108,2	165,3	68,5	85,8	120,1	71,6	18,2	72,0	65,2	72,2	107,8	47,6	43,3	48,6

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al debito dei singoli paesi.

1) Dati relativi agli Euro 17. Debito lordo delle amministrazioni pubbliche in valore nominale consolidato tra sottosettori 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			
		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	Altri creditori [6)]
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	1,0	0,6	2,1	0,5	0,8	0,8	2,7
2004	3,2	3,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	2,9	0,2	-0,1	0,3	3,0
2005	3,3	3,1	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,4	-0,1	0,5	3,7
2006	1,6	1,5	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,3	1,5	-0,3	1,1	-1,4	1,9
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	1,2	-0,5	-0,3	-0,3	1,6
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,1	0,5	2,7	2,0	1,1	1,1	-0,6	4,2
2009	7,2	7,4	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,9	3,0	2,3	0,9	4,3
2010	7,5	7,7	-0,1	0,0	0,0	3,0	-0,7	5,2	4,2	3,3	1,0	3,3
2011	4,2	4,0	0,2	0,0	0,0	0,5	0,2	3,5	3,2	1,0	1,0	1,1

2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	Variazione del debito	Disavanzo (-)/ avanzo (+) [7)]	Raccordo disavanzo-debito [8)]												
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume	Altro [9)]
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli [10)]	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2003	3,1	-3,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,2	-2,9	0,3	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,3	-2,6	0,8	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
2006	1,6	-1,4	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
2007	1,2	-0,7	0,5	0,6	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,3	-2,1	3,2	3,0	0,8	0,7	0,7	0,9	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0
2009	7,2	-6,4	0,9	1,0	0,3	0,0	0,3	0,4	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,1
2010	7,5	-6,2	1,3	1,8	0,0	0,5	1,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,3
2011	4,2	-4,1	0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	0,2

Fonte: BCE.

1) Dati relativi agli Euro 17 e parzialmente stimati. La variazione annua del debito lordo è espressa in percentuale del PIL [debito (t) - debito (t-1)] ÷ PIL (t). I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati.
2) Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
3) 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).
4) Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e alcune operazioni di assunzione di debito.
5) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
6) Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
7) Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
8) Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
9) Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
10) 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 4° trim.	48,6	47,9	13,7	14,0	16,1	2,4	0,8	0,8	0,3	44,0
2006 1° trim.	42,4	42,0	10,4	12,8	15,1	2,1	0,8	0,4	0,3	38,5
2° trim.	45,5	45,0	12,5	13,1	15,1	2,2	1,4	0,5	0,3	41,0
3° trim.	43,7	43,1	11,8	12,4	15,1	2,3	0,8	0,5	0,3	39,5
4° trim.	49,2	48,6	14,4	14,1	15,8	2,5	0,9	0,6	0,3	44,5
2007 1° trim.	42,1	41,7	10,4	12,8	14,8	2,1	0,9	0,4	0,3	38,2
2° trim.	45,7	45,3	13,0	13,0	14,9	2,2	1,4	0,4	0,3	41,2
3° trim.	43,7	43,2	12,3	12,4	14,8	2,3	0,7	0,5	0,3	39,7
4° trim.	49,4	48,8	14,8	13,9	15,7	2,6	1,0	0,6	0,3	44,7
2008 1° trim.	42,2	41,9	10,8	12,3	14,8	2,1	1,1	0,3	0,2	38,2
2° trim.	45,2	44,8	12,9	12,3	15,0	2,2	1,5	0,4	0,3	40,5
3° trim.	43,5	43,1	12,2	12,0	15,0	2,3	0,8	0,4	0,3	39,5
4° trim.	48,9	48,4	13,9	13,4	16,4	2,7	1,1	0,5	0,3	44,0
2009 1° trim.	42,3	42,1	10,4	12,0	15,5	2,3	1,1	0,1	0,2	38,2
2° trim.	45,2	44,6	11,8	12,5	15,7	2,4	1,4	0,6	0,5	40,5
3° trim.	42,9	42,6	11,0	12,0	15,5	2,5	0,7	0,3	0,3	38,8
4° trim.	48,8	47,9	13,0	13,6	16,5	2,8	1,0	0,8	0,5	43,6
2010 1° trim.	42,0	41,8	10,1	12,1	15,5	2,3	0,9	0,2	0,3	38,0
2° trim.	45,0	44,6	11,8	12,7	15,4	2,5	1,3	0,4	0,3	40,3
3° trim.	43,0	42,7	11,0	12,4	15,2	2,5	0,7	0,3	0,3	38,9
4° trim.	48,6	47,9	13,2	13,4	16,4	2,9	1,0	0,7	0,3	43,3
2011 1° trim.	42,7	42,5	10,6	12,4	15,3	2,4	1,0	0,3	0,3	38,6
2° trim.	45,1	44,8	12,0	12,6	15,4	2,5	1,5	0,3	0,3	40,3
3° trim.	43,8	43,5	11,4	12,5	15,3	2,6	0,8	0,3	0,3	39,6
4° trim.	49,3	48,3	13,3	13,4	16,7	2,9	1,0	1,0	0,4	43,9

2. Area dell'euro: spese e disavanzo/avanzo trimestrali

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale			Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Disavanzo (-)/ avanzo primario (+)
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi		Investimenti	Trasferimenti in conto capitale		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2005 4° trim.	49,4	45,0	11,3	5,8	2,8	25,2	21,6	1,3	4,4	2,7	1,7	-0,8	2,0
2006 1° trim.	45,7	42,3	10,1	4,3	3,0	24,9	21,4	1,1	3,4	2,2	1,3	-3,3	-0,3
2° trim.	45,6	42,2	10,3	4,7	3,1	24,1	21,1	1,1	3,4	2,5	1,0	-0,1	3,0
3° trim.	45,5	41,9	9,8	4,8	2,9	24,3	20,9	1,2	3,6	2,6	1,0	-1,8	1,1
4° trim.	49,7	44,7	10,8	6,1	2,7	25,1	21,3	1,3	4,9	2,8	2,2	-0,5	2,2
2007 1° trim.	44,8	41,3	9,9	4,3	2,9	24,1	20,7	1,1	3,5	2,3	1,2	-2,7	0,3
2° trim.	44,8	41,4	10,0	4,6	3,2	23,6	20,6	1,1	3,4	2,5	0,9	0,9	4,1
3° trim.	44,8	41,2	9,6	4,8	3,0	23,8	20,6	1,1	3,6	2,6	0,9	-1,1	1,9
4° trim.	49,4	44,8	10,8	6,1	2,8	25,1	21,2	1,5	4,5	2,8	1,7	0,0	2,9
2008 1° trim.	45,3	41,7	9,9	4,4	3,0	24,4	20,8	1,2	3,6	2,3	1,2	-3,0	0,0
2° trim.	45,8	42,2	10,2	4,8	3,3	23,9	20,8	1,1	3,6	2,6	1,0	-0,6	2,7
3° trim.	45,9	42,2	9,8	5,0	3,0	24,4	21,2	1,1	3,7	2,7	1,0	-2,4	0,6
4° trim.	51,4	46,8	11,2	6,5	2,8	26,3	22,2	1,4	4,6	2,9	1,7	-2,5	0,3
2009 1° trim.	49,3	45,4	10,7	4,9	2,9	26,9	22,9	1,3	3,8	2,6	1,2	-7,0	-4,1
2° trim.	50,5	46,3	11,1	5,4	3,0	26,9	23,3	1,3	4,2	2,8	1,3	-5,4	-2,3
3° trim.	50,2	46,1	10,5	5,6	2,9	27,1	23,5	1,3	4,1	2,8	1,1	-7,3	-4,4
4° trim.	54,7	49,7	11,8	6,9	2,6	28,5	24,0	1,5	4,9	3,0	1,9	-5,9	-3,3
2010 1° trim.	50,2	46,4	10,7	4,9	2,8	27,9	23,6	1,4	3,9	2,3	1,5	-8,2	-5,4
2° trim.	49,4	45,9	10,9	5,3	2,9	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,2	-4,4	-1,4
3° trim.	50,6	45,4	10,2	5,5	2,8	26,9	23,2	1,3	5,2	2,6	2,6	-7,6	-4,9
4° trim.	53,4	48,7	11,4	6,8	2,7	27,7	23,6	1,5	4,8	2,7	2,1	-4,8	-2,1
2011 1° trim.	48,4	45,3	10,4	4,8	3,0	27,2	23,1	1,3	3,1	2,1	0,9	-5,7	-2,7
2° trim.	48,4	45,2	10,6	5,1	3,2	26,2	22,8	1,2	3,2	2,3	0,9	-3,3	-0,1
3° trim.	48,3	44,9	10,0	5,3	3,0	26,5	23,0	1,2	3,4	2,3	1,1	-4,5	-1,5
4° trim.	52,4	48,6	11,3	6,7	3,0	27,6	23,6	1,4	3,8	2,5	1,5	-3,0	0,0

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

1) I dati si riferiscono agli Euro 17. I concetti di entrate, spese e disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra il bilancio comunitario e soggetti non facenti parte delle amministrazioni pubbliche non sono incluse. I dati trimestrali, invece, a meno di scadenze diverse per la trasmissione dei dati, sono coerenti con quelli annuali. I dati non sono destagionalizzati.

2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

6.5 Debito e variazione del debito trimestrali [1)]
(in percentuale del PIL)

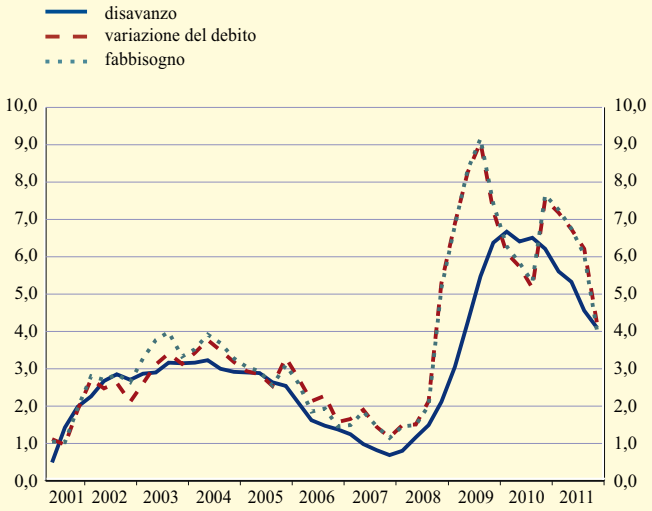
1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario [2)]

	Totale	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
	1	2	3	4	5
2009 1° trim.	73,9	2,3	11,8	7,7	52,1
2° trim.	77,1	2,4	12,2	8,2	54,3
3° trim.	79,0	2,4	12,4	9,0	55,3
4° trim.	79,9	2,5	12,6	8,3	56,5
2010 1° trim.	81,6	2,4	12,8	8,2	58,2
2° trim.	82,9	2,4	13,4	7,8	59,2
3° trim.	83,0	2,4	13,3	7,9	59,3
4° trim.	85,3	2,4	15,3	7,4	60,2
2011 1° trim.	86,2	2,4	15,1	7,4	61,2
2° trim.	87,1	2,4	14,9	7,5	62,3
3° trim.	86,7	2,4	15,0	7,8	61,4
4° trim.	87,3	2,4	15,4	7,4	62,1

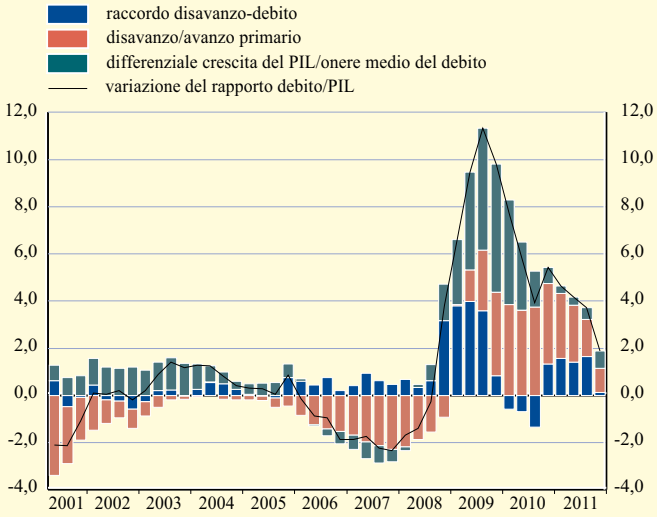
2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	Variazione del debito	Disavanzo (-) avanzo (+)	Raccordo disavanzo-debito								Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche					Effetti di rivalutazione e altre variazioni di volume	Altro	
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli	Azioni e altri titoli di capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2009 1° trim.	12,9	-7,0	5,8	6,6	5,2	-0,1	0,8	0,7	-0,5	-0,3	13,3
2° trim.	9,2	-5,4	3,9	3,2	2,3	-0,4	0,2	1,1	-0,4	1,0	9,6
3° trim.	5,1	-7,3	-2,2	-2,8	-3,1	0,6	-0,1	-0,2	0,2	0,4	4,8
4° trim.	2,1	-5,9	-3,8	-2,8	-2,9	-0,1	0,0	0,2	-0,2	-0,8	2,3
2010 1° trim.	8,2	-8,3	-0,0	0,7	0,9	-0,1	-0,3	0,2	-0,4	-0,4	8,5
2° trim.	7,7	-4,5	3,4	3,3	2,0	1,1	-0,2	0,5	-0,1	0,1	7,8
3° trim.	2,8	-7,5	-4,9	-2,9	-2,3	-0,6	0,0	0,0	0,0	-1,9	2,8
4° trim.	11,4	-4,7	6,6	5,7	-0,4	1,7	4,7	-0,3	0,0	0,8	11,4
2011 1° trim.	6,7	-5,8	1,0	0,7	2,0	-0,7	-0,3	-0,2	-0,2	0,5	6,9
2° trim.	6,0	-3,4	2,7	2,9	2,8	0,5	-0,4	-0,1	0,2	-0,5	5,7
3° trim.	0,7	-4,4	-3,8	-3,8	-3,7	-0,3	0,2	0,1	0,6	-0,6	0,1
4° trim.	3,6	-2,8	0,5	-0,8	-0,5	-0,3	-0,3	0,2	0,1	1,2	3,4

F30 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito
(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)



F31 Debito (definizione di Maastricht)
(variazione annua nel rapporto debito/PIL e fattori sottostanti)



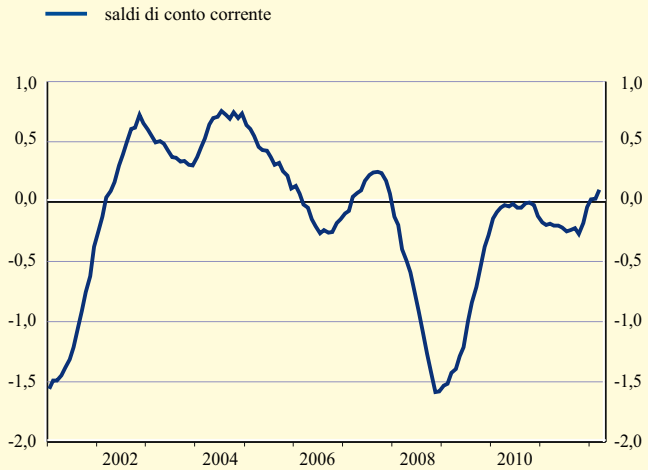
Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.
1) Dati relativi agli Euro 17. I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati.
2) I dati sulle consistenze nel trimestre *t* sono espressi in percentuale della somma del PIL nel trimestre *t* e nei tre trimestri precedenti.

TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

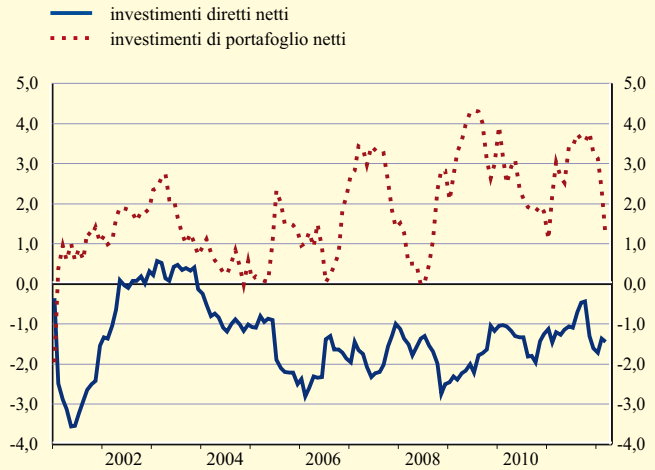
7.1 Bilancia dei pagamenti [1)]
(miliardi di euro; transazioni nette)

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/ debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario						Errori e omissioni
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2009	-21,9	31,3	36,4	3,5	-93,1	6,7	-15,2	9,4	-105,1	265,7	20,0	-175,7	4,6	5,8
2010	-6,8	15,1	49,6	31,8	-103,3	6,4	-0,4	-2,5	-113,9	165,1	18,5	-61,7	-10,5	3,0
2011	-3,2	4,6	61,1	31,7	-100,6	10,8	7,6	-24,6	-151,1	308,3	-20,8	-150,7	-10,2	17,0
2011 1° trim.	-21,3	-10,1	7,9	14,9	-33,9	2,3	-18,9	-5,3	-42,8	136,0	-0,4	-86,4	-11,7	24,2
2° trim.	-18,6	-2,4	16,4	-11,7	-20,9	0,8	-17,9	21,2	-31,8	139,1	3,6	-94,1	4,5	-3,3
3° trim.	2,7	2,8	19,6	8,8	-28,5	1,7	4,4	3,5	-19,2	35,0	-14,8	-1,2	3,7	-7,9
4° trim.	33,9	14,3	17,2	19,8	-17,3	6,0	39,9	-44,0	-57,3	-1,8	-9,2	31,0	-6,8	4,1
2012 1° trim.	-8,2	1,9	9,2	14,5	-33,8	2,0	-6,2	-8,3	-28,2	-59,4	-4,0	84,5	-1,2	14,4
2011 mar.	1,0	3,4	1,9	6,0	-10,3	-0,1	0,9	-8,1	-10,4	72,8	-1,4	-62,3	-6,9	7,2
apr.	-5,0	-3,6	3,9	1,4	-6,7	-0,1	-5,1	-4,7	-31,2	5,3	3,3	11,9	6,0	9,8
mag.	-13,9	0,5	6,2	-14,4	-6,2	0,4	-13,5	18,9	-4,2	44,5	-1,6	-16,6	-3,1	-5,4
giu.	0,3	0,8	6,3	1,3	-8,0	0,4	0,8	7,0	3,6	89,2	1,9	-89,3	1,6	-7,7
lug.	3,4	4,2	7,2	2,7	-10,7	-0,1	3,2	-6,2	-17,3	-24,0	0,3	36,0	-1,2	3,0
ago.	-1,4	-4,3	5,2	5,6	-7,9	2,1	0,6	-0,6	7,2	26,2	-8,0	-29,4	3,4	-0,1
set.	0,8	3,0	7,2	0,5	-9,9	-0,2	0,6	10,3	-9,0	32,7	-7,1	-7,9	1,6	-10,9
ott.	3,4	0,4	6,0	6,1	-9,1	1,8	5,2	-1,3	-6,5	-1,4	-2,2	9,9	-1,1	-3,9
nov.	8,9	5,7	4,4	5,5	-6,7	2,6	11,5	-21,9	-42,6	35,2	-3,8	-10,4	-0,2	10,4
dic.	21,6	8,2	6,8	8,2	-1,5	1,6	23,3	-20,8	-8,2	-35,6	-3,2	31,5	-5,4	-2,4
2012 gen.	-10,1	-9,2	2,2	4,1	-7,3	0,1	-10,0	10,4	-6,4	-43,4	-4,1	64,8	-0,5	-0,4
feb.	-5,6	2,3	3,1	4,9	-15,9	1,6	-4,0	0,3	-3,4	19,4	4,9	-18,9	-1,8	3,8
mar.	7,5	8,7	3,9	5,5	-10,6	0,3	7,9	-19,0	-18,4	-35,4	-4,8	38,5	1,1	11,1
	flussi cumulati sui 12 mesi													
2012 mar.	9,8	16,6	62,4	31,4	-100,6	10,5	20,4	-27,6	-136,5	112,8	-24,4	20,1	0,3	7,2
	flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL													
2012 mar.	0,1	0,2	0,7	0,3	-1,1	0,1	0,2	-0,3	-1,4	1,2	-0,3	0,2	0,0	0,1

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



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



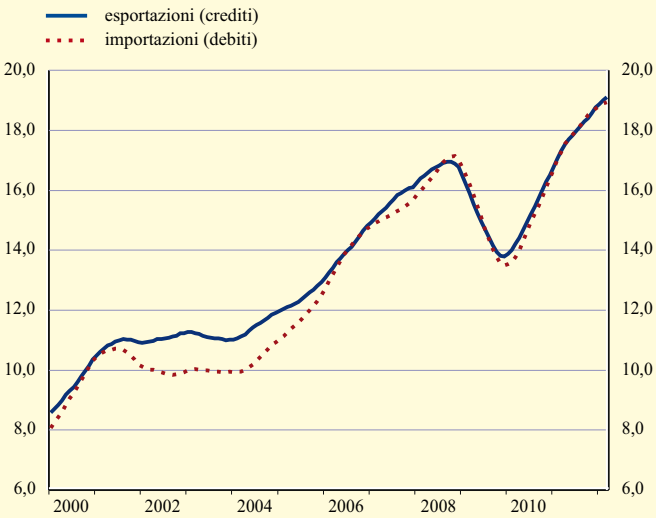
Fonte:
1) L'utilizzo convenzionale dei segni è descritto nelle Note generali.

