



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

01 | 2014

02 | 2014

03 | 2014

04 | 2014

05 | 2014

**06 | 2014**

07 | 2014

08 | 2014

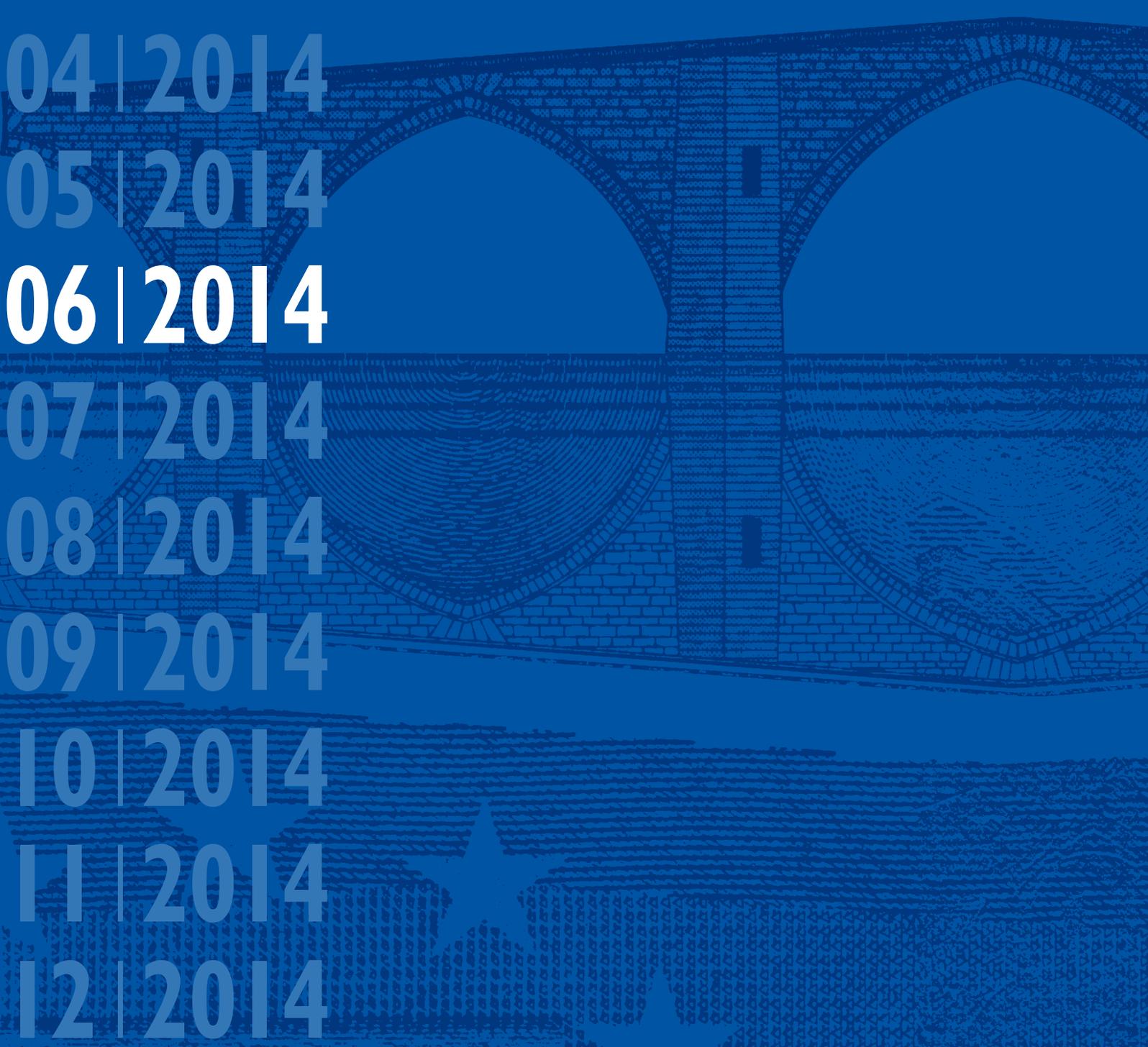
09 | 2014

10 | 2014

11 | 2014

12 | 2014

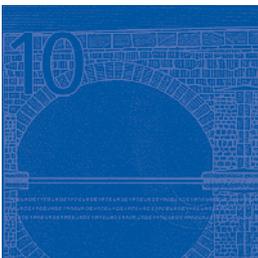
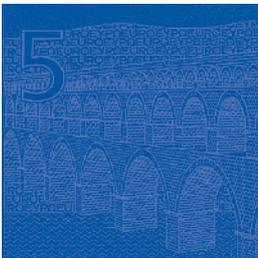
**BOLLETTINO MENSILE  
GIUGNO**





**BANCA CENTRALE EUROPEA**

EUROSISTEMA



## **BOLLETTINO MENSILE GIUGNO 2014**

Nel 2014 tutte  
le pubblicazioni della BCE  
saranno caratterizzate  
da un motivo tratto  
dalla banconota  
da 20 euro

© Banca centrale europea, 2014

**Indirizzo**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main  
Germany

**Recapito postale**

Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main  
Germany

**Telefono**

+49 69 1344 0

**Sito internet**

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

**Fax**

+49 69 1344 6000

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

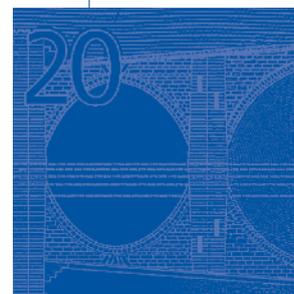
*Traduzione e pubblicazione  
a cura della Banca d'Italia.  
Tutti i diritti riservati.*

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

*Le statistiche contenute  
in questo numero sono aggiornate  
al 4 giugno 2014.*

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

*Stampato nel mese di giugno 2014  
presso la Divisione Editoria e stampa  
della Banca d'Italia in Roma.*



# INDICE

<b>EDITORIALE</b>	<b>5</b>
-------------------	----------

## **ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI**

1	Il contesto esterno all'area dell'euro	9
2	Gli andamenti monetari e finanziari	20
	<b>Riquadro 1</b> Andamenti recenti dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie disaggregati per settore economico	24
	<b>Riquadro 2</b> Andamenti recenti nel conto finanziario della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro	28
	<b>Riquadro 3</b> Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 12 febbraio 2014 al 13 maggio 2014	37
3	Prezzi e costi	58
	<b>Riquadro 4</b> Il ruolo dei fattori internazionale nella recente dinamica dell'inflazione nell'area dell'euro	60
	<b>Riquadro 5</b> Rischio di deflazione?	69
4	La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	75
	<b>Riquadro 6</b> Tendenze recenti del reddito disponibile reale delle famiglie	77
	<b>Riquadro 7</b> I risultati delle indagini sull'evoluzione degli investimenti delle PMI e delle grandi imprese	82
5	Andamento della finanza pubblica	95
	<b>Riquadro 8</b> Gli uffici di bilancio nei paesi dell'UE	102

## **ARTICOLI**

Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel giugno 2014	109
--	-----

<b>STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO</b>	<b>SI</b>
--	-----------

## **ALLEGATI**

Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	I
Pubblicazioni prodotte dalla Banca centrale europea	VII
Glossario	XI

## SIGLARIO

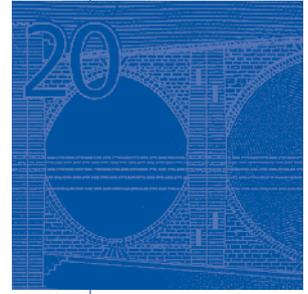
### PAESI

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

### 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

Nel perseguimento del mandato di preservare la stabilità dei prezzi, il Consiglio direttivo ha deciso, nella riunione del 5 giugno, una combinazione di misure intese a realizzare un ulteriore allentamento della politica monetaria e a sostenere il processo di erogazione del credito all'economia reale. Il pacchetto include nuove riduzioni dei tassi di interesse di riferimento della BCE, operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine, lavori preparatori per l'acquisto definitivo di attività cartolarizzate e il prolungamento delle procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti. Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di sospendere l'operazione settimanale di regolazione puntuale (fine tuning) finalizzata al riassorbimento della liquidità erogata nel quadro del Programma per il mercato dei titoli finanziari.

Tali decisioni poggiano sull'analisi economica svolta dal Consiglio direttivo, alla luce delle ultime proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema, nonché sulle indicazioni provenienti dall'analisi monetaria. L'insieme di queste misure contribuirà a riportare i tassi di inflazione in prossimità del 2 per cento. Le aspettative di inflazione a medio-lungo termine per l'area dell'euro restano 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. In prospettiva, esso è fermamente determinato a salvaguardare l'ancoraggio di tali aspettative. Per quanto riguarda le sue indicazioni prospettiche (forward guidance), i tassi di interesse di riferimento della BCE si attesteranno sui livelli correnti per un prolungato periodo di tempo, in considerazione delle attuali prospettive di inflazione. Questa attesa trova ulteriore sostegno nelle decisioni assunte dal Consiglio direttivo il 5 giugno. Inoltre, se necessario, esso interverrà con prontezza attraverso un ulteriore allentamento della politica monetaria. Il Consiglio direttivo è unanime nel suo impegno a ricorrere anche a strumenti non convenzionali nel quadro del proprio mandato qualora si rendesse ancora necessario affrontare rischi connessi con un periodo di bassa inflazione eccessivamente prolungato.

Per quanto riguarda le misure annunciate il 5 giugno, in primo luogo il Consiglio direttivo ha ridotto di 10 punti base, allo 0,15 per cento, i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e di 35 punti base, allo 0,40 per cento, il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale. Il tasso sui depositi presso la banca centrale è stato ridotto di 10 punti base, al -0,10 per cento. Tali modifiche hanno effetto a decorrere dall'11 giugno 2014. Il tasso negativo si applica anche alle riserve in eccesso rispetto alla riserva obbligatoria, nonché ad altre tipologie di depositi detenuti presso l'Eurosistema.

In secondo luogo, per sostenere l'erogazione di prestiti bancari a favore delle famiglie e delle società non finanziarie, esclusi i prestiti concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, il Consiglio direttivo ha deciso che l'Eurosistema condurrà una serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT). Tutte le OMRLT scadranno nel settembre 2018, ossia fra circa quattro anni. Alle controparti verrà assegnato un plafond iniziale per un importo pari al 7 per cento dell'ammontare totale dei prestiti da esse erogati al settore privato non finanziario dell'area dell'euro, esclusi i prestiti concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, in essere al 30 aprile 2014. I prestiti a favore del settore pubblico non saranno considerati ai fini di questo calcolo. Il plafond iniziale complessivo ammonta a circa 400 miliardi di euro. A tal fine saranno condotte due OMRLT successive nel settembre e nel dicembre 2014. Inoltre, fra marzo 2015 e giugno 2016 ciascuna controparte avrà la possibilità di attivare, su base trimestrale, per un determinato periodo di tempo finanziamenti per un ammontare massimo pari al triplo dei prestiti netti concessi al settore privato non finanziario dell'area dell'euro, esclusi i prestiti a favore delle famiglie per l'acquisto di abitazioni, che risultino superiori a uno specifico valore di riferimento. I prestiti netti saranno misurati in termini di nuovi prestiti meno rimborsi al netto dell'impatto di cessioni, cartolarizzazioni e svalutazioni. Alle OMRLT si applicherà, per la durata di ciascuna operazione, il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) dell'Eurosistema in essere al momento dell'erogazione del

finanziamento, con l'aggiunta di un differenziale fisso di 10 punti base. A partire da 24 mesi dopo ciascuna OMRLT, le controparti avranno l'opzione di effettuare rimborsi. Saranno adottati provvedimenti allo scopo di assicurare che i finanziamenti sostengano l'economia reale. Le controparti che non avranno soddisfatto determinate condizioni riguardo al volume dei prestiti netti erogati all'economia reale dovranno rimborsare i finanziamenti nel settembre 2016.

Inoltre il Consiglio direttivo ha deciso di prolungare l'idoneità come garanzie di attività aggiuntive, segnatamente nell'ambito dello schema di crediti aggiuntivi, almeno fino a settembre 2018.

In terzo luogo, il Consiglio direttivo ha deciso di intensificare i lavori preparatori per acquisti definitivi nel mercato delle cartolarizzazioni (asset-backed securities, ABS) al fine di migliorare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Nell'ambito di questa iniziativa l'Eurosistema prenderà in considerazione l'acquisto di ABS semplici e trasparenti aventi come attività sottostanti crediti verso il settore privato non finanziario dell'area dell'euro, tenendo conto delle auspicabili modifiche del contesto regolamentare, e collaborerà a tal fine con altri organismi competenti.

In quarto luogo, in linea con le proprie indicazioni prospettiche e la determinazione a mantenere un elevato grado di accomodamento monetario e al fine di contenere la volatilità nei mercati monetari, il Consiglio direttivo ha deciso di continuare a condurre le ORP mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti, finché sarà necessario e almeno sino alla fine del periodo di mantenimento delle riserve che terminerà nel dicembre 2016. Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di condurre le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a tre mesi e aggiudicazione prima della fine del periodo di mantenimento delle riserve che terminerà nel dicembre 2016 mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti. A ciascuna di queste si applicherà un tasso corrispondente alla media dei tassi delle ORP condotte nell'arco della rispettiva durata. Il Consiglio direttivo ha altresì deciso di sospendere l'operazione settimanale di regolazione puntuale (fine tuning) finalizzata al riassorbimento della liquidità erogata nel quadro del Programma per il mercato dei titoli finanziari.

Per quanto riguarda l'analisi economica, nel primo trimestre dell'anno il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato dello 0,2 per cento sul periodo precedente. Tale evoluzione conferma la graduale ripresa in atto, pur essendo in certa misura più debole delle attese. I risultati delle ultime indagini congiunturali indicano una crescita moderata anche nel secondo trimestre. In prospettiva, la domanda interna seguirebbe a essere sostenuta da una serie di fattori, fra cui l'orientamento accomodante della politica monetaria, i continui miglioramenti delle condizioni di finanziamento che si trasmettono all'economia reale, i progressi compiuti sul fronte del risanamento dei conti pubblici e delle riforme strutturali, nonché gli incrementi del reddito disponibile reale attribuibili a prezzi dell'energia più contenuti. Al tempo stesso, sebbene dai mercati del lavoro provenga qualche ulteriore segnale di miglioramento, la disoccupazione resta elevata nell'area dell'euro, unitamente a una capacità produttiva inutilizzata che permane nel complesso considerevole. Inoltre, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è rimasto negativo in aprile e gli aggiustamenti di bilancio necessari nei settori pubblico e privato potrebbero verosimilmente continuare a gravare sul ritmo della ripresa economica.

La valutazione di una ripresa moderata trova riscontro anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in giugno dagli esperti dell'Eurosistema, che prevedono una crescita annua del PIL in termini reali dell'1,0 per cento nel 2014, dell'1,7 nel 2015 e dell'1,8 nel 2016. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di marzo, l'espansione del PIL in termini reali è stata rivista al ribasso per il 2014 e al rialzo per il 2015.

I rischi per le prospettive economiche dell'area dell'euro restano orientati al ribasso. I rischi geopolitici, nonché gli andamenti nei paesi emergenti e nei mercati finanziari mondiali, potrebbero essere in grado di influenzare negativamente le condizioni economiche. Altri rischi al ribasso includono una domanda interna inferiore alle attese e un'attuazione insufficiente delle riforme strutturali nei paesi dell'area, nonché una crescita più debole delle esportazioni.

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è passata dallo 0,7 allo 0,5 per cento tra aprile e maggio, mostrando una dinamica più moderata delle attese. In base alle informazioni di cui il Consiglio direttivo disponeva alla riunione del 5 giugno, l'inflazione armonizzata dovrebbe mantenersi su livelli contenuti nei prossimi mesi, per poi aumentare solo gradualmente nel corso del 2015 e del 2016, a conferma delle decisioni assunte. Nel contempo, le aspettative di inflazione a medio-lungo termine per l'area dell'euro restano 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. In prospettiva, il Consiglio direttivo è fermamente determinato a salvaguardare l'ancoraggio di tali aspettative.

La valutazione del Consiglio direttivo trova conferma nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro elaborate in giugno dagli esperti dell'Eurosistema, secondo le quali l'inflazione misurata sullo IAPC si collocherebbe allo 0,7 per cento nel 2014, all'1,1 nel 2015 e all'1,4 nel 2016, raggiungendo l'1,5 nell'ultimo trimestre del 2016. Al confronto con le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di marzo 2014, è stata effettuata una revisione al ribasso per tutti e tre gli anni. È opportuno ricordare che tale esercizio è soggetto a una serie di ipotesi tecniche, riguardanti fra l'altro i tassi di cambio e le quotazioni petrolifere, e che il livello di incertezza cresce all'aumentare dell'orizzonte temporale considerato.

Il Consiglio direttivo ritiene che i rischi per le prospettive sull'andamento dei prezzi, sia al rialzo che al ribasso, siano limitati e sostanzialmente bilanciati nel medio periodo. In tale contesto, il Consiglio direttivo seguirà con attenzione le possibili ripercussioni dei rischi geopolitici, nonché l'evoluzione dei tassi di cambio.

Passando all'analisi monetaria, i dati di aprile continuano a indicare una contenuta espansione di fondo dell'aggregato monetario ampio (M3). Fra marzo e aprile la crescita sui dodici mesi di M3 si è ulteriormente ridotta dall'1,0 allo 0,8 per cento, mentre quella dell'aggregato monetario ristretto M1 si è portata dal 5,6 al 5,2 per cento. Nel periodo recente, il fattore principale alla base dell'incremento di M3 è stata l'espansione delle attività nette sull'estero delle IFM, che rispecchia in parte il protratto interesse degli investitori internazionali per le attività dell'area dell'euro.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) si è collocato al -2,7 per cento in aprile, rispetto al -3,1 di marzo. Tale debole dinamica seguita a riflettere, con gli usuali ritardi, la sua relazione con il ciclo economico e a rispecchiare il rischio di credito e l'aggiustamento in atto nei bilanci dei settori finanziario e non finanziario. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) si è situato in aprile allo 0,4 per cento, sostanzialmente invariato dall'inizio del 2013.

In sintesi, la verifica incrociata degli esiti dell'analisi economica con le indicazioni derivanti dall'analisi monetaria ha indotto il Consiglio direttivo a decidere un insieme di misure volte ad assicurare un ulteriore accomodamento della politica monetaria e a sostenere il credito all'economia reale.

Al fine di rafforzare la ripresa dell'economia, le banche e i responsabili delle politiche devono intensificare i propri sforzi. In un contesto caratterizzato dalla debole espansione del credito, riveste importanza fondamentale la valutazione approfondita attualmente condotta sui bilanci bancari. Le banche dovrebbero sfruttare appieno questo esercizio per migliorare la loro posizione patrimoniale e la loro solvibilità, contribuendo così a superare eventuali restrizioni all'offerta di credito che possano ostacolare la ripresa. Al tempo stesso i responsabili delle politiche nell'area dell'euro dovrebbero portare avanti le misure di finanza pubblica e le riforme strutturali.

Per quanto concerne le politiche di bilancio, le proiezioni macroeconomiche di questo mese degli esperti dell'Eurosistema indicano continui progressi nel ripristino della solidità delle finanze pubbliche nell'area dell'euro. Il disavanzo aggregato delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe ridursi gradualmente dal 3,0 per cento del PIL nel 2013 al 2,5 nel 2014, per poi segnare un ulteriore calo al 2,3 nel 2015 e all'1,9 nel 2016. Il debito pubblico raggiungerebbe quest'anno un massimo del 93,4 per cento del PIL; in seguito diminuirebbe per collocarsi intorno al 91 per cento nel 2016. Quanto alle riforme strutturali, sono stati intrapresi passi importanti per accrescere la competitività e la capacità di aggiustamento dei mercati nazionali del lavoro e dei beni e servizi, benché i progressi siano stati disomogenei e tutt'altro che completi. In tale contesto, il Consiglio direttivo prende atto delle raccomandazioni della Commissione europea sulle politiche strutturali e di bilancio, pubblicate il 2 giugno 2014, che esortano a continuare il percorso di riduzione degli squilibri macroeconomici e di finanza pubblica. La raccomandazione al Consiglio dell'UE affinché revochi le procedure per i disavanzi eccessivi relative a quattro paesi dell'area dell'euro rivela continui progressi nel ripristino della solidità dei conti pubblici. Nondimeno, i paesi dell'area non dovrebbero vanificare i risultati ottenuti su questo fronte. Un'attuazione esaustiva e coerente del quadro di sorveglianza macroeconomica dell'area dell'euro, insieme ai necessari interventi sul piano delle politiche da parte dei paesi dell'area, contribuirà ad aumentare la crescita potenziale, a rafforzare la tenuta dell'area agli shock e a favorire la creazione di posti di lavoro.

Questo numero del Bollettino contiene un articolo dal titolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel giugno 2014*.

## ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

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

L'economia mondiale continua a evidenziare una ripresa graduale, anche se il ritmo di espansione si è lievemente moderato nel primo trimestre del 2014 come conseguenza di fattori temporanei che hanno riguardato principalmente gli Stati Uniti e la Cina. Poiché gli effetti sfavorevoli di questi fattori si stanno gradualmente esaurendo, nel prossimo futuro l'attività globale dovrebbe intensificarsi con il contributo delle economie sia avanzate sia emergenti. Le tendenze di fondo continuano tuttavia a indicare uno spostamento della dinamica di crescita a favore delle economie avanzate sullo sfondo di una ripresa economica ancora complessivamente modesta a livello internazionale. Il commercio mondiale si è indebolito dall'inizio dell'anno, in linea con il rallentamento dell'attività. L'inflazione globale ha registrato un lieve aumento nel primo trimestre, ma si mantiene bassa di riflesso agli andamenti moderati dei prezzi dei beni energetici e al persistente eccesso di capacità produttiva nell'economia.

## 1.1 ATTIVITÀ ECONOMICA E COMMERCIO MONDIALE

L'economia mondiale continua a evidenziare una ripresa graduale, nonostante una moderata debolezza nel primo trimestre del 2014. Stime preliminari relative a tale trimestre segnalano che nei paesi del G20 esclusa l'area dell'euro la crescita del PIL sul periodo precedente ha subito un lieve calo rispetto alla seconda metà del 2013, portandosi allo 0,7 per cento, anche se tale risultato cela andamenti ancora divergenti nei diversi paesi (cfr. tavola 1). Fattori temporanei, in particolare l'inverno insolitamente rigido negli Stati Uniti e la chiusura di impianti nel settore dell'industria pesante in Cina per limitare l'inquinamento atmosferico, hanno influito negativamente sui consumi e sugli investimenti in tali paesi. Al tempo stesso in Giappone il previsto aumento dell'imposta sui consumi il 1° aprile 2014 ha determinato un anticipo dei consumi e una crescita più robusta del PIL nel primo trimestre dell'anno. Nel Regno Unito l'attività economica ha continuato a evidenziare un

Tavola 1 Crescita del PIL in termini reali in alcune economie

	Tasso di crescita annuo					Tasso di crescita trimestrale		
	2012	2013	2013		2014	2013		2014
			3° trim.	4° trim.		1° trim.	3° trim.	
G20 <sup>1)</sup>	2,9	2,8	3,1	3,3	3,4	1,0	0,8	0,6
G20, esclusa l'area dell'euro <sup>1)</sup>	3,6	3,4	3,8	3,9	3,9	1,2	0,9	0,7
Stati Uniti	2,8	1,9	2,0	2,6	2,0	1,0	0,7	-0,2
Giappone	1,4	1,6	2,5	2,5	2,7	0,3	0,1	1,5
Regno Unito	0,3	1,7	1,8	2,7	3,1	0,8	0,7	0,8
Danimarca	-0,4	0,4	0,9	0,5	1,5	0,3	-0,5	0,9
Svezia	1,3	1,6	0,6	3,0	1,8	0,3	1,6	-0,1
Svizzera	1,0	2,0	2,1	1,9	1,7	0,5	0,2	0,5
Brasile	1,0	2,5	2,4	2,2	1,9	-0,3	0,4	0,2
Cina	7,7	7,7	7,8	7,7	7,4	2,3	1,7	1,4
India	4,9	4,7	5,2	4,4	6,1	2,0	1,2	2,0
Russia <sup>2)</sup>	3,4	1,3	1,3	2,0	0,9	0,6	0,9	-
Turchia	2,1	4,0	4,3	4,4	-	0,8	0,5	-
Polonia	2,1	1,6	2,0	2,5	3,5	0,8	0,7	1,1
Repubblica Ceca	-0,9	-0,9	-1,0	1,1	2,5	0,4	1,5	0,4
Ungheria	-1,7	1,2	1,8	2,9	3,2	1,1	0,7	1,1

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

1) Il dato per il 1° trimestre 2014 è una stima sulla base degli ultimi dati disponibili.

2) Il dato destagionalizzato relativo al 1° trimestre 2014 per la Russia non è disponibile.

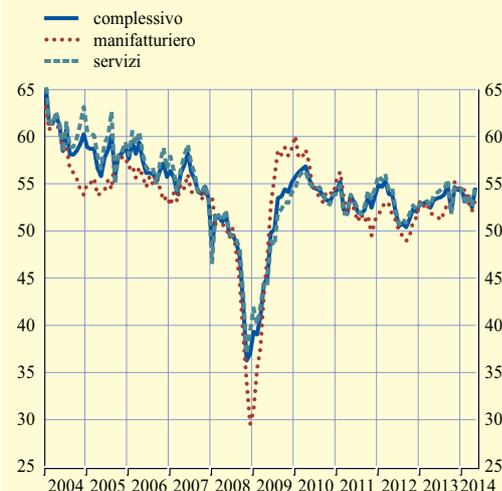
andamento robusto sulla scia della vigorosa domanda interna. Altrove, le tensioni geopolitiche fra Russia e Ucraina hanno gravato sulle prospettive di crescita a breve termine della regione e suscitato timori connessi all'eventualità di ricadute più ampie sull'economia mondiale al possibile acuirsi delle tensioni (cfr. il riquadro 3 dell'articolo in questo numero del Bollettino).

Gli indicatori recenti del clima di fiducia segnalano prospettive migliori per l'economia mondiale nel resto dell'anno, mentre prosegue il cambiamento della dinamica di crescita tra le varie regioni. Se le economie avanzate acquistano slancio grazie all'aumento della fiducia, al miglioramento dei bilanci del settore privato e all'orientamento accomodante delle politiche, nei mercati emergenti le prospettive rimangono piuttosto contenute poiché l'indebolimento della domanda interna, l'inasprimento delle condizioni finanziarie e – per alcune economie – l'inversione dei flussi di capitale e l'incertezza politica pesano sull'attività. Le condizioni di finanziamento a livello mondiale sono ancora generalmente stabili e dovrebbero continuare a sostenere la ripresa. L'indice mondiale complessivo dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) calcolato escludendo l'area dell'euro è aumentato in maggio come conseguenza della crescita significativa delle componenti riferite a Stati Uniti e Giappone. Ciò ha rispecchiato in parte il venir meno dell'impatto esercitato dalle suddette turbative temporanee sull'attività economica negli Stati Uniti e segnala il rinnovato vigore dell'economia mondiale nel suo insieme durante il secondo trimestre dell'anno (cfr. figura 1). Al tempo stesso, l'indicatore anticipatore composito dell'OCSE relativo a marzo 2014 e il World Economic Climate Indicator dell'Ifo per il secondo trimestre del 2014 sono coerenti con l'ipotesi secondo cui la ripresa mondiale sarà molto graduale e difforme (cfr. figura 2).

Dopo essere cresciuto nella seconda metà del 2013, nel primo trimestre del 2014 il commercio internazionale ha perso slancio sullo sfondo del rallentamento economico globale. Il CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis indica che nel primo trimestre le importazioni mondiali di

**Figura 1 PMI del prodotto mondiale (esclusa l'area dell'euro)**

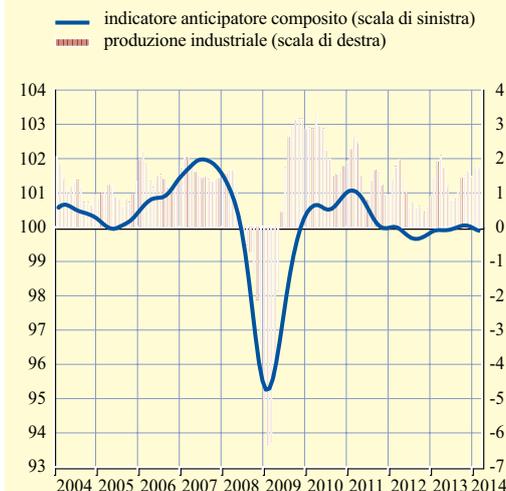
(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Markit.

**Figura 2 Indicatore anticipatore composito e produzione industriale**

(scala di sinistra: media dell'indice normalizzato = 100; scala di destra: variazioni percentuali sui tre mesi precedenti)



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.  
 Note: l'indicatore composito è relativo ai paesi OCSE più Brasile, Cina, India, Indonesia, Russia e Sud Africa. La linea orizzontale, corrispondente al valore 100, rappresenta la tendenza dell'attività economica. La produzione industriale è relativa ai paesi summenzionati tranne l'Indonesia.

beni in termini di volume hanno registrato un lieve calo, dello 0,1 per cento, a fronte di un incremento dell'1,3 per cento nell'ultimo trimestre dello scorso anno, il che è ben al di sotto delle medie di lungo periodo. La flessione del primo trimestre del 2014, in linea con il profilo di indebolimento della crescita del commercio internazionale osservato da dicembre 2013, è stata concentrata nelle economie emergenti e innescata dalla diminuzione significativa in Asia e nell'Europa centrale e orientale. Nelle economie avanzate la dinamica negativa negli Stati Uniti è stata compensata dal forte incremento delle importazioni giapponesi, che potrebbe avere riflesso l'anticipo dei consumi in previsione dell'aumento dell'imposta sulle vendite il 1° aprile. In ogni caso il PMI mondiale concernente i nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero ha recuperato, in maggio, evidenziando segnali di stabilizzazione del commercio internazionale nel secondo trimestre dell'anno.

Guardando al futuro, le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE nel giugno 2014 (cfr. l'articolo in questo numero del Bollettino) prevedono che la ripresa mondiale continui a rafforzarsi nell'orizzonte considerato pur mantenendosi verosimilmente modesta. Le economie avanzate dovrebbero beneficiare di un'attenuazione degli andamenti sfavorevoli, poiché l'esaurirsi del processo di ridimensionamento della leva finanziaria nel settore privato e delle azioni di risanamento dei conti pubblici rafforzano la fiducia e sostengono la domanda interna, mentre i mercati del lavoro migliorano lentamente. Il maggior vigore della domanda estera nei paesi avanzati dovrebbe favorire le esportazioni in quelli emergenti, compensando in parte i vincoli alla crescita rappresentati dagli ostacoli di natura strutturale, dalle possibili esigenze di riequilibrio e dall'adeguamento alle prospettive di normalizzazione della politica monetaria negli Stati Uniti. Nell'insieme il profilo della crescita globale è lievemente più debole a breve termine ma invariato nel periodo successivo rispetto alle proiezioni formulate dagli esperti della BCE nel marzo 2014.

I rischi per le prospettive di crescita mondiale restano orientati verso il basso. I rischi geopolitici, assieme agli andamenti nelle economie emergenti e nei mercati finanziari mondiali, potrebbero influire negativamente sulle condizioni economiche.

## 1.2 ANDAMENTI DEI PREZZI A LIVELLO INTERNAZIONALE

L'inflazione globale rimane bassa rispetto alle medie storiche, riflettendo l'evoluzione modesta dei prezzi dei beni energetici e l'ampio margine di capacità produttiva mondiale inutilizzata. Nell'area dell'OCSE l'inflazione generale al consumo sui dodici mesi, dopo essere diminuita nell'ultimo trimestre del 2013, è aumentata lievemente nel primo del 2014 e ha continuato a salire agli inizi del secondo trimestre. In aprile si è portata al 2,0 per cento, dall'1,6 di marzo, come conseguenza di aumenti che hanno riguardato tutte le componenti. Anche il tasso calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici è salito al 2,0 per cento in aprile. L'inflazione è aumentata nella maggior parte delle economie avanzate ed emergenti, con l'eccezione più rilevante della Cina (cfr. tavola 2). Si prevede in prospettiva che la dinamica dei prezzi resti contenuta a livello internazionale, soprattutto nei paesi avanzati, in presenza di corsi delle materie prime moderati e di un perdurante margine di capacità inutilizzata. In gran parte delle economie avanzate, anche se l'inflazione generale si colloca al momento ben al di sotto degli obiettivi fissati dalle banche centrali, le aspettative di inflazione segnalate dai risultati delle indagini e dagli indicatori del mercato finanziario restano ancorate nel medio-lungo periodo.

Le prospettive per l'inflazione globale risentono in misura considerevole degli andamenti dei prezzi delle materie prime e, soprattutto, dei beni energetici. Le quotazioni del greggio di qualità Brent sono rimaste relativamente stabili attorno a 106-111 dollari per barile negli ultimi due mesi

**Tavola 2 Andamenti dei prezzi in alcune economie**

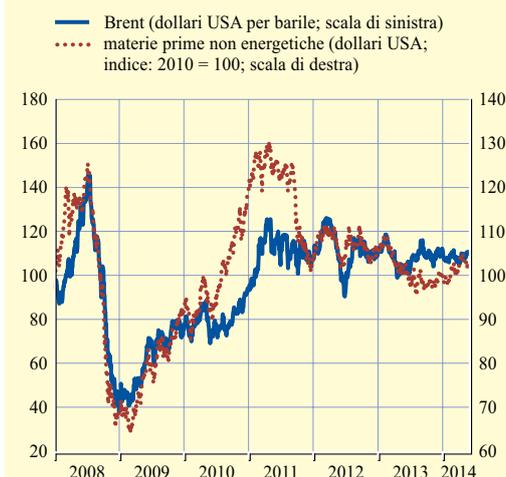
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	2012	2013	2013 dic.	2014				
				gen.	feb.	mar.	apr.	mag.
OCSE	2,3	1,6	1,6	1,7	1,4	1,6	2,0	-
Stati Uniti	2,1	1,5	1,5	1,6	1,1	1,5	2,0	-
Giappone	0,0	0,4	1,6	1,4	1,5	1,6	3,4	-
Regno Unito	2,8	2,6	2,0	1,9	1,7	1,6	1,8	-
Danimarca	2,4	0,5	0,4	0,8	0,3	0,2	0,5	-
Svezia	0,9	0,4	0,4	0,2	0,1	-0,4	0,3	-
Svizzera	-0,7	-0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,2	-
Brasile	5,4	6,2	5,9	5,6	5,7	6,2	6,3	-
Cina	2,6	2,6	2,5	2,5	2,0	2,4	1,8	-
India	9,7	10,1	9,9	8,8	8,0	8,3	8,6	-
Russia	5,1	6,8	6,5	6,0	6,2	6,9	7,3	7,6
Turchia	8,9	7,5	7,4	7,8	7,9	8,4	9,4	9,7
Polonia	3,7	0,8	0,6	0,6	0,7	0,6	0,3	-
Repubblica Ceca	3,5	1,4	1,5	0,3	0,3	0,3	0,2	-
Ungheria	5,7	1,7	0,6	0,8	0,3	0,2	-0,2	-
<i>Per memoria:</i>								
Inflazione di fondo dell'OCSE	1,8	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	2,0	-

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

(cfr. figura 3) e il 4 giugno si collocavano a 109 dollari per barile, un livello superiore di circa il 7 per cento rispetto a un anno fa. La perdurante stabilità dei corsi del Brent riflette l'interazione tra i fattori dal lato della domanda e dell'offerta di petrolio. La crescita della domanda mondiale di greggio rimane stagnante secondo l'Agenzia internazionale per l'energia, in linea con la crescita moderata dell'economia globale. Al tempo stesso, i conflitti politici e i problemi tecnici continuano a pesare sulla produzione petrolifera sia dei paesi OPEC sia di quelli non appartenenti all'organizzazione, anche se l'offerta mondiale ha recuperato in aprile rispetto ai livelli contenuti di marzo. In prospettiva, gli operatori si attendono prezzi lievemente più bassi nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti future sul Brent con scadenza a dicembre 2015 che si collocano a 101 dollari per barile.

**Figura 3 Principali andamenti dei prezzi delle materie prime**



Fonti: Bloomberg e HWWI.

I prezzi delle materie prime non energetiche sono scesi in media a maggio, riflettendo soprattutto i ribassi delle derrate alimentari. La diminuzione dei prezzi del frumento e del caffè dovuta alle condizioni meteorologiche più favorevoli ha in particolare compensato parte dei rincari dei prodotti alimentari osservati in aprile. L'indice aggregato dei prezzi delle materie prime non energetiche (denominato in dollari) è attualmente superiore di circa l'1,3 per cento rispetto a un anno fa.

### I.3 ANDAMENTI IN ALCUNE ECONOMIE

#### STATI UNITI

Negli Stati Uniti il PIL in termini reali ha subito una contrazione nel primo trimestre del 2014, dopo essere aumentato nella seconda metà del 2013. Questo calo, il primo da tre anni, ha riflesso in larga parte le condizioni meteorologiche insolitamente rigide che hanno depresso l'attività economica (cfr. tavola 1). La seconda stima del Bureau of Economic Analysis colloca il tasso di variazione del PIL in termini reali a -1,0 per cento in ragione d'anno (-0,2 sul periodo precedente), dopo l'aumento del 2,6 per cento (0,7 sul periodo precedente) del quarto trimestre del 2013. La revisione al ribasso rispetto allo 0,1 per cento della prima stima va ricondotta al maggiore contributo negativo delle scorte e delle esportazioni nette, che è stato in parte compensato dalla minore diminuzione degli investimenti fissi nel settore privato. La contrazione nel primo trimestre del 2014 rispetto al periodo precedente ha riflesso principalmente il contributo negativo alla crescita fornito dall'accumulo delle scorte e il calo delle esportazioni, oltre che il ridimensionamento degli investimenti fissi privati. Più in positivo, la spesa per consumi personali ha evidenziato una tenuta relativamente buona, mentre la spesa pubblica è scesa meno che nel trimestre precedente.

Gli indicatori disponibili per il secondo trimestre sono coerenti con un'intensificazione della crescita. I consumi privati dovrebbero mantenersi robusti, come evidenziato dalla solida dinamica delle vendite al dettaglio e dal miglioramento del clima di fiducia dei consumatori. La perdurante ripresa del mercato del lavoro costituisce un ulteriore fattore a sostegno dei consumi privati nel breve periodo. Dal lato dell'offerta, i recenti incrementi della produzione e degli ordinativi nel settore industriale segnalano anch'essi una ripresa dell'attività nel secondo trimestre, in linea con gli indicatori delle indagini presso le imprese relativi a maggio. D'altro canto sembrano aumentati i rischi verso il basso per gli investimenti nell'edilizia residenziale connessi alla perdurante debolezza di alcuni indicatori del mercato abitativo, malgrado i segnali recenti di avvicinamento a un punto di svolta. I criteri per l'erogazione dei mutui restano ad esempio rigidi e le vendite di alloggi esistenti e di nuove abitazioni hanno perso slancio negli ultimi mesi nonostante alcuni segnali di recupero in aprile. Più a lungo termine si prevede un rafforzamento della ripresa nella seconda metà dell'anno grazie al minore drenaggio fiscale, a condizioni finanziarie favorevoli, a un orientamento ancora accomodante della politica monetaria e al graduale miglioramento dei mercati delle abitazioni e del lavoro. Inoltre, il venir meno dell'effetto delle pressioni al ribasso esercitate dalla riduzione della leva finanziaria delle famiglie e l'aumento della ricchezza di queste ultime dovrebbero sostenere la ripresa dei consumi privati.

In aprile l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è salita al 2,0 per cento, dall'1,5 di marzo, riflettendo principalmente l'impennata dei corsi dei beni energetici e l'aumento sostenuto di quelli dei prodotti alimentari. Il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è salito all'1,8 per cento, dall'1,7 di marzo. Il pronunciato aumento dell'inflazione ad aprile è stato influenzato dai forti effetti base sui dodici mesi nella componente energetica, che dovrebbero venir meno nei prossimi mesi. In prospettiva, l'ampio margine di capacità produttiva inutilizzata dovrebbe mantenere contenute le pressioni di fondo sui prezzi.

Nel contesto del generale miglioramento delle prospettive per l'economia, nella riunione del 30 aprile 2014 il Federal Open Market Committee (FOMC) ha annunciato una riduzione del ritmo mensile degli acquisti di attività per ulteriori 10 miliardi di dollari, a 45 miliardi, a decorrere da maggio. La riduzione interessa in eguale misura gli acquisti di mutui cartolarizzati (che passeranno da 25 a 20 miliardi di dollari) e quelli di titoli del Tesoro a più lungo termine (che scenderanno da 30 a 25 miliardi di dollari). Il FOMC ha ribadito che, nel decidere per quanto tempo mantenere

inalterato l'obiettivo per il tasso sui Federal Fund entro un intervallo compreso tra zero e un quarto di punto percentuale, "terrà conto di un'ampia serie di informazioni, comprese le misure delle condizioni nel mercato del lavoro, gli indicatori delle pressioni inflazionistiche e delle aspettative di inflazione e i dati relativi agli andamenti finanziari".