7.2 Conto corrente e conto capitale
(miliardi di euro; transazioni)

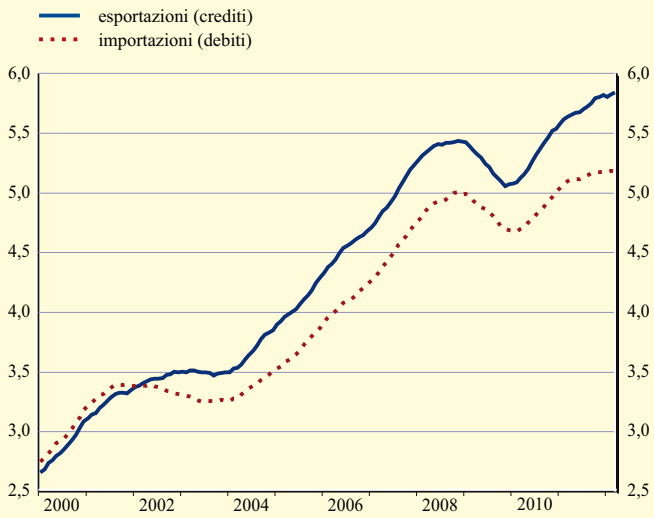
1. Conto corrente e conto capitale: principali voci

	Conto corrente													Conto capitale	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti					
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti		Debiti		Crediti	Debiti
											Rimesse dei lavoratori		Rimesse dei lavoratori		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2009	2.307,2	2.329,2	-21,9	1.304,1	1.272,8	478,9	442,5	429,9	426,5	94,3	6,4	187,4	22,5	20,5	13,7
2010	2.657,8	2.664,6	-6,8	1.566,8	1.551,7	524,0	474,4	479,4	447,6	87,6	6,3	190,9	22,3	21,4	15,0
2011	2.930,5	2.933,7	-3,2	1.773,8	1.769,1	550,1	489,0	513,9	482,2	92,7	6,4	193,4	22,3	25,5	14,7
2011 1° trim.	698,0	719,3	-21,3	427,8	437,9	124,6	116,8	121,1	106,2	24,5	1,5	58,4	5,4	5,0	2,7
2° trim.	727,8	746,4	-18,6	438,7	441,0	134,4	118,0	135,5	147,3	19,1	1,6	40,0	5,6	4,0	3,2
3° trim.	732,7	730,0	2,7	444,6	441,8	147,3	127,7	124,0	115,3	16,8	1,8	45,3	5,7	5,2	3,5
4° trim.	772,0	738,1	33,9	462,7	448,4	143,7	126,6	133,3	113,5	32,3	1,5	49,6	5,6	11,3	5,3
2012 1° trim.	743,5	751,7	-8,2	464,4	462,6	126,8	117,6	125,7	111,1	26,7	.	60,5	.	5,0	3,0
2012 gen.	235,8	245,9	-10,1	142,9	152,1	41,1	38,9	42,3	38,1	9,5	.	16,8	.	1,0	0,9
feb.	244,0	249,6	-5,6	153,2	150,9	41,3	38,1	38,3	33,5	11,2	.	27,1	.	2,4	0,8
mar.	263,7	256,2	7,5	168,3	159,5	44,4	40,5	45,1	39,5	5,9	.	16,6	.	1,6	1,3
	Dati destagionalizzati														
2011 3° trim.	735,2	735,4	-0,2	443,7	442,5	138,5	122,8	129,4	121,9	23,6	.	48,2	.	.	.
4° trim.	747,2	742,9	4,3	452,4	450,1	139,9	122,9	131,1	121,1	23,8	.	48,7	.	.	.
2012 1° trim.	762,6	751,0	11,6	470,4	457,0	138,0	122,5	129,1	120,8	25,1	.	50,5	.	.	.
2012 gen.	253,2	249,5	3,7	154,7	151,4	44,6	40,5	45,7	41,5	8,2	.	16,2	.	.	.
feb.	251,5	252,6	-1,2	156,3	155,0	46,7	41,6	40,7	39,7	7,7	.	16,4	.	.	.
mar.	257,9	248,8	9,1	159,3	150,7	46,7	40,5	42,7	39,7	9,2	.	17,9	.	.	.
	flussi cumulati sui 12 mesi														
2012 mar.	2.967,8	2.958,2	9,6	1.803,1	1.787,7	551,3	488,8	518,6	486,2	95,0	.	195,6	.	.	.
	flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL														
2012 mar.	31,5	31,3	0,1	19,1	18,9	5,8	5,2	5,5	5,2	1,0	.	2,1	.	.	.

F34 B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei beni
(dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



F35 B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei servizi
(dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

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	
					Su azioni e altre partecipazioni				Su debito		Dividendi		Interessi			
			Crediti	Debiti	Crediti		Debiti		Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti
						Utili reinvestiti		Utili reinvestiti								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2009	22,2	12,0	407,7	414,4	156,8	20,7	100,6	15,4	25,0	24,7	24,5	77,5	100,9	121,3	100,4	90,3
2010	24,2	12,0	455,1	435,6	220,5	41,6	137,7	32,7	23,9	22,1	28,7	86,6	102,2	124,0	79,9	65,2
2011	25,1	12,3	488,8	469,9	239,8	65,5	153,1	53,1	25,0	21,9	35,9	96,3	102,6	131,7	85,5	66,8
2010 4° trim.	6,6	2,9	117,7	107,8	57,1	1,6	34,0	0,7	6,3	7,8	6,3	18,7	26,9	30,0	21,1	17,3
2011 1° trim.	6,0	2,2	115,1	104,0	55,4	16,0	35,4	20,6	5,8	4,8	7,4	14,4	25,7	32,7	20,7	16,7
2° trim.	6,1	3,3	129,4	144,0	65,5	13,7	42,3	9,9	5,4	5,5	12,3	46,6	25,7	32,3	20,5	17,2
3° trim.	6,0	3,7	118,0	111,5	54,5	21,3	37,6	17,7	6,8	5,5	9,0	18,7	25,9	33,2	21,9	16,5
4° trim.	7,0	3,1	126,3	110,4	64,3	14,5	37,8	4,8	6,9	6,1	7,2	16,6	25,3	33,5	22,5	16,4

3. Scomposizione per area geografica
(transazioni cumulate)

	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									
dal 1° trim. 2011 al 4° trim. 2011	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	Crediti															
Conto corrente	2.930,5	959,1	53,5	91,0	445,7	307,5	61,3	58,8	40,1	149,6	41,2	64,2	107,9	228,5	376,2	904,9
Beni	1.773,8	565,8	33,7	59,1	232,0	240,9	0,2	30,3	20,7	115,7	30,9	39,6	80,6	123,6	199,1	567,5
Servizi	550,1	170,6	11,2	15,4	105,2	32,2	6,6	8,9	9,1	17,8	6,9	13,0	18,2	55,2	81,5	168,9
Redditi	513,9	160,6	7,5	14,8	97,8	31,4	9,0	19,3	9,6	15,4	3,2	10,6	8,6	40,9	89,2	156,5
Redditi da capitale	488,8	153,3	6,7	14,7	96,3	30,8	4,8	19,2	9,5	15,4	3,2	10,6	8,5	28,6	87,5	153,0
Trasferimenti correnti	92,7	62,0	1,1	1,7	10,7	3,0	45,5	0,4	0,7	0,7	0,3	1,0	0,5	8,7	6,5	12,0
Conto capitale	25,5	20,8	0,0	0,1	1,4	0,4	19,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,6	0,4	3,2
	Debiti															
Conto corrente	2.933,7	901,4	46,0	89,6	386,7	272,8	106,4	-	32,7	-	-	95,7	-	189,3	374,7	-
Beni	1.769,1	490,3	30,3	51,5	185,5	223,0	0,0	31,2	15,0	210,1	28,4	52,7	134,5	99,7	142,4	564,9
Servizi	489,0	140,5	8,3	12,8	83,7	35,5	0,3	5,4	6,5	13,1	6,1	9,3	10,1	42,8	100,5	154,6
Redditi	482,2	152,2	6,6	23,8	105,9	9,8	6,2	-	9,3	-	-	33,0	-	39,3	125,4	-
Redditi da capitale	469,9	146,1	6,5	23,6	104,3	5,4	6,2	-	9,1	-	-	32,8	-	38,9	124,1	-
Trasferimenti correnti	193,4	118,4	0,8	1,5	11,6	4,5	100,0	1,5	1,8	4,1	0,7	0,6	0,7	7,5	6,4	51,6
Conto capitale	14,7	2,1	0,3	0,1	1,1	0,4	0,2	0,2	0,3	0,4	0,3	0,1	0,1	0,6	1,8	8,8
	Saldo															
Conto corrente	-3,2	57,7	7,6	1,4	59,0	34,8	-45,2	-	7,4	-	-	-31,4	-	39,1	1,5	-
Beni	4,6	75,6	3,4	7,6	46,5	17,9	0,2	-0,9	5,6	-94,3	2,4	-13,1	-53,9	23,9	56,7	2,6
Servizi	61,1	30,0	3,0	2,6	21,5	-3,3	6,3	3,5	2,6	4,7	0,8	3,6	8,1	12,4	-19,0	14,2
Redditi	31,7	8,4	0,9	-8,9	-8,0	21,6	2,8	-	0,3	-	-	-22,3	-	1,6	-36,2	-
Redditi da capitale	18,9	7,2	0,2	-9,0	-8,0	25,4	-1,4	-	0,4	-	-	-22,2	-	-10,3	-36,6	-
Trasferimenti correnti	-100,6	-56,3	0,4	0,2	-0,9	-1,5	-54,5	-1,1	-1,1	-3,4	-0,5	0,3	-0,2	1,2	0,0	-39,5
Conto capitale	10,8	18,7	-0,3	-0,1	0,3	0,0	18,8	-0,1	-0,2	-0,4	-0,2	0,1	0,1	0,0	-1,4	-5,6

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

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

1. Conto finanziario: principali voci

	Totale [1]			Totale in perc. del PIL			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero)													
2008	13.377,1	14.961,4	-1.584,3	144,7	161,8	-17,1	3.878,4	3.247,8	3.834,9	5.976,8	-0,5	5.290,0	5.736,7	374,2
2009	13.764,1	15.170,3	-1.406,2	154,3	170,1	-15,8	4.287,2	3.403,0	4.341,3	6.781,9	0,2	4.675,9	4.985,4	459,6
2010	15.234,8	16.461,7	-1.226,9	166,3	179,7	-13,4	4.798,2	3.714,8	4.907,5	7.442,9	-61,6	5.002,9	5.304,0	587,8
2011 2° trim.	15.377,0	16.636,0	-1.259,0	165,1	178,6	-13,5	5.030,5	3.837,6	4.762,1	7.646,7	-48,3	5.051,8	5.151,6	580,9
3° trim.	15.558,2	16.782,4	-1.224,2	166,0	179,0	-13,1	5.089,1	3.896,4	4.573,8	7.523,4	-45,9	5.294,5	5.362,6	646,6
4° trim.	15.786,0	16.922,4	-1.136,4	167,7	179,7	-12,1	5.238,8	3.938,1	4.744,0	7.677,3	-30,4	5.166,5	5.307,0	667,1
	Variazioni nelle consistenze													
2008	-615,7	-305,5	-310,3	-6,7	-3,3	-3,4	151,7	25,9	-796,2	-561,3	28,4	-26,7	229,9	27,0
2009	387,1	208,9	178,1	4,3	2,3	2,0	408,8	155,2	506,4	805,1	0,7	-614,1	-751,4	85,4
2010	1.470,7	1.291,5	179,3	16,1	14,1	2,0	511,0	311,8	566,2	661,0	-61,7	327,1	318,7	128,2
2011	551,2	460,7	90,5	5,9	4,9	1,0	440,7	223,3	-163,5	234,5	31,2	163,5	3,0	79,3
2011 3° trim.	181,2	146,4	34,8	7,7	6,2	1,5	58,7	58,7	-188,3	-123,3	2,4	242,7	211,0	65,8
4° trim.	227,8	140,0	87,8	9,4	5,8	3,6	149,7	41,8	170,2	153,9	15,4	-128,0	-55,6	20,5
	Transazioni													
2008	429,9	551,3	-121,3	4,7	6,0	-1,3	336,6	105,5	5,0	266,4	84,5	0,5	179,4	3,4
2009	-131,4	-121,9	-9,4	-1,5	-1,4	-0,1	337,0	231,9	90,4	356,1	-20,0	-534,2	-709,9	-4,6
2010	589,9	587,4	2,5	6,4	6,4	0,0	275,8	161,8	143,0	308,1	-18,5	179,1	117,4	10,5
2011	491,0	466,5	24,6	5,2	5,0	0,3	348,3	197,2	-47,2	261,1	20,8	158,9	8,2	10,2
2011 3° trim.	133,0	136,5	-3,5	5,7	5,8	-0,1	56,6	37,4	-63,1	-28,1	14,8	128,4	127,2	-3,7
4° trim.	-78,5	-122,5	44,0	-3,2	-5,1	1,8	106,9	49,5	-46,8	-48,6	9,2	-154,5	-123,5	6,8
2012 1° trim.	232,9	224,6	8,3	10,0	9,7	0,4	66,9	38,7	117,6	58,2	4,0	43,3	127,7	1,2
2011 nov.	-15,5	-37,4	21,9	.	.	.	47,8	5,2	-30,2	5,0	3,8	-37,2	-47,6	0,2
dic.	-22,5	-43,3	20,8	.	.	.	38,7	30,5	17,0	-18,6	3,2	-86,7	-55,2	5,4
2012 gen.	74,2	84,6	-10,4	.	.	.	26,8	20,4	28,3	-15,1	4,1	14,4	79,3	0,5
feb.	62,2	62,4	-0,3	.	.	.	14,5	11,1	29,6	49,0	-4,9	21,2	2,3	1,8
mar.	96,5	77,6	19,0	.	.	.	25,6	7,2	59,7	24,2	4,8	7,7	46,1	-1,1
	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	518,4	330,8	187,6	5,8	3,7	2,1	71,8	-76,7	416,0	449,0	20,7	-80,0	-41,5	89,9
2010	880,8	704,1	176,7	9,6	7,7	1,9	235,2	150,0	423,2	352,9	-43,2	147,9	201,2	117,7
	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	-55,1	5,5	-0,6	-0,6	0,1	-4,6	5,7	-30,5	-32,9	.	-11,9	-27,9	-2,7
2010	535,4	323,9	211,5	5,8	3,5	2,3	160,8	57,6	179,4	101,7	.	182,2	164,6	13,0
	Altre variazioni dovute ad altre rettifiche													
2007	78,7	113,4	-34,6	0,9	1,3	-0,4	45,2	5,8	77,3	107,6	-75,1	.	.	31,3
2008	-1.002,7	-975,7	-27,1	-10,8	-10,6	-0,3	-159,2	-60,7	-809,5	-915,0	-56,0	.	.	22,0
2009	634,2	483,5	150,7	7,1	5,4	1,7	142,5	28,4	425,2	455,2	20,7	.	.	45,8
2010	296,3	153,8	142,5	3,2	1,7	1,6	50,2	2,2	187,3	151,7	-43,2	.	.	102,0
	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	-66,2	-97,6	31,4	-0,7	-1,1	0,4	-66,2	-110,8	21,2	26,8	.	-68,1	-13,6	46,8
2010	49,1	226,4	-177,3	0,5	2,5	-1,9	24,2	90,1	56,5	99,6	.	-34,3	36,7	2,7
	Tassi di crescita delle consistenze													
2007	15,6	14,3	-	.	.	.	15,8	15,1	10,0	9,4	.	20,2	20,2	1,6
2008	3,0	3,6	-	.	.	.	9,2	3,3	-0,2	4,2	.	0,0	3,3	1,0
2009	-1,0	-0,8	-	.	.	.	8,7	7,3	2,3	5,9	.	-10,1	-12,3	-1,2
2010	4,1	3,8	-	.	.	.	6,2	4,6	3,2	4,4	.	3,8	2,3	2,0
2011 3° trim.	4,5	4,2	-	.	.	.	5,7	6,3	0,9	5,3	.	6,9	1,2	0,9
4° trim.	3,2	2,9	-	.	.	.	7,2	5,3	-1,1	3,5	.	3,3	0,2	1,6
2012 1° trim.	3,1	2,7	.	.	.	.	5,8	4,0	0,9	2,1	.	2,4	2,7	-0,2

Fonte: BCE.

1) Le attività comprendono la posizione netta in strumenti finanziari derivati.

7.3 Conto finanziario

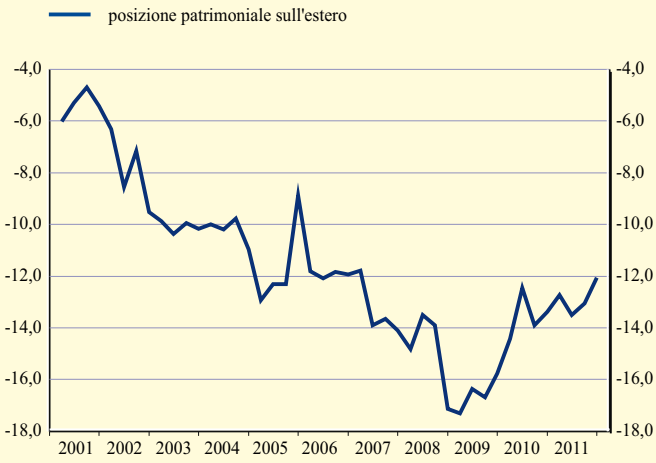
(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

2. Investimenti diretti

	All'estero da residenti							Nell'area dell'euro da non residenti						
	Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	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 3° trim.	5.089,1	3.926,1	287,7	3.638,4	1.163,0	13,2	1.149,8	3.896,4	3.019,1	85,4	2.933,7	877,2	8,7	868,5
4° trim.	5.238,8	4.067,8	291,3	3.776,6	1.171,0	14,2	1.156,8	3.938,1	3.056,9	85,3	2.971,6	881,2	8,2	873,0
	Transazioni													
2009	337,0	258,1	21,6	236,5	78,9	2,6	76,3	231,9	236,3	5,6	230,7	-4,4	-0,6	-3,8
2010	275,8	157,0	14,9	142,2	118,7	1,2	117,5	161,8	203,2	6,1	197,1	-41,3	-7,5	-33,8
2011	348,3	303,1	16,6	286,4	45,2	-3,3	48,5	197,2	208,0	3,5	204,5	-10,8	-3,4	-7,4
2011 3° trim.	56,6	35,9	2,3	33,5	20,7	-1,7	22,5	37,4	58,7	1,0	57,7	-21,3	-0,8	-20,5
4° trim.	106,9	105,8	1,2	104,6	1,1	1,0	0,1	49,5	41,7	0,7	41,0	7,9	0,2	7,7
2012 1° trim.	66,9	52,0	-1,6	53,6	14,9	0,8	14,1	38,7	45,0	1,5	43,5	-6,3	-1,8	-4,5
2011 nov.	47,8	54,4	0,0	54,4	-6,6	0,3	-6,8	5,2	9,5	0,8	8,7	-4,3	-0,1	-4,1
dic.	38,7	30,5	0,7	29,8	8,1	0,5	7,7	30,5	19,9	-0,4	20,3	10,5	0,4	10,1
2012 gen.	26,8	27,1	2,4	24,7	-0,4	0,2	-0,6	20,4	23,8	0,2	23,5	-3,4	-0,5	-2,8
feb.	14,5	13,7	-3,0	16,7	0,8	0,2	0,7	11,1	8,9	1,3	7,6	2,2	0,2	2,0
mar.	25,6	11,2	-1,0	12,2	14,4	0,4	14,0	7,2	12,4	-0,1	12,4	-5,2	-1,5	-3,7
	Tassi di crescita													
2009	8,7	8,6	9,9	8,5	9,0	20,5	8,8	7,3	10,4	8,6	10,4	-0,5	-3,2	-0,4
2010	6,2	4,5	6,2	4,4	12,0	7,8	12,0	4,6	7,9	8,0	7,9	-4,6	-41,3	-3,8
2011 3° trim.	5,7	5,5	5,9	5,4	6,5	-24,0	7,0	6,3	6,9	5,2	6,9	4,5	-51,2	5,7
4° trim.	7,2	8,2	6,1	8,3	4,0	-19,6	4,4	5,3	7,3	4,2	7,4	-1,2	-27,6	-0,9
2012 1° trim.	5,8	6,4	3,9	6,6	3,8	-15,4	4,1	4,0	6,1	5,3	6,1	-2,8	-37,6	-2,3

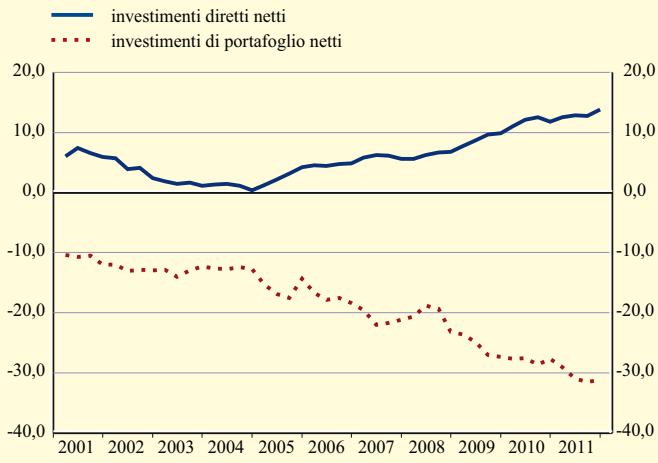
F36 Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro

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



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

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



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)

3. Investimenti di portafoglio: attività

	Totale	Azioni e altre partecipazioni					Strumenti di debito									
							Obbligazioni e *note*					Strumenti di mercato monetario				
		Totale	IFM		non IFM		Totale	IFM		non IFM		Totale	IFM		non IFM	
				Euro-sistema		Ammini-strazioni pubbliche			Euro-sistema		Ammini-strazioni pubbliche			Euro-sistema		Ammini-strazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2009	4.341,3	1.514,5	80,8	3,4	1.433,6	36,6	2.426,6	924,6	17,1	1.502,0	36,6	400,2	330,2	44,9	69,9	2,0
2010	4.907,5	1.914,2	93,8	3,6	1.820,5	47,6	2.588,8	810,7	15,6	1.778,1	75,7	404,5	314,9	41,7	89,6	0,2
2011 3° trim.	4.573,8	1.620,4	76,2	3,4	1.544,2	38,1	2.552,5	748,7	17,7	1.803,8	93,9	400,9	301,4	54,9	99,5	0,5
4° trim.	4.744,0	1.706,8	70,6	3,1	1.636,2	39,4	2.579,1	727,4	16,0	1.851,7	94,2	458,2	298,8	57,5	159,4	0,5
	Transazioni															
2009	90,4	53,1	-1,3	0,0	54,4	2,5	42,9	-93,0	-3,8	135,9	17,5	-5,6	0,5	-12,9	-6,1	0,9
2010	143,0	76,7	5,6	-0,2	71,1	1,7	106,7	-125,3	-0,9	232,0	51,5	-40,4	-55,7	-11,7	15,3	-1,9
2011	-47,2	-69,0	-18,8	-0,6	-50,2	-7,3	-9,0	-54,1	0,3	45,1	-2,9	30,8	28,7	10,5	2,2	0,2
2011 3° trim.	-63,1	-53,7	-12,9	0,0	-40,8	-2,0	-17,8	-19,4	-0,1	1,6	0,1	8,4	8,1	3,5	0,4	0,0
4° trim.	-46,8	-36,8	-9,2	-0,3	-27,6	-0,9	-21,5	-17,3	-1,7	-4,2	-1,7	11,5	14,8	0,6	-3,3	0,0
2012 1° trim.	117,6	14,6	5,3	0,0	9,3	.	69,8	17,3	0,7	52,5	.	33,2	27,0	-4,4	6,2	.
2011 nov.	-30,2	-19,8	-2,7	0,0	-17,1	.	-13,3	-14,6	0,6	1,3	.	2,9	3,6	-1,6	-0,7	.
dic.	17,0	-7,7	-1,6	-0,2	-6,1	.	3,4	-1,9	-9,5	5,2	.	21,3	25,8	15,2	-4,5	.
2012 gen.	28,3	2,9	-0,6	0,0	3,5	.	20,5	1,3	0,8	19,2	.	5,0	2,7	-7,2	2,2	.
feb.	29,6	2,8	0,5	0,0	2,4	.	23,1	5,6	0,1	17,5	.	3,6	1,6	2,4	2,0	.
mar.	59,7	8,9	5,5	0,0	3,4	.	26,2	10,4	-0,2	15,7	.	24,6	22,6	0,4	2,0	.
	Tassi di crescita															
2009	2,3	3,8	-2,4	-0,6	4,2	8,5	1,8	-9,4	-19,0	10,5	93,4	-2,0	-0,9	-22,3	-7,9	67,2
2010	3,2	4,8	7,0	-5,2	4,7	4,8	4,2	-13,5	-4,9	14,8	122,5	-9,5	-16,0	-25,4	21,1	-91,9
2011 3° trim.	0,9	0,6	-7,3	-8,7	1,0	-16,4	0,5	-14,9	9,3	8,6	130,0	6,1	1,0	0,9	28,1	-4,8
4° trim.	-1,1	-4,0	-21,3	-16,7	-3,1	-15,8	-0,4	-6,9	2,0	2,6	-3,1	7,9	9,8	26,5	2,5	112,5
2012 1° trim.	0,9	-2,9	-15,5	-6,0	-2,2	.	2,1	-3,1	-4,0	4,4	.	9,4	13,7	12,7	-0,6	.

4. Investimenti di portafoglio: passività

	Totale	Azioni e altre partecipazioni			Strumenti di debito							
					Obbligazioni e *note*				Strumenti di mercato monetario			
		Totale	IFM	non IFM	Totale	IFM	non IFM		Totale	IFM	non IFM	
								Ammini-strazioni pubbliche				Ammini-strazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)											
2009	6.781,9	2.781,9	686,2	2.095,7	3.493,1	1.093,2	2.399,9	1.481,2	506,9	66,2	440,7	409,3
2010	7.442,9	3.150,7	658,0	2.492,7	3.823,0	1.165,4	2.657,5	1.680,3	469,2	77,2	392,0	352,6
2011 3° trim.	7.523,4	2.842,5	618,0	2.224,5	4.148,9	1.222,6	2.926,3	1.844,4	532,0	110,1	421,9	376,8
4° trim.	7.677,3	3.078,2	553,6	2.524,6	4.141,2	1.235,2	2.906,0	1.836,6	457,9	98,2	359,8	315,1
	Transazioni											
2009	356,1	124,6	10,7	113,9	140,5	-14,4	154,9	101,3	90,9	-18,5	109,4	144,3
2010	308,1	144,2	-16,3	160,4	184,2	59,1	125,1	194,5	-20,3	19,2	-39,5	-34,9
2011	261,1	120,5	19,9	100,6	167,0	57,5	109,6	100,5	-26,4	18,2	-44,7	-35,8
2011 3° trim.	-28,1	-22,3	-10,6	-11,7	2,1	14,2	-12,0	-22,9	-7,9	-12,7	4,8	17,9
4° trim.	-48,6	42,3	29,0	13,3	-31,5	-31,5	0,1	-4,1	-59,4	0,4	-59,8	-71,6
2012 1° trim.	58,2	33,4	3,7	29,7	14,0	0,0	14,0	.	10,8	3,4	7,4	.
2011 nov.	5,0	26,6	18,1	8,5	-8,0	-4,2	-3,9	.	-13,5	6,8	-20,3	.
dic.	-18,6	31,5	3,8	27,7	-20,6	-9,2	-11,3	.	-29,6	-4,5	-25,0	.
2012 gen.	-15,1	9,9	4,1	5,8	-32,0	-6,6	-25,4	.	7,1	-3,4	10,4	.
feb.	49,0	1,2	-2,7	3,9	45,5	6,0	39,5	.	2,3	1,9	0,4	.
mar.	24,2	22,3	2,3	20,0	0,5	0,7	-0,1	.	1,4	4,8	-3,4	.
	Tassi di crescita											
2009	5,9	5,4	1,7	6,8	4,1	-1,2	7,0	7,2	23,1	-29,1	33,1	53,5
2010	4,4	5,1	-2,4	7,5	5,1	5,2	5,1	12,9	-4,2	26,3	-9,1	-8,7
2011 3° trim.	5,3	4,5	-2,8	6,5	6,7	10,3	5,2	8,5	-0,4	9,3	-2,4	5,3
4° trim.	3,5	4,0	3,2	4,1	4,5	5,2	4,2	6,1	-4,9	24,6	-10,9	-10,7
2012 1° trim.	2,1	1,7	2,9	1,3	4,2	2,5	4,9	.	-8,2	-0,9	-10,3	.

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni 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 3° trim.	5.294,5	42,4	42,1	0,3	3.206,3	3.148,7	57,6	141,7	7,4	93,5	16,5	1.904,1	228,5	1.518,4	480,5
4° trim.	5.166,5	35,5	35,2	0,3	3.065,7	3.007,3	58,4	165,8	7,5	116,8	30,2	1.899,5	230,4	1.521,0	463,4
	Transazioni														
2009	-534,2	0,1	0,0	0,1	-420,4	-399,9	-20,5	11,8	-0,4	10,4	0,2	-125,6	7,5	-129,0	-34,8
2010	179,1	-2,9	-2,9	0,0	8,6	-0,2	8,8	41,7	-0,3	41,3	4,9	131,7	7,6	101,7	46,7
2011	158,9	-2,6	-2,7	0,1	50,3	20,9	29,4	1,5	-0,2	0,9	9,9	109,7	8,3	79,9	53,0
2011 3° trim.	128,4	-2,7	-2,7	0,1	82,7	68,3	14,4	-6,0	-0,1	-6,0	-1,5	54,4	2,4	39,2	19,0
4° trim.	-154,5	-8,2	-8,2	0,0	-156,9	-157,2	0,3	17,0	0,0	17,0	13,3	-6,3	0,2	4,2	-4,1
2012 1° trim.	43,3	0,5	.	.	17,7	.	.	-10,5	.	.	-5,8	35,6	.	.	7,4
2011 nov.	-37,2	-3,6	.	.	-39,6	.	.	11,4	.	.	6,9	-5,4	.	.	0,3
dic.	-86,7	-1,4	.	.	-47,6	.	.	0,5	.	.	-1,3	-38,2	.	.	-20,8
2012 gen.	14,4	1,8	.	.	5,5	.	.	-1,6	.	.	0,6	8,7	.	.	-2,0
feb.	21,2	0,1	.	.	12,0	.	.	-8,3	.	.	-6,4	17,3	.	.	4,6
mar.	7,7	-1,5	.	.	0,2	.	.	-0,6	.	.	0,0	9,6	.	.	4,8
	Tassi di crescita														
2009	-10,1	-0,4	-1,4	23,4	-12,8	-12,4	-37,0	10,8	-3,5	17,1	3,5	-6,9	3,8	-8,6	-8,2
2010	3,8	-13,1	-13,0	-9,9	0,4	0,1	27,7	33,2	-3,1	53,2	30,6	7,7	3,7	7,4	11,3
2011 3° trim.	6,9	46,0	46,3	63,4	6,0	5,1	84,1	16,1	-3,6	25,0	9,1	7,2	4,5	7,0	18,0
4° trim.	3,3	-5,3	-5,4	40,4	1,8	0,9	88,4	1,2	-3,2	1,4	51,8	6,1	3,8	5,6	12,6
2012 1° trim.	2,4	-13,7	.	.	0,3	.	.	0,2	.	.	54,2	6,7	.	.	12,8

6. Altri investimenti: passività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Crediti commer-ciali	Prestiti	Altre passività	Totale	Crediti commer-ciali	Prestiti	Altre passività
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
2009	4.985,4	251,7	251,3	0,4	3.399,7	3.360,7	39,0	85,2	0,0	80,8	4,4	1.248,8	177,8	929,3	141,7
2010	5.304,0	268,8	265,7	3,1	3.508,6	3.462,6	46,0	153,9	0,0	147,2	6,6	1.372,8	200,8	1.016,2	155,8
2011 3° trim.	5.362,6	315,2	312,3	2,9	3.403,8	3.340,7	63,2	210,2	0,0	204,2	5,9	1.433,4	219,6	1.039,3	174,4
4° trim.	5.307,0	408,9	406,0	2,8	3.212,4	3.144,8	67,6	222,6	0,1	215,9	6,7	1.463,1	221,5	1.073,7	167,9
	Transazioni														
2009	-709,9	-233,2	-233,4	0,2	-352,8	-341,6	-11,2	17,2	0,0	17,2	0,0	-141,1	0,8	-127,6	-14,3
2010	117,4	8,9	6,3	2,6	-10,8	-16,7	5,9	65,6	0,0	64,8	0,8	53,7	15,4	14,9	23,4
2011															
2011 3° trim.	127,2	29,8	29,8	0,0	24,3	5,6	18,7	23,2	-0,1	23,2	0,1	49,8	6,3	24,2	19,4
4° trim.	-123,5	87,9	88,0	0,0	-232,2	-240,2	8,0	9,1	0,0	8,9	0,1	11,7	0,6	19,0	-7,9
2012 1° trim.	127,7	-71,3	.	.	185,2	.	.	6,6	.	.	.	7,2	.	.	.
2011 nov.	-47,6	-2,8	.	.	-46,1	.	.	-0,2	.	.	.	1,5	.	.	.
dic.	-55,2	98,2	.	.	-154,3	.	.	5,7	.	.	.	-4,8	.	.	.
2012 gen.	79,3	-35,8	.	.	106,3	.	.	6,3	.	.	.	2,5	.	.	.
feb.	2,3	0,1	.	.	-6,2	.	.	-2,1	.	.	.	10,5	.	.	.
mar.	46,1	-35,6	.	.	85,1	.	.	2,4	.	.	.	-5,8	.	.	.
	Tassi di crescita														
2009	-12,3	-48,1	-48,1	.	-9,4	-9,2	-19,8	24,9	.	26,5	-0,7	-9,9	0,3	-11,6	-9,2
2010	2,3	3,4	2,4	.	-0,2	-0,4	15,5	75,5	.	79,7	11,8	4,1	8,5	1,4	15,4
2011 3° trim.	1,2	25,9	25,6	.	-4,3	-5,4	79,4	104,6	.	111,8	-8,4	3,1	10,3	-0,5	19,4
4° trim.	0,2	50,6	51,2	.	-8,3	-9,5	89,7	48,5	.	51,2	-9,0	6,7	5,1	4,7	22,4
2012 1° trim.	2,7	20,0	.	.	-1,3	.	.	29,7	.	.	.	5,5	.	.	.

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 ufficiali [1)]

	Riserve ufficiali														Per memoria		
	Totale	Oro monetario		DSP	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera								Altre attività	Altre attività in valuta estera	Deflussi previsti netti a breve termine di valuta estera	Assegnazione di DSP
		in miliardi di euro	in milioni di once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli				Strumenti finanziari derivati				
							Presso autorità monetarie e la BRI	Presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e *note*	Strumenti di mercato monetario					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)																
2008	374,2	217,0	349,207	4,7	7,3	145,1	7,6	8,1	129,5	0,6	111,3	17,6	0,0	0,0	262,8	-245,7	5,5
2009	462,4	266,1	347,180	50,8	10,5	134,9	11,7	8,1	115,2	0,5	92,0	22,7	-0,1	0,0	32,1	-24,2	51,2
2010	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	155,0	7,7	16,1	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5
2011 2° trim.	580,9	361,4	346,988	50,5	22,4	146,5	5,1	13,0	128,2	0,5	108,3	19,3	0,2	0,0	20,4	-18,1	52,2
3° trim.	646,7	416,3	346,989	52,9	26,1	151,4	5,5	11,1	135,1	0,6	120,5	14,0	-0,4	0,0	31,4	-24,5	54,5
4° trim.	667,1	422,1	346,846	54,0	30,2	160,9	5,3	7,8	148,1	0,6	134,3	13,3	-0,4	0,0	97,4	-86,0	55,9
2012 mar.	671,3	431,7	346,847	52,5	30,9	155,8	4,5	7,6	143,6	-	-	-	0,1	0,3	55,2	-42,7	54,7
apr.	679,7	433,4	346,847	53,1	32,2	160,7	5,0	8,9	146,8	-	-	-	0,0	0,3	52,7	-42,7	55,3
	Transazioni																
2008	-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	-	-	-
2009	10,5	0,0	-	-0,1	4,9	5,7	-5,4	6,7	4,3	0,0	10,6	-6,3	0,0	0,0	-	-	-
2010	10,2	0,1	-	-1,6	12,9	-1,1	-2,3	-8,2	9,3	-0,2	16,2	-6,8	0,0	0,0	-	-	-
2011 3° trim.	-3,7	0,0	-	0,2	2,4	-6,3	0,3	-2,9	-3,8	0,0	3,0	-6,7	0,0	0,0	-	-	-
4° trim.	6,8	0,0	-	-0,4	3,1	4,1	-0,5	-3,0	7,4	-0,2	8,8	-1,2	0,1	0,0	-	-	-
2012 1° trim.	1,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Tassi di crescita																
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,3	6,3	15,0	6,4	5,7	1,1	18,6	-27,6	-	-	-	-	-
2008	1,0	-1,3	-	-2,5	105,5	1,7	67,8	-68,9	10,8	28,0	17,9	-20,6	-	-	-	-	-
2009	-1,2	-0,9	-	-2,6	45,5	-4,4	41,1	-21,3	-7,3	1,0	-12,8	25,3	-	-	-	-	-
2010	2,0	0,0	-	-0,1	46,4	3,7	-43,3	76,2	3,6	-5,2	10,3	-24,5	-	-	-	-	-
2011 3° trim.	0,9	0,0	-	-2,0	64,6	-2,8	-27,0	-37,0	3,2	1,9	9,9	-42,4	-	-	-	-	-
4° trim.	1,6	0,0	-	-3,0	82,2	-1,1	-30,0	-52,4	6,9	-21,6	14,6	-45,3	-	-	-	-	-
2012 1° trim.	-0,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

8. Debito estero lordo

	Totale	Per strumento						Per settore (esclusi gli investimenti diretti)			
		Prestiti, banconote, monete e depositi	Strumenti di mercato monetario	Obbligazioni e *note*	Crediti commerciali	Altre passività	Investimenti diretti: prestiti intersocietari	Amministrazioni pubbliche	Eurosistema	IFM (escluso l'Eurosistema)	Altri settori
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)										
2008	10.914,5	5.340,8	398,1	3.377,9	184,1	211,8	1.401,7	1.747,0	482,7	5.006,5	2.276,5
2009	10.391,3	4.622,0	506,9	3.493,1	177,8	185,6	1.405,9	1.975,7	251,7	4.559,1	2.198,9
2010	11.016,4	4.891,7	469,2	3.823,0	200,8	211,5	1.420,2	2.186,8	268,8	4.751,3	2.389,4
2011 2° trim.	11.057,2	4.729,2	522,7	3.961,4	209,6	212,9	1.421,5	2.329,9	278,0	4.604,5	2.423,3
3° trim.	11.464,2	4.896,6	532,0	4.148,9	219,7	246,4	1.420,7	2.431,3	315,2	4.736,6	2.560,4
4° trim.	11.338,1	4.840,4	457,9	4.141,2	221,5	245,0	1.432,0	2.374,3	408,9	4.545,7	2.577,2
	Consistenze (in percentuale del PIL)										
2008	118,2	57,8	4,3	36,6	2,0	2,3	15,2	18,9	5,2	54,2	24,6
2009	116,5	51,8	5,7	39,2	2,0	2,1	15,8	22,1	2,8	51,1	24,6
2010	120,4	53,5	5,1	41,8	2,2	2,3	15,5	23,9	2,9	51,9	26,1
2011 2° trim.	118,9	50,9	5,6	42,6	2,3	2,3	15,3	25,1	3,0	49,5	26,1
3° trim.	122,5	52,3	5,7	44,3	2,3	2,6	15,2	26,0	3,4	50,6	27,4
4° trim.	120,5	51,4	4,9	44,0	2,4	2,6	15,2	25,2	4,3	48,3	27,4

Fonte: BCE.

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

7.3 Conto finanziario

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

9. Scomposizione geografica

	Totale	Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro						Canada	Cina	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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 1° trim. 2011 al 4° trim. 2011	Transazioni cumulate														
Investimenti diretti	151,1	78,1	-2,1	-5,5	64,1	21,5	0,0	2,5	11,5	-0,1	-13,4	1,9	25,8	0,0	44,8
All'estero	348,3	97,0	2,4	-0,3	71,0	23,9	0,0	10,7	14,6	0,5	19,2	85,9	41,9	0,0	78,3
Azioni/utili reinvestiti	303,1	80,3	1,9	-1,0	58,7	20,6	0,0	11,1	9,7	1,2	23,0	67,1	45,8	0,0	64,8
Debito	45,2	16,7	0,5	0,6	12,3	3,3	0,0	-0,4	5,0	-0,7	-3,8	18,8	-3,9	0,0	13,5
Nell'area dell'euro	197,2	18,9	4,5	5,1	6,9	2,4	0,0	8,2	3,2	0,6	32,6	84,0	16,1	0,0	33,5
Azioni/utili reinvestiti	208,0	26,9	0,9	7,1	17,2	1,8	0,0	14,7	0,4	1,3	15,8	90,6	21,6	0,0	36,6
Debito	-10,8	-8,0	3,6	-1,9	-10,3	0,7	0,0	-6,5	2,8	-0,7	16,7	-6,6	-5,5	0,0	-3,0
Investimenti di portafoglio: attività	-47,2	-5,8	-0,4	10,4	-40,1	2,0	22,4	-4,7	5,4	1,0	-5,4	0,4	-27,5	2,8	-13,4
Azioni	-69,0	-13,1	-0,8	-0,2	-12,2	-0,3	0,4	3,3	4,0	-5,4	-7,3	-22,3	-9,1	-0,4	-18,8
Strumenti di debito	21,8	7,4	0,4	10,6	-28,0	2,3	22,0	-8,0	1,4	6,4	1,8	22,6	-18,4	3,2	5,4
Obbligazioni e *note*	-9,0	7,9	3,4	3,1	-15,8	1,3	15,9	-7,6	0,9	-5,2	1,3	-1,9	-20,4	2,4	13,7
Strumenti di mercato monetario	30,8	-0,5	-3,0	7,5	-12,1	0,9	6,1	-0,4	0,5	11,6	0,5	24,6	2,1	0,9	-8,3
Altri investimenti	150,7	8,7	1,1	-26,5	86,8	-10,9	-41,9	1,1	0,7	-4,7	-33,4	147,2	127,6	-41,2	-55,3
Attività	158,9	-6,9	-7,5	3,2	3,9	-8,2	1,7	0,4	11,8	1,1	9,1	84,2	58,7	-12,5	13,0
Amministrazioni pubbliche	1,5	9,8	0,8	-1,9	10,5	-0,4	0,8	0,0	-0,1	-0,5	0,0	-4,9	-1,0	0,4	-2,2
IFM	47,7	-81,4	-9,7	1,0	-64,5	-8,9	0,6	-1,2	9,5	3,2	0,2	80,8	49,8	-13,0	-0,2
Altri settori	109,7	64,7	1,4	4,0	57,9	1,0	0,4	1,6	2,4	-1,5	8,9	8,3	9,9	0,1	15,4
Passività	8,2	-15,6	-8,6	29,7	-83,0	2,6	43,6	-0,7	11,1	5,8	42,5	-63,0	-68,9	28,7	68,3
Amministrazioni pubbliche	72,7	29,3	0,0	-0,1	1,0	-0,1	28,5	0,0	0,0	0,0	0,3	7,2	-0,3	36,3	0,1
IFM	-154,3	-90,0	-6,0	26,9	-124,2	4,2	9,2	-2,5	7,9	6,9	40,4	-72,4	-75,5	-7,9	38,8
Altri settori	89,8	45,1	-2,6	3,0	40,3	-1,5	5,9	1,9	3,2	-1,1	1,8	2,2	7,0	0,3	29,5

Fonte: BCE.