## GIAPPONE

In Giappone il rallentamento dell'attività economica nella seconda metà del 2013 ha avuto un'inversione nel primo trimestre del 2014, quando il PIL è aumentato dell'1,5 per cento sul periodo precedente secondo la prima stima preliminare del Cabinet Office. L'accelerazione è stata superiore alle attese degli operatori e trainata dai consumi privati, per un anticipo della spesa in previsione dell'aumento dell'imposta sui consumi il 1° aprile. Anche le importazioni e le esportazioni hanno evidenziato un forte aumento sul trimestre precedente, crescendo rispettivamente del 6,3 e 6,0 per cento, ma tale risultato ha coinciso con una modifica delle modalità di registrazione di queste statistiche. Tuttavia, anche la crescita delle importazioni riflette in parte l'anticipo della spesa privata in previsione dell'aumento dell'imposta sui consumi. Dopo essere cresciuto notevolmente nel primo trimestre, il PIL dovrebbe contrarsi nel secondo come conseguenza dei minori livelli di consumi privati al riequilibrarsi della spesa. I dati effettivi e i risultati delle indagini più recenti sono in linea con queste prospettive. Le vendite al dettaglio sono diminuite bruscamente in aprile, del 4,4 per cento sui dodici mesi. In maggio il PMI per il settore manifatturiero è lievemente aumentato, ma resta ben al di sotto dei valori più robusti raggiunti negli ultimi due trimestri. Per la seconda metà del 2014 si prevede un ritorno a livelli di crescita più modesti.

In aprile l'inflazione sui dodici mesi dei prezzi al consumo è aumentata notevolmente, al 3,4 per cento, dall'1,6 di marzo. Il tasso di variazione dell'IPC calcolato al netto di alimentari, bevande ed energia è salito di 1,6 punti percentuali, al 2,3 per cento. Questo incremento dell'inflazione va ricondotto all'aumento dell'imposta sui consumi dal 5 all'8 per cento il 1° aprile. La Banca del Giappone ha stimato che, al netto dei provvedimenti temporanei, il contributo complessivo di tale misura alla crescita dell'inflazione misurata sull'IPC in aprile è stato di 1,9 punti percentuali. Al tempo stesso le aspettative di inflazione a lungo termine misurate dall'indagine QUICK sono rimaste stabili all'1,5 per cento in maggio.

Nella riunione del 21 maggio 2014 la Banca del Giappone ha mantenuto invariato l'obiettivo per la base monetaria.

## REGNO UNITO

Nel Regno Unito l'espansione economica robusta osservata per tutto il 2013 è proseguita nel 2014. Il PIL in termini reali è aumentato dello 0,8 per cento sul periodo precedente nel primo trimestre di quest'anno. Tale risultato va ricondotto al vigore della domanda interna, che ha riflesso a sua volta il miglioramento dell'occupazione, il basso livello dell'inflazione e la dinamica vivace degli investimenti. Diversi indicatori dell'attività e del clima di fiducia hanno continuato a migliorare e segnalano che l'economia sarebbe cresciuta a un ritmo ancora sostenuto nel secondo trimestre dell'anno. Nel medio periodo, tuttavia, la dinamica relativamente debole della produttività e le esigenze di correzione dei bilanci nei settori pubblico e privato possono frenare la crescita del prodotto per qualche tempo. I tassi di incremento elevati del PIL sono stati accompagnati da miglioramenti del mercato del lavoro, con la disoccupazione che ha registrato un ulteriore calo (al 6,8 per cento) nei tre mesi fino a marzo 2014.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita di 0,2 punti percentuali (all'1,8 per cento) ad aprile 2014, rispecchiando effetti stagionali dovuti alla collocazione temporale della Pasqua,

ma si è mantenuta al di sotto dell'obiettivo del 2 per cento fissato dalla banca centrale. Ci si attende in prospettiva che le spinte inflazionistiche rimangano moderate per qualche tempo, di riflesso all'esistenza di capacità produttiva inutilizzata nell'economia e agli effetti ritardati del recente apprezzamento della valuta. Nella riunione del 5 giugno 2014 il Monetary Policy Committee della Bank of England ha mantenuto il tasso di riferimento allo 0,5 per cento e il suo programma di acquisto di titoli nell'ordine di 375 miliardi di sterline.

### ALTRE ECONOMIE EUROPEE

In Svezia l'attività economica ha subito una moderata contrazione agli inizi del 2014, scendendo dello 0,1 per cento sul trimestre precedente, dopo avere registrato una crescita sorprendentemente elevata nel quarto trimestre del 2013. In Danimarca è salita dello 0,9 per cento sul trimestre precedente agli inizi del 2014, un'espansione robusta dopo la debolezza evidenziata alla fine dello scorso anno. In entrambi i paesi, queste dinamiche sono da imputare principalmente alla domanda interna ed è in prospettiva probabile che il PIL in termini reali acquisti slancio nell'insieme del 2014. Con riferimento ai prezzi, l'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è rimasta generalmente moderata negli ultimi mesi e pari allo 0,5 per cento in Danimarca e allo 0,3 per cento in Svezia ad aprile.

Nei principali Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale (PECO) l'attività economica ha continuato a recuperare. Statistiche preliminari mostrano che nel primo trimestre del 2014 il PIL in termini reali è notevolmente aumentato in Polonia e Ungheria, crescendo in entrambi i casi dell'1,1 per cento sul periodo precedente, mentre è rimasto sostanzialmente invariato nella Repubblica Ceca e in Romania. Guardando al futuro, la ripresa economica di questi paesi continuerebbe a rafforzarsi nel 2014 grazie al sostegno crescente della domanda interna. Nonostante i rischi associati alle possibili tensioni geopolitiche nella regione, è probabile che le esportazioni seguano andamenti positivi riflettendo l'impatto di vari progetti di investimenti diretti esteri che dovrebbero entrare a pieno regime nel 2014. Nel periodo recente l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC ha seguito a ridursi nei principali PECO, portandosi su minimi storici in diversi paesi. L'aumento dei prezzi è stato frenato dalla debole dinamica dei corsi dei beni alimentari ed energetici, dall'esaurirsi degli effetti base connessi ai precedenti aumenti – o, più di recente, dalle riduzioni delle imposte dirette e dei prezzi amministrati – e da pressioni modeste dal lato dei costi interni. In prospettiva si prevede che l'inflazione cresca moderatamente al restringersi degli output gap e all'aumento dell'inflazione importata.

In Turchia la crescita sul periodo precedente ha continuato a moderarsi nel quarto trimestre del 2013, allo 0,5 per cento, pur mantenendosi relativamente vigorosa malgrado il contesto meno favorevole per il finanziamento interno ed esterno. Gli indicatori economici disponibili per il 2014 segnalano un raffreddamento dell'attività di riflesso all'inasprimento della politica monetaria e delle condizioni di finanziamento al dettaglio, oltre che all'intensificarsi delle tensioni politiche nel periodo antecedente le elezioni amministrative, mentre la domanda estera ha verosimilmente sostenuto il prodotto nel primo trimestre del 2014. Nonostante l'aumento dei tassi di interesse da parte della banca centrale in gennaio, l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è aumentata ulteriormente e resta ben al di sopra dell'obiettivo fissato dalla banca centrale per l'effetto di trasmissione del deprezzamento della lira turca, le aspettative di inflazione elevata e gli andamenti sfavorevoli dei prezzi dei beni alimentari.

In Russia la crescita nel quarto trimestre del 2013 è stata relativamente robusta, allo 0,9 per cento sul periodo precedente. Tale andamento riflette la vigorosa dinamica delle esportazioni, mentre le importazioni sono diminuite per la debolezza della domanda interna. Nel primo trimestre del 2014

le ripercussioni della crisi in Ucraina potrebbero avere influito considerevolmente sull'attività, poiché le ripetute misure di inasprimento monetario da parte della banca centrale e la ripresa dei deflussi di capitali hanno fatto salire i costi di finanziamento per le famiglie e le imprese. Al tempo stesso è probabile che l'aumento delle incertezze e dei rischi politici abbia influito negativamente sulle decisioni di investimento e di consumo. Sullo sfondo del significativo deprezzamento del rublo dalla seconda metà del 2013, nel primo trimestre del 2014 l'inflazione è salita al di sopra del limite superiore dell'intervallo obiettivo fissato dalla banca centrale.

#### **PAESI EMERGENTI DELL'ASIA**

In Cina la crescita del PIL in termini reali ha continuato a seguire la tendenza al ribasso osservata dalla fine dello scorso anno. Nel primo trimestre del 2014 ha rallentato al 7,4 per cento sul periodo corrispondente e all'1,4 per cento sul periodo precedente (dal 7,7 e 1,7 per cento, rispettivamente, dell'ultimo trimestre del 2013). Il calo sul trimestre precedente va ricondotto a fattori temporanei e alla debolezza degli investimenti, soprattutto nel settore delle abitazioni. Si prevede in prospettiva un rafforzamento della crescita per effetto della maggiore domanda estera proveniente dalle economie avanzate e della modesta azione di stimolo fiscale e monetario. Le autorità hanno continuato a sottolineare che la Cina si sta orientando verso una traiettoria di crescita inferiore ma più sostenibile e che le aspettative al riguardo dovrebbero essere adeguate di conseguenza.

Le pressioni sui prezzi rimangono moderate: l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC continua a oscillare attorno al 2 per cento, mentre quella calcolata sull'indice dei prezzi alla produzione (IPP) rimane in territorio negativo. La crescita del credito continua a indebolirsi, riflettendo in particolare i minori volumi di prestiti a breve scadenza e di finanziamenti non bancari, il che segnala un possibile miglioramento della qualità del credito. La dinamica del commercio estero sul periodo corrispondente si sta stabilizzando dopo il brusco calo nella parte precedente dell'anno e l'avanzo commerciale ha quindi evidenziato una lieve ripresa, pur mantenendosi basso in una prospettiva storica.

Nelle altre economie emergenti dell'Asia la crescita si è moderata agli inizi del 2014 dopo il rafforzamento della seconda metà dello scorso anno. Tale risultato è dovuto alle ripercussioni del rallentamento cinese, soprattutto sugli altri paesi asiatici aventi stretti legami economici e finanziari con la Cina. Si registra tuttavia un miglioramento delle prospettive in India e nelle altre economie emergenti dell'Asia che hanno attuato riforme e ridotto gli squilibri. Permangono di conseguenza solide prospettive di ripresa economica, soprattutto per i paesi orientati verso le esportazioni che trarranno beneficio dal graduale rafforzamento della domanda proveniente dalle economie avanzate.

Esaminando più in dettaglio alcuni paesi, in India la crescita del PIL è stata complessivamente modesta nel 2013 e si è invece rafforzata nel primo trimestre del 2014 (al 6,1 per cento, se calcolato dal lato della spesa). Il rafforzamento va ricondotto all'espansione dei consumi, ma anche le esportazioni sono rimaste vigorose di riflesso ai guadagni di competitività e alla maggiore domanda da parte delle economie avanzate. Al tempo stesso le importazioni sono state deboli a causa dei vincoli alle importazioni di oro e questo ha determinato un notevole miglioramento del saldo corrente. I prezzi hanno evidenziato un calo generale piuttosto rapido nel primo trimestre del 2014, ma potrebbero subire pressioni al rialzo come conseguenza di rincari dei beni alimentari e di una ripresa dell'attività. In Indonesia il tasso di incremento del PIL è stato pari all'1,0 per cento nel primo trimestre del 2014, significativamente inferiore all'1,5 del trimestre precedente. Il calo è da imputare soprattutto all'indebolimento delle esportazioni e della domanda interna, poiché gli innalzamenti dei tassi di interesse per complessivi 175 punti base nel corso del 2013 hanno iniziato a influire

sugli investimenti. L'inflazione misurata sull'IPC è scesa ulteriormente in aprile (al 7,3 per cento) per i minori prezzi del petrolio e la debolezza della domanda, ma rimane ancora significativamente al di sopra dell'intervallo obiettivo del 3,5-5,5 per cento. In Corea il vigore degli investimenti e delle esportazioni ha continuato a sostenere la crescita del PIL, che nel primo trimestre del 2014 è stata pari allo 0,9 per cento. Il maggior ritmo di espansione dell'economia si sta trasmettendo all'inflazione, che ad aprile è salita all'1,5 per cento, un livello comunque ancora inferiore all'obiettivo del 2-4 per cento fissato dalla banca centrale coreana.

### MEDIO ORIENTE E AFRICA

Gli andamenti economici nei paesi del Medio Oriente sono rimasti difforni verso la fine del 2013 e agli inizi del 2014. Le economie esportatrici di petrolio hanno registrato una crescita ancora robusta, mentre in parti della regione interessate dalla Primavera araba il prodotto è stato frenato dal perdurare di tensioni politiche e disordini sociali che ha ritardato l'attuazione di misure favorevoli alla crescita e una ripresa più robusta della spesa nel settore privato. Nell'Africa subsahariana il prodotto ha continuato a espandersi a ritmi sostenuti, grazie a un moderato rafforzamento dell'attività in Nigeria e Sud Africa e agli investimenti in corso nelle infrastrutture e nel settore estrattivo.

### AMERICA LATINA

In America latina l'attività economica si è lievemente irrobustita verso la fine del 2013, pur mantenendosi modesta nei primi mesi del 2014 in presenza di notevoli differenze tra le principali economie della regione. I vincoli dal lato dell'offerta e il margine limitato per misure anticicliche in un contesto di inflazione elevata frenano il prodotto in Brasile, mentre l'aumento degli squilibri interni e delle pressioni sul cambio pesa sul clima di fiducia e sugli andamenti economici in Argentina. In Messico l'attività beneficia invece della ripresa della domanda estera, soprattutto dagli Stati Uniti, e della normalizzazione della spesa pubblica al venir meno dei fattori temporanei che avevano depresso la domanda lo scorso anno. Si prevede in prospettiva che la crescita aumenti gradualmente nel 2014 grazie al miglioramento della domanda mondiale, ma che rimanga al di sotto della sua media storica.

In Brasile il tasso di incremento del PIL sul periodo precedente è sceso allo 0,2 per cento nel primo trimestre del 2014, dallo 0,4 dei tre mesi precedenti. Il calo ha riflesso la minore domanda interna e il contributo negativo dell'interscambio netto, che sono stati in parte compensati dal forte accumulo delle scorte. Nonostante la crescita moderata, le spinte inflazionistiche sono tornate a intensificarsi negli ultimi mesi. Ciò ha riflesso in qualche misura uno shock dal lato dell'offerta di beni alimentari, dovuto alla grave siccità nel sud del Brasile che ha colpito i raccolti e fatto aumentare i corsi delle derrate alimentari. Assieme alle aspettative di inflazione elevata, questo fattore ha indotto la banca centrale a innalzare ulteriormente il tasso di riferimento in aprile, di 25 punti base, all'11 per cento. Essa ha tuttavia deciso in maggio di porre fine al ciclo di inasprimento lasciando invariato il tasso di interesse dopo averlo innalzato per complessivi 375 punti base da aprile 2013. In Messico la crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente è salita allo 0,3 per cento nel primo trimestre del 2014, dallo 0,1 dell'ultimo trimestre del 2013. Dal lato dell'offerta, ciò ha rispecchiato il lieve miglioramento dell'attività nei settori dell'industria e dei servizi a fronte di un ristagno di quello agricolo. In Argentina la crescita ha continuato a ridursi notevolmente nel primo trimestre del 2014, come evidenziato dall'indicatore dell'attività economica, che è diminuito dello 0,7 per cento sul periodo precedente. L'inflazione elevata erode il potere di acquisto dei consumatori, mentre le misure di aggiustamento adottate sul piano delle politiche per restituire stabilità macroeconomica al paese e i livelli di fiducia storicamente bassi deprimono la crescita.

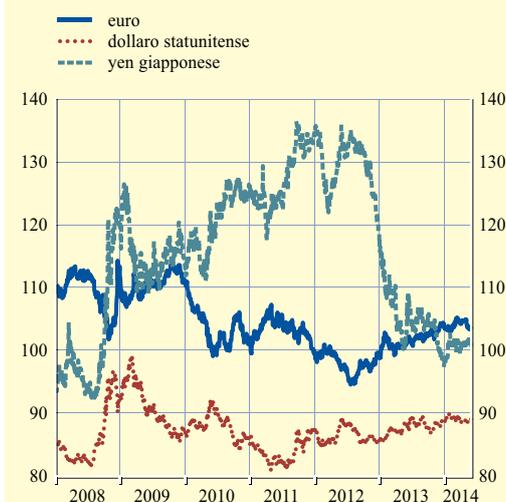
## I.4 TASSI DI CAMBIO

Fra gli inizi di marzo e il 4 giugno 2014 l'euro si è lievemente deprezzato sulle valute della maggior parte dei principali partner commerciali dell'area. In un contesto di bassa volatilità complessiva, i movimenti dei cambi sono stati in larga parte connessi all'evoluzione delle aspettative sull'orientamento futuro della politica monetaria e alla correzione delle attese di mercato circa le prospettive economiche dell'area dell'euro rispetto alle altre maggiori economie. Il 4 giugno il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise delle 20 più importanti controparti commerciali dell'area, era inferiore dello 0,6 per cento al livello dei primi di marzo, ma superiore del 2,3 per cento a quello di un anno prima (cfr. figura 4 e tavola 3).

I movimenti contenuti del tasso di cambio effettivo rispecchiano la volatilità relativamente bassa dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nel periodo considerato. In termini bilaterali, negli ultimi tre mesi la moneta unica si è indebolita nei confronti del dollaro statunitense (dell'1,0 per cento) e della sterlina britannica (dell'1,2 per cento), mentre si è lievemente apprezzata sullo yen giapponese (dello 0,2 per cento). Nello stesso periodo si è altresì deprezzata rispetto alle divise dei paesi esportatori di materie prime e

**Figura 4 Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, del dollaro statunitense e dello yen giapponese**

(dati giornalieri; indice 1° trimestre 1999 = 100)



Fonte: BCE.

Nota: il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro è calcolato nei confronti delle valute di 20 dei principali partner commerciali dell'area dell'euro. I tassi di cambio effettivi nominali del dollaro statunitense sono calcolati nei confronti delle valute di 39 dei principali partner commerciali di Stati Uniti e Giappone.

**Tavola 3 Andamenti dei tassi di cambio dell'euro**

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

	peso nel TCE-20	variazione dei tassi di cambio dell'euro al 4 giugno 2014 rispetto a:	
		3 marzo 2014	4 giugno 2013
Tasso di cambio effettivo dell'euro (TCE-20)		-0,6	2,3
Renminbi cinese	18,7	0,7	6,2
Dollaro statunitense	16,8	-1,0	4,1
Sterlina britannica	14,8	-1,2	-5,0
Yen giapponese	7,2	0,2	6,5
Franco svizzero	6,4	0,6	-1,6
Zloty polacco	6,2	-1,1	-2,2
Corona ceca	5,0	0,4	6,5
Corona svedese	4,7	2,4	5,9
Won sudcoreano	3,9	-5,1	-4,8
Fiorino ungherese	3,2	-2,3	4,8
Corona danese	2,6	0,0	0,1
Nuovo Lev romeno	2,0	-2,5	0,2
Kuna croata	0,6	-1,1	0,4

Fonte: BCE.

Nota: il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro è calcolato rispetto alle divise dei 20 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro.

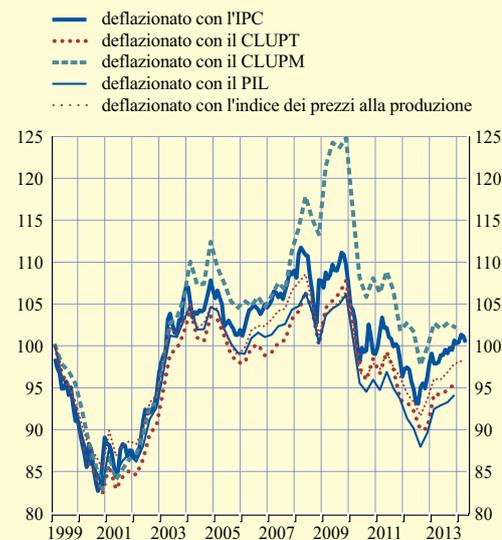
delle economie emergenti dell'Asia, a eccezione del renminbi cinese sul quale ha guadagnato lo 0,7 per cento.

Per quanto concerne le valute degli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, la moneta unica si è per lo più indebolita. L'euro si è deprezzato sul leu romeno (del 2,5 per cento), il fiorino ungherese (del 2,3 per cento), lo zloty polacco (dell'1,1 per cento) e la kuna croata (dell'1,1 per cento). Ha invece registrato un rafforzamento nei confronti della corona svedese (del 2,4 per cento) e, in misura inferiore, della corona ceca (dello 0,4 per cento). Il litas lituano e la corona danese, che partecipano agli AEC II, sono rimasti sostanzialmente stabili rispetto all'euro su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali.

Per quanto riguarda gli indicatori di competitività internazionale di prezzo e di costo dell'area dell'euro, a maggio 2014 il tasso di cambio effettivo reale della moneta unica basato sui prezzi al consumo era superiore del 2,4 per cento al livello di un anno prima (cfr. figura 5). Ciò ha riflesso l'apprezzamento dell'euro in termini nominali registrato nello stesso periodo, che è stato solo parzialmente controbilanciato dal minor tasso di inflazione al consumo nell'area rispetto ai suoi principali partner commerciali.

**Figura 5 Tassi di cambio effettivi reali dell'euro**

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



Fonte: BCE.

Nota: il tasso di cambio effettivo reale dell'euro è calcolato nei confronti delle valute dei 20 principali partner commerciali dell'area dell'euro.

## 2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

### 2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

Le informazioni disponibili per il primo trimestre e il mese di aprile del 2014 confermano la debolezza di fondo dell'espansione della moneta e del credito. La crescita sui dodici mesi dell'aggregato ampio M3 è ulteriormente calata, continuando a riflettere la preferenza per la liquidità monetaria da parte del settore detentore di moneta, il quale sta spostando fondi su attività non monetarie alla ricerca di rendimenti più elevati. Il credito al settore privato non finanziario è rimasto modesto nei primi quattro mesi di quest'anno, con una crescita stabile ma contenuta dei prestiti alle famiglie e nuovi rimborsi netti di prestiti alle imprese non finanziarie. L'accumulo di attività nette sull'estero da parte delle IFM ha continuato a essere la principale fonte di creazione della moneta nell'area dell'euro nel primo trimestre, mentre in aprile si è osservato un afflusso mensile soltanto modesto. Non vi sono segnali di rilievo di un avvio di moderazione della tendenza alla riduzione del grado di leva finanziaria: le attività principali delle IFM hanno continuato a calare nei primi quattro mesi dell'anno, a ritmi pressoché identici a quelli osservati di recente.

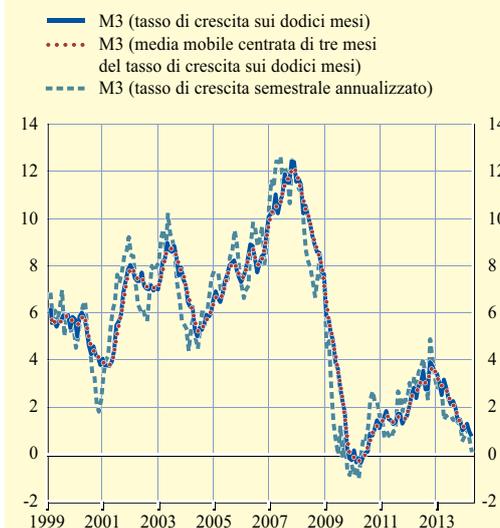
Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 ha segnato un'ulteriore moderazione in marzo e aprile del 2014, dopo la lieve ripresa di inizio anno. Esso si collocava in aprile allo 0,8 per cento, in calo dall'1,5 per cento del quarto trimestre del 2013 e dall'1,1 per cento del primo trimestre di quest'anno (cfr. figura 6 e tavola 4).

L'evoluzione più recente di M3 continua a riflettere la minore preferenza per la liquidità monetaria da parte del settore detentore di moneta, riconducibile alla ricerca di rendimenti più elevati. Da un lato, tale settore preferisce detenere depositi overnight altamente liquidi, anziché altri depositi e strumenti negoziabili a breve scadenza (alimentando la crescita sui dodici mesi robusta, seppure in calo, di M1); dall'altro, tuttavia, considerazioni di rischio-rendimento hanno altresì indotto gli investitori a spostare parte delle loro attività verso strumenti meglio remunerati e meno liquidi non compresi in M3, come ad esempio i fondi di investimento.

I prestiti alle amministrazioni pubbliche hanno continuato a calare nel quarto trimestre e nell'aprile del 2014. Anche i prestiti al settore privato non finanziario si sono ulteriormente contratti nel primo trimestre, sebbene la loro flessione abbia leggermente rallentato il passo in aprile. I rimborsi netti di prestiti alle imprese non finanziarie e la debole crescita dei prestiti alle famiglie si devono a una combinazione di fattori, quali la protratta debolezza delle condizioni economiche, l'esigenza di ridurre il grado di indebitamento dopo gli eccessi del passato e i vincoli gravanti sul credito in alcuni paesi dell'area dell'euro. Al tempo stesso, l'indagine sul credito bancario condotta nell'aprile del 2014 confermava la stabilizzazione delle condizioni creditizie per le imprese e le famiglie dell'area, evidenziando altresì timidi segnali di

Figura 6 Crescita di M3

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



Fonte: BCE.

**Tavola 4 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie**

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

	Consistenze in essere in percentuale di M3 <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2013 2° trim.	2013 3° trim.	2013 4° trim.	2014 1° trim.	2014 mar.	2014 apr.
<b>M1</b>	<b>55,7</b>	<b>8,0</b>	<b>6,9</b>	<b>6,4</b>	<b>6,0</b>	<b>5,6</b>	<b>5,2</b>
Banconote e monete in circolazione	9,4	2,7	2,6	4,1	6,0	6,5	5,3
Depositi overnight	46,3	9,2	7,8	6,9	6,0	5,4	5,2
<b>M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)</b>	<b>38,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,3</b>
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	16,9	-5,8	-5,0	-6,3	-6,8	-6,4	-6,0
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	21,5	5,8	5,0	3,3	1,4	1,1	0,7
<b>M2</b>	<b>94,0</b>	<b>4,5</b>	<b>4,0</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>
<b>M3 - M2 (= strumenti negoziabili)</b>	<b>6,0</b>	<b>-14,9</b>	<b>-17,2</b>	<b>-17,1</b>	<b>-13,9</b>	<b>-14,6</b>	<b>-15,2</b>
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>
<b>Credito a residenti nell'area dell'euro</b>		<b>-0,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,2</b>
Credito alle amministrazioni pubbliche		3,3	2,0	0,1	-0,2	-0,9	-0,9
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		-2,6	-6,0	-6,7	-4,0	-3,1	-3,9
Credito al settore privato		-1,0	-1,2	-1,6	-2,3	-2,5	-2,5
Prestiti al settore privato		-1,1	-1,9	-2,2	-2,2	-2,2	-1,8
Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e la cartolarizzazione <sup>2)</sup>		-0,6	-1,4	-1,8	-2,0	-2,0	-1,5
<b>Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)</b>		<b>-4,6</b>	<b>-4,2</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,5</b>

Fonte: BCE.

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

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

un allentamento dei criteri di fido a favore di alcuni settori (cfr. il riquadro 1 nel numero di maggio del 2014 del Bollettino mensile). La stessa indagine mostrava inoltre che la domanda di prestiti potrebbe aver cominciato a recuperare terreno dopo anni di contrazione.

L'incremento della posizione patrimoniale netta sull'estero delle IFM ha continuato a costituire la principale fonte di creazione di moneta nell'area dell'euro nel primo trimestre, sebbene in aprile si sia registrato un afflusso mensile soltanto modesto. Nel contempo, nei primi quattro mesi dell'anno le passività finanziarie a più lungo termine delle IFM hanno seguito a registrare deflussi record.

Di fronte al perdurare di spinte verso una riduzione del grado di leva finanziaria all'interno del sistema bancario dell'area dell'euro, è proseguito a un ritmo pressoché stabile il calo delle principali attività delle IFM, che nei primi quattro mesi dell'anno ha raggiunto 66 miliardi di euro.

Nell'insieme, gli andamenti monetari nel periodo fino ad aprile del 2014 confermano la debolezza delle dinamiche della moneta e del credito, in un contesto caratterizzato da bassa inflazione, crescita moderata e tassi di interesse eccezionalmente bassi.

### PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

La moderazione osservata nel tasso di crescita sui dodici mesi di M3 riflette principalmente l'ulteriore riduzione del contributo dei depositi overnight e degli altri depositi a breve termine. L'aggregato monetario ristretto (M1) ha continuato a essere la principale determinante della crescita dei M3 nel primo trimestre e in aprile (cfr. figura 7), mentre il contributo degli strumenti negoziabili (M3 meno M2) è rimasto negativo, seppure in misura minore che nel quarto trimestre del 2013.

Per quanto riguarda le componenti di M3, il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 si è ulteriormente ridotto, collocandosi al 6,0 per cento nel primo trimestre del 2014 e al 5,2 per cento in aprile, a fronte del 6,4 per cento dell'ultimo trimestre dello scorso anno (cfr. tavola 4). La decelerazione osservata nel primo trimestre riflette i minori afflussi di depositi overnight, dovuti principalmente al prelievo di depositi collocati presso intermediari finanziari non monetari diversi dalle società di assicurazione e dai fondi pensione (ossia presso il settore degli AIF), una componente altamente volatile dei depositi overnight. Il tasso di crescita di banconote e moneta in circolazione è aumentato nel primo trimestre, per poi calare in aprile.

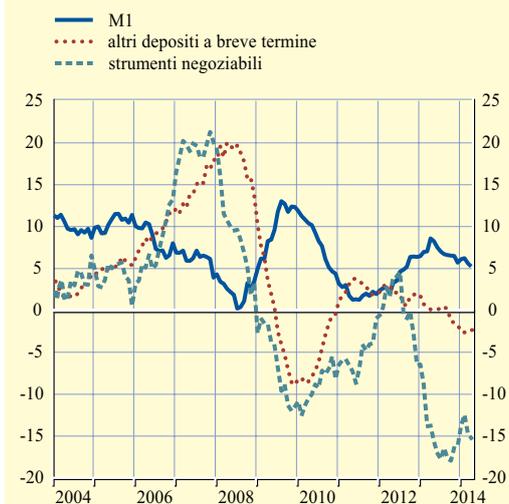
Il tasso di variazione sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli overnight è calato dal -1,2 al -2,4 per cento fra il quarto trimestre del 2013 e il trimestre successivo, dopodiché si è grosso modo stabilizzato in aprile.

Nel primo trimestre hanno continuato a osservarsi ingenti deflussi dai depositi a termine a breve scadenza (depositi con durata prestabilita fino a due anni), che hanno segnato un tasso di crescita del -6,8 per cento (in calo dal -6,3 per cento del quarto trimestre), mentre il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a risparmio a breve termine (depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi) si è fortemente ridotto, collocandosi nel primo trimestre all'1,4 per cento (rispetto al 3,3 per cento del quarto trimestre). I depositi a termine a breve scadenza sono ulteriormente diminuiti, e il loro tasso di variazione sui dodici mesi si è collocato al -6,0 per cento in aprile, mentre il corrispondente tasso dei depositi a risparmio a breve termine è risultato pari nello stesso mese allo 0,7 per cento. L'evoluzione di questi tipi di investimenti riflette soprattutto la loro redditività eccezionalmente bassa rispetto ad altre forme di investimento (cfr. sezioni 2.4 e 2.5).

Il tasso di variazione sui dodici mesi degli strumenti negoziabili è aumentato nel primo trimestre, pur rimanendo assai negativo, al -13,9 per cento, ma si è ulteriormente ridotto, al -15,2 per cento, in aprile. Si è inoltre osservata una nuova contrazione dei titoli di debito a breve termine (con scadenza originaria fino a due anni) delle IFM detenuti dal settore detentore di moneta: il loro tasso di crescita sui dodici mesi si è stabilizzato su livelli molto bassi (al -33,1 per cento nel primo trimestre, sostanzialmente invariato rispetto al trimestre precedente), per poi calare ulteriormente, al -38,8 per cento, in aprile. Analogamente, il tasso di crescita delle quote e partecipazioni in fondi del mercato monetario si è portato al -9,4 per cento nel primo trimestre e al -10,8 per cento in aprile, dal -12,1 del quarto trimestre; quello dei contratti pronti contro termine si collocava al -7,1 per cento nel primo trimestre e al -7,9 per cento in aprile, rispetto al -11,2 per cento del quarto trimestre. All'origine dei protratti deflussi dai fondi del mercato monetario vi è probabilmente la ricerca di rendimento da parte degli investitori, i quali continuano a postare fondi a favore di altri tipi di investimenti che offrono prospettive di remunerazioni migliori; i bassissimi livelli dei tassi di interesse stanno infatti minando l'attrattiva degli strumenti negoziabili compresi in M3. A titolo di confronto, a partire dall'ultima parte del 2012 i tassi di rendimento dei fondi di investimento sono stati sempre positivi e relativamente elevati (cfr. la sezione 2.2 per maggiori dettagli).

**Figura 7 Principali componenti di M3**

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



Fonte: BCE.

In parallelo, è divenuto sempre più difficile per i fondi del mercato monetario generare rendimenti positivi significativi per gli investitori. Infine, anche gli incentivi della regolamentazione a favore di una provvista bancaria basata sui depositi hanno contribuito alla debolezza delle emissioni di titoli di debito delle IFM (su tutte le scadenze) e di quote e partecipazioni in fondi del mercato monetario.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi compresi in M3, ossia di tutti i depositi a breve termine e contratti pronti contro termine, è ulteriormente calato all'1,8 per cento nel primo trimestre, rispetto al 2,9 per cento del trimestre precedente, ed ha continuato a flettere in aprile, collocandosi all'1,5 per cento (cfr. figura 8). A livello settoriale il tasso di variazione sui dodici mesi dei depositi di M3 detenuti dalle famiglie è stato pari all'1,5 per cento in aprile, mentre quello corrispondente per le imprese non finanziarie si è collocato al 5,8 per cento. La crescita sui dodici mesi dei depositi overnight detenuti

dalle imprese non finanziarie è leggermente diminuita rispetto al quarto trimestre, portandosi all'8,0 e al 7,9 per cento rispettivamente nel primo trimestre e in aprile. Il vigore dell'espansione dei depositi di M3 detenuti da queste imprese riflette probabilmente la loro preferenza per mantenere un'ampia parte dei loro utili investiti in attività liquide, ed è probabilmente un'importante contropartita dei forti afflussi di capitali osservati nell'area dell'euro. In base alla ripartizione geografica dei flussi di depositi di M3, il rafforzamento della base di depositi registrato negli ultimi mesi nei paesi sottoposti a tensioni sembra aver perso slancio: i corrispondenti tassi di crescita si sono infatti stabilizzati, in linea con la moderazione osservata a livello di intera area dell'euro.

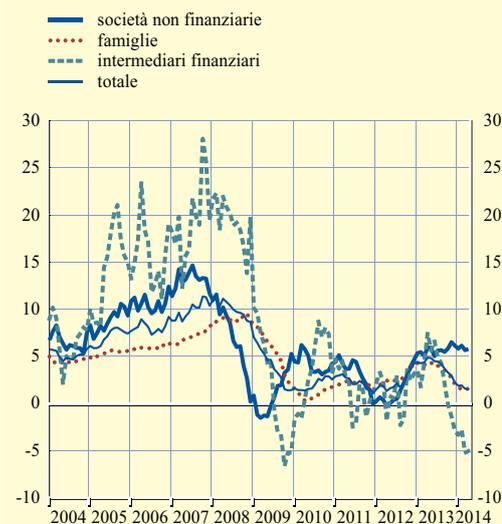
### PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto concerne le contropartite di M3, il tasso di variazione sui dodici mesi del credito delle IFM ai residenti dell'area dell'euro è diminuito ulteriormente nel primo trimestre e in aprile. La crescita della posizione patrimoniale netta sull'estero delle IFM ha continuato a rappresentare la principale fonte di creazione di moneta nell'area dell'euro nel primo trimestre, ma in aprile si sono registrati afflussi mensili solo modesti di attività.

Il tasso di variazione sui dodici mesi del credito delle IFM al settore privato è ulteriormente calato al -2,3 per cento nel primo trimestre e al -2,5 per cento in gennaio, dal -1,6 per cento nel quarto trimestre del 2013. Per quanto riguarda le sue componenti, i titoli diversi dalle azioni hanno registrato un'ulteriore flessione del tasso di crescita, portatosi in aprile al -9,8 per cento, dal -5,0 e 0,5 per cento registrati rispettivamente nel primo trimestre del 2014 e del quarto del 2013. Il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni e altre partecipazioni è anch'esso ulteriormente diminuito (pur rimanendo positivo), allo 0,2 per cento in aprile e all'1,2 per cento nel primo trimestre, a fronte del 3,4 per cento del quarto trimestre. La crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato è rimasta invariata al -2,2 per cento nel primo trimestre, per poi aumentare al -1,8 per cento in aprile.

**Figura 8 Depositi a breve termine e operazioni pronti contro termine**

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



Fonte: BCE.

Nota: settore delle IFM escluso l'Eurosistema.

Corretto per le cessioni e le cartolarizzazioni, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti al settore privato è sceso al -2,0 per cento nel primo trimestre, dal -1,8 del trimestre precedente (cfr. tavola 4). Esso è poi divenuto meno negativo in aprile, portandosi al -1,5 per cento, sebbene questo aumento sia dovuto in ampia misura a operazioni specifiche concernenti alcune singole IFM. Dal punto di vista settoriale i prestiti alle famiglie hanno continuato a registrare una crescita positiva contenuta nel primo trimestre, mentre l'espansione dei prestiti alle imprese non finanziarie e agli intermediari finanziari non monetari si è fatta leggermente più negativa. In aprile la crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è rimasta stabile, mentre per imprese non finanziarie e intermediari finanziari non monetari si è registrato un aumento.

Il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle famiglie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è rimasto stabile nei mesi recenti, collocandosi allo 0,4 per cento in aprile, sostanzialmente in linea con i tassi osservati dal secondo trimestre del 2012 (cfr. sezione 2.7 per maggiori dettagli). Nei primi quattro mesi di quest'anno gli afflussi di prestiti per l'acquisto di abitazioni hanno continuato a essere la principale determinante dei prestiti totali alle famiglie, mentre i flussi totali di credito al consumo e altri prestiti alle famiglie sono risultati negativi. Le indicazioni tratte dall'indagine sul credito bancario e dai prezzi delle abitazioni concordano con le aspettative di un graduale rafforzamento dell'attività nel mercato dei mutui per l'acquisto di abitazioni. Stando alle banche interpellate nell'indagine sul credito bancario di aprile, i criteri di concessione dei prestiti per l'acquisto di abitazioni sono stati allentati in termini netti nel primo trimestre, mentre la domanda netta di questi prestiti è considerevolmente aumentata (cfr. il riquadro 1 nel numero di maggio del 2014 del Bollettino mensile). Questi andamenti hanno riguardato la generalità dei maggiori paesi. Le banche hanno segnalato che le principali determinanti dell'aumento netto della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni sono stati i miglioramenti nelle prospettive del mercato delle abitazioni e nel clima di fiducia dei consumatori.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) si è collocato al -2,7 per cento in aprile, un livello leggermente superiore di quelli osservati nel quarto trimestre del 2013 e nel primo del 2014. Ciò ha rispecchiato un aumento del contributo dei prestiti con scadenza medio-lunga, mentre quello dei prestiti a breve termine è ulteriormente calato. In una prospettiva di più lungo periodo, successivamente alla stabilizzazione osservata nei tassi di crescita dei prestiti alle imprese non finanziarie da metà 2013, una svolta nelle dinamiche dei prestiti nei prossimi mesi concorderebbe con la relazione secondo cui l'andamento dei prestiti alle imprese non finanziarie anticipa quello del PIL reale nell'arco del ciclo economico. Il riquadro 1 presenta una disaggregazione settoriale più dettagliata degli andamenti recenti dei prestiti delle IFM alle imprese non finanziarie.

#### Riquadro 1

##### **ANDAMENTI RECENTI DEI PRESTITI DELLE IFM ALLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE DISAGGREGATI PER SETTORE ECONOMICO**

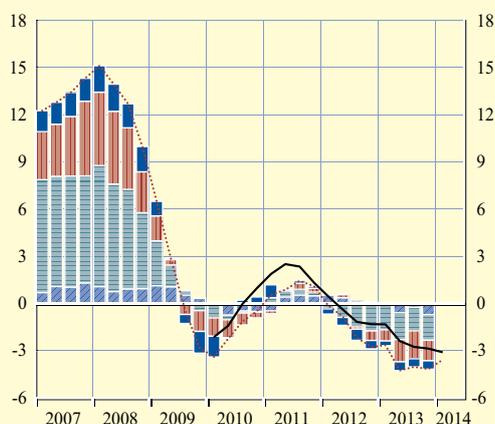
Il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie è stato negativo dagli inizi del 2012, riflettendo in ampia misura la necessità di ridurre l'indebitamento dei settori sia finanziario sia non finanziario. Nei mesi recenti si è osservata una stabilizzazione del ritmo di contrazione, ma finora non sono distinguibili chiari segni di una svolta<sup>1)</sup>. In questo contesto, il presente riquadro fornisce un aggiornamento sull'evoluzione dei prestiti delle

1) Cfr. la sezione 2.1 del testo principale in questo Bollettino.