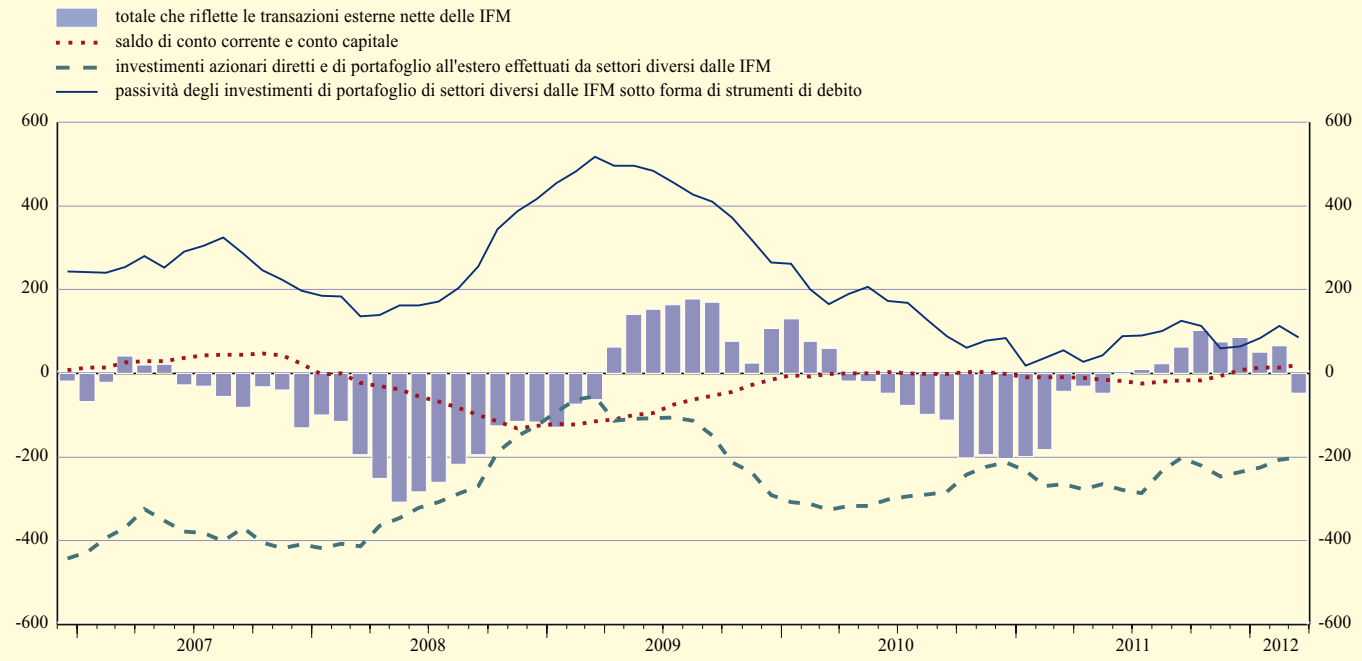
7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti [1)]

(miliardi di euro; transazioni)

	Voci di bilancia dei pagamenti che riflettono le transazioni nette delle IFM											
	Totale	Saldo di conto corrente e conto capitale	Transazioni di istituzioni diverse dalle IFM								Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni
			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio				Altri investimenti			
			All'estero da residenti	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività		Passività		Attività	Passività		
					Azioni	Strumenti di debito	Azioni	Strumenti di debito				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2009	107,7	-15,7	-312,7	226,7	-54,4	-129,8	114,0	265,4	113,8	-123,6	20,0	4,1
2010	-203,6	-1,7	-259,9	163,1	-70,9	-247,3	160,5	84,8	-172,6	119,2	18,5	2,7
2011	85,7	7,6	-335,0	197,1	50,2	-47,3	100,6	64,9	-111,2	162,5	-20,8	17,0
2011 1° trim.	81,0	-18,9	-120,5	82,6	5,5	-24,0	98,8	-0,1	-16,3	50,2	-0,4	24,2
2° trim.	19,6	-17,9	-53,7	28,5	-23,7	-28,8	0,2	132,0	-35,8	18,5	3,6	-3,3
3° trim.	7,5	4,4	-56,0	37,2	40,8	-2,0	-11,7	-7,2	-48,4	73,1	-14,8	-7,9
4° trim.	-22,4	39,9	-104,7	48,7	27,6	7,5	13,3	-59,8	-10,7	20,8	-9,2	4,1
2012 1° trim.	-52,5	-6,2	-67,7	39,0	-9,3	-58,7	29,7	21,4	-25,1	13,9	-4,0	14,4
2011 mar.	92,8	0,9	-40,1	35,4	7,7	-1,1	43,0	23,3	-0,3	18,1	-1,4	7,2
apr.	-21,6	-5,1	-46,4	20,8	-14,2	-14,0	4,6	13,7	-0,1	6,0	3,3	9,8
mag.	-0,9	-13,5	-7,0	3,2	-2,1	-18,5	-15,4	73,4	-29,6	15,6	-1,6	-5,4
giu.	42,1	0,8	-0,3	4,5	-7,4	3,7	10,9	44,9	-6,1	-3,1	1,9	-7,7
lug.	-18,1	3,2	-31,0	12,2	3,9	-16,5	14,5	-21,4	-7,6	21,3	0,3	3,0
ago.	10,7	0,6	1,0	7,7	27,2	1,8	-14,4	-17,1	-12,0	23,9	-8,0	-0,1
set.	14,9	0,6	-26,1	17,3	9,7	12,7	-11,7	31,3	-28,8	27,8	-7,1	-10,9
ott.	-39,4	5,2	-19,7	13,7	4,4	8,9	-22,9	0,8	-42,4	18,6	-2,2	-3,9
nov.	-28,8	11,5	-47,6	4,5	17,1	-0,6	8,5	-24,2	-6,0	1,3	-3,8	10,4
dic.	45,9	23,3	-37,5	30,4	6,1	-0,8	27,7	-36,4	37,7	0,9	-3,2	-2,4
2012 gen.	-50,6	-10,0	-24,2	20,7	-3,5	-21,5	5,8	-15,0	-7,2	8,8	-4,1	-0,4
feb.	18,4	-4,0	-17,4	9,7	-2,4	-19,5	3,9	39,9	-9,0	8,5	4,9	3,8
mar.	-20,3	7,9	-26,1	8,7	-3,4	-17,7	20,0	-3,6	-8,9	-3,4	-4,8	11,1
	transazioni cumulate sui dodici mesi											
2012 mar.	-47,8	20,4	-282,1	153,5	35,5	-82,0	31,5	86,4	-120,0	126,2	-24,4	7,2

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 merceologica [1)]

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale				Per memoria:	Totale				Per memoria:	
				Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Settore manifatturiero		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Settore manifatturiero	Petrolio
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)												
2010	20,0	22,5	1.533,6	764,2	311,5	419,8	1.268,7	1.547,7	948,1	230,0	348,3	1.019,7	250,1
2011	12,9	12,5	1.738,3	872,7	351,0	472,2	1.423,2	1.745,9	1.118,1	236,3	364,1	1.097,7	318,6
2011 2° trim.	13,2	13,0	429,9	215,9	87,5	116,0	351,0	436,8	280,8	59,1	90,1	276,4	78,1
3° trim.	9,6	9,8	437,1	219,7	87,6	118,9	358,4	441,3	283,8	59,4	91,7	276,0	82,4
4° trim.	8,4	4,7	444,6	222,1	90,3	121,3	363,6	432,6	276,4	58,5	90,5	268,0	83,7
2012 1° trim.	8,5	3,4	464,9	231,6	93,7	127,7	374,5	451,3	289,2	61,6	91,8	272,2	.
2011 ott.	5,8	8,2	144,4	72,8	27,9	39,5	116,7	144,3	92,0	19,6	30,2	89,4	27,8
nov.	10,3	4,7	149,1	74,2	31,3	40,3	122,0	144,1	92,3	19,6	30,1	88,6	28,4
dic.	9,3	1,4	151,1	75,1	31,1	41,5	124,8	144,2	92,1	19,3	30,2	90,0	27,5
2012 gen.	11,0	4,2	153,2	76,9	30,2	41,7	122,8	147,8	94,2	20,4	30,3	90,4	28,8
feb.	11,0	7,1	156,6	78,2	31,9	42,7	126,6	152,6	99,1	20,3	30,8	92,0	28,8
mar.	4,4	-0,4	155,2	76,6	31,5	43,4	125,1	150,9	95,9	20,9	30,7	89,8	.
	Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)												
2010	14,9	10,7	136,8	132,4	138,5	143,6	133,9	121,1	113,3	131,7	143,3	128,1	104,8
2011	7,4	2,5	147,7	142,2	152,2	154,6	145,0	124,1	117,0	133,8	143,1	133,0	101,0
2011 1° trim.	13,5	7,9	146,0	141,6	148,6	152,3	143,2	125,2	118,2	132,6	145,2	133,7	99,9
2° trim.	8,4	3,0	147,1	140,9	153,3	153,9	144,2	124,3	117,0	135,1	143,9	134,9	96,5
3° trim.	5,4	2,9	148,2	142,7	152,5	155,4	146,1	125,3	118,5	136,3	143,3	134,0	104,0
4° trim.	3,2	-3,1	149,4	143,5	154,4	156,9	146,8	121,4	114,1	131,2	140,0	129,4	103,6
2011 set.	5,5	2,0	149,4	144,1	152,3	156,7	146,1	123,9	117,1	132,5	143,3	132,7	105,5
ott.	0,3	0,2	145,7	140,5	144,9	153,3	141,3	122,0	114,1	134,2	140,5	129,7	104,5
nov.	5,0	-3,9	151,1	144,9	160,7	156,8	148,5	121,8	114,9	132,2	140,0	128,9	105,4
dic.	4,4	-5,4	151,6	145,0	157,5	160,5	150,5	120,5	113,3	127,4	139,5	129,5	100,9
2012 gen.	7,0	-1,4	152,1	147,0	153,6	158,0	147,0	121,1	114,3	130,8	136,6	127,6	102,3
feb.	6,2	0,5	153,5	147,3	161,7	159,9	150,1	124,0	118,3	130,4	139,8	130,2	97,8

2. Prezzi [2)]

(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:	Totale (indice 2005=100)	Totale					Per memoria:
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Beni energetici	Settore manifatturiero			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Beni energetici	Settore manifatturiero
in perc. del totale	100,0	100,0	33,1	44,5	17,9	4,5	99,2	100,0	100,0	28,4	27,9	22,1	21,6	81,1
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2010	106,2	4,1	4,8	1,4	2,2	26,4	4,1	108,8	9,8	9,7	1,4	2,9	26,1	5,8
2011	110,5	4,0	5,8	1,4	2,2	23,3	4,0	118,7	9,1	4,6	-0,1	3,8	26,1	4,2
2011 3° trim.	110,8	3,4	5,0	0,9	1,8	25,5	3,4	118,9	8,1	3,0	-1,5	2,9	26,4	3,0
4° trim.	111,1	3,5	3,8	1,8	2,3	20,3	3,4	119,8	7,6	0,4	0,5	3,4	24,0	2,8
2012 1° trim.	112,9	3,0	1,7	2,0	2,5	17,5	3,0	123,0	4,8	-1,3	1,3	2,2	14,8	1,5
2011 nov.	111,1	3,7	3,8	1,8	2,4	22,3	3,6	119,9	8,2	0,8	0,5	3,4	26,6	3,0
dic.	111,4	3,1	3,1	1,9	2,2	14,8	3,0	120,2	5,7	-1,0	0,6	2,8	17,8	1,8
2012 gen.	112,6	3,2	2,2	2,0	2,5	17,7	3,2	121,9	5,3	-1,4	1,5	2,4	16,2	1,9
feb.	112,9	3,1	1,6	2,0	2,5	18,7	3,0	123,0	4,7	-1,4	1,0	2,0	15,3	1,3
mar.	113,3	2,9	1,3	2,1	2,4	16,4	2,8	124,3	4,5	-1,1	1,2	2,3	12,9	1,3
apr.	113,5	2,8	1,1	2,5	2,5	12,0	2,7	.	.	.	1,5	.	7,3	.

Fonte: Eurostat.

1) 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.

2) 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), poichè questi ultimi comprendono tutti i beni e i servizi nonchè anche il commercio transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro.

3) I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono agli scambi diretti tra produttori interni e clienti non nazionali. A differenza dei dati riportati nella tavola 1 per i valori e i volumi, non sono incluse le esportazioni da parte di grossisti e le reimportazioni.

7.5 Commercio di beni

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

3. Scomposizione per area geografica

	Totale	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia			Africa	America Latina	Altri paesi
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE						Cina	Giappone			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	Esportazioni (f.o.b.)														
2010	1.533,6	30,2	52,6	194,8	208,2	63,0	92,8	47,4	180,6	356,6	94,8	34,6	104,0	73,4	130,1
2011	1.738,3	32,8	60,3	213,4	241,2	79,8	108,9	56,7	197,6	406,2	115,4	39,4	111,1	84,5	145,7
2010 4° trim.	406,1	8,3	14,2	50,4	56,0	17,4	24,8	13,3	46,3	93,6	25,5	9,0	27,2	19,0	35,6
1° trim.	426,7	8,1	15,0	52,9	59,2	18,6	25,8	15,3	49,6	99,8	28,8	9,3	27,8	20,2	34,5
2° trim.	429,9	8,2	15,4	52,6	60,5	19,7	26,1	14,3	48,1	98,4	27,4	9,5	26,8	20,7	39,0
3° trim.	437,1	8,3	15,6	53,7	61,2	20,6	28,8	13,6	48,6	101,7	28,6	10,2	27,8	21,7	35,6
4° trim.	444,6	8,3	14,4	54,1	60,4	20,9	28,2	13,5	51,3	106,3	30,5	10,5	28,6	21,9	36,7
2012 1° trim.	464,9	.	.	.	.	22,2	29,4	14,6	55,3	109,3	31,6	10,5	31,0	24,0	.
2011 ott.	144,4	2,7	4,7	17,7	19,7	6,6	9,3	4,4	15,7	34,5	10,2	3,6	9,2	6,8	12,8
nov.	149,1	2,8	4,8	18,3	20,3	7,0	9,4	4,4	17,5	35,6	10,2	3,5	9,6	7,2	12,3
dic.	151,1	2,8	4,9	18,1	20,3	7,2	9,5	4,7	18,1	36,2	10,1	3,4	9,8	7,9	11,6
2012 gen.	153,2	2,8	5,0	18,7	20,3	7,1	9,9	4,7	18,3	35,9	10,5	3,5	9,7	7,7	13,0
feb.	156,6	2,8	5,0	19,2	20,9	7,6	9,8	4,8	18,6	37,3	10,9	3,6	10,3	8,0	12,2
mar.	155,2	.	.	.	.	7,5	9,6	5,1	18,5	36,1	10,2	3,5	11,0	8,3	.
	percentuale delle esportazioni totali														
2011	100,0	1,9	3,5	12,3	13,9	4,6	6,3	3,3	11,4	23,4	6,6	2,3	6,4	4,9	8,4
	Importazioni (c.i.f.)														
2010	1.547,7	27,4	47,3	147,8	195,4	112,2	72,8	30,7	129,9	494,9	208,7	51,4	118,8	75,3	95,3
2011	1.745,9	29,7	53,2	166,1	226,4	138,5	80,1	34,8	139,4	548,2	217,0	52,5	128,3	90,5	110,8
2010 4° trim.	408,6	7,0	12,5	38,7	52,4	30,3	17,9	8,1	34,2	128,6	54,2	13,0	32,6	20,9	25,4
1° trim.	435,3	7,2	13,2	40,8	55,6	36,0	19,1	9,0	35,3	135,6	54,6	13,7	34,9	21,5	27,0
2° trim.	436,8	7,6	13,4	41,1	56,5	34,3	19,3	8,8	34,2	139,9	56,0	12,7	30,6	21,9	29,3
3° trim.	441,3	7,4	13,9	42,3	57,2	33,0	22,0	8,5	34,5	139,3	54,7	13,3	31,1	23,5	28,6
4° trim.	432,6	7,6	12,7	41,9	57,2	35,3	19,8	8,5	35,4	133,3	51,7	12,8	31,6	23,5	25,8
2012 1° trim.	451,3	.	.	.	.	37,5	19,9	8,4	37,5	134,8	52,8	12,4	38,4	23,6	.
2011 ott.	144,3	2,4	4,2	13,9	18,8	12,1	6,6	2,9	11,9	44,8	17,5	4,3	10,7	7,7	8,4
nov.	144,1	2,6	4,3	14,1	19,3	11,7	6,8	2,7	11,7	44,4	17,0	4,3	10,4	7,7	8,3
dic.	144,2	2,5	4,2	14,0	19,1	11,4	6,4	2,9	11,8	44,1	17,2	4,3	10,6	8,1	9,1
2012 gen.	147,8	2,4	4,4	14,1	19,0	11,7	6,8	2,7	12,3	44,4	17,6	4,1	12,0	7,8	10,4
feb.	152,6	2,5	4,4	14,6	19,4	12,7	6,8	2,8	12,5	46,1	18,3	4,3	13,2	8,2	9,3
mar.	150,9	.	.	.	.	13,1	6,4	2,8	12,7	44,3	16,9	4,0	13,2	7,7	.
	percentuale delle importazioni totali														
2011	100,0	1,7	3,0	9,5	13,0	7,9	4,6	2,0	8,0	31,4	12,4	3,0	7,3	5,2	6,3
	Saldo														
2010	-14,1	2,7	5,3	47,0	12,7	-49,1	20,0	16,8	50,7	-138,3	-113,9	-16,8	-14,8	-1,8	34,8
2011	-7,6	3,1	7,1	47,3	14,8	-58,7	28,8	21,9	58,2	-142,0	-101,7	-13,0	-17,1	-6,0	34,9
2010 4° trim.	-2,6	1,3	1,7	11,7	3,6	-12,9	6,9	5,2	12,1	-35,1	-28,7	-4,0	-5,3	-1,9	10,2
1° trim.	-8,5	0,8	1,7	12,2	3,6	-17,4	6,8	6,3	14,3	-35,8	-25,8	-4,4	-7,1	-1,4	7,5
2° trim.	-6,9	0,7	2,0	11,5	4,0	-14,5	6,8	5,5	13,9	-41,5	-28,7	-3,2	-3,8	-1,2	9,6
3° trim.	-4,2	0,9	1,7	11,4	4,0	-12,4	6,8	5,1	14,1	-37,6	-26,0	-3,1	-3,3	-1,7	6,9
4° trim.	12,0	0,7	1,7	12,2	3,2	-14,4	8,5	5,1	15,9	-27,0	-21,2	-2,3	-3,0	-1,7	10,9
2012 1° trim.	13,7	.	.	.	.	-15,3	9,4	6,3	17,9	-25,6	-21,2	-1,9	-7,4	0,4	.
2011 ott.	0,1	0,3	0,6	3,9	0,9	-5,5	2,8	1,5	3,8	-10,3	-7,3	-0,7	-1,4	-0,9	4,4
nov.	5,0	0,1	0,4	4,2	1,0	-4,7	2,6	1,7	5,8	-8,8	-6,8	-0,8	-0,7	-0,5	3,9
dic.	7,0	0,3	0,7	4,1	1,3	-4,2	3,1	1,8	6,3	-7,8	-7,1	-0,8	-0,8	-0,2	2,5
2012 gen.	5,4	0,4	0,6	4,6	1,3	-4,5	3,1	2,0	6,0	-8,5	-7,1	-0,6	-2,3	-0,1	2,7
feb.	4,0	0,3	0,6	4,6	1,5	-5,1	3,0	2,0	6,1	-8,8	-7,4	-0,7	-2,9	-0,2	2,8
mar.	4,3	.	.	.	.	-5,6	3,3	2,3	5,8	-8,2	-6,7	-0,6	-2,3	0,7	.