**Figura A Tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti alle società non finanziarie, disaggregati per settore economico**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

- settore manifatturiero
- servizi diversi da quelli immobiliari
- settori immobiliari
- altri settori
- ⋯ prestiti totali alle società non finanziarie <sup>1)</sup>
- prestiti totali alle società non finanziarie (corretti) <sup>2)</sup>



Fonte: BCE.

Note: l'ultima rilevazione risale al primo trimestre del 2014 per i dati aggregati e al quarto trimestre del 2013 per quelli disaggregati per settore. I dati settoriali sono corretti per l'impatto del trasferimento di attività a SAREB effettuato dalle IFM spagnole nel quarto trimestre del 2012 e nel primo del 2013.

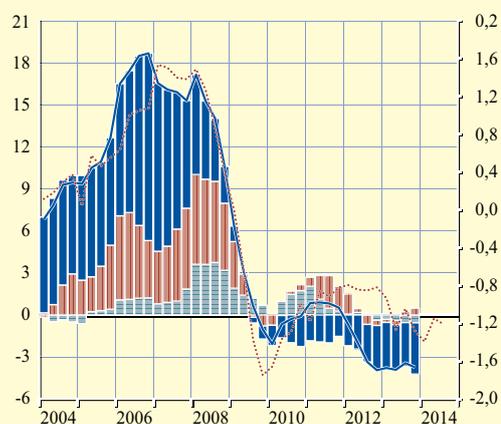
1) Tassi di crescita desunti dagli importi in essere, corretti unicamente per le attività trasferite a SAREB.

2) Tassi di crescita desunti dalle operazioni mensili, corrette per cessioni e cartolarizzazioni.

**Figura B Prestiti alle società non finanziarie connessi al settore immobiliare e contributi alla crescita per paesi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, punti percentuali)

- contributo dei paesi a "crescita sostenuta" (scala di sinistra)
- contributo dei paesi a "crescita moderata" (scala di sinistra)
- contributo dei paesi a "crescita debole" (scala di sinistra)
- crescita dei prestiti connessi al settore immobiliare (scala di sinistra)
- ⋯ indicatore del clima di fiducia nel settore delle costruzioni (ritardato <sup>1)</sup>, scala di destra)



Fonte: BCE.

Note: i "prestiti connessi al settore immobiliare" comprendono i prestiti concessi alle società non finanziarie impegnate in attività edili e nella prestazione di servizi immobiliari (sulla base dei dati dei paesi che rilevano le relative serie a partire dal 2003). I paesi sono considerati a "crescita sostenuta" (Italia, Spagna, Irlanda e Grecia), a "crescita moderata" (Francia, Belgio, Finlandia e Lussemburgo) o a "crescita debole" (Germania, Paesi Bassi, Austria e Portogallo) a seconda dei tassi di crescita registrati a livello nazionale nel 2006. I dati sono corretti per l'impatto del trasferimento di attività a SAREB effettuato dalle IFM spagnole nel quarto trimestre del 2012 e nel primo del 2013.

1) Indicatore del clima di fiducia nel settore delle costruzioni ritardato di tre trimestri sulla base della massima correlazione.

IFM alle società non finanziarie, disaggregati per settore economico (secondo la classificazione NACE), al fine di valutare i contributi dei principali comparti alla dinamica dei prestiti totali alle società non finanziarie <sup>2)</sup>. I dati per settore sono disponibili fino al quarto trimestre del 2013 <sup>3)</sup>.

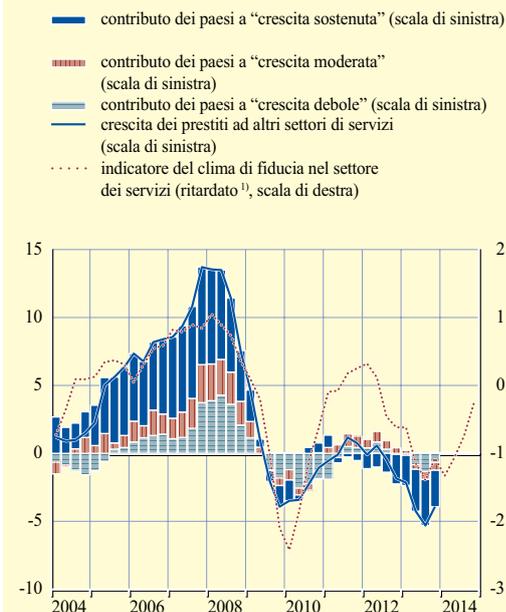
Nella seconda metà del 2013 il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei prestiti totali in essere erogati dalle IFM alle società non finanziarie è rimasto stabile su livelli lievemente inferiori al -4 per cento. I dati, tuttavia, non sono corretti per le riclassificazioni, le variazioni di valutazione o le cessioni e cartolarizzazioni, fattori da tenere in considerazione per calcolare il flusso effettivo di finanziamento

2) Per una precedente analisi, cfr. il riquadro *Andamenti recenti dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie disaggregati per settore economico* nel numero di novembre 2013 di questo Bollettino.

3) Per raggugli sugli ultimi dati pubblicati, cfr. il sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)). Le informazioni relative alla composizione settoriale dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie devono essere interpretate con cautela poiché si basano su dati nazionali non del tutto armonizzati e sono in parte stimati. Ad esempio, i dati negli anni recenti hanno risentito di vari fattori straordinari (comprese operazioni connesse alla ristrutturazione del settore bancario in diversi paesi), che vanno tenuti in debita considerazione.

**Figura C Prestiti alle società non finanziarie nei settori di servizi diversi da quelli immobiliari e contributi alla crescita per paesi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, punti percentuali)

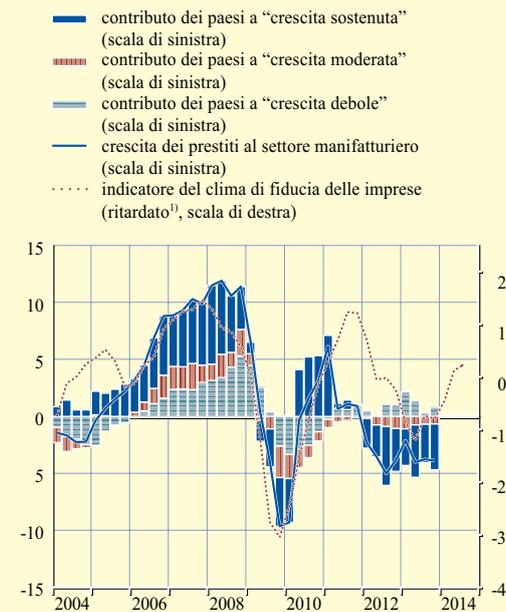


Fonte: BCE.

Note: prestiti ai settori di servizi diversi da quelli immobiliari. I dati sono corretti per l'impatto del trasferimento di attività a SAREB effettuato dalle IFM spagnole nel quarto trimestre del 2012 e nel primo del 2013. Per la classificazione dei paesi, cfr. le note nella figura B. 1) Indicatore del clima di fiducia nel settore dei servizi ritardato di tre trimestri sulla base della massima correlazione.

**Figura D Prestiti alle società non finanziarie del settore manifatturiero e contributi alla crescita per paesi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, punti percentuali)



Fonte: BCE.

Nota: per la classificazione dei paesi, cfr. le note nella figura B. 1) Indicatore del clima di fiducia delle imprese ritardato di due trimestri sulla base della massima correlazione.

a favore delle società dell'area dell'euro. Una volta corretta per tali fattori, la serie aggregata continua a mostrare una flessione del tasso di variazione sul periodo corrispondente anche nel primo trimestre del 2014 (cfr. figura A). Tuttavia, i dati così corretti non sono disponibili per singolo settore.

Il tasso negativo per i prestiti totali (non corretti) in essere alle società non finanziarie nella seconda metà del 2013 va ricondotto principalmente alla dinamica dei prestiti connessi al settore immobiliare (ossia l'aggregato relativo ai comparti delle costruzioni e dei servizi immobiliari) e dei prestiti al settore dei servizi (al netto dei servizi immobiliari). Il contributo negativo dei prestiti alle società che operano nei settori manifatturiero e di altro tipo è rimasto contenuto. Nel complesso, i contributi di tutti questi comparti sono rimasti sostanzialmente stabili negli ultimi due trimestre del 2013.

Benché non si riscontrino alcuna divergenza di rilievo nella recente evoluzione della crescita dei prestiti tra settori, si riscontra tuttora un'eterogeneità significativa tra paesi. Questa può essere illustrata raggruppando i paesi dell'area dell'euro in tre categorie a seconda del tasso di crescita dei prestiti ai settori immobiliari (che avevano registrato la maggiore espansione dei prestiti alle società prima della crisi) osservato in media nell'anno di massima espansione, ossia il 2006. I paesi con una "crescita sostenuta", ai quali sono principalmente imputabili il boom del credito prima del 2007 nonché la successiva flessione, hanno ancora la maggiore incidenza sulla contrazione dei prestiti in tutti i settori principali (cfr. figure B, C e D). Nondimeno, il rallentamento di tali prestiti può anche essere

imputabile ai modesti contributi di tutti i settori dei paesi con “crescita debole” e “crescita moderata”, con l’eventuale eccezione dei contributi lievemente positivi ai prestiti per i settori manifatturieri dei paesi classificati a “crescita debole”.

Nel complesso, in una prospettiva di medio periodo, la debolezza della crescita dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie registrata fino al quarto trimestre del 2013 è stata generalizzata tra i settori, ma va ricondotta principalmente agli andamenti in paesi specifici che prima della crisi avevano registrato tassi di espansione molto elevati nei settori immobiliari (paesi a “crescita sostenuta”).

In prospettiva, le correlazioni semplici suggeriscono una relazione tra gli indicatori del clima di fiducia e la dinamica dei prestiti (cfr. figure B, C e D). a tale riguardo, gli indicatori del clima di fiducia per l’attività dei singoli settori indicherebbero per il prossimo futuro una diversa evoluzione dei prestiti tra i principali comparti. Più precisamente, se dovessero rimanere valide le relazioni statistiche osservate negli anni recenti, l’indicatore di fiducia per il settore delle costruzioni non indica una ripresa imminente per i prestiti connessi al comparto immobiliare, mentre gli indicatori corrispondenti per i settori manifatturiero e degli altri servizi segnalano che nel 2014 si potrebbe assistere a un calo del ritmo di contrazione dei prestiti erogati a questi due settori. Tuttavia, il periodo di crisi potrebbe aver compromesso l’attendibilità delle proprietà anticipatrici degli indicatori del clima di fiducia in relazione alla dinamica dei prestiti, comportando una significativa incertezza per le prospettive del credito.

In una prospettiva più generale, la debolezza del credito bancario continua a riflettere fattori dal lato sia dell’offerta sia della domanda, ma l’impatto di tali fattori varia considerevolmente da un paese all’altro. In aggiunta, la frammentazione dei mercati finanziari e gli elevati costi di indebitamento cui devono far fronte i settori non finanziari in alcuni paesi continuano a incidere negativamente sulla spesa e sugli investimenti. L’indebitamento eccessivo del settore privato potrebbe inoltre frenare la domanda di credito bancario in vari paesi. Le imprese hanno poi rimpiazzato il credito bancario con fonti alternative di finanziamento, come l’autofinanziamento e, nel caso delle società non finanziarie di maggiori dimensioni, l’accesso diretto ai mercati dei capitali (cfr. sezione 2.6). L’indagine sul credito bancario di aprile del 2014 conferma la stabilizzazione delle condizioni di concessione del credito bancario per le imprese dell’area dell’euro: la percentuale netta di banche che segnalavano un irrigidimento dei criteri di fido applicati ai prestiti alle imprese è rimasta sostanzialmente invariata e gli istituti interpellati si attendevano per il secondo trimestre dell’anno un allentamento netto dei criteri di concessione del credito. Dal lato della domanda, la percentuale netta di banche che segnalava un aumento della richiesta di prestiti è risultata positiva per la prima volta da metà 2011. Le banche prevedevano inoltre che la domanda sarebbe aumentata per tutte le categorie di prestiti nel secondo trimestre del 2014.

Il tasso di crescita sui dodici mesi del credito delle IFM alle amministrazioni pubbliche è divenuto negativo, collocandosi al -0,2 per cento nel primo trimestre del 2014, in calo dallo 0,1 per cento del trimestre precedente. È poi rimasto negativo anche in aprile, portandosi al -0,9 per cento.

Per quanto concerne le altre contropartite di M3, il tasso di variazione sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) è rimasto sostanzialmente stabile al -3,5 per cento in aprile, contro il -3,4 e -3,6 per cento rispettivamente nel primo trimestre del 2014 e nell’ultimo trimestre del 2013 (cfr. figura 9). La contrazione osservata relativamente a tali passività continua a riflettere il minore fabbisogno di finanziamento delle IFM in un contesto caratterizzato dalla protratta riduzione della leva finanziaria e dalla preferenza per la raccolta di depositi incoraggiata dall’attuale regime di regolamentazione.

**Figura 9 M3 e passività finanziarie a più lungo termine delle IFM**

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

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

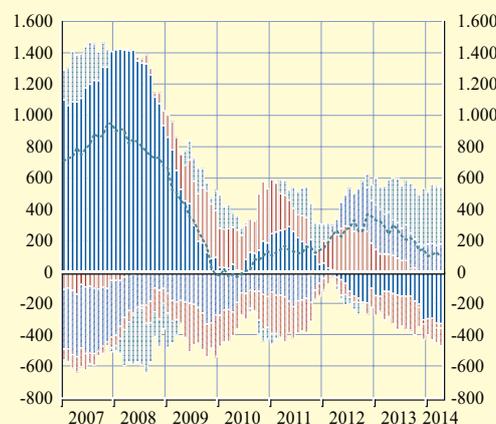


Fonte: BCE.

**Figura 10 Contropartite di M3**

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

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



Fonte: BCE.

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

Le attività nette sull'estero delle IFM sono aumentate di 4 miliardi di euro in aprile, un importo di gran lunga inferiore a quelli dei mesi precedenti. Nei tre mesi precedenti si era osservato un afflusso trimestrale di 81 miliardi di euro, inferiore a quello di 155 miliardi del quarto trimestre del 2013 (cfr. figura 10). La posizione patrimoniale netta sull'estero delle IFM dell'area dell'euro rileva i flussi di capitale del settore detentore di moneta intermediati dalle IFM, nonché i trasferimenti delle attività emesse dallo stesso settore (cfr. riquadro 2).

**Riquadro 2**

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

Questo riquadro analizza gli andamenti nel conto finanziario della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro fino al primo trimestre del 2014. Nei dodici mesi terminanti a marzo 2014 i deflussi finanziari netti aggregati dell'area sono aumentati rispetto ai dodici mesi precedenti. Tale risultato ha riflesso la forte crescita dei flussi netti in uscita per "altri investimenti", che è stata in parte compensata dai maggiori flussi netti in entrata per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio (cfr. la tavola).

L'aumento degli afflussi netti per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio nei dodici mesi fino a marzo 2014 - da 86 a 142 miliardi di euro - va imputato al passaggio da deflussi netti a un

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

(miliardi di euro; dati non destagionalizzati)

	Saldi cumulati su tre mesi						Saldi cumulati su 12 mesi					
	2013 settembre			2014 dicembre			2013 dicembre			2014 dicembre		
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo
<b>Conto finanziario<sup>1)</sup></b>			-95,6			-41,5			-202,7			-265,2
Investimenti diretti e di portafoglio	-202,2	247,7	45,5	-24,3	62,2	37,9	-542,9	628,7	85,8	-440,1	581,7	141,6
Investimenti diretti	-151,9	142,8	-9,1	21,6	-22,0	-0,4	-363,2	286,4	-76,8	-250,3	250,2	-0,1
Investimenti di portafoglio	-50,4	104,9	54,6	-45,9	84,2	38,3	-179,7	342,3	162,6	-189,8	331,5	141,7
Azioni e altre partecipazioni	-39,4	58,4	19,0	-8,8	54,8	46,0	-102,7	183,6	80,9	-108,3	224,3	116,0
Strumenti di debito	-11,0	46,5	35,6	-37,1	29,3	-7,8	-76,9	158,7	81,7	-81,5	107,2	25,7
Obbligazioni e notes	-12,6	90,4	77,7	-26,2	30,4	4,2	-112,5	128,4	15,9	-70,2	110,4	40,2
Strumenti del mercato monetario	1,7	-43,8	-42,2	-10,9	-1,0	-11,9	35,5	30,3	65,9	-11,3	-3,2	-14,5
Altri investimenti	20,6	-165,7	-145,1	-146,2	67,5	-78,7	72,6	-369,0	-296,4	-41,6	-370,1	-411,8
<i>di cui: IFM</i>												
Investimenti diretti	-4,5	2,7	-1,8	-4,3	-1,4	-5,7	2,2	9,8	12,0	-12,1	4,0	-8,0
Investimenti di portafoglio	-1,0	-8,2	-9,2	16,4	8,4	24,8	75,5	-57,0	18,5	12,1	-26,8	-14,7
Azioni e altre partecipazioni	-5,7	-7,0	-12,7	17,0	14,4	31,4	-14,5	-34,8	-49,3	-9,0	1,7	-7,3
Strumenti di debito	4,7	-1,2	3,5	-0,7	-5,9	-6,6	90,0	-22,2	67,8	21,1	-28,5	-7,5
Altri investimenti	21,1	-144,2	-123,0	-137,7	47,5	-90,1	144,2	-363,8	-219,6	-57,1	-323,1	-380,3

Fonte: BCE.

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

1) Un segno positivo (negativo) sta a indicare un afflusso (deflusso).

saldo in pareggio nel conto degli investimenti diretti, a sua volta dovuto al calo degli investimenti diretti dell'area all'estero. In linea con il perdurante miglioramento della fiducia dei mercati finanziari nei confronti dell'area dell'euro, gli afflussi netti per investimenti di portafoglio sono rimasti considerevoli a 142 miliardi di euro - ancorché in lieve caduta rispetto ai dodici mesi precedenti - poiché gli investitori esteri hanno continuato ad accrescere la loro esposizione ai titoli azionari e di debito dell'area. La composizione di detti afflussi è lievemente variata in quanto sono aumentati gli acquisti netti di titoli azionari dell'area da parte degli investitori esteri e diminuiti i flussi in entrata per strumenti di debito. Nel periodo in esame i non residenti sono divenuti di fatto venditori netti di strumenti del mercato monetario dell'area, mentre hanno continuato a effettuare consistenti acquisti netti di obbligazioni e notes. I residenti hanno lievemente accresciuto gli acquisti netti sia di azioni sia di titoli di debito esteri. La composizione degli acquisti netti di strumenti di debito si è modificata poiché gli investitori dell'area sono passati ad acquistare strumenti del mercato monetario su base netta, dopo essere stati venditori netti, e hanno ridotto gli acquisti netti di obbligazioni e notes.

I deflussi netti per "altri investimenti" sono saliti da 296 a 412 miliardi di euro nei dodici mesi fino a marzo 2014, poiché le IFM dell'area hanno accresciuto le attività sull'estero dopo averle precedentemente ridotte. I non residenti hanno continuato a ridimensionare la loro esposizione in depositi e prestiti verso le IFM dell'area, sebbene a ritmi inferiori rispetto ai dodici mesi precedenti. Nel periodo in esame le IFM dell'area hanno modificato sostanzialmente la struttura per scadenze delle loro attività sull'estero per "altri investimenti", in quanto hanno continuato a ridurre la componente a lungo termine e hanno accresciuto gli acquisti netti di attività a breve termine. Nei dodici mesi terminanti a marzo 2014 l'aumento della posizione netta sull'estero delle IFM ha avuto un impatto positivo sulla liquidità dell'area e si è in parte riflesso nell'evoluzione dell'aggregato monetario M3. Come si evince dalla presentazione monetaria della bilancia

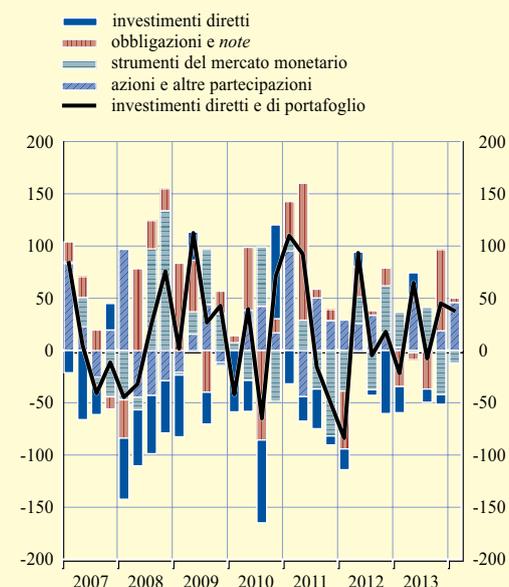
dei pagamenti, esso è principalmente ascrivibile alle transazioni delle imprese diverse dalle IFM connesse con l'avanzo di conto corrente dell'area, nonché agli afflussi netti per investimenti di portafoglio.

Nel primo trimestre del 2014 gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi netti per 38 miliardi di euro. Il calo rispetto ai 46 miliardi di euro del quarto trimestre del 2013 (cfr. la figura) è dovuto ai minori flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio, che sono stati solo in parte compensati dai minori flussi netti in uscita per investimenti diretti. Per quanto concerne gli investimenti di portafoglio, i non residenti hanno ridotto gli acquisti di azioni e strumenti di debito dell'area rispetto al trimestre precedente e i residenti hanno acquistato in termini netti meno azioni e più strumenti di debito esteri. Al tempo stesso è stato osservato un calo sostanziale dei deflussi netti per "altri investimenti", che può essere in parte attribuito a effetti stagionali.

I non residenti sono passati a effettuare acquisti netti di titoli azionari emessi dalle IFM dell'area dell'euro nel primo trimestre del 2014, mentre hanno continuato a ridurre le disponibilità di strumenti di debito collocati dalle stesse. Le IFM dell'area sono d'altro canto divenute venditrici nette di azioni estere, dopo essere state acquirenti nette, mentre hanno iniziato ad accrescere le loro disponibilità di strumenti di debito esteri. Le attività nette sull'estero delle IFM dell'area hanno continuato ad aumentare nel primo trimestre di quest'anno, per gli afflussi netti di investimenti di portafoglio nel settore delle imprese dell'area diverse dalle IFM e le operazioni del settore detentore di moneta connesse all'avanzo corrente dell'area.

## Investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro; flussi netti trimestrali)



Fonte: BCE.

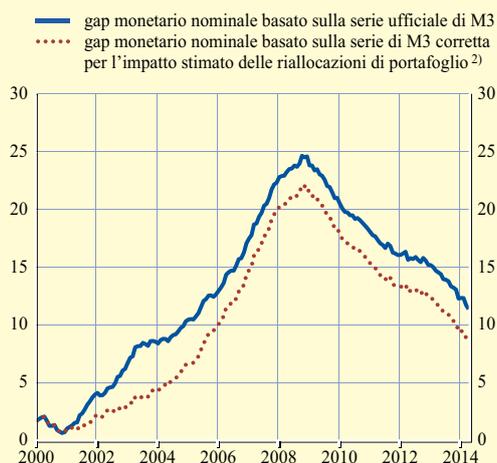
## VALUTAZIONE COMPLESSIVA DELLE CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ

Gli andamenti recenti di M3 si sono tradotti in ulteriori cali della liquidità monetaria accumulata nell'area dell'euro prima della crisi finanziaria (cfr. figure 11 e 12). Alcuni indicatori della liquidità monetaria tenuti sotto osservazione dalla Bce segnalano che è stato riassorbito un volume significativo della liquidità in eccesso accumulata prima della crisi. Le condizioni di liquidità nell'area dell'euro appaiono ora più equilibrate che in passato. Gli indicatori menzionati vanno tuttavia interpretati con cautela, poiché si basano su una stima della quantità di moneta detenuta in equilibrio, caratterizzata da notevole incertezza.

Nel complesso, il ritmo di espansione di fondo della moneta e del credito nel primo trimestre e nel mese di aprile del 2014 è rimasto modesto. La crescita di M3 ha segnato un'ulteriore moderazione a causa delle deboli dinamiche del credito nell'area dell'euro e di una minore preferenza per la liquidità monetaria. L'espansione contenuta del credito al settore privato ha continuato a rispecchiare fattori di domanda di natura sia ciclica sia strutturale, nonché le condizioni tese dell'offerta in alcuni paesi, in un conteso di protratta riduzione del grado di leva finanziaria.

**Figura 11 Stime del gap monetario nominale <sup>1)</sup>**

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

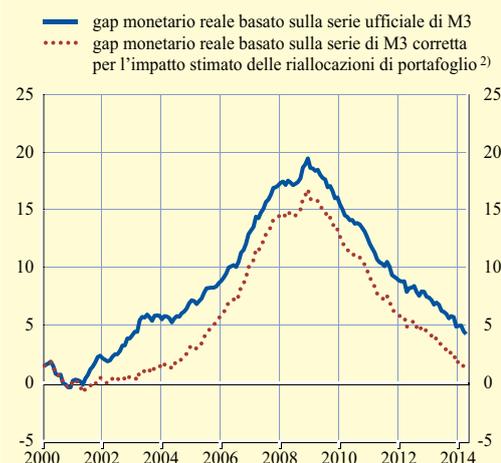


Fonte: BCE.

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 12 Stime del gap monetario reale <sup>1)</sup>**

(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 DEI SETTORI NON FINANZIARI E DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

*Il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari dei settori non finanziari è sceso lievemente nel quarto trimestre del 2013, proseguendo la tendenza al ribasso osservata dall'inizio del 2011 per effetto delle deboli condizioni economiche e delle moderate dinamiche del reddito disponibile. L'aumento del tasso di variazione sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi pensione nello stesso trimestre è stato trainato principalmente dagli investimenti in titoli di debito e quote di fondi comuni.*

### SETTORI NON FINANZIARI

Nel quarto trimestre del 2013 (il periodo più recente per il quale sono disponibili dati sui conti integrati dell'area dell'euro) il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari complessivi dei settori non finanziari è leggermente sceso, all'1,6 per cento, dall'1,7 per cento del terzo trimestre (cfr. tavola 5). Si tratta di una prosecuzione della tendenza discendente cominciata all'inizio del 2011 e dovuta alle deboli condizioni economiche e agli andamenti moderati del reddito disponibile. La scomposizione per strumenti finanziari mostra che i tassi di crescita di circolante e depositi, azioni e altri titoli di capitale (escluse le quote di fondi comuni) e quote di fondi comuni sono tutti diminuiti nel quarto trimestre del 2013. Tali andamenti sono stati solo in parte compensati da una variazione percentuale sui dodici mesi negativa, ma in misura minore, degli investimenti in titoli di debito (-7,3 per cento, a fronte del -7,8 del trimestre precedente), e da un

Tavola 5 Investimenti finanziari dei settori non finanziari nell'area dell'euro

	Consistenze in essere in percentuale del totale <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente											
		2011		2011		2011		2012		2012		2013	
		2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
<b>Investimenti finanziari</b>	<b>100</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	
Circolante e depositi	23	3,9	3,3	3,1	4,1	3,5	3,6	3,5	2,7	3,0	2,9	2,5	
Titoli di debito, esclusi i prodotti finanziari derivati	5	7,1	8,5	2,1	1,5	1,1	-0,4	-4,5	-6,4	-7,5	-7,8	-7,3	
di cui: a breve termine	0	5,8	1,7	19,6	18,3	21,5	20,5	-3,6	-18,4	-26,4	-31,4	-26,0	
a lungo termine	5	7,2	9,0	0,7	0,2	-0,5	-1,9	-4,6	-5,3	-5,8	-5,7	-5,7	
Azioni e altri titoli di capitale, escluse le quote di fondi comuni	30	3,0	2,6	2,8	3,0	2,6	2,4	2,1	2,5	1,8	1,9	1,6	
di cui: azioni quotate	5	0,4	2,4	2,0	2,6	3,1	0,8	0,9	0,9	1,9	1,7	0,7	
azioni non quotate e altri titoli di capitale	25	3,5	2,7	2,9	3,1	2,5	2,8	2,4	2,8	1,8	2,0	1,7	
Quote di fondi comuni	5	-2,9	-4,9	-5,1	-3,9	-3,4	-1,5	0,7	3,2	2,9	2,4	2,0	
Riserve tecniche di assicurazione	15	3,1	2,6	2,0	1,8	1,9	2,0	2,3	2,6	2,7	2,8	2,9	
Altre attività finanziarie <sup>2)</sup>	21	4,0	3,8	2,5	1,5	2,5	2,9	4,0	4,0	2,6	1,7	1,7	
<b>M3 <sup>3)</sup></b>		<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>3,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>	<b>1,0</b>	

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.

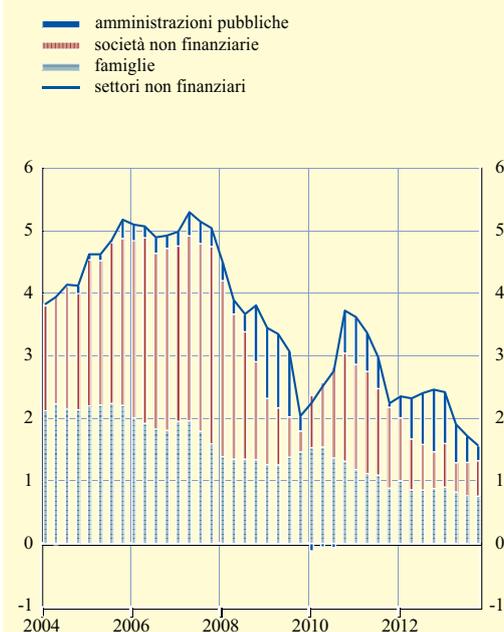
3) Dati di fine trimestre. L'aggregato monetario M3 comprende strumenti monetari detenuti dalle istituzioni diverse dalle IFM (ossia il settore non finanziario e le istituzioni finanziarie non monetarie) presso le IFM e le amministrazioni centrali dell'area dell'euro.

aumento marginale della variazione percentuale nel periodo corrispondente degli investimenti in riserve tecniche di assicurazione.

La scomposizione per settori (cfr. figura 13) mostra che il tasso di crescita degli investimenti delle famiglie in attività finanziarie è rimasto invariato nel trimestre in rassegna. Il principale andamento da segnalare al riguardo è un calo dei tassi di investimento delle famiglie nelle attività più rischiose, ossia azioni e altri titoli di capitale (escluse le quote di fondi comuni) e quote di fondi comuni. Tale calo è stato controbilanciato da un tasso meno negativo di variazione degli investimenti in titoli di debito (a indicare che nel quarto trimestre del 2013 si è ridotto il ritmo a cui le famiglie hanno venduto titoli di debito) e da un incremento marginale del tasso di crescita degli investimenti in riserve tecniche di assicurazione (ossia investimenti in polizze vita e prodotti pensionistici). Unitamente a quest'ultimo incremento, il calo del tasso di crescita degli investimenti in azioni e fondi comuni fa ritenere che la propensione al rischio delle famiglie sia calata nel quarto trimestre.

Figura 13 Investimenti finanziari dei settori non finanziari

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



Fonte: BCE.

Nel caso delle imprese non finanziarie, il tasso di crescita degli investimenti finanziari è leggermente aumentato nel quarto trimestre del 2013, collocandosi all'1,4 per cento (dall'1,3 per cento del trimestre precedente). Tale andamento è principalmente ascrivibile agli incrementi dei tassi di crescita di circolante e depositi e di azioni e altri titoli di capitale, che sono stati solo in parte controbilanciati da un calo del tasso di crescita delle altre attività finanziarie. Informazioni più dettagliate sull'evoluzione dei flussi finanziari e dei bilanci del settore privato non finanziario sono presentate nelle sezioni 2.6 e 2.7.

Il tasso di crescita degli investimenti finanziari del settore delle amministrazioni pubbliche è calato ulteriormente nel quarto trimestre del 2013. Questo più lento accumulo di attività riflette una nuova flessione del tasso di variazione di circolante e depositi, nonché la riduzione di quello relativo ad azioni e altri titoli di capitale (escluse le quote di fondi comuni). Il tasso di crescita degli investimenti in altre attività finanziarie, comprendenti prestiti e altri conti attivi, si è anch'esso contratto nel periodo.

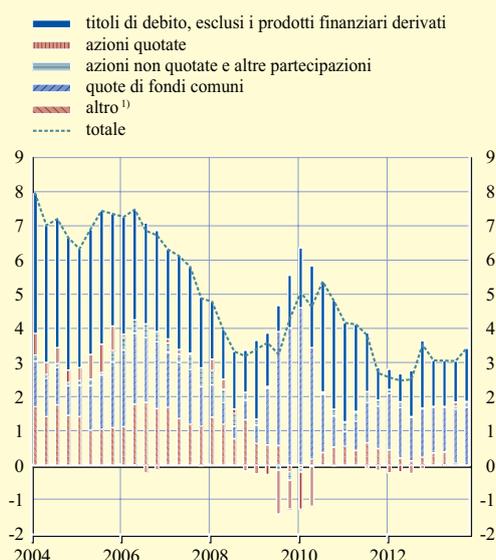
### INVESTITORI ISTITUZIONALI

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi pensione è aumentato al 3,4 per cento nel quarto trimestre del 2013, dal 3,0 per cento del trimestre precedente (cfr. figura 14). La scomposizione per strumenti finanziari mostra che questo incremento si deve principalmente agli investimenti in titoli di debito e quote di fondi comuni.

I dati relativi ai fondi di investimento, già disponibili per il primo trimestre del 2014, evidenziano un afflusso di 170 miliardi di euro verso i fondi dell'area dell'euro diversi da quelli del mercato monetario. Ciò corrisponde a un aumento di 59 miliardi di euro sul trimestre precedente.

**Figura 14 Investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi pensione**

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

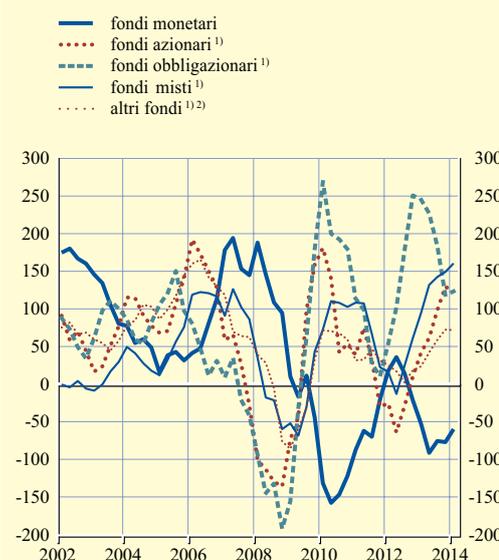


Fonte: BCE.

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

**Figura 15 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.

Su base annua, l'afflusso netto registrato è ammontato a 478 miliardi di euro. La scomposizione per tipologie di investimento evidenzia che gli afflussi verso fondi obbligazionari, aumentati di quasi 50 miliardi di euro rispetto al trimestre precedente, sono stati all'origine della maggior parte degli afflussi totali verso i fondi dell'area dell'euro diversi da quelli del mercato monetario. Gli investimenti in fondi misti sono stati pari a 60 miliardi di euro, in rialzo rispetto ai 31 miliardi del quarto trimestre del 2013, mentre quelli in fondi azionari sono diminuiti di 12,5 miliardi nello stesso periodo. Di conseguenza, in termini annui i flussi verso i fondi azionari sono calati per la prima volta da metà 2012, collocandosi nel primo trimestre del 2014 a 123 miliardi di euro, rispetto ai 129 miliardi del trimestre precedente. Per effetto del forte incremento osservato nel primo trimestre del 2014, i corrispondenti afflussi verso fondi obbligazionari sono leggermente cresciuti (cfr. figura 15). Per quanto riguarda i fondi del mercato monetario, gli ultimi sviluppi indicano che la riduzione delle cessioni nette iniziata nel secondo trimestre del 2012 è proseguita nel primo trimestre di quest'anno. In termini annui, le cessioni nette di quote di fondi del mercato monetario da parte degli investitori istituzionali sono ammontate a 60 miliardi di euro, a fronte di 77 miliardi nel trimestre precedente.

### 2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

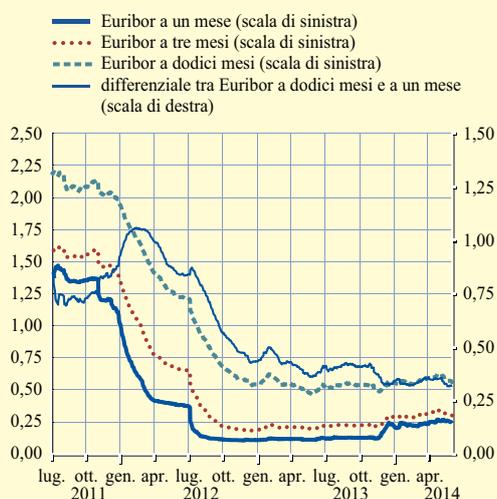
Tra la fine di febbraio e i primi di giugno 2014 i tassi di interesse del mercato monetario sono aumentati in misura molto marginale e hanno evidenziato una certa volatilità, rispecchiando principalmente le fluttuazioni della liquidità in eccesso ed effetti di fine mese. Come conseguenza dei rimborsi anticipati, le controparti hanno finora restituito 557 miliardi dei 1.018,7 miliardi di euro di liquidità forniti originariamente a dicembre 2011 e febbraio 2012 tramite le due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a tre anni.

I tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia hanno registrato un incremento molto marginale tra la fine di febbraio e gli inizi di giugno 2014. Il 4 giugno i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente allo 0,24, 0,30, 0,39 e 0,56 per cento, con un aumento medio di circa 1 punto base. Il differenziale tra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese, indicatore della pendenza della curva dei rendimenti del mercato monetario, è pertanto rimasto pressoché invariato nel periodo in esame e il 4 giugno era pari a 32 punti base. I tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia hanno evidenziato una scarsa volatilità nel periodo considerato, con variazioni giornaliere per tutte e quattro le scadenze che non hanno mai superato i 2 punti base (cfr. figura 16).

I tassi impliciti nei prezzi dei contratti future sull'Euribor a tre mesi con scadenza a giugno, settembre e dicembre 2014 e a marzo 2015 sono diminuiti rispetto ai livelli osservati a fine febbraio, scendendo in misura compresa tra i 2 e i 15 punti base fino a portarsi rispettivamente allo 0,24, 0,19, 0,17 e 0,17 per cento in data 4 giugno (cfr. figura 18). L'incertezza dei mercati, misurata dalla volatilità implicita delle opzioni a breve termine riferite ai contratti future sull'Euribor a tre mesi, è aumentata marginalmente nei due mesi fino a fine aprile e ha poi ripreso a scendere gradualmente, collocandosi al termine del periodo attorno ai livelli di fine febbraio (cfr. figura 19). Il 4 giugno il

**Figura 16 Tassi di interesse del mercato monetario**

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



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

**Figura 17 Eurepo, Euribor e swap sul tasso di interesse overnight a tre mesi**

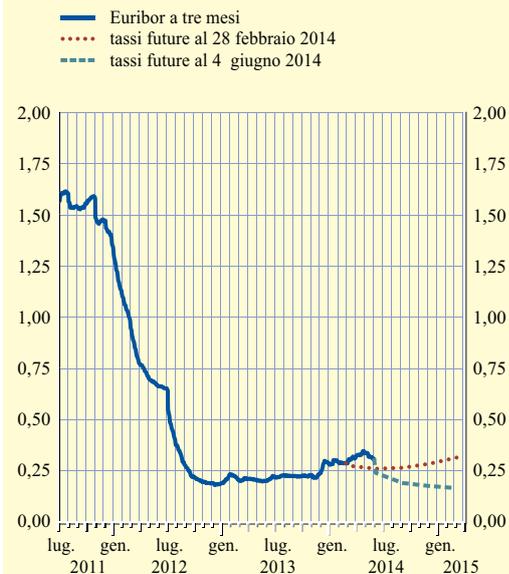
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: BCE, Bloomberg e Thomson Reuters.