Fonte: Eurostat.

TASSI DI CAMBIO

8.1 Tassi di cambio effettivi [1)]

(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

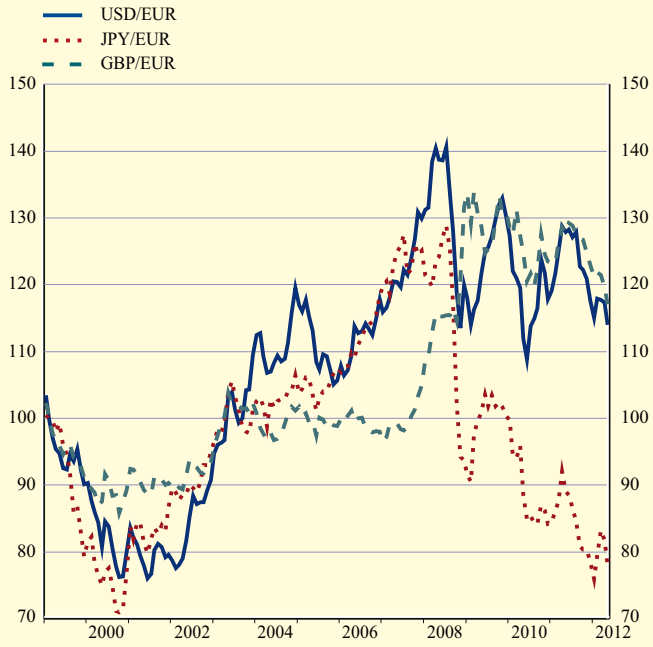
	TCE-20						TCE-40	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM reale	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2009	110,6	109,2	104,3	104,9	118,7	104,8	119,7	106,8
2010	103,6	101,6	98,1	96,8	107,8	97,2	111,4	98,1
2011	103,4	100,7	97,6	95,1	107,4	95,8	112,1	97,6
2011 1° trim.	102,7	100,2	97,1	94,9	105,7	95,3	110,7	96,7
2° trim.	105,2	102,6	99,3	97,1	109,0	97,7	113,5	99,0
3° trim.	103,5	100,6	97,6	95,1	108,1	95,7	112,5	97,7
4° trim.	102,1	99,4	96,3	93,3	106,9	94,5	111,6	97,0
2012 1° trim.	99,5	96,9	94,3	.	.	.	108,3	94,1
2011 mag.	104,9	102,2	98,8	-	-	-	113,2	98,6
giu.	105,0	102,2	99,0	-	-	-	113,4	98,8
lug.	104,0	101,0	98,1	-	-	-	112,4	97,7
ago.	103,9	100,8	97,9	-	-	-	112,9	98,0
set.	102,8	100,0	96,8	-	-	-	112,0	97,4
ott.	103,0	100,3	97,0	-	-	-	112,6	97,8
nov.	102,6	99,9	96,7	-	-	-	112,1	97,4
dic.	100,8	98,1	95,1	-	-	-	110,3	95,8
2012 gen.	98,9	96,3	93,6	-	-	-	108,0	93,7
feb.	99,6	97,2	94,6	-	-	-	108,4	94,1
mar.	99,8	97,3	94,8	-	-	-	108,6	94,3
apr.	99,5	97,0	94,6	-	-	-	108,4	94,1
mag.	98,0	95,6	93,4	-	-	-	107,2	93,0
	variazione percentuale sul mese precedente							
2012 mag.	-1,4	-1,4	-1,3	-	-	-	-1,1	-1,2
	variazione percentuale sull'anno precedente							
2012 mag.	-6,5	-6,4	-5,5	-	-	-	-5,3	-5,7

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
2009	1,9558	26,435	7,4462	0,7057	3,4528	280,33	4,3276	4,2399	10,6191	0,89094	7,3400	2,1631
2010	1,9558	25,284	7,4473	0,7087	3,4528	275,48	3,9947	4,2122	9,5373	0,85784	7,2891	1,9965
2011	1,9558	24,590	7,4506	0,7063	3,4528	279,37	4,1206	4,2391	9,0298	0,86788	7,4390	2,3378
2011 3° trim.	1,9558	24,387	7,4506	0,7093	3,4528	275,10	4,1527	4,2587	9,1451	0,87760	7,4629	2,4535
4° trim.	1,9558	25,276	7,4398	0,7017	3,4528	303,47	4,4207	4,3365	9,0910	0,85727	7,4968	2,4759
2012 1° trim.	1,9558	25,084	7,4350	0,6985	3,4528	296,85	4,2329	4,3533	8,8529	0,83448	7,5568	2,3556
2011 nov.	1,9558	25,464	7,4412	0,7015	3,4528	309,15	4,4324	4,3560	9,1387	0,85740	7,4923	2,4565
dic.	1,9558	25,514	7,4341	0,6975	3,4528	304,19	4,4774	4,3282	9,0184	0,84405	7,5136	2,4632
2012 gen.	1,9558	25,531	7,4353	0,6990	3,4528	307,33	4,3760	4,3417	8,8503	0,83210	7,5543	2,3759
feb.	1,9558	25,042	7,4341	0,6988	3,4528	290,68	4,1835	4,3513	8,8196	0,83696	7,5815	2,3264
mar.	1,9558	24,676	7,4354	0,6977	3,4528	292,26	4,1370	4,3668	8,8873	0,83448	7,5358	2,3631
apr.	1,9558	24,809	7,4393	0,6993	3,4528	294,81	4,1782	4,3789	8,8650	0,82188	7,4991	2,3520
mag.	1,9558	25,313	7,4335	0,6981	3,4528	293,67	4,2937	4,4412	8,9924	0,80371	7,5383	2,3149
	variazione percentuale sul mese precedente											
2012 mag.	0,0	2,0	-0,1	-0,2	0,0	-0,4	2,8	1,4	1,4	-2,2	0,5	-1,6
	variazione percentuale sull'anno precedente											
2012 mag.	0,0	3,8	-0,3	-1,6	0,0	10,0	9,0	7,9	0,4	-8,4	1,8	2,4

	Dollaro australiano	Real brasiliano	Dollaro canadese	Yuan renminbi cinese	Dollaro di Hong Kong	Corona islandese 1)	Rupia indiana 2)	Rupia indonesiana	Shekel israeliano	Yen giapponese	Ringgit malese
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
2009	1,7727	2,7674	1,5850	9,5277	10,8114	-	67,3611	14.443,74	5,4668	130,34	4,9079
2010	1,4423	2,3314	1,3651	8,9712	10,2994	-	60,5878	12.041,70	4,9457	116,24	4,2668
2011	1,3484	2,3265	1,3761	8,9960	10,8362	-	64,8859	12.206,51	4,9775	110,96	4,2558
2011 3° trim.	1,3459	2,3063	1,3841	9,0653	11,0105	-	64,7000	12.181,09	5,0174	109,77	4,2666
4° trim.	1,3316	2,4240	1,3788	8,5682	10,4879	-	68,5352	12.111,94	5,0172	104,22	4,2458
2012 1° trim.	1,2425	2,3169	1,3128	8,2692	10,1725	-	65,8991	11.901,67	4,9431	103,99	4,0121
2011 nov.	1,3414	2,4210	1,3897	8,6154	10,5495	-	68,8330	12.214,99	5,0521	105,02	4,2756
dic.	1,3003	2,4175	1,3481	8,3563	10,2496	-	69,2066	11.965,40	4,9725	102,55	4,1639
2012 gen.	1,2405	2,3084	1,3073	8,1465	10,0187	-	66,0601	11.709,25	4,9141	99,33	4,0151
feb.	1,2327	2,2729	1,3193	8,3314	10,2553	-	65,0589	11.913,82	4,9474	103,77	3,9978
mar.	1,2538	2,3674	1,3121	8,3326	10,2474	-	66,5399	12.082,50	4,9679	108,88	4,0229
apr.	1,2718	2,4405	1,3068	8,2921	10,2163	-	68,1939	12.068,69	4,9362	107,00	4,0277
mag.	1,2825	2,5357	1,2916	8,0806	9,9291	-	69,6407	11.913,51	4,8974	101,97	3,9688
	variazione percentuale sul mese precedente										
2012 mag.	0,8	3,9	-1,2	-2,6	-2,8	-	2,1	-1,3	-0,8	-4,7	-1,5
	variazione percentuale sull'anno precedente										
2012 mag.	-4,5	9,6	-7,0	-13,3	-11,0	-	8,0	-3,1	-1,5	-12,4	-8,3

	Peso messicano	Dollaro neozelandese	Corona norvegese	Peso filippino	Rublo russo	Dollaro di Singapore	Rand sudafricano	Won sudcoreano	Franco svizzero	Baht tailandese	Dollaro statunitense
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
2009	18,7989	2,2121	8,7278	66,338	44,1376	2,0241	11,6737	1.772,90	1,5100	47,804	1,3948
2010	16,7373	1,8377	8,0043	59,739	40,2629	1,8055	9,6984	1.531,82	1,3803	42,014	1,3257
2011	17,2877	1,7600	7,7934	60,260	40,8846	1,7489	10,0970	1.541,23	1,2326	42,429	1,3920
2011 3° trim.	17,3908	1,6976	7,7652	60,371	41,1734	1,7309	10,0898	1.532,60	1,1649	42,574	1,4127
4° trim.	18,3742	1,7353	7,7602	58,566	42,0737	1,7348	10,9209	1.542,87	1,2293	41,791	1,3482
2012 1° trim.	17,0195	1,6030	7,5868	56,421	39,5496	1,6573	10,1730	1.482,75	1,2080	40,630	1,3108
2011 nov.	18,5646	1,7584	7,7868	58,743	41,8082	1,7476	11,0547	1.537,42	1,2307	41,969	1,3556
dic.	18,1174	1,7102	7,7451	57,537	41,5686	1,7070	10,7829	1.513,26	1,2276	41,099	1,3179
2012 gen.	17,3140	1,6132	7,6752	56,208	40,4394	1,6510	10,3405	1.474,96	1,2108	40,718	1,2905
feb.	16,9159	1,5845	7,5522	56,419	39,4232	1,6585	10,1289	1.485,58	1,2071	40,614	1,3224
mar.	16,8239	1,6104	7,5315	56,634	38,7804	1,6624	10,0475	1.487,83	1,2061	40,557	1,3201
apr.	17,1900	1,6095	7,5698	56,145	38,8087	1,6459	10,3060	1.495,40	1,2023	40,639	1,3162
mag.	17,4237	1,6538	7,5655	54,908	39,5585	1,6152	10,4412	1.481,36	1,2012	40,077	1,2789
	variazione percentuale sul mese precedente										
2012 mag.	1,4	2,8	-0,1	-2,2	1,9	-1,9	1,3	-0,9	-0,1	-1,4	-2,8
	variazione percentuale sull'anno precedente										
2012 mag.	4,2	-8,2	-3,5	-11,4	-1,2	-9,1	6,0	-4,8	-4,2	-7,7	-10,9

Fonte: BCE.

1) Il tasso di cambio più recente relativo alla corona islandese si riferisce al 3 dicembre 2008.

2) Per questa valuta la BCE calcola e pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° gennaio 2009. I dati precedenti vanno intesi come indicativi.

INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO

9.1 Indicatori economici e finanziari negli altri Stati membri dell'UE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Bulgaria	Repubblica Ceca	Danimarca	Lettonia	Lituania	Ungheria	Polonia	Romania	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	IACP									
2010	3,0	1,2	2,2	-1,2	1,2	4,7	2,7	6,1	1,9	3,3
2011	3,4	2,1	2,7	4,2	4,1	3,9	3,9	5,8	1,4	4,5
2011 4° trim.	2,5	2,8	2,5	4,1	4,0	4,1	4,2	3,4	0,9	4,7
2012 1° trim.	1,9	4,0	2,8	3,3	3,6	5,6	4,2	2,7	0,9	3,5
2012 feb.	2,0	4,0	2,7	3,3	3,7	5,8	4,4	2,7	1,0	3,4
mar.	1,7	4,2	2,7	3,2	3,7	5,5	3,9	2,5	1,1	3,5
apr.	2,0	4,0	2,3	2,8	3,3	5,6	4,0	1,9	1,0	3,0
	Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL									
2009	-4,3	-5,8	-2,7	-9,8	-9,4	-4,6	-7,4	-9,0	-0,7	-11,5
2010	-3,1	-4,8	-2,5	-8,2	-7,2	-4,2	-7,8	-6,8	0,3	-10,2
2011	-2,1	-3,1	-1,8	-3,5	-5,5	4,3	-5,1	-5,2	0,3	-8,3
	Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL									
2009	14,6	34,4	40,6	36,7	29,4	79,8	50,9	23,6	42,6	69,6
2010	16,3	38,1	42,9	44,7	38,0	81,4	54,8	30,5	39,4	79,6
2011	16,3	41,2	46,5	42,6	38,5	80,6	56,3	33,3	38,4	85,7
	Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno; media nel periodo									
2011 nov.	5,27	3,67	2,01	5,73	5,25	8,53	5,80	7,43	1,69	1,96
dic.	5,23	3,70	1,86	5,93	5,75	8,97	5,84	7,39	1,68	1,81
2012 gen.	5,30	3,39	1,74	5,74	5,35	9,51	5,68	7,02	1,70	2,04
feb.	5,31	3,12	1,84	5,45	5,15	8,60	5,46	6,99	1,89	2,13
mar.	5,07	3,51	1,89	5,15	5,29	8,73	5,37	6,48	1,95	2,17
apr.	5,11	3,51	1,71	5,10	5,30	8,77	5,49	6,24	1,82	2,03
	Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno; media nel periodo									
2011 nov.	3,64	1,15	1,29	1,27	1,87	7,25	4,94	6,01	2,62	1,01
dic.	3,64	1,16	1,08	1,86	1,78	6,50	4,98	6,05	2,69	1,06
2012 gen.	3,34	1,17	1,01	1,79	1,48	8,54	4,99	5,26	2,61	1,09
feb.	3,19	1,20	1,00	1,31	1,43	8,83	4,97	4,79	2,44	1,07
mar.	2,91	1,23	0,99	1,19	1,31	-	4,95	4,25	2,30	1,04
apr.	2,71	1,24	0,97	1,00	1,28	8,19	4,94	4,12	2,19	1,02
	PIL a prezzi costanti									
2010	0,4	2,7	1,3	-0,3	1,4	1,3	3,9	-1,7	6,2	2,1
2011	1,7	1,7	1,0	5,5	5,9	1,7	4,3	2,5	3,9	0,7
2011 3° trim.	1,6	1,3	0,0	5,9	6,7	1,4	4,0	3,4	4,0	0,3
4° trim.	1,6	0,6	0,4	5,9	5,2	1,2	4,2	2,2	1,2	0,5
2012 1° trim.	.	.	0,4	.	4,4	-1,5	3,8	.	1,5	-0,10
	Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL									
2010	-0,2	-3,0	5,6	4,9	4,2	3,0	-2,8	-4,2	6,7	-3,1
2011	2,2	-2,5	6,7	0,9	0,9	3,6	-2,1	-4,1	7,1	-1,7
2011 2° trim.	0,6	-5,9	7,0	-0,7	-2,1	3,2	-2,1	-7,5	6,7	-0,3
3° trim.	11,9	-5,7	8,4	0,8	5,7	4,4	-3,3	-4,3	8,6	-3,1
4° trim.	-4,1	-0,6	5,9	2,6	-1,6	3,2	-1,4	-1,8	5,3	-1,6
	Debito estero lordo in percentuale del PIL									
2009	108,3	51,6	188,5	156,5	87,0	144,9	59,4	68,5	210,5	416,9
2010	102,8	56,5	191,3	165,4	87,4	144,0	66,0	75,8	191,3	413,9
2011 2° trim.	95,9	55,6	181,8	154,6	85,4	137,2	68,7	76,5	188,2	418,5
3° trim.	93,3	57,9	183,5	151,4	82,0	146,9	73,5	76,9	196,4	435,6
4° trim.	92,0	58,4	182,8	145,9	80,8	145,3	72,2	73,5	194,7	426,0
	Costo del lavoro per unità di prodotto									
2010	5,6	-0,7	-1,0	-9,8	-7,3	-3,2	2,3	7,9	-1,9	1,7
2011	1,1	0,2	0,3	2,1	-0,2	4,4	0,9	1,7	-0,9	1,6
2011 3° trim.	3,1	0,0	0,9	2,1	-0,9	6,0	2,0	3,9	-0,9	2,4
4° trim.	4,8	0,4	1,5	2,1	3,1	3,4	0,3	0,3	0,4	3,3
2012 1° trim.	.	.	1,3	.	.	.	.	.	.	3,6
	Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)									
2010	10,2	7,3	7,5	18,7	17,8	11,1	9,6	7,3	8,4	7,8
2011	11,2	6,7	7,6	16,2	15,4	10,9	9,7	7,4	7,5	8,0
2011 4° trim.	11,6	6,6	7,8	15,5	14,1	10,9	10,0	7,5	7,5	8,3
2012 1° trim.	12,3	6,7	7,5	15,2	13,6	11,1	9,9	7,2	7,5	.
2012 feb.	12,4	6,8	7,6	15,2	13,6	11,0	10,0	7,1	7,5	8,1
mar.	12,5	6,7	7,6	15,2	13,6	11,0	9,9	7,2	7,3	.
apr.	12,6	6,6	7,6	.	13,8	10,7	9,9	7,4	7,3	.

Fonti: BCE, Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

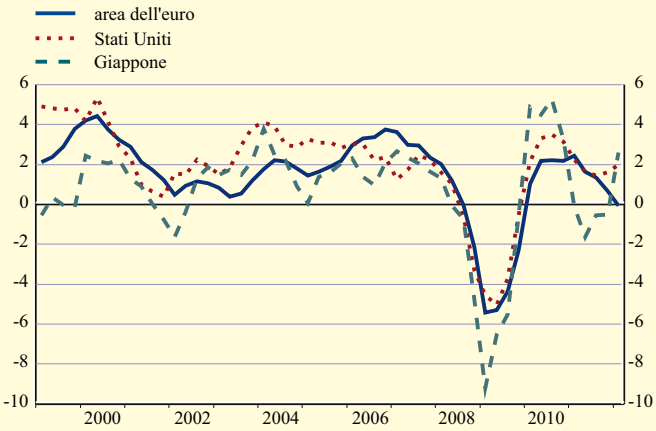
9.2 Indicatori economici e finanziari negli Stati Uniti e in Giappone

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto [1]	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione, in percentuale della forza lavoro [2] (dest.)	Aggregato monetario ampio [3]	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi [4]	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero; [4] dati di fine periodo	Tasso di cambio [5] (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/ Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo [6] in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Stati Uniti										
2008	3,8	2,8	-0,3	-4,8	5,8	6,8	2,93	2,70	1,4708	-6,6	61,5
2009	-0,4	-0,6	-3,5	-13,8	9,3	8,0	0,69	4,17	1,3948	-11,6	74,1
2010	1,6	-2,0	3,0	6,3	9,6	2,5	0,34	3,57	1,3257	-10,7	82,4
2011	3,2	1,9	1,7	4,8	9,0	7,3	0,34	2,10	1,3920	-9,7	86,4
2011 1° trim.	2,1	1,3	2,2	6,8	9,0	4,7	0,31	3,76	1,3680	-9,9	83,3
2° trim.	3,4	1,0	1,6	4,0	9,0	5,5	0,26	3,46	1,4391	-10,2	83,0
3° trim.	3,8	2,0	1,5	3,9	9,1	9,2	0,30	2,18	1,4127	-9,6	84,9
4° trim.	3,3	3,1	1,6	4,5	8,7	9,7	0,48	2,10	1,3482	-9,1	86,4
2012 1° trim.	2,8	2,2	2,0	5,3	8,3	10,1	0,51	2,38	1,3108	.	.
2012 gen.	2,9	-	-	5,3	8,3	10,4	0,57	1,97	1,2905	-	-
feb.	2,9	-	-	5,9	8,3	10,1	0,50	2,15	1,3224	-	-
mar.	2,7	-	-	4,6	8,2	9,8	0,47	2,38	1,3201	-	-
apr.	2,3	-	-	5,9	8,1	9,8	0,47	2,11	1,3162	-	-
mag.	.	-	-	.	8,2	.	0,47	1,79	1,2789	-	-
	Giappone										
2008	1,4	1,3	-1,1	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-1,9	162,9
2009	-1,3	2,9	-5,5	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	-8,8	180,0
2010	-0,7	-2,8	4,5	16,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-8,4	188,4
2011	-0,3	.	-0,7	-2,5	4,6	2,8	0,19	1,00	110,96	.	.
2011 1° trim.	-0,5	0,4	-0,1	-1,3	4,8	2,5	0,19	1,33	112,57	.	.
2° trim.	-0,4	1,6	-1,7	-5,9	4,6	2,7	0,20	1,18	117,41	.	.
3° trim.	0,1	0,6	-0,5	-1,0	4,4	2,8	0,19	1,04	109,77	.	.
4° trim.	-0,3	.	-0,5	-1,7	4,5	3,0	0,20	1,00	104,22	.	.
2012 1° trim.	0,3	.	2,6	4,7	4,6	3,0	0,20	1,05	103,99	.	.
2012 gen.	0,1	-	-	-1,6	4,7	3,1	0,20	0,98	99,33	-	-
feb.	0,3	-	-	1,5	4,5	3,0	0,20	1,01	103,77	-	-
mar.	0,5	-	-	14,3	4,5	3,0	0,20	1,05	108,88	-	-
apr.	0,4	-	-	13,6	4,6	2,6	0,20	0,94	107,00	-	-
mag.	.	-	-	.	.	.	0,20	0,85	101,97	-	-

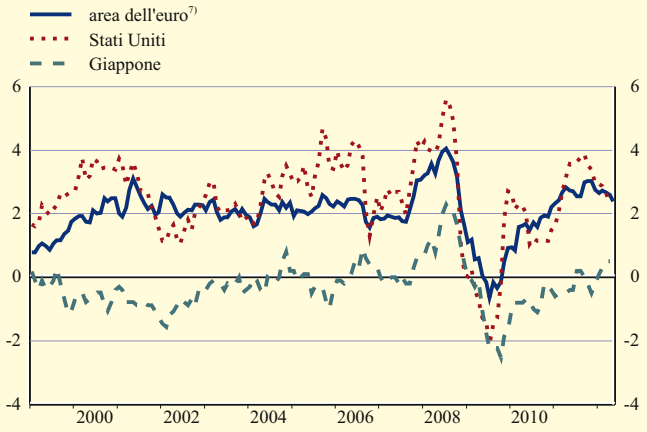
F41 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



F42 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 5 (Stati Uniti), 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (colonna 5 (Giappone), grafico area dell'euro); Thomson Reuters (colonne 7 e 8); elaborazioni della BCE (colonna 11).