**Figura 18 Tassi di interesse a tre mesi e tassi future nell'area dell'euro**

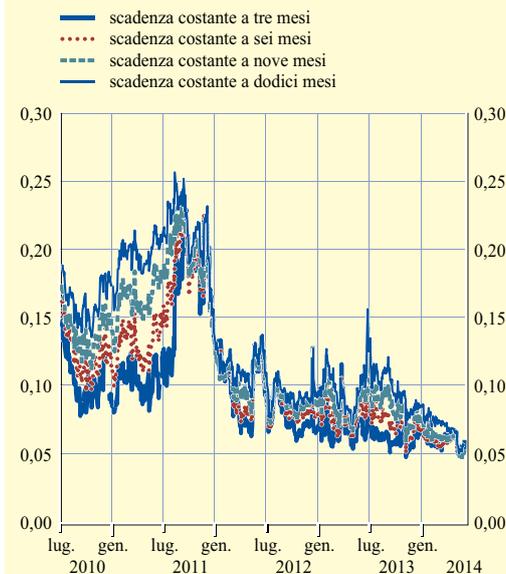
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



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

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



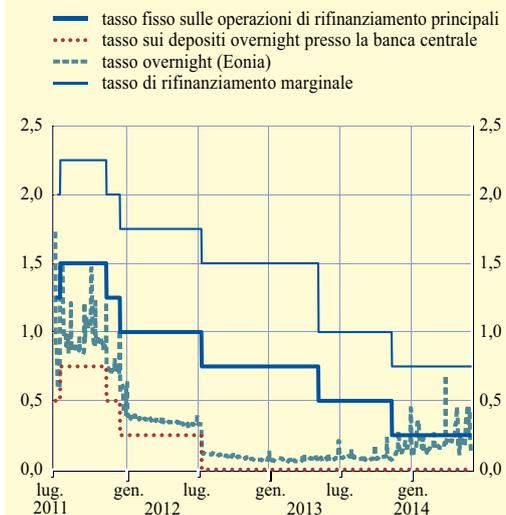
Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.  
Nota: la misura della volatilità è ottenuta in due fasi. Innanzitutto, le volatilità implicite delle opzioni sui contratti future sull'Euribor a tre mesi vengono convertite in termini di logaritmi di prezzi invece che di logaritmi dei rendimenti. Successivamente,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

tasso swap sull'Eonia a tre mesi era leggermente al di sotto dello 0,1 per cento, inferiore di circa 4 punti base rispetto al 28 febbraio. Pertanto, il differenziale tra l'Euribor a tre mesi e il tasso swap sull'Eonia a tre mesi è aumentato di 5 punti base, collocandosi a 20 punti base il 4 giugno (cfr. figura 17).

Tra la fine di febbraio e gli inizi di giugno l'Eonia è sceso di circa 11 punti base a fronte di una qualche volatilità che ha riflesso in larga parte il minore eccesso di liquidità e gli aumenti di fine mese, a loro volta trainati probabilmente da una domanda di liquidità derivante da esigenze di "window dressing" (cfr. figura 20). Nel corso del mese di marzo l'Eonia ha oscillato entro un intervallo ristretto di valori attorno allo 0,17 per cento, per poi aumentare e collocarsi appena al disotto dello 0,7 per cento nell'ultimo giorno del mese. Ai primi di aprile è tornato a muoversi in un intervallo ristretto di 0,20-0,22 per cento e

**Figura 20 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse overnight**

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



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

nell'ultima settimana del mese ha invece ripreso a crescere costantemente, portandosi allo 0,45 per cento circa a fine aprile, prima di tornare a scendere nella settimana iniziale di maggio. Attorno al 20 maggio l'Eonia ha nuovamente iniziato ad aumentare, toccando un massimo allo 0,47 per cento il 27 maggio, per le attese di riduzione della liquidità verso la fine del mese. Il 29 maggio, dopo il regolamento delle operazioni settimanali di liquidità dell'Eurosistema, e tenuto conto della liquidità assegnata attraverso l'ORLT a tre mesi, l'Eonia risultava sceso a 24 punti base. Il tasso è diminuito ulteriormente nel resto del periodo in esame rispecchiando principalmente la maggiore liquidità dopo l'effetto di fine mese. Il 4 giugno l'Eonia si collocava a 14 punti base.

La BCE ha continuato a immettere liquidità attraverso operazioni di rifinanziamento con scadenza pari a una settimana, un periodo di mantenimento e tre mesi. Tutte queste operazioni sono state condotte mediante procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi (cfr. anche il riquadro 3).

La BCE ha inoltre effettuato settimanalmente operazioni di assorbimento della liquidità a una settimana con procedura a tasso variabile e tassi massimi di offerta pari allo 0,25 per cento nel terzo, quarto e quinto periodo di mantenimento del 2014. In occasione di cinque di queste operazioni, la BCE ha assorbito un ammontare equivalente al valore in essere degli acquisti effettuati nell'ambito del Programma per il mercato dei titoli finanziari. A partire dalla seconda settimana del quarto periodo di mantenimento, nel contesto dei minori livelli medi di liquidità in eccesso, ha invece assorbito un importo inferiore a tale valore in essere.

Il periodo in rassegna è stato caratterizzato dal proseguimento della riduzione del livello di liquidità in eccesso, seppur con fluttuazioni considerevoli attorno alla fine del mese. La volatilità osservata nelle condizioni di liquidità è dovuta in larga misura al fatto che le controparti hanno modificato il ricorso alle operazioni dell'Eurosistema sullo sfondo del robusto e per lo più costante flusso di rimborsi per le due ORLT a tre anni e delle pronunciate fluttuazioni dei fattori autonomi. La liquidità in eccesso ha di conseguenza evidenziato notevoli oscillazioni nel periodo considerato, tra un minimo di 70 miliardi e un massimo di 179,5 miliardi di euro, e il suo livello medio nei tre periodi di mantenimento in esame è sceso a 115,8 miliardi di euro (dai 165,4 miliardi dei tre periodi precedenti). Il 4 giugno la liquidità in eccesso si collocava a 125 miliardi di euro. Il ricorso giornaliero alle operazioni di deposito presso la banca centrale è stato mediamente pari a 28 miliardi di euro, mentre le disponibilità detenute sui conti correnti, in eccesso rispetto agli obblighi di riserva, hanno registrato in media 88 miliardi di euro e il ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale è ammontato mediamente a 0,34 miliardi di euro. Le controparti hanno finora rimborsato volontariamente 557 dei 1.018,7 miliardi di euro ottenuti nelle due ORLT a tre anni.

### Riquadro 3

#### CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ E OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA NEL PERIODO DAL 12 FEBBRAIO 2014 AL 13 MAGGIO 2014

Questo riquadro descrive le operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE durante i periodi di mantenimento delle riserve terminati l'11 marzo 2014, l'8 aprile 2014 e il 13 maggio 2014, ossia il secondo, terzo e quarto periodo di mantenimento dell'anno.

Nei periodi in rassegna le operazioni di rifinanziamento principali (ORP) hanno continuato a essere condotte mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti. La

stessa procedura è stata mantenuta anche per le operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento. A queste operazioni si è applicato il tasso fisso applicato in quel momento all'ORP.

Anche le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a tre mesi aggiudicate nel periodo in esame sono state condotte tramite aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti. A ciascuna di queste operazioni è stato applicato un tasso pari alla media dei tassi sulle ORP nell'arco della durata della rispettiva ORLT. Infine, nel periodo in rassegna il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tassi di riferimento della BCE.

### Fabbisogno di liquidità

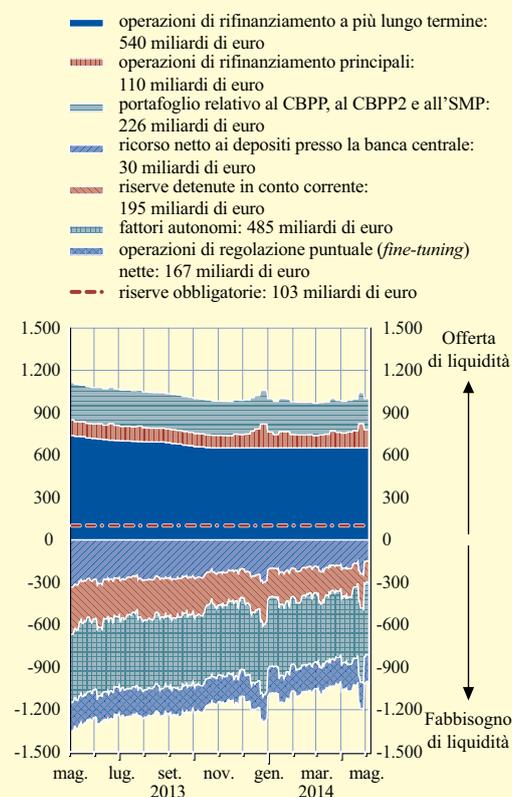
Nel periodo in esame il fabbisogno giornaliero di liquidità aggregato del sistema bancario, definito come la somma di fattori autonomi e riserva obbligatoria, è stato pari in media a 588,1 miliardi di euro, un livello inferiore di 17,0 miliardi di euro rispetto alla media giornaliera nel periodo di riferimento precedente (dal 13 novembre 2013 all'11 febbraio 2014). I fattori autonomi sono significativamente calati da una media di 501,8 miliardi di euro a una media di 484,8 miliardi nel periodo in rassegna. L'ammontare delle riserve obbligatorie è rimasto sostanzialmente invariato, collocandosi in media a 103,3 miliardi di euro nel periodo in rassegna (cfr. figura A).

Per quanto riguarda i singoli contributi alla variazione media dei fattori autonomi, le attività nette denominate in euro hanno avuto il maggiore effetto di immissione di liquidità, crescendo in media di 31,0 miliardi di euro, e passando da una media di 447,0 miliardi di euro nel periodo di riferimento precedente a una media di 478,0 miliardi di euro nel periodo in rassegna. La crescita delle attività nette denominate in euro riflette, fra l'altro, il calo dei depositi denominati in euro collocati presso l'Eurosistema dalle altre banche centrali.

L'effetto di immissione di liquidità prodotto da questo fattore è stato in parte controbilanciato da un aumento dei depositi delle amministrazioni pubbliche e delle banconote in circolazione. I depositi delle amministrazioni pubbliche sono cresciuti di 7,7 miliardi di euro, passando in media da 73,9 a 81,6 miliardi. Essi hanno inoltre continuato a evidenziare una significativa volatilità, con oscillazioni pari fino a 59,4 miliardi di euro nel periodo in rassegna. Tali oscillazioni incidono considerevolmente sulla volatilità dei fattori autonomi; in partico-

**Figura A Fabbisogno di liquidità del sistema bancario e offerta di liquidità**

(miliardi di euro; dati giornalieri)



Fonte: BCE.

lare, si osservano aumenti significativi dei depositi delle amministrazioni pubbliche fra il 19 e il 23 di ciascun mese durante il ciclo di riscossione delle imposte, e flessioni all'inizio di ciascun mese in corrispondenza con il pagamento di stipendi, pensioni e prestazioni sociali. Nondimeno, l'impatto sul livello medio dei fattori autonomi risulta di norma meno significativo. Le banconote in circolazione sono aumentate in media di 4,0 miliardi, da 936,1 a 940,1 miliardi di euro fra il periodo precedente e quello in rassegna. Più specificamente, le banconote in circolazione sono aumentate di 6,3 miliardi nel terzo periodo di mantenimento, a una media di 938,4 miliardi di euro, e hanno raggiunto un massimo di 947,9 miliardi in media nel quarto periodo di mantenimento, riflettendo in ampia misura il profilo stagionale della domanda nel periodo pasquale.

Infine, le attività nette sull'estero e gli altri fattori autonomi si sono pressoché compensati dal punto di vista della liquidità, poiché le loro principali variazioni derivavano dall'esercizio di ammortamento trimestrale che influisce su entrambi, ma in senso opposto. Le attività nette sull'estero hanno assorbito liquidità per 8,4 miliardi di euro, calando in termini medi da 531,5 a 523,0 miliardi di euro, mentre gli altri fattori autonomi hanno fornito liquidità addizionale, calando in media di 6,1 miliardi di euro, a 463,7 miliardi.

Gli importi dei depositi giornalieri in conto corrente detenuti in eccesso rispetto all'obbligo di riserva sono stati in media pari a 92,2 miliardi di euro nel periodo in esame, in calo di 34,1 miliardi rispetto al periodo precedente. La flessione è in linea con la tendenza al ribasso delle riserve in eccesso registrata dagli inizi del 2013. Gli importi detenuti nei conti correnti in eccesso rispetto all'obbligo di riserva hanno continuato a diminuire su base mensile, dal massimo di 98,3 miliardi di euro nel secondo periodo di mantenimento del 2014 a 87,7 miliardi nel quarto.

Il calo degli importi dei depositi in conto corrente è avvenuto gradualmente durante il secondo e il terzo periodo di mantenimento. Ciò nonostante, nel quarto periodo di mantenimento si è osservata una maggiore volatilità: i depositi giornalieri in conto corrente eccedenti la riserva obbligatoria sono oscillati fra un massimo di 145,4 miliardi e un minimo di 46,5 miliardi di euro, poiché le banche hanno accresciuto il ricorso alle operazioni di rifinanziamento in un contesto di accentuata tensione sui mercati monetari overnight, mentre la liquidità in eccesso ha toccato livelli inferiori a 100 miliardi di euro.

### Offerta di liquidità

L'ammontare medio della liquidità offerta tramite operazioni di mercato aperto ha continuato a diminuire, da 782,1 miliardi di euro durante il precedente periodo di riferimento a 709,4 miliardi. All'origine di questo calo vi è stato in particolare il rimborso delle ORLT a tre anni, mentre la liquidità immessa in occasione delle altre operazioni di rifinanziamento è mediamente aumentata, compensando in piccola parte il calo della liquidità in eccesso. Le operazioni d'asta<sup>1)</sup> hanno fornito, in media, liquidità per 483,2 miliardi di euro, con una flessione di 62,0 miliardi rispetto al precedente periodo di riferimento. La liquidità immessa attraverso le ORP settimanali si è attestata, in media, a 109,9 miliardi di euro, pari a un decremento di appena 0,4 miliardi di euro rispetto al precedente periodo di riferimento. Gli importi aggiudicati settimanalmente sono stati tuttavia più volatili, oscillando in un intervallo compreso tra un minimo di 87,0 miliardi il 5 marzo e un

1) 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 consistono in operazioni di immissione, ovvero di assorbimento, della liquidità.

massimo di 172,6 miliardi il 30 aprile, poiché le banche hanno adeguato la domanda a seconda dell'evoluzione delle condizioni dei mercati monetari e di liquidità.

Nel periodo in esame, le ORLT con durata di tre mesi o di un periodo di mantenimento hanno contribuito all'offerta di liquidità, in media, con un importo di 43,4 miliardi di euro, superiore di 11,8 miliardi rispetto al periodo precedente. Un livello tanto elevato di ricorso medio a queste operazioni non si registrava dall'inizio del 2013. Le ORLT a tre anni hanno fornito una media di 496,5 miliardi, poiché le controparti hanno rimborsato 82,6 miliardi durante il periodo in esame, un importo analogo a quello rimborsato nel periodo precedente. Nel secondo periodo di mantenimento l'entità dei rimborsi settimanali è stata di 8,7 miliardi di euro, significativamente minore rispetto ai mesi precedenti. I rimborsi settimanali hanno tuttavia accelerato il passo nel terzo e quarto periodo di mantenimento, portandosi rispettivamente a 41,9 e 32,0 miliardi di euro, dopo che la vita residua di entrambe le ORLT a tre anni è scesa sotto l'anno. A fine marzo i rimborsi sono cresciuti significativamente in vista della presentazione delle situazioni contabili trimestrali.

La consistenza degli importi nel portafoglio dei titoli detenuti a fini di politica monetaria, afferenti al primo e secondo Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite (covered bond purchase programmes, CBPP e CBPP2) e al Programma per i mercati dei titoli finanziari (Securities Markets Programme, SMP) è stata pari in media a 226,3 miliardi di euro, con una diminuzione di 10,6 miliardi di euro.

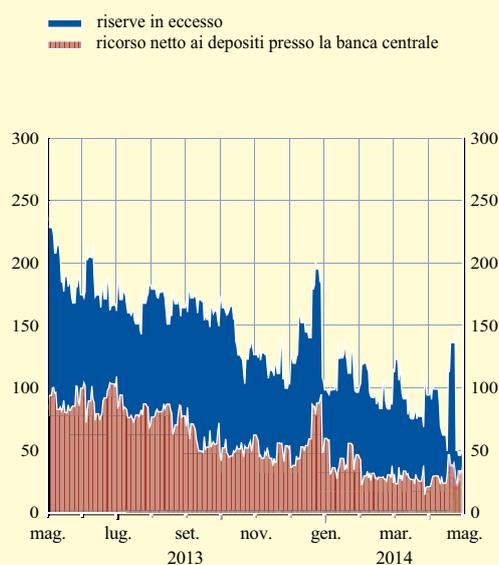
L'ammontare in essere dei titoli acquistati nell'ambito del CBPP (completato nel giugno 2010) si è collocato a 37,8 miliardi alla fine del periodo in rassegna, registrando una flessione di 1,9 miliardi rispetto al periodo precedente dovuta ai titoli in scadenza. Gli importi in essere nell'ambito del CBPP2 (concluso il 31 ottobre 2012) si collocavano a 14,4 miliardi di euro alla fine del periodo in esame, livello inferiore di 0,6 miliardi rispetto al periodo di riferimento precedente, anche in questo caso per effetto dei titoli in scadenza. Il valore in essere degli acquisti regolati nel quadro dell'SMP è diminuito di 8,3 miliardi nel periodo in esame, di riflesso ai rimborsi nel portafoglio, e si è portato a fine periodo a 167,4 miliardi di euro. Le operazioni settimanali di regolazione puntuale finalizzate all'assorbimento di liquidità hanno sterilizzato la liquidità immessa tramite l'SMP; ciò nonostante, nelle ultime quattro operazioni del periodo in esame, le offerte ricevute sono state inferiori all'ammontare di assorbimento previsto. Questi episodi rispecchiavano un aumento delle tensioni relative ai tassi del mercato monetario per effetto della minore liquidità in eccesso, che si è talvolta accompagnata ad aumenti dei tassi al di sopra dei tassi massimi di offerta delle suddette operazioni di assorbimento della liquidità. La figura A riassume la dinamica del fabbisogno di liquidità nel sistema bancario e dell'offerta di liquidità.

### Liquidità in eccesso

La liquidità in eccesso ha continuato a diminuire, collocandosi in media a 121,3 miliardi di euro nel periodo in rassegna, a fronte di 176,9 miliardi nel precedente periodo di riferimento. Nel contempo, è rimasta volatile, specie durante l'ultimo periodo di mantenimento, quando è oscillata fra 179,5 miliardi (6 maggio 2014) e 74,0 miliardi di euro (7 maggio 2014). Come già ricordato, le principali determinanti sono state l'aumento e le oscillazioni dei depositi delle amministrazioni pubbliche, nonché un incremento delle banconote in circolazione, l'importo significativo dei rimborsi nel periodo in rassegna e l'accresciuta volatilità degli importi aggiudicati mediante le ORP. Poiché il tasso sui depositi presso la banca centrale era pari allo 0 per cento, pertanto equivalente

**Figura B Evoluzione della liquidità in eccesso e distribuzione tra riserve in eccesso e operazioni su iniziativa delle controparti**

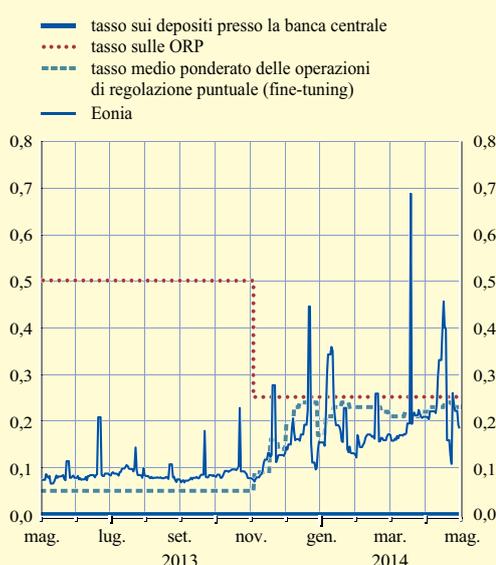
(miliardi di euro; dati giornalieri)



Fonte: BCE.

**Figura C Alcuni tassi di interesse della BCE, Eonia e tasso medio ponderato delle operazioni di regolazione puntuale (fine-tuning)**

(percentuali; dati giornalieri)



Fonte: BCE.

alla remunerazione delle riserve in eccesso, le controparti sono risultate sostanzialmente neutrali circa la distribuzione della propria liquidità in eccesso. Nei tre periodi di mantenimento in esame il profilo è stato piuttosto stabile, con circa il 24 per cento della liquidità in eccesso detenuto nei depositi presso la banca centrale e il 76 per cento detenuto come riserve in eccesso. Si può tuttavia osservare che nell'ultima settimana dei periodi di mantenimento quando un numero maggiore di controparti ha già soddisfatto l'obbligo di riserva, la quota di liquidità in eccesso detenuta presso la banca centrale aumenta. Tale andamento è stato particolarmente evidente nel quarto periodo di mantenimento del 2014, quando, in media, nell'ultima settimana del periodo il 39 per cento della liquidità in eccesso era detenuta nei depositi presso la banca centrale (cfr. figura B).

### Andamenti dei tassi di interesse

Nel periodo in rassegna i tassi della BCE sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sulle ORP e sui depositi presso la banca centrale sono rimasti invariati rispettivamente allo 0,75, allo 0,25 e allo 0. Alla luce della diminuzione della liquidità in eccesso, sia il livello sia la volatilità dell'Eonia sono aumentati rispetto al periodo di riferimento precedente. L'Eonia si è collocato in media a 20,7 punti base, contro 16,9 punti base nei tre periodi di mantenimento precedenti. Nell'arco temporale qui considerato l'Eonia ha oscillato in un intervallo compreso tra 10,8 e 68,8 punti base. Nel secondo periodo di mantenimento è stato in media pari a 17,2 punti base, nel terzo è cresciuto a 20,1 punti base e nel quarto a 24 punti base. Anche i tassi delle operazioni settimanali di regolazione puntuale finalizzate all'assorbimento di liquidità hanno raggiunto livelli significativamente più elevati rispetto al precedente periodo di riferimento, con un tasso di aggiudicazione medio ponderato compreso fra 21 e 24 punti base all'interno del periodo in esame (cfr. figura C).

## 2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

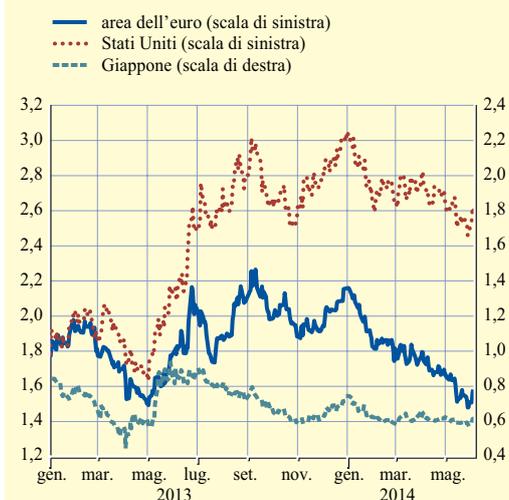
Tra la fine di febbraio e gli inizi di giugno 2014 i rendimenti dei titoli di Stato sono scesi sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. La flessione si è accentuata nella seconda metà di maggio ed è stata seguita da una parziale inversione di tendenza ai primi di giugno. Il calo dei tassi sui titoli di Stato ha rispecchiato l'impatto di dati economici contrastanti e delle acute tensioni nei mercati come conseguenza delle turbolenze geopolitiche. Nella parte iniziale del periodo in esame, anche gli annunci del Federal Open Market Committee (FOMC) riguardanti il programma di allentamento quantitativo negli Stati Uniti potrebbero avere esercitato spinte al ribasso sui rendimenti. I differenziali tra i rendimenti delle obbligazioni sovrane nell'area dell'euro e il tasso degli overnight indexed swap sono diminuiti in un contesto di ritorno della fiducia e di aspettative sostanzialmente stabili riguardo all'incertezza nei mercati obbligazionari. Gli indicatori finanziari delle aspettative di inflazione a lungo termine nell'area dell'euro non hanno registrato variazioni significative e sono rimasti pienamente coerenti con la stabilità dei prezzi.

Tra la fine di febbraio e il 4 giugno 2014 i rendimenti dei titoli di Stato decennali con rating AAA nell'area dell'euro sono diminuiti di circa 25 punti base, all'1,6 per cento (cfr. figura 21). Nello stesso periodo i tassi sui titoli analoghi negli Stati Uniti sono scesi di 5 punti base, al 2,6 per cento, mentre in Giappone sono rimasti sostanzialmente stabili a circa lo 0,6 per cento. Nell'area dell'euro l'intera struttura per scadenze ha subito uno spostamento verso il basso, in un contesto in cui anche i rendimenti sui titoli di Stato con rating AAA a cinque e due anni sono calati nel periodo in esame. La flessione per queste due scadenze è stata inferiore che per i titoli decennali e rispettivamente pari a 20 e 10 punti base. Di conseguenza, l'inclinazione della struttura a termine misurata dal differenziale tra i rendimenti a dieci e due anni è diminuita di circa 15 punti base nel periodo in rassegna.

Ai primi di marzo i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine con rating AAA sono aumentati nell'area dell'euro, anche se in misura meno pronunciata che negli Stati Uniti a seguito della pubblicazione di dati positivi sul mercato del lavoro statunitense. Dopo avere registrato una lieve inversione di tendenza, i rendimenti dell'area hanno ripreso a crescere riflettendo tra l'altro l'ulteriore riduzione degli acquisti di attività stabilita dal Federal Open Market Committee (FOMC) e la diffusione degli indici dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) per gli Stati Uniti e l'area dell'euro. Dal 20 marzo circa fino alla metà di aprile sono tuttavia diminuiti, riflettendo soprattutto dati economici contrastanti e in particolare la pubblicazione di risultati deboli per il mercato del lavoro statunitense. Tra la metà di aprile e la metà di maggio i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine su entrambe le sponde dell'Atlantico sono rimasti in qualche misura volatili senza evidenziare una chiara tendenza poiché gli operatori hanno contrapposto ai dati positivi pubblicati, in particolare sulla produzione indu-

**Figura 21 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine**

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



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

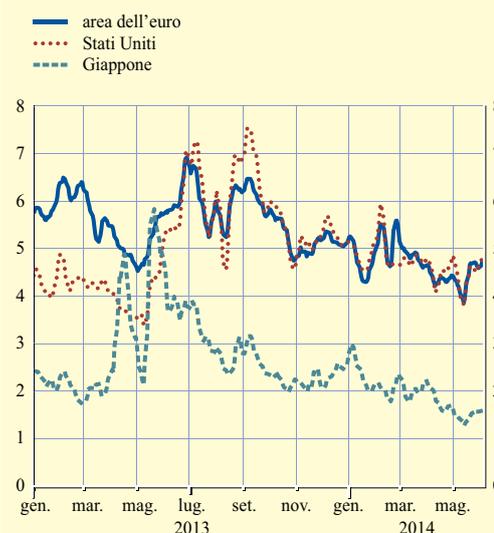
striale in entrambe le aree economiche, l'evolversi dei timori per i rischi geopolitici associati alla crisi politica in Ucraina. Attorno a metà maggio hanno tuttavia ripreso a scendere nelle due aree economiche principali, riflettendo soprattutto la diffusione di dati più deboli del previsto sulla crescita del PIL sia nell'insieme dell'area sia in alcuni dei paesi membri, oltre che maggiori attese di azioni di politica monetaria da parte della BCE. Il risultato delle elezioni in Ucraina, che aveva contribuito ad allentare le tensioni geopolitiche e a ripristinare la fiducia, potrebbe avere svolto un ruolo nella compressione dei rendimenti nel periodo considerato. Questi fattori avrebbero nel complesso offuscato i dati positivi pubblicati nello stesso periodo negli Stati Uniti, che hanno invece avuto probabilmente un'influenza positiva sui mercati azionari. Ai primi di giugno i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono aumentati complessivamente rispettivamente di 10 e 15 punti base. Questo mutamento di direzione va imputato in larga parte all'ulteriore miglioramento delle condizioni economiche statunitensi, mentre la pubblicazione di dati peggiori del previsto sull'andamento dell'inflazione e dell'attività manifatturiera nell'area dell'euro avrebbe svolto un ruolo solo marginale.

L'incertezza degli investitori sugli andamenti di breve periodo nei mercati obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita desunta dalle opzioni a breve scadenza sulle quotazioni obbligazionarie, è rimasta sostanzialmente stabile nell'area dell'euro nel periodo di riferimento ed è aumentata in misura marginale negli Stati Uniti (cfr. figura 22). Nell'insieme, in entrambe le aree economiche la volatilità implicita ha teso a scendere dai primi di marzo e ha raggiunto un minimo relativo attorno a metà maggio. Nel resto del mese è tornata su valori lievemente al di sotto di quelli di fine febbraio, ma è aumentata più rapidamente agli inizi di giugno rispecchiando anche l'aumento dei tassi sui titoli di Stato a lungo termine e il 4 giugno si collocava attorno al 4,9 per cento nelle due aree economiche.

In linea con la sostanziale stabilità della volatilità implicita nelle quotazioni, le tensioni nei mercati delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro si sono mantenute complessivamente contenute. Alcuni episodi di volatilità temporanea hanno riflesso in larga misura gli andamenti dei fattori geopolitici nel corso del periodo in esame e, attorno a metà maggio, l'impatto dei nuovi dati sul PIL richiamati in precedenza. Da fine maggio, all'aumentare dei tassi sui titoli di Stato dell'area dell'euro con rating AAA, in molti mercati delle obbligazioni sovrane all'interno dell'area sono stati registrati incrementi compresi fra 6 e 30 punti base. Tra la fine di febbraio e il 4 giugno i rendimenti obbligazionari a lungo termine sono generalmente diminuiti in gran parte dei paesi dell'area, in una misura racchiusa entro un intervallo di 10-120 punti base. Nello stesso periodo i differenziali rispetto al tasso sugli overnight indexed swap (OIS) si sono anch'essi ridotti per gran parte dei paesi, di un'entità compresa fra 15 e 100 punti base. Il restringimento dei differenziali è

**Figura 22 Volatilità implicita del mercato dei titoli di Stato**

(valori percentuali; medie mobili a 5 giorni su dati giornalieri)



Fonte: Bloomberg.

Note: la volatilità implicita del mercato dei titoli di Stato è una misura dell'incertezza inerente i prezzi a breve termine (non oltre i tre mesi) dei titoli di Stato a dieci anni in Germania e Stati Uniti. Si basa sul valore di mercato desunto dalla negoziazione delle opzioni ad essi relative. Bloomberg utilizza la volatilità implicita dei prezzi di esercizio at-the-money più prossimi sia per le opzioni put sia per quelle call utilizzando i contratti future con scadenza nel mese più vicino.

in linea con il ritorno di fiducia degli investitori, favorito sia dal buon esito delle emissioni di titoli di Stato in diversi paesi che in precedenza erano stati duramente colpiti dalla crisi sia da notizie positive sui rating creditizi.

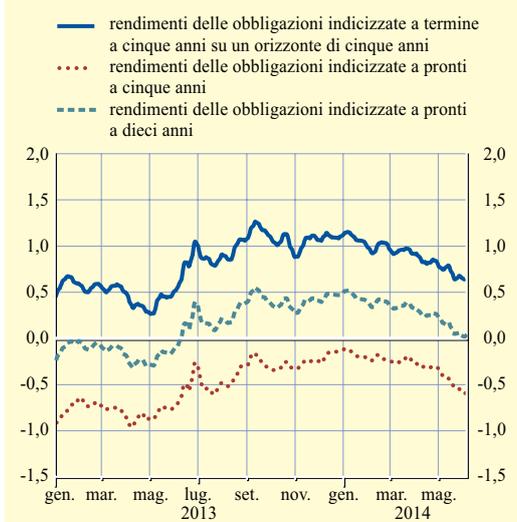
I rendimenti reali delle obbligazioni nell'area dell'euro misurati dai tassi sui titoli di Stato indicizzati all'inflazione hanno nell'insieme registrato un lieve calo nel periodo in rassegna, sostanzialmente in linea con la diminuzione dei tassi di interesse nominali a lungo termine<sup>1)</sup> (cfr. figura 23). Tra la fine di febbraio e i primi di giugno i rendimenti obbligazionari reali a cinque e dieci anni sono scesi rispettivamente di 30 e 35 punti base, a -0,57 e 0,04 per cento. La flessione è stata più limitata in marzo, di circa 5 punti base per tutte e due le scadenze, ma si è accentuata in aprile e maggio attestandosi su una media di circa 10 punti base al mese in entrambi i casi. Un piccolo mutamento di direzione è stato osservato ai primi di giugno. Per le variazioni dei rendimenti reali sulle obbligazioni a cinque e dieci anni, il tasso di interesse reale a termine a lunga scadenza nell'area dell'euro è sceso di 30 punti base, portandosi lievemente al di sotto dello 0,7 per cento a fine periodo.

Poiché i rendimenti nominali e reali hanno evidenziato una flessione sostanzialmente analoga nel periodo in rassegna, gli indicatori delle attese di inflazione a lungo termine nell'area dell'euro ricavati dai mercati finanziari non sono variati in misura significativa da fine febbraio. Il tasso di inflazione di pareggio a dieci anni implicito nelle obbligazioni indicizzate all'inflazione è aumentato marginalmente, di 6 punti base, all'1,65 per cento. Il corrispondente tasso di inflazione di pareggio a cinque anni ha per contro mostrato un aumento più pronunciato, di 13 punti base, a circa l'1,15 per cento. Di conseguenza, il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale è diminuito lievemente, di 2 punti base, tra la fine di febbraio e il 4 giugno e in quest'ultima data si collocava lievemente al di sotto del 2,2 per cento (cfr. figura 24). Anche i tassi di inflazione di pareggio a termine di lungo periodo ricavati da swap indicizzati all'inflazione, lievemente meno volatili, sono diminuiti (di 3 punti base) nel periodo in esame e ai primi di giugno si collocavano al 2,1 per cento. Nel complesso, tenendo conto dei premi per il rischio di inflazione e di liquidità incorporati nelle obbligazioni indicizzate all'inflazione, nonché della volatilità storica dei rendimenti di tali titoli, gli indicatori desunti dal mercato fanno ritenere che le attese di inflazione rimangano pienamente coerenti con la stabilità dei prezzi<sup>2)</sup>.

- 1) Il rendimento reale sui titoli di Stato dell'area dell'euro indicizzati all'inflazione è calcolato come il rendimento medio ponderato per il PIL sulle emissioni sovrane indicizzate all'inflazione di Francia e Germania. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *La stima dei rendimenti reali e dei tassi di inflazione di pareggio dopo la recente intensificazione della crisi del debito sovrano* nel numero di dicembre 2011 di questo Bollettino.
- 2) Per un'analisi più dettagliata dell'ancoraggio delle aspettative di inflazione a lungo termine, cfr. l'articolo *Valutazione dell'ancoraggio delle aspettative di inflazione a più lungo termine* nel numero di luglio 2012 di questo Bollettino.

**Figura 23 Rendimenti zero coupon, ricavati sulla base dei rendimenti delle obbligazioni indicizzate all'inflazione nell'area dell'euro**

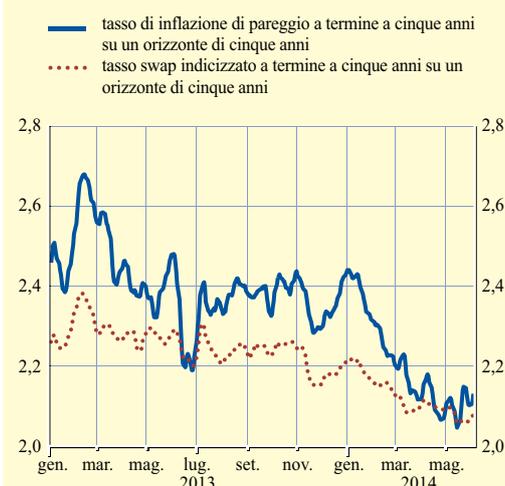
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i rendimenti reali delle obbligazioni sono calcolati come media ponderata al PIL dei tassi reali di Francia e Germania.

**Figura 24 Inflazione di pareggio, ricavata da rendimenti zero coupon e tassi swap indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro**

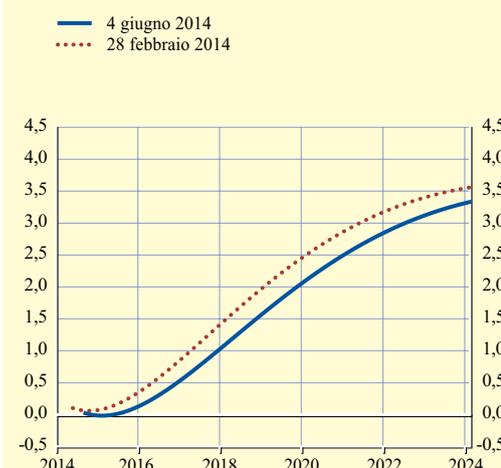
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.  
 Nota: i tassi di inflazione di pareggio sono calcolati come media ponderata al PIL dei tassi di pareggio stimati separatamente per Francia e Germania.

**Figura 25 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.

Tra la fine di febbraio e il 4 giugno la struttura per scadenze dei tassi overnight impliciti a termine dell'area dell'euro si è spostata verso il basso in misura compresa tra 7 e 35 punti base. La diminuzione è stata piuttosto contenuta per le scadenze fino a un anno (circa 10 punti base) e più accentuata per quelle più lunghe, con un picco di 35 punti base per le scadenze attorno ai sei anni e superiori (cfr. figura 25).

Nel periodo in rassegna i differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie di qualità più elevata (investment grade) nell'area dell'euro si sono ristretti in linea con la flessione dei rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine sia per gli emittenti non finanziari che per le società finanziarie e in tutte le categorie di rating. Per quanto concerne gli emittenti non finanziari, i rendimenti hanno registrato un calo complessivamente compreso fra 19 e 30 punti base e si sono collocati tra lo 0,92 per cento dei mutuatari con rating AAA e il 2,4 per cento di quelli con rating BBB ai primi di giugno. Anche i differenziali su queste obbligazioni (rispetto all'indice delle obbligazioni sovrane con rating AAA dell'UEM elaborato da Merrill Lynch) sono generalmente diminuiti sia per gli emittenti non finanziari sia per le società finanziarie e per tutte le categorie di rating, in misura compresa fra 3 e 20 punti base. Nel complesso, per gran parte delle categorie di rating, i differenziali sulle obbligazioni societarie sono rimasti contenuti nel confronto con i picchi relativi registrati agli inizi del 2013.

## 2.5 MERCATI AZIONARI

*Tra la fine di febbraio e gli inizi di giugno 2014 i corsi azionari sono aumentati sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti grazie alle informazioni generalmente positive sugli utili e ad alcuni*

segnali di ripresa dell'attività economica, anche se i dati pubblicati nel periodo in esame sono stati piuttosto contrastanti. Tuttavia, specie nei primi due mesi del periodo, le acute tensioni geopolitiche e la decisione del Federal Open Market Committee (FOMC) negli Stati Uniti di ridimensionare ulteriormente gli acquisti di attività hanno pesato sulle quotazioni azionarie.

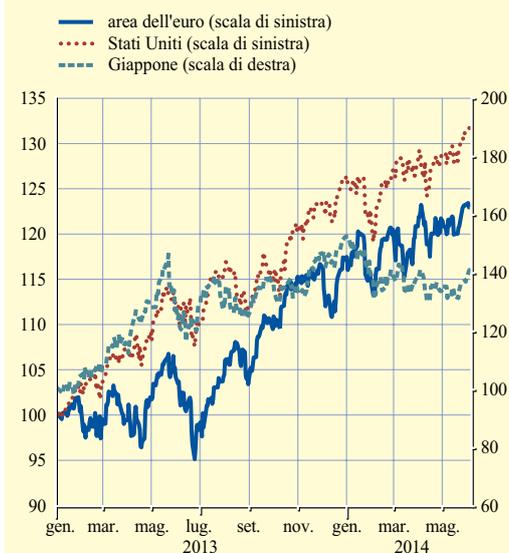
Nel periodo in rassegna i corsi azionari sono aumentati nelle due aree economiche principali. Nell'area dell'euro l'indice ampio Dow Jones Euro Stoxx è salito del 2,0 per cento tra la fine di febbraio e il 4 giugno, mentre negli Stati Uniti l'indice Standard & Poor's 500 ha registrato un incremento del 3,7 per cento. In Giappone le quotazioni azionarie, misurate dall'indice Nikkei 225, sono anch'esse cresciute – dell'1,5 per cento – nello stesso periodo (cfr. figura 26).

Per tutto marzo e aprile i corsi azionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono aumentati in misura solo marginale, rispettivamente di circa lo 0,7 e l'1,3 per cento, con una volatilità limitata che ha riflesso gli effetti relativi della pubblicazione dei dati economici e delle tensioni geopolitiche derivanti dalla crisi politica in Ucraina. Gli andamenti dei prezzi delle azioni potrebbero avere altresì rispecchiato l'annuncio di marzo del FOMC riguardante la riduzione ulteriore degli acquisti di titoli e la revisione delle indicazioni prospettiche (forward guidance). Tuttavia, l'analoga decisione del FOMC del 30 aprile era stata ampiamente prevista e quindi ha esercitato un impatto contenuto sui mercati azionari mondiali. In Giappone le quotazioni azionarie, misurate dall'indice Nikkei 225, si sono ridotte di circa il 4 per cento a marzo e aprile. Gran parte degli