1) Dati destagionalizzati. I dati per gli Stati Uniti si riferiscono al settore delle imprese private non agricole
2) I dati riferiti al Giappone nel periodo da marzo ad agosto 2011 non includono le tre prefetture che più hanno risentito del terremoto che ha colpito il paese. Di esse si tiene nuovamente conto a partire da settembre 2011.
3) Medie di periodo; M2 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.
4) Percentuali in ragione d'anno. Per ulteriori informazioni sul tasso sui depositi interbancari a 3 mesi, cfr. la sezione 4.6.
5) Per ulteriori informazioni, cfr. la sezione 8.2.
6) Debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).
7) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S14
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche	S16
F8	Prestiti a non residenti nell'area dell'euro	S16
F9	Depositi totali per settore (*intermediari finanziari*)	S17
F10	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (*intermediari finanziari*)	S17
F11	Depositi totali per settore (*società non finanziarie e famiglie*)	S18
F12	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (*società non finanziarie e famiglie*)	S18
F13	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F14	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F15	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S35
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati	S37
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S38
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S39
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S41
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	S43
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S43
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S44
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S44
F25	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	S45
F26	*Spread* 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:

$$\text{(a)} \quad \left(\frac{0{,}5I_t + \sum_{i=1}^{2} I_{t-i} + 0{,}5I_{t-3}}{0{,}5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{2} I_{t-i-12} + 0{,}5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze corrette al mese t (vedi parte seguente). Analogamente, per l'anno che termina nel mese t, il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$\text{(b)} \quad \left(\frac{0{,}5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0{,}5I_{t-12}}{0{,}5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0{,}5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

SEZIONE 1.3

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 $D = D_1 + D_2 + \ldots + D_i$, il tasso annualizzato applicabile è calcolato come:

$$\text{(c)} \quad R_{ORLT} = \frac{D_1 R_{1,ORP} + D_2 R_{2,ORP} + \ldots + D_i R_{i,ORP}}{D}$$

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:

$$\text{(d)} \quad F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Analogamente, le transazioni trimestrali F_t^Q per il trimestre che termina nel mese t sono definite come:

$$\text{(e)} \quad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

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:

$$\text{(f)} \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

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:

$$\text{(g)} \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + F_{t-i}^{M} / L_{t-1-i} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$\text{(h)} \quad a_t = \left(I_t / I_{t-12} - 1 \right) \times 100$$

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:

$$\text{(i)} \quad a_t^M = \left(I_t / I_{t-1} - 1 \right) \times 100$$

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:

$$\text{(j)} \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

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:

$$\text{(k)} \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}}\right)$$

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:

$$\text{(l)} \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11}\left(1 + N_{t-i}^M / L_{t-1-i}\right) - 1\right] \times 100$$

$$\text{(m)} \quad a_t = \left(I_t / I_{t-12} - 1\right) \times 100$$

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:

$$\text{(n)} \quad \left(\frac{0{,}5I_t + \sum_{i=1}^{2} I_{t-i} + 0{,}5I_{t-3}}{0{,}5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{2} I_{t-i-12} + 0{,}5I_{t-15}} - 1\right) \times 100$$

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:

$$\text{(o)} \quad \left(\frac{0{,}5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0{,}5I_{t-12}}{0{,}5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0{,}5I_{t-24}} - 1\right) \times 100$$

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) $$a_t = \left[\prod_{i=0}^{5} \left(1 + N^{M}_{t-i} \big/ L_{t-1-i} \right) - 1 \right] \times 100$$

(q) $$a_t = \left(I_t \big/ I_{t-6} - 1 \right) \times 100$$

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) $$a_t = \left(\prod_{i=t-3}^{t} \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Il tasso di crescita per le serie annuali equivale al tasso di crescita dell'ultimo trimestre dell'anno.

NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie storiche più dettagliate e più estese, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu). 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 5 giugno 2012.

Tutte le serie che contengono osservazioni realtive al 2011 si riferiscono agli Euro 17 (ovvero all'area dell'euro, inclusa l'Estonia) per l'intera serie storica, salvo diversa indicazione. Per i tassi di interesse, le statistiche monetarie, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e le riserve ufficiali – nonché, per ragioni di coerenza, per le componenti e controparti di M3 e per le componenti dello IAPC – le serie statistiche si riferiscono all'area dell'euro nella sua composizione evolutiva.

La composizione dell'area dell'euro è variata diverse volte nel corso degli anni. Quando è stato introdotto l'euro nel 1999, l'area dell'euro comprendeva i seguenti 11 paesi (gli Euro 11): Belgio, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. La Grecia ha aderito nel 2001, dando vita agli Euro 12. Si è passati agli Euro 13 con l'ingresso della Slovenia nel 2007; Cipro e Malta sono entrati nel 2008, dando origine agli Euro 15; con l'ingresso della Slovacchia nel 2009 si è passati agli Euro 16. Infine, con l'adesione dell'Estonia nel 2011, il numero dei paesi dell'area dell'euro è salito a 17.

SERIE STATISTICHE CON COMPOSIZIONE FISSA

Serie statistiche aggregate relative a composizioni fisse dell'area dell'euro si riferiscono ad una determinata composizione, invariata per l'intera serie storica, indipendentemente dall'effettiva composizione prevalente nel periodo di riferimento delle statistiche. Ad esempio, serie aggregate sono calcolate per gli Euro 17 (aggregando i dati di tutti gli attuali 17 paesi partecipanti all'area dell'euro) per tutti gli anni, indipendentemente dal fatto che l'area dell'euro abbia questa composizione solo da gennaio 2011. Salvo diversa indicazione, il Bollettino mensile della BCE contiene serie statistiche relative all'attuale composizione dell'area.

SERIE STATISTICHE CON COMPOSIZIONE EVOLUTIVA

Serie statistiche aggregate con composizione evolutiva dell'area dell'euro tengono conto della composizione dell'area dell'euro prevalente al periodo di riferimento delle statistiche. Ad esempio, serie statistiche dell'area dell'euro con composizione evolutiva aggregano i dati degli Euro 11 per il periodo fino alla fine del 2000, degli Euro 12 per il periodo dal 2001 alla fine del 2006, e così via. Seguendo questa impostazione, ciascuna serie statistica copre tutte le diverse composizioni dell'area dell'euro.

Per lo IAPC, così come per gli aggregati monetari e le loro controparti, i tassi di variazione sui dodici mesi sono compilati sulla base di indici concatenati, che collegano le serie dei paesi in ingresso nell'area con le statistiche dell'area dell'euro mediante l'indice di dicembre. Pertanto, se un paese entra nell'area dell'euro a gennaio di un certo anno, i tassi di variazione sui dodici mesi si riferiscono alla precedente composizione dell'area dell'euro, fino a dicembre dell'anno precedente incluso, e per i mesi

1) Per i periodi precedenti a gennaio 1999, i dati sulle statistiche monetarie delle sezioni 2.1-2.8 sono disponibili sul sito della BCE (http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html) e nello *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811).

successivi alla composizione più ampia. Le variazioni percentuali sono calcolate sulla base di indici concatenati, tenendo conto della composizione evolutiva dell'area. Le variazioni assolute relative agli aggregati monetari e alle contropartite (transazioni) si riferiscono alla composizione dell'area dell'euro esistente al periodo di riferimento delle statistiche.

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – originariamente espressi nelle monete nazionali dei paesi partecipanti e convertiti in ECU utilizzando i tassi di cambio correnti – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche monetarie, i dati anteriori al 1999[1)] 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'ultima categoria comprende i fondi di investimento (esclusi i fondi di mercato monetario che rientrano nel settore delle IFM), le società veicolo finanziarie, le società di assicurazione e i fondi pensione.

La sezione 2.1 riporta il bilancio aggregato del settore delle IFM, ovvero la somma dei bilanci armonizzati di tutte le IFM residenti nell'area dell'euro. Le IFM includono le banche centrali, le istituzioni creditizie come definite nella legislazione dell'UE, i fondi comuni monetari e le altre istituzioni la cui attività consista nel ricevere da soggetti diversi dalle IFM depositi e/o strumenti facilmente sostituibili a essi e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici). L'elenco completo delle IFM è consultabile sul sito Internet della BCE.

La sezione 2.2 presenta il bilancio consolidato del settore delle IFM che è ottenuto nettando il bilancio aggregato dalle posizioni fra IFM dell'area dell'euro. In conseguenza di alcune disomogeneità nelle prassi di registrazione contabile la somma delle posizioni fra IFM può non risultare necessariamente pari a zero; il saldo si trova nella colonna 10 dal lato delle passività della sezione 2.2. La sezione 2.3 presenta gli aggregati monetari e le contropartite dell'area dell'euro. Questi dati sono derivati dal bilancio consolidato delle IFM e includono le posizioni delle istituzioni diverse dalle IFM residenti nell'area dell'euro nei confronti delle IFM residenti nell'area; essi tengono anche conto di talune attività/passività delle amministrazioni centrali. Le statistiche sugli aggregati monetari e sulle contropartite sono presentate con riferimento a dati destagionalizzati e corretti per i giorni di apertura dei mercati. Nelle passività verso l'esterno dell'area, riportate nelle sezioni 2.1 e 2.2, sono inserite le posizioni detenute dai non residenti nell'area dell'euro in termini di: a) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro; b) titoli di debito emessi con scadenza fino a 2 anni da IFM site nell'area dell'euro. Nella sezione 2.3 queste poste sono tuttavia escluse dagli aggregati monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero".

La sezione 2.4 fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti conces-

si da IFM diverse dall'Eurosistema (ovvero il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente.

La sezione 2.7 presenta una scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM.

Le sezioni da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni.

Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche sono state raccolte e compilate sulla base di vari regolamenti della BCE relativi al bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie. Dal mese di luglio 2010 raccolta e compilazione vengono effettuate sulla base del Regolamento BCE/2008/32 [2]. 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, nonchè una disaggregazione per settore economico degli emittenti residenti nell'area dell'euro.

Da dicembre 2008 l'informazione statistica armonizzata è raccolta e compilata sulle base del Regolamento BCE/2007/8 [3] relativo alle statistiche sulle attività e passività dei fondi di investimento. Ulteriori informazioni sulle statistiche relative ai fondi di investimento sono disponibili nel *Manual on investment fund statistics* (BCE, maggio 2009).

La sezione 2.10 presenta il bilancio aggregato delle società veicolo finanziarie (SVF) residenti nell'area dell'euro. Le SVF sono società costituite per effettuare operazioni di cartolarizzazione. La cartolarizzazione consiste tipicamente nel trasferimento di una attività o di un insieme di attività ad una SVF che iscrive tali attività nel proprio bilancio come prestiti cartolarizzati, titoli non azionari, altre attività cartolarizzate. Il rischio di credito collegato a una attività o a un insieme di attività può venir trasferito a una SVF anche mediante l'uso di *credit default swaps*, garanzie o altri meccanismi simili. Il collaterale detenuto dalle SVF a fronte di tali esposizioni è costituito da depositi presso le IFM oppure da titoli diversi dalle azioni. Le SVF di norma cartolarizzano prestiti originati dal settore delle IFM. Le SVF devono segnalare tali prestiti nel bilancio o, indipendentemente dalla facoltà prevista per le IFM dalle regole contabili di cancellare il prestito dal proprio bilancio. Trovano separata indicazione i dati relativi ai prestiti cartolarizzati dalle SVF che rimangono iscritti nei bilanci delle IFM (e sono quindi segnalati nelle statistiche di quest'ultime). Da dicembre 2009 la raccolta dei dati trimestrali viene effettuata sulla base del Regolamento BCE/2008/30 [4] .

La sezione 2.11 riporta il bilancio aggregato delle società di assicurazione e dei fondi pensione residenti nell'area dell'euro. Le società di

2) G.U. L. 15 del 20.1.2009, pag. 14.
3) G.U. L. 211 dell'11.8.2007, pag.8.
4) G.U. L. 15 del 20.1.2009, pag.1.

assicurazione includono sia il settore assicurativo sia quello riassicurativo, mentre tra i fondi pensione rientrano solo i fondi che hanno autonomia decisionale e sono tenuti a mantenere una contabilità completa (fondi pensione autonomi). Questa sezione presenta una suddivisione geografica e settoriale delle controparti emittenti titoli non azionari, detenuti dalle società di assicurazione e dai fondi pensione.

CONTI DELL'AREA DELL'EURO

Nella Sezione 3.1 vengono riportati i conti trimestrali aggregati per l'area dell'euro. Questi forniscono informazioni esaustive sull'attività economica di famiglie (incluse le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie), società non finanziarie e pubbliche amministrazioni nonché sulle interazioni fra tali settori, l'area dell'euro e il resto del mondo. I dati riportati, non destagionalizzati e a prezzi correnti, si riferiscono all'ultimo trimestre disponibile e vengono presentati in base ad una sequenza semplificata di conti conforme al quadro di riferimento metodologico del Sistema europeo dei conti 1995.

In breve, la sequenza di conti (transazioni) include: 1) la formazione del conto dei redditi che mostra come l'attività produttiva si traduca in varie categorie di reddito; 2) l'allocazione del conto dei redditi primari, che registra entrate e spese relative a varie forme di reddito da capitale (per l'economia nel suo insieme, il saldo del conto dei redditi primari e il reddito nazionale); 3) la distribuzione secondaria del conto dei redditi, che illustra come il reddito nazionale di un settore istituzionale subisca variazioni a causa dei trasferimenti correnti; 4) l'utilizzo del conto dei redditi, che dà conto di come il reddito disponibile viene speso per consumi o risparmiato; 5) il conto capitale, che presenta come i risparmi e i trasferimenti netti di capitale vengano spesi nell'acquisizione di attività non finanziarie (il saldo del conto capitale è l'accreditamento netto/indebitamento netto); 6) il conto finanziario che registra le acquisizioni nette di attività finanziarie e la variazione netta delle passività. Dal momento che ciascuna transazione non finanziaria si riflette in una transazione finanziaria, il saldo del conto finanziario concettualmente è anch'esso pari all'accreditamento netto/indebitamento netto che risulta dal conto capitale.

Inoltre, vengono presentati i bilanci di apertura e di chiusura che forniscono una istantanea della ricchezza finanziaria di ogni singolo settore in un preciso momento. Infine, vengono riportate anche le altre variazioni nelle attività e passività finanziarie (ad esempio, quelle risultanti dall'effetto delle variazioni dei prezzi delle attività).

La copertura per settore del conto finanziario e del bilancio finanziario è più dettagliata per le società finanziarie, per le quali è presente una scomposizione fra IFM, altri intermediari finanziari (che include gli ausiliari finanziari) e società di assicurazione e fondi pensione.

La sezione 3.2 riporta i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i conti non finanziari dell'area dell'euro (ovvero, i conti precedentemente identificati con i numeri da 1 a 5) sempre in base alla sequenza di conti semplificata.

La sezione 3.3 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) per i redditi delle famiglie, per i conti della spesa e dell'accumulazione e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario e non finanziario, presentati in uno schema più analitico. Le transazioni specifiche del settore e i saldi sono disposti in maniera tale da fornire una visione più chiaramente interpretabile delle decisioni di finanziamento e di investimento delle famiglie, pur rispettando le identità contabili riportate nelle sezioni 3.1 e 3.2.

La sezione 3.4 riporta flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i redditi e i conti dell'accumulazione delle società non finanziarie, e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in maggiore analisi.

La sezione 3.5 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) e consistenze in essere per i bilanci finanziari di società di assicurazione e fondi pensione.

MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l'area dell'euro coprono gli stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono (composizione evolutiva); fanno eccezione le statistiche sulle emissioni di titoli (sezioni da 4.1 a 4.4) per le quali i dati si riferiscono agli Euro 16 per l'intera serie (composizione fissa).

Le statistiche sui titoli non azionari e sulle azioni quotate (sezioni da 4.1 a 4.4) sono realizzate dalla BCE mediante dati provenienti dal SEBC e dalla BRI. La sezione 4.5 riporta i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi e i prestiti denominati in euro a soggetti residenti nell'area. Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (sezioni da 4.6 a 4.8) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica.

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono: a) i titoli non azionari ad esclusione dei derivati finanziari; b) le azioni quotate. I primi sono riportati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3, mentre le seconde sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali, la più lontana delle quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. Le emissioni di titoli di debito a lungo termine sono ulteriormente suddivise fra tasso fisso e tasso variabile. Quelle a tasso fisso si riferiscono a titoli per i quali il tasso della cedola non varia per tutta la vita degli stessi. Quelle a tasso variabile includono tutti i titoli per i quali il valore della cedola viene periodicamente rideterminato in base a un indice o a un tasso di interesse di riferimento indipendente. Si stima che le statistiche coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali da parte di residenti nell'area dell'euro. I titoli denominati in euro indicati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 includono anche voci espresse nelle denominazioni nazionali dell'euro.

La sezione 4.1 riporta i titoli non azionari distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione. Essa contiene i dati sulle consistenze, sulle emissioni lorde e nette di titoli non azionari suddivisi in: a) titoli denominati in euro e in tutte le altre valute; b) titoli emessi da residenti nell'area dell'euro e totale dei titoli; c) scadenze di lungo termine e totale delle scadenze. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti. Questa sezione presenta anche statistiche destagionalizzate, fra cui i tassi di crescita sui sei mesi annualizzati per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine. Questi ultimi sono calcolati sull'indice destagionalizzato delle consistenze nozionali che è stato depurato dagli effetti della stagionalità. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere, emissioni lorde ed emissioni nette di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95. La BCE è inclusa nell'Eurosistema.

I totali sulle consistenze in essere per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine nella colonna 1 della tavola 1 della sezione 4.2 corrispondono ai dati per le emissioni di titoli totali e a lungo termine da parte di residenti nell'area dell'euro riportati nella colonna 7 della sezione 4.1. Le consistenze per i titoli di debito emessi da IFM (colonna 2 nella tavola 1 della sezione 4.2) sono in linea di massima confrontabili con i dati relativi ai titoli di debito emessi dalle IFM che compaiono fra le passività nel bilancio consolidato delle IFM (tavola 2 della sezione 2.1, colonna 8). Il totale delle emissioni nette relativo al totale dei titoli di debito, riportato nella colonna 1 della tavola 2 della sezione 4.2, corrisponde al totale delle emissioni nette da parte di residenti nell'area dell'euro nella colonna 9 nella sezione 4.1. La differenza residua fra i titoli di debito a lungo termine e il totale dei titoli di debito a tas-

so fisso e variabile nella tavola 1 della sezione 4.2 è attribuibile alle obbligazioni a *zero coupon* e ad effetti di rivalutazione.

La sezione 4.3 riporta i tassi di crescita sui dodici mesi, corretti e non corretti per la stagionalità, per i titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro (suddivisi per scadenza, tipo di strumento, settore emittente e valuta di denominazione). Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto istituzionale contrae o redime una passività. I tassi di crescita sui dodici mesi, dunque, non includono riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni. I tassi di crescita corretti sono stati annualizzati a scopo di presentazione. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.4 riporta, alle colonne 1, 4, 6 e 8, le consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. I dati mensili per le azioni quotate emesse da società non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella sezione 3.4 (bilancio finanziario e azioni quotate).

Alle colonne 3, 5, 7 e 9 della tavola 1 della sezione 4.4 sono riportati i tassi di crescita sui dodici mesi delle consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto emittente emette o rimborsa azioni per cassa, ad esclusione degli investimenti in azioni proprie. Il calcolo dei tassi di crescita sui dodici mesi non tiene conto di riclassificazioni, rivalutazioni, e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

La sezione 4.5 presenta statistiche su tutti i tassi di interesse che le IFM residenti nell'area dell'euro applicano sui depositi e sui prestiti denominati in euro alle famiglie e alle società non finanziarie residenti nell'area. I tassi di interesse delle IFM dell'area dell'euro sono calcolati come media ponderata (in base al relativo volume di attività) dei tassi di interesse dei paesi dell'area dell'euro per ciascuna categoria.

Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono distinte per tipo di operazioni, per settore, per categoria e scadenza dello strumento, per periodo di preavviso o per periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sostituiscono le dieci serie statistiche transitorie sui tassi di interesse al dettaglio nell'area dell'euro pubblicate nel Bollettino mensile dal gennaio 1999.

La sezione 4.6 riporta i tassi di interesse del mercato monetario per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Per l'area dell'euro è coperta un'ampia gamma di tassi di interesse del mercato monetario, da quelli sui depositi a vista a quelli sui depositi a dodici mesi. Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Ad eccezione del tasso *overnight* precedente a gennaio 1999, i dati mensili, trimestrali e annuali sono medie nel periodo indicato. I tassi sui depositi a vista sono rappresentati dai tassi di interesse di fine periodo del mercato interbancario fino a dicembre 1998 incluso e successivamente da medie di periodo dell'Eonia (*euro overnight index average*). I tassi sui depositi a uno, tre, sei e dodici mesi sono rappresentati dai tassi interbancari lettera (Euribor) dal gennaio 1999; fino al dicembre 1998, dai tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (Libor), laddove disponibili. Per gli Stati Uniti e il Giappone i tassi di interesse sui depositi a tre mesi sono rappresentati dal Libor.

La sezione 4.7 presenta i tassi di fine periodo stimati sulla base della curva dei rendimenti nominali a breve dei titoli di debito denominati in euro con *rating* AAA emessi dalle amministrazioni centrali dell'area dell'euro. Le curve dei rendimenti sono stimate sulla base del modello di Svensson [5]. Sono disponibili anche gli *spread* tra i tassi a dieci anni e i tassi a tre mesi e a due anni. Ulteriori curve dei rendimenti (pubblicate giornalmente e corredate di figure e tavole) sono

5) Svensson, L. E. (1994), *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994*, CEPR, Discussion Papers n. 1051, Centre for Economic Policy Research, Londra, 1994.

disponibili all'indirizzo internet http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html, dal quale è altresì possibile scaricare i dati giornalieri.

La sezione 4.8 riporta gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone.

I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sugli indicatori di costo del lavoro, sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio, sulle immatricolazioni di nuove autovetture e sull'occupazione in termini di ore lavorate sono corrette per tenere conto del numero delle giornate lavorative.

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (tavola 1 della sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La sezione comprende anche dati relativi allo IAPC destagionalizzato e stime provvisorie dei prezzi amministrati basate sullo IAPC, entrambi compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n. 1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine [6]. 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 specifici [7]. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE Rev. 2 sezioni da B a E) dei "Raggruppamenti principali di industrie", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 656/2007 del 14 giugno 2007 [8]. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex fabrica* e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I due indici dei prezzi delle materie prime non energetiche presentati nella tavola 3, sezione 5.1 sono redatti utilizzando lo stesso insieme di materie prime, ma avvalendosi di due diversi schemi di ponderazione: uno basato sulle rispettive importazioni di materie prime dell'area dell'euro (colonne 2-4) e l'altro (colonne 5-7) basato su una stima della domanda interna dell'area dell'euro, o "utilizzo", tenendo conto delle informazioni sulle importazioni, esportazioni e della produzione interna di ciascuna materia prima (ignorando, per semplificare, le scorte ritenute relativamente stabili nel periodo osservato). L'indice dei prezzi delle materie prime ponderato in base alle importazioni è adeguato all'analisi degli sviluppi esterni, mentre quello ponderato in base all'utilizzo è adatto allo scopo specifico dell'analisi delle pressioni internazionali dei prezzi delle materie prime sull'inflazione dell'area dell'euro. Gli indici delle materie prime ponderati in base all'utilizzo rappresentano dati sperimentali. Per maggiori dettagli sulla compilazione degli indici dei prezzi delle

6) G.U. L. 162 del 5.6.1998, pag. 1.
7) G.U. L. 393 del 30.12.2006, pag. 1.
8) G.U. L. 155 del 15.6.2007, pag. 3.

materie prime della BCE, cfr. il riquadro 1 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 5 della sezione 5.1) misurano le variazioni dei costi del lavoro per ora lavorata nell'industria (incluse le costruzioni) e nei servizi di mercato. La relativa metodologia è descritta nel Regolamento (CE) n. 450/2003 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 febbraio 2003 concernente l'indice del costo del lavoro [9] e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003 [10]. 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 [11]. Il SEC 95 è stato modificato dal Regolamento (UE) della Commissione del 10 agosto 2010 [12] che ha adottato la revisione della classificazione statistica delle attività economiche, NACE Revisione2. La pubblicazione dei conti nazionali dell'area dell'euro, sulla base della nuova classificazione, è stata avviata a dicembre 2011.

I dati sugli ordinativi nell'industria (cfr. tavola 4 nella sezione 5.2) misurano gli ordini ricevuti durante il periodo di riferimento e coprono quei settori industriali che lavorano prevalentemente sulla base di ordinativi, in particolare: quello tessile, della produzione di pasta-carta e carta, chimico, della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli di consumo. I dati sono calcolati sulla base dei prezzi correnti.

Gli indici sul fatturato nell'industria e sulle vendite al dettaglio (cfr. tavola 4 nella sezione 5.2) si riferiscono al fatturato generatosi nel periodo di riferimento, comprensivo di tasse e oneri ad eccezione dell'IVA. Per quanto attiene alle vendite al dettaglio i dati sul fatturato coprono tutto il commercio al dettaglio (al netto delle vendite di veicoli a motore e motocicli), ad esclusione del carburante per autotrazione. Le immatricolazioni di nuove autovetture si riferiscono alle immatricolazioni di autovetture sia private che commerciali.

I dati relativi alle inchieste congiunturali su consumatori e imprese (cfr. tavola 5 nella sezione 5.2) derivano da indagini svolte dalla Commissione europea.

I tassi di disoccupazione (cfr. tavola 4 nella sezione 5.3) sono rilevati in modo conforme alle raccomandazioni dell'Organizzazione internazionale del lavoro. Essi fanno riferimento alle persone in cerca di lavoro in rapporto alla forza lavoro, sulla base di criteri e definizioni armonizzate. Le stime della forza lavoro sottostanti il tasso di disoccupazione non sono uguali alla somma dei livelli di occupazione e disoccupazione riportati nella sezione 5.3.

FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.5 riportano le posizioni di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro. I dati, in genere consolidati, si basano sulla metodologia SEC 95. Gli aggregati annuali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni da 6.1 a 6.3, sono compilati dalla BCE sulla base di dati armonizzati forniti dalle banche centrali nazionali e aggiornati regolarmente. I dati sui disavanzi e sul debito per i paesi dell'area dell'euro possono pertanto differire da quelli utilizzati dalla Commissione europea nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi. Gli aggregati trimestrali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni 6.4 e 6.5, sono compilati dalla BCE sulla base di dati forniti dall'Eurostat e di dati nazionali.

9) G.U. L. 69 del 13.3.2003, pag. 1.
10) G.U. L. 169 dell'8.7.2003, pag. 37.
11) G.U. L. 310 del 30.11.1996, pag. 1.
12) G.U. L. 210 dell'11.8.2010, pag. 1.

Nella sezione 6.1 vengono presentati i dati annuali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, in base alle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000 [13], che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. I disavanzi/avanzi riportati per i singoli paesi dell'area dell'euro corrispondono alla voce B.9 della procedura per i disavanzi eccessivi così come definita nel Regolamento (CE) n. 479/2009 del Consiglio per quanto riguarda i riferimenti al SEC 95. La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002 sui conti trimestrali non finanziari delle amministrazioni pubbliche [14]. 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 (5ª edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15) [15], con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3) [16]. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/ international investment position statistical methods* (maggio 2007) e nei rapporti delle *Task Force Portfolio Investment Collection Systems* (giugno 2002), *Portfolio Investment Income* (agosto 2003) e *Foreign Direct Investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti (www.cmfb.org) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/Commissione europea (Eurostat) che analizza la qualità delle statistiche su bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p/p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della *Task Force* e sui principi di base dell'*ECB Statistics Quality Framework* di aprile 2008, è disponibile sul sito Internet della BCE.

Il 9 dicembre il Consiglio direttivo ha adottato l'Indirizzo BCE/2011/2317 sugli obblighi di segnalazione statistica della BCE nel settore delle statistiche esterne. Questo atto giuridico stabilisce nuovi obblighi di segnalazione concernenti le statistiche sull'estero, che riflettono principalmente variazioni metodologiche introdotte nella sesta edizione del Manuale di bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero dell'FMI (BPM6). La BCE comincerà a pubblicare nel 2014, con serie storiche ricostruite, la bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e la posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e) dell'area dell'euro nonché le statistiche relative alle riserve internazionali ai sensi dell'Indirizzo BCE/2011/23 e del BPM6.

Le tavole delle sezioni 7.1 e 7.4 seguono le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia

13) G.U. L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.
14) G.U. L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.
15) G.U. L. 354 del 30.11.2004, pag. 34.
16) G.U. L. 159 del 20.6.2007, pag. 48.
17) G.U. L. 65 del 3.3.2012, pag. 1.

dei pagamenti: avanzi nel conto corrente e nel conto capitale sono riportati con un segno positivo, mentre nel conto finanziario un segno positivo indica un incremento delle passività o un decremento delle attività. Nelle tavole della sezione 7.2 sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo. Inoltre, a partire dal numero di febbraio 2008 di questo Bollettino, la struttura delle tavole della sezione 7.3 è stata modificata al fine di consentire una presentazione contestuale dei dati sulla bilancia dei pagamenti, della posizione patrimoniale sull'estero e dei relativi tassi di crescita; nelle nuove tavole, le transazioni in attività e passività che producono un incremento delle posizioni sono indicate con un segno positivo.

Le statistiche sulla b.d.p. dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell'uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

Nella sezione 7.2, la tavola 1 riporta anche dati di conto corrente corretti per la stagionalità. Laddove necessario, i dati sono corretti per tenere conto anche degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua. La tavola 3 della sezione 7.2 e la tavola 9 della sezione 7.3 forniscono una scomposizione della b.p.d. e della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro nei confronti dei principali paesi partner, presi singolarmente o come gruppo, operando una distinzione tra stati membri dell'UE che non hanno adottato l'euro e aree o paesi non appartenenti all'Unione europea. La scomposizione riporta inoltre le transazioni e le posizioni nei confronti delle istituzioni dell'UE (le quali, a parte la BCE, vengono trattate statisticamente come poste al di fuori dell'area dell'euro a prescindere dalla loro collocazione fisica) e, per determinate finalità, anche nei confronti di centri *offshore* e organizzazioni internazionali. Le transazioni e le posizioni relative alle passività negli investimenti di portafoglio, ai derivati finanziari o alle riserve ufficiali non sono incluse nella scomposizione. Non sono inoltre riportati dati separati per i redditi da capitale che fanno capo al Brasile, alla Cina continentale, all'India o alla Russia. Un'introduzione alla scomposizione geografica viene riportata nell'articolo *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti* nel numero di febbraio 2005 di questo Bollettino.

Le statistiche relative alla b.d.p e alla p.p.e. dell'area dell'euro nella sezione 7.3 sono redatte sulla base delle transazioni e delle posizioni nei confronti dei non residenti dell'area dell'euro, considerando l'area dell'euro come una singola entità economica (cfr., in questo Bollettino, il riquadro 9 del numero di dicembre 2002, il riquadro 5 del gennaio 2007 e il riquadro 6 del gennaio 2008). La p.p.e. è valutata ai prezzi di mercato correnti, con l'eccezione delle consistenze degli investimenti diretti, per le quali si utilizzano prevalentemente i valori di bilancio per le azioni non quotate e altri investimenti (ad esempio, prestiti e depositi). La p.p.e. trimestrale viene compilata sulla base dello stesso schema metodologico utilizzato per quella annuale. Dato che alcune fonti di dati non sono disponibili a cadenza trimestrale (oppure disponibili in ritardo), la p.p.e. trimestrale viene parzialmente stimata sulla base delle transazioni finanziarie e degli andamenti delle attività e dei tassi di cambio.

La tavola 1 nella sezione 7.3 fornisce una sintesi della p.p.e. e delle transazioni finanziarie per la bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro. La scomposizione della variazione nella p.p.e. annuale si ottiene applicando un modello statistico alle variazioni della p.p.e., diverse dalle transazioni, sulla base di informazioni derivate dalla scomposizione geografica, dalla composizione valutaria delle attività e delle passività, nonché dagli indici dei prezzi delle diverse attività finanziarie. Le colonne 5 e 6 di questa tavola si riferiscono agli investimenti diretti da parte di unità residenti all'estero e all'investimento diretto da unità non residenti nell'area dell'euro.

Nella tavola 5 della sezione 7.3 la scomposizione in "prestiti" e "banconote, monete e depositi" è basata sul settore della controparte non residente, ovvero le attività nei confronti di banche non residenti vengono classificate come depositi mentre le attività nei confronti di altri settori non residenti vengono classificate come prestiti. Questa scomposizione segue la distinzione già effettuata in altre statistiche, come il bilancio consolidato delle IFM, ed è conforme al Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella tavola 7 della sezione 7.3. Tali dati non sono pienamente confrontabili con quelli della valutazione finanziaria settimanale dell'Eurosistema, a causa di differenze nella copertura e nella classificazione. I dati contenuti nella tavola 7 sono conformi allo schema di riferimento sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. Le attività incluse nelle riserve ufficiali dell'Eurosistema tengono conto, per definizione, della composizione evolutiva dell'area dell'euro. Nel periodo precedente all'entrata di un paese nell'area dell'euro, le attività detenute dalla banca centrale nazionale del paese sono incluse alla voce investimenti di portafoglio (se si tratta di titoli) oppure altri investimenti (nel caso di attività di altra natura). Le variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini del Central Bank Gold Agreement (Accordo tra le banche centrali sull'oro) del 26 settembre 1999, che è stato aggiornato il 27 settembre 2009. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE *Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves* (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

Le statistiche sul debito estero lordo dell'area dell'euro riportate nella tavola 8 della sezione 7.3 indicano la consistenza effettiva (e non quella potenziale) delle passività nei confronti di non residenti nell'area dell'euro che comportano il pagamento di capitale e/o interessi da parte del debitore in uno o successivi istanti futuri. La tavola 8 presenta una scomposizione del debito estero lordo per strumento e settore istituzionale.

La sezione 7.4 contiene una presentazione monetaria della b.d.p dell'area dell'euro, nella quale vengono riportate le transazioni delle istituzioni diverse dalle IFM che riflettono le transazioni esterne nette delle IFM. Le transazioni delle istituzioni diverse dalle IFM includono transazioni di b.d.p. per le quali non è disponibile una scomposizione per settore. Tali transazioni sono relative al conto corrente e al conto capitale (colonna 2) e agli strumenti finanziari derivati (colonna 11). Una nota metodologica aggiornata sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE. Si veda anche il riquadro 1 nel numero di giugno 2003 di questo Bollettino.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La fonte dei dati è l'Eurostat. I dati in valore e gli indici di volume sono 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, 2004-2006, 2007-2009, e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando gli indici basati su ciascuno dei cinque set di pesi al termine di ciascun periodo triennale. L'indice TCE risultante ha come periodo base il primo trimestre 1999. Il gruppo di partner commerciali del TCE-20 è composto dai 10 Stati membri non appartenenti all'area dell'euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-40 comprende quelli del TCE-20 e i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Cile, Croazia, Filippine, India, Indonesia, Islanda, Israele, Malaysia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Russia, Sud Africa, Tailandia, Taiwan, Turchia e Venezuela. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia.

Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. la nota metodologica e l'Occasional Paper della BCE n. 2 (*The effective exchange rates of the euro*, Luca Buldorini, Stelios Makrydakis e Christian Thimann, febbraio 2002), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

I tassi di cambio bilaterali riportati nella sezione 8.2 sono medie mensili di quelli pubblicati giornalmente come tassi di riferimento per queste valute.

EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

Le statistiche sugli altri Stati membri dell'UE (cfr. sezione 9.1) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. Pertanto i dati sul conto corrente e sul conto capitale e sul debito estero lordo includono le società veicolo (*special-purpose vehicles*). I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.

ALLEGATI

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA [1)]

14 GENNAIO E 4 FEBBRAIO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente.

4 MARZO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 12 ottobre 2010, nonché il ritorno alla procedure d'asta a tasso variabile per le operazioni regolari di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi, a partire dall'operazione da aggiudicare il 28 aprile 2010.

8 APRILE E 6 MAGGIO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente.

10 MAGGIO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide di adottare diverse misure per far fronte alle gravi tensioni nei mercati finanziari. In particolare decide di condurre interventi nei mercati dei titoli di debito dei settori pubblico e privato dell'area dell'euro (Programma relativo ai mercati dei titoli) e di adottare una procedura d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo nelle operazioni regolari di rifinanziamento a più lungo termine, con scadenza a tre mesi, a maggio e giugno 2010.

10 GIUGNO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento. Decide inoltre di adottare una procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo per le regolari operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi previste per il terzo trimestre del 2010.

8 LUGLIO E 5 AGOSTO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

2 SETTEMBRE 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino all'18 gennaio 2011, in particolare l'adozione di una procedura d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo nelle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi.

7 OTTOBRE E 4 NOVEMBRE 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centra-

1) La cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2008 è consultabile, per ciascun anno di tale periodo, nel rispettivo Rapporto annuale della BCE.

le rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

2 DICEMBRE 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 12 aprile 2011, decidendo in particolare di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

13 GENNAIO E 3 FEBBRAIO 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

3 MARZO 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 12 luglio 2011, decidendo in particolare di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

7 APRILE 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, all'1,25 per cento, con effetto dall'operazione 13 aprile 2011. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 2,00 e allo 0,50 per cento, a decorrere dal 13 aprile 2011.

5 MAGGIO 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,25, al 2,00 e allo 0,50 per cento.

9 GIUGNO 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,25, al 2,00 e allo 0,50 per cento. Ha inoltre deciso, per quanto riguarda le procedure d'asta e le modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino all'11 ottobre 2011, di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

7 LUGLIO 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, all'1,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento 13 luglio 2011. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 2,25 e allo 0,75 per cento, a decorrere dal 13 luglio 2011.

4 AGOSTO 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di

rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,50, al 2,25 e allo 0,75 per cento. Decide inoltre di adottare diverse misure per far fronte alle nuove tensioni in alcuni mercati finanziari. In particolare, decide che l'Eurosistema condurrà un'operazione di rifinanziamento supplementare a più lungo termine finalizzata a immettere liquidità con una scadenza di circa sei mesi con procedura d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 17 gennaio 2012, in particolare di continuare le procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo.

8 SETTEMBRE 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,50, al 2,25 e allo 0,75 per cento.

6 OTTOBRE 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,50, al 2,25 e allo 0,75 per cento. Stabilisce inoltre i dettagli da applicare alle operazioni di rifinanziamento da ottobre 2011 a luglio 2012, in particolare di effettuare due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ad ottobre 2011 con scadenza di circa 12 mesi e a dicembre 2011 con scadenza di circa 13 mesi) e di continuare ad applicare le procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo per tutte le operazioni di rifinanziamento. Inoltre il Consiglio direttivo decide di avviare a novembre 2011 un nuovo Programma di acquisto di obbligazioni garantite.

3 NOVEMBRE 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base all'1,25 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento 9 novembre 2011. Decide inoltre di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 2,00 e allo 0,50 per cento, entrambi con effetto dal 9 novembre 2011.

8 DICEMBRE 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base all'1,00 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento 14 dicembre 2011. Decide inoltre di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 1,75 e allo 0,25 per cento, entrambi con effetto dal 14 dicembre 2011. Decide inoltre di adottare ulteriori misure non convenzionali, in particolare (a) di effettuare due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza di circa tre anni; (b) di accrescere la disponibilità del collaterale; (c) di ridurre l'obbligo di riserva all'1 per cento e infine (d) di sospendere per il momento le operazioni di *fine-tuning* condotte nell'ultimo giorno di ciascun periodo di mantenimento.

14 GENNAIO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente.

9 FEBBRAIO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente. Inoltre, approva criteri di idoneità e misure di

controllo del rischio specifici nazionali ai fini dell'ammissione temporanea in alcuni paesi di crediti aggiuntivi come garanzia nelle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema.

8 MARZO, 4 APRILE E 3 MAGGIO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

6 GIUGNO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento. Ha inoltre deciso, per quanto riguarda le procedure d'asta e le modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 15 gennaio 2013, di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

IL SISTEMA TARGET (SISTEMA TRANS-EUROPEO AUTOMATIZZATO DI TRASFERIMENTO ESPRESSO CON REGOLAMENTO LORDO IN TEMPO REALE)

Target2 [1] è uno strumento determinante per favorire l'integrazione del mercato monetario dell'area dell'euro – presupposto per la conduzione efficace della politica monetaria unica – e fornisce altresì un contributo all'integrazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro. Oltre 4.400 banche commerciali, nonché 23 banche centrali nazionali, fanno ricorso a Target2 per eseguire pagamenti per conto proprio o per conto della clientela. Considerando le filiali e le controllate, quasi 60.000 banche in tutto il mondo, e quindi i loro clienti, sono raggiungibili tramite Target2. I partecipanti si avvalgono di Target2 per i pagamenti urgenti di importo rilevante, inclusi quelli effettuati per il regolamento in altri sistemi interbancari di trasferimento fondi, ad esempio il Continuous Linked Settlement ed Euro1, nonché per il regolamento delle operazioni di mercato monetario, in valuta e in titoli. È inoltre utilizzato per pagamenti di minore importo disposti dalla clientela. Target2 garantisce la definitività del regolamento su base giornaliera delle transazioni, rendendo i fondi accreditati sul conto di un partecipante immediatamente disponibili per altri pagamenti.

I FLUSSI DI PAGAMENTO IN TARGET2

Nel primo trimestre 2012 su Target2 sono state regolate 22.636.610 operazioni, per un valore totale di 177.680 miliardi di euro, che corrispondono, in termini di media giornaliera, a 348.256 operazioni per un valore di 2.734 miliardi di euro. Il picco di traffico del trimestre si è registrato il 30 marzo, giorno in cui sono stati trattati in totale 502.534 pagamenti. Con una quota di mercato del 57 per cento in termini di volume e del 92 per cento in termini di valore, Target2 ha mantenuto la propria posizione di predominio nel mercato dei sistemi di pagamento di importo rilevante in euro. La stabilità della quota di mercato di Target2 conferma il forte interesse delle banche per il regolamento in moneta di banca centrale, in particolar modo in periodi di turbolenza dei mercati. La quota media dei pagamenti interbancari si è collocata al 41 per cento in termini di volume e al 94 per cento in termini di valore. Per i pagamenti interbancari trattati il valore medio è ammontato a 18,2 milioni di euro, mentre per i pagamenti per la clientela è stato pari a 0,7 milioni di euro. Per il 68 per cento dei pagamenti l'importo unitario è risultato inferiore a 50.000 euro e l'11,1 percento superiore a 1 milione di euro. Su base media giornaliera, 335 pagamenti hanno superato il valore di 1 miliardo di euro.

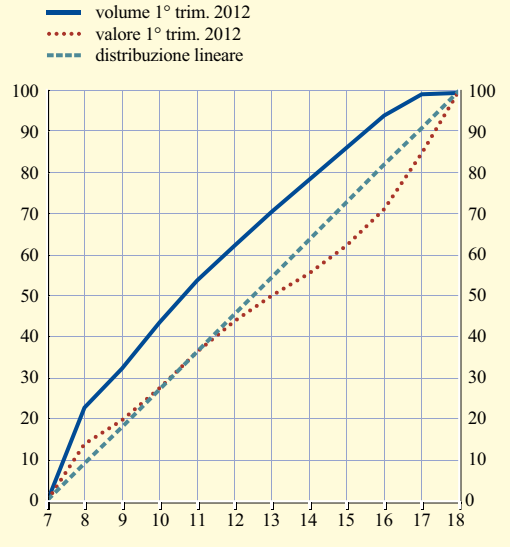
ANDAMENTO INFRAGIORNALIERO DEI VOLUMI E DEI VALORI

La figura mostra la distribuzione infragiornaliera di Target2, vale a dire la percentuale dei volumi e dei valori gestiti in diversi orari della giornata operativa, per il primo trimestre 2012. In termini di volume, la curva è ampiamente al di sopra della distribuzione lineare, con il 71 per cento del volume già scambiato entro le 13.00 (ora dell'Europa centrale) e il 99,6 per cento un'ora prima della chiusura di Target2. Alle 13.00 il 50 per cento del valore scambiato in Target2 era già stato regolato, raggiungendo l'85 per cento un'ora prima della chiusura del sistema. In termini di valore, la curva è molto

1) Target2, operativo dal 2007, è il sistema di seconda generazione subentrato a Target.

Andamento infragiornaliero

(percentuali)



Fonte: BCE.

Tavola 1 Pagamenti gestiti da Target2 e da Euro1: volume delle transazioni

(numero dei pagamenti)

	2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 4° trim.	2012 1° trim.
Target2					
Volume totale	21.856.960	22.410.209	22.362.663	22.935.865	22.636.610
Media giornaliera	341.515	355.718	338.828	358.373	348.256
Euro1 (EBA)					
Volume totale	14.829.518	15.372.628	15.482.902	16.637.217	16.757.278
Media giornaliera	231.711	244.010	234.589	259.957	257.804

Tavola 2 Pagamenti gestiti da Target2 e da Euro1: valore delle transazioni

(miliardi di euro)

	2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 4° trim.	2012 1° trim.
Target2					
Valore totale	146.071	142.356	154.829	169.681	177.680
Media giornaliera	2.282	2.260	2.346	2.651	2.734
Euro1 (EBA)					
Valore totale	15.261	15.222	16.322	17.215	16.099
Media giornaliera	238	242	247	269	248

vicina alla distribuzione lineare; questo indica che le operazioni sono distribuite in maniera uniforme nel corso della giornata e che la liquidità circola in modo adeguato tra i partecipanti, assicurando il regolare svolgimento delle operazioni in Target2.

DISPONIBILITÀ OPERATIVA E PERFORMANCE DI TARGET2

Nel primo trimestre 2012 Target2 ha registrato una disponibilità del 100 per cento. Gli incidenti presi in considerazione per calcolare la disponibilità di Target2 sono quelli che impediscono l'esecuzione dei pagamenti per un intervallo pari o superiore a dieci minuti tra le 7.00 e le 18.45 dei giorni feriali. Di conseguenza, il 99,99 per cento di tutti i pagamenti sono stati regolati, in media, in meno di cinque minuti, soddisfacendo a pieno le aspettative riposte nel sistema. In un'unica occasione, la chiusura di Target2 è stata ritardata di un'ora (per l'esattezza il 23 marzo). Tale evento è da attribuire alle difficoltà tecniche di differenti sistemi ancillari critici.

PUBBLICAZIONI PRODOTTE DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA

La BCE produce numerose pubblicazioni che forniscono informazioni sulle sue competenze principali: la politica monetaria, le statistiche, i sistemi di pagamento e di regolamento, la stabilità finanziaria e la vigilanza, la cooperazione europea e internazionale, e le questioni giuridiche.

PUBBLICAZIONI STATUTARIE

- Rapporto annuale
- Rapporto sulla convergenza
- Bollettino mensile

LAVORI DI RICERCA

- *Legal Working Paper Series*
- *Occasional Paper Series*
- *Research Bulletin*
- *Working Paper Series*

ALTRE PUBBLICAZIONI

- *Enhancing monetary analysis*
- *Financial integration in Europe*
- *Financial Stability Review*
- *Statistics Pocket Book*
- *La Banca centrale europea: storia, ruolo e funzioni*
- *The international role of the euro*
- *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro ("General Documentation")*
- *La politica monetaria della BCE*
- *The payment system*

La BCE pubblica anche *brochure* e materiale informativo su un'ampia varietà di tematiche, ad esempio le banconote e le monete in euro, nonché atti di seminari e conferenze.

Per una lista completa dei documenti (in formato PDF) pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, predecessore della BCE dal 1994 al 1998, si prega di visitare il sito Internet della BCE all'indirizzo http://www.ecb.europa.eu/pub/. I codici della lingua indicano in quali versioni ciascuna pubblicazione è disponibile.

Salvo diversa indicazione, le copie a stampa possono essere ottenute a titolo gratuito singolarmente o in abbonamento, fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo e-mail info@ecb.europa.eu.

GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Altri investimenti [*other investment*]: voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti, altri conti attivi e passivi.

Amministrazioni pubbliche [*general government*]: in base alla definizione del SEC 95, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato, fruibili dal singolo individuo e dalla collettività, e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

Area dell'euro [*euro area*]: l'area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato sul funzionamento dell'Unione europea

Asta a tasso fisso [*fixed rate tender*]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

Asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo [*fixed rate full allotment tender procedure*]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito dalla banca centrale (tasso fisso) e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi a quel tasso, sapendo in anticipo che tutte le richieste saranno soddisfatte (piena aggiudicazione dell'importo).

Asta a tasso variabile [*variable rate tender*]: procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

Attività nette sull'estero delle IFM [*MFI net external assets*]: le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

Azioni [*equities*]: titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria, come ad esempio le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [*balance of payments (b.o.p.)*]: prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo.

Bilancio consolidato del settore delle IFM [*consolidated balance sheet of the MFI sector*]: bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri

soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

Cancellazione [*write-off*]: rimozione del valore di un prestito dal bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto interamente irrecuperabile.

Cartolarizzazione [*securitisation*]: operazione o insieme di operazioni mediante le quali una attività o un *pool* di attività che producono flussi di cassa, prevalentemente crediti (mutui ipotecari, prestiti al consumo, ecc.), vengono trasferiti da un *originator* (di norma un ente creditizio) a una società veicolo finanziaria (SVF). La SVF di fatto converte queste attività in titoli negoziabili, emettendo strumenti di debito nei quali il servizio del capitale e degli interessi viene effettuato mediante i flussi di cassa prodotti dal *pool* di attività sottostanti.

Commercio con l'estero in beni [*external trade in goods*]: esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

Conti capitale [*capital accounts*]: parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che riporta le variazioni nette della ricchezza, del risparmio, dei trasferimenti in conto capitale e delle acquisizioni nette di attività non finanziarie.

Conto capitale [*capital account*]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutti i trasferimenti di capitale e le acquisizioni/dismissioni di attività non prodotte e non finanziarie fra residenti e non residenti.

Conto corrente [*current account*]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a beni e servizi, redditi e trasferimenti correnti fra residenti e non residenti.

Conto dei redditi [*income account*]: un conto della b.d.p. che ricomprende due tipi di transazioni nei confronti dei non residenti: (a) quelle che riguardano le retribuzioni da lavoro dipendente corrisposte a lavoratori non residenti (ad esempio, i transfrontalieri, gli stagionali e altri lavoratori a breve termine); (b) quelle che riguardano gli introiti e gli esborsi per investimenti su attività o passività finanziarie sull'estero, inclusi gli introiti e gli esborsi su investimenti diretti, di portafoglio e altri investimenti, nonché gli introiti sulle riserve valutarie.

Conto dei trasferimenti correnti [*current transfers account*]: un conto tecnico della b.d.p. sul quale vengono registrati il valore di risorse reali o finanziarie qualora queste vengano trasferite senza ricevere alcuna contropartita. I trasferimenti correnti ricomprendono tutti i trasferimenti diversi da quelli di capitale.

Conti finanziari [*financial accounts*]: parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che presenta le posizioni finanziarie (consistenze o bilanci), le transazioni finanziarie e altre variazioni dei diversi settori istituzionali di un'economia per tipologia di attività finanziaria.

Conto finanziario [*financial account*]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono le transazioni fra residenti e non residenti relative a investimenti diretti e di portafoglio, altri investimenti, prodotti finanziari derivati e attività di riserva.

Costo del lavoro per unità di prodotto [*unit labour costs*]: indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e la produttività del lavoro (definita come PIL, in volume, a prezzi costanti per persona occupata).

Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [*MFI credit to euro area residents*]: prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (ivi incluse le amministrazioni pubbliche e il settore privato) e i titoli detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

Curva dei rendimenti [*yield curve*]: rappresentazione grafica della relazione esistente, a una certa data, fra il tasso di interesse o il rendimento e la vita residua di titoli di debito con pari rischio di credito ma con differenti scadenze. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse o rendimenti per coppie di scadenze.

Debito (conti finanziari) [*debt (financial accounts)*]: i prestiti alle famiglie, nonché i prestiti, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo.

Debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt (general government)*]: il debito lordo (banconote, monete e depositi, prestiti e titoli di debito) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

Debito estero lordo [*gross external debt*]: consistenze delle passività correnti effettive (ossia non potenziali) di un'economia che implicano, in una data futura, il pagamento del capitale o degli interessi a non residenti.

Deflazione [*deflation*]: un calo marcato e persistente dei prezzi di un insieme molto ampio di beni e servizi di consumo che viene incorporato nelle aspettative degli operatori.

Depositi presso la banca centrale [*deposit facility*]: operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messe a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti idonee possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso la propria BCN. Tali depositi sono remunerati a un tasso di interesse prestabilito, che di norma rappresenta il limite minimo dei tassi di interesse del mercato *overnight*.

Disavanzo (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit (general government)*]: l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche.

Disinflazione [*disinflation*]: processo di rallentamento dell'inflazione che può condurre a tassi di inflazione temporaneamente negativi.

Eonia [EONIA *(euro overnight index average)*]: misura del tasso di interesse effettivo prevalente nel mercato interbancario *overnight* dell'euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di

interesse sulle operazioni di prestito *overnight* non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Euribor [*EURIBOR (euro interbank offered rate)*]: tasso applicato ai prestiti denominati in euro tra banche considerate di primario *standing*; viene calcolato quotidianamente, per scadenze varie, non superiori ai dodici mesi, sulla base dei tassi di un campione di banche selezionate.

Eurosistema [*Eurosystem*]: il sistema di banche centrali costituito dalla BCE e dalle BCN degli Stati membri dell'UE la cui moneta è l'euro.

Fabbisogno (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*borrowing requirement (general government)*]: assunzione netta di debito da parte delle amministrazioni pubbliche.

Fattori autonomi di liquidità [*autonomous liquidity factors*]: fattori di liquidità quali, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale, che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria.

Fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari) [*investment funds (except money market funds)*]: istituzioni finanziarie che gestiscono collettivamente portafogli di capitale raccolto tra il pubblico, investendolo in attività finanziarie e non finanziarie. Cfr. anche **IFM.**

Forze di lavoro [*labour force*]: il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

Garanzie [*collateral*]: attività costituite in pegno o trasferite in altra forma a garanzia del rimborso di un finanziamento, nonché attività cedute nell'ambito di operazioni pronti contro termine. I titoli conferiti in garanzia nell'ambito delle operazioni temporanee dell'Eurosistema devono soddisfare alcuni requisiti di idoneità.

IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [*MFIs (monetary financial institutions)*]: istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Esse includono: (a) l'Eurosistema; (b) gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione dell'UE) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o altre forme di raccolta equiparabili ai depositi da enti diversi dalle IFM e, per proprio conto (almeno in termini economici), nel concedere credito e/o investire in titoli, nonché le istituzioni di moneta elettronica che sono che operano principalmente nell'intermediazione finanziaria sotto forma di emissione di moneta elettronica; (d) i fondi comuni monetari, ovvero società di investimento collettivo che investono in strumenti in strumenti a breve termine e a basso rischio.

Impieghi disponibili [*job vacancies*]: termine collettivo che comprende i nuovi impieghi, gli impieghi liberi e quelli che si renderanno disponibili a breve scadenza, per i quali il datore di lavoro ha cercato attivamente e di recente di trovare un candidato idoneo.

Indagini della Commissione europea [*European Commission surveys*]: indagini armonizzate del clima di fiducia delle imprese e/o dei consumatori, condotte per conto della Commissione europea in ciascuno degli Stati membri dell'UE. Le indagini si basano su questionari e sono rivolte ai dirigenti di aziende del settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi nonché ai consumatori. Da ciascuna indagine mensile sono calcolati degli indicatori compositi che riassumono in un unico indicatore le risposte date a diverse domande (indicatori del clima di fiducia).

Indagine sul credito bancario [*Bank lending survey (BLS)*]: indagine trimestrale sulle politiche di erogazione del credito, condotta dall'Eurosistema a partire da gennaio 2003. Nell'ambito di tale indagine vengono poste, a un campione predefinito di banche dell'area dell'euro, alcune domande qualitative riguardanti i criteri per la concessione del credito, i termini e le condizioni praticate e la domanda di prestiti, con riferimento sia alle imprese sia alle famiglie.

Indagini presso i responsabili degli acquisti nell'area dell'euro [*Eurozone purchasing managers' surveys*]: indagini sulle condizioni dei settori manufatturiero e dei servizi condotte in diversi paesi dell'area dell'euro e i cui risultati vengono utilizzati per compilare degli indici. L'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero (*Manufacturing Purchasing Managers' Index – PMI*) dell'area dell'euro è un indicatore ponderato calcolato in base agli indici di produzione, nuovi ordinativi, occupazione, tempi di consegna dei fornitori e scorte di prodotti acquistati. L'indagine presso il settore dei servizi consiste in questionari riguardanti l'attività corrente, le aspettative di attività futura, l'ammontare di attività inevasa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli *input* e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi.

Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*]: indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti gli Stati membri dell'UE.

Indice del costo orario del lavoro [*hourly labour cost index*]: indice dei costi del lavoro comprendente gli stipendi e i salari lordi (in denaro e in altra natura, comprese le gratifiche) e altri costi del lavoro (contributi previdenziali a carico del datore di lavoro più le imposte relative all'occupazione corrisposte dal datore, al netto dei sussidi ricevuti) per ora effettivamente lavorata (comprese le prestazioni straordinarie).

Indice delle retribuzioni contrattuali [*index of negotiated wages*]: misura dei risultati diretti della contrattazione collettiva in termini di retribuzione di base (cioè escluse le gratifiche) a livello di area dell'euro. Si riferisce alla variazione media implicita dei salari e degli stipendi mensili.

Inflazione [*inflation*]: aumento del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

Investimenti di portafoglio [*portfolio investment*]: transazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai non residenti ("attività) e transazioni e/o posizioni nette dei non residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai residenti ("passività"). Sono inclusi i titoli azionari e i titoli di debito (obbligazioni e *note*, e strumenti di mercato monetario). Le transazioni sono rilevate al prezzo effettivo pagato o ricevuto, al netto di commissioni e spese. Per poter essere considerata come attività di portafoglio, la quota di partecipazione in una società deve essere equivalente a meno del 10 per cento delle azioni ordinarie o del potere di voto.

Investimenti diretti [*direct investment*]: investimenti internazionali effettuati allo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione pari almeno al 10 per cento delle quote ordinarie o dei diritti di voto). Sono inclusi le azioni, gli utili reinvestiti e il debito collegato ad operazioni intersocietarie. Il conto degli investimenti diretti rileva le transazioni/posizioni nette in attività estere da parte di residenti nell'area dell'euro ("investimenti diretti all'estero") e le transazioni/posizioni nette in attività dell'area dell'euro da parte di non residenti ("investimenti diretti nell'area dell'euro").

M1: aggregato monetario ristretto che include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

M2: aggregato monetario intermedio. Comprende M1, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore a due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza), detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali.
M3: aggregato monetario ampio che si compone di M2 più gli strumenti negoziabili, in particolare operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito con scadenza non superiore a due anni emessi dalle IFM.

Misure di maggiore sostegno al credito [*enhanced credit support*]: misure non convenzionali adottate dalla BCE/Eurosistema durante la crisi finanziaria, intese a garantire condizioni di finanziamento e flussi creditizi migliori rispetto ai risultati ottenibili con la sola riduzione dei tassi di riferimento della BCE.

Nuovi accordi europei di cambio AEC II [*ERM II (exchange rate mechanism II)*]: accordi che definiscono l'assetto per la cooperazione nel settore delle politiche del cambio tra i paesi dell'area dell'euro e gli Stati membri dell'UE non partecipanti alla Terza fase dell'UEM.

Operazione di assorbimento della liquidità [*liquidity-absorbing operation*]: operazione mediante la quale l'Eurosistema assorbe liquidità per ridurre la liquidità in eccesso o creare un fabbisogno di liquidità. Tali operazioni vengono condotte mediante emissione di certificati di debito o depositi a tempo determinato.

Operazione di mercato aperto [*open market operation*]: operazione effettuata su iniziativa della banca centrale nei mercati finanziari. Può assumere la forma di operazioni temporanee, operazioni definitive, emissioni di depositi a tempo determinato, certificati di debito o operazioni di *swap* in valuta. Le operazioni di mercato aperto sono utilizzate per fornire o assorbire liquidità.

Operazione di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) [*longer-term refinancing operation (LTRO)*]: operazioni di credito con scadenza superiore alla settimana eseguite dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le regolari operazioni mensili hanno scadenza tre mesi. Nella fase di turbolenza dei mercati finanziari iniziata nell'agosto 2007 sono state condotte operazioni aggiuntive con frequenza variabile e durata compresa tra un periodo di mantenimento delle riserve e 36 mesi.

Operazione di rifinanziamento marginale [*marginal lending facility*]: operazione attivabile su iniziativa delle controparti messa a disposizione dall'Eurosistema, avente la forma di operazione temporanea mediante la quale controparti idonee possono ottenere dalla propria BCN, a un tasso di interesse predefinito, credito *overnight*. Il tasso dei prestiti concessi nell'ambito di tali operazioni rappresenta il limite superiore dei tassi di interesse del mercato *overnight.*

Operazione di rifinanziamento principale (ORP) [*main refinancing operation (MRO)*]: regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento principali sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

Operazione temporanea [*reverse transaction*]: operazione mediante la quale una BCN acquista o vende attività a pronti con patto di vendita/riacquisto a termine, ovvero eroga credito a fronte di una garanzia.

Parità centrale (o tasso centrale) [*central parity (or central rate)*]: tassi di cambio di ciascuna valuta partecipante agli AEC II nei confronti dell'euro, rispetto ai quali sono definiti i margini di oscillazione previsti dagli AEC II.

Parità di potere d'acquisto (p.p.a.) [*purchasing power parity (P.P.P.)*]: tasso di conversione di una valuta in un'altra tale da rendere identico il potere d'acquisto delle due divise, eliminando le differenze dovute al livello dei prezzi prevalente in ciascun paese. Nella sua forma più semplice, la p.p.a. rappresenta il rapporto di prezzo in valuta nazionale dello stesso bene o servizio in diversi paesi.

Passività finanziarie a lungo termine delle IFM [*MFI longer-term financial liabilities*]: depositi con durata prestabilita superiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi, titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza originaria superiore a due anni nonché capitale e riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

Posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) [*international investment position (i.i.p.)*]: valore e composizione delle consistenze di attività (o passività) finanziare 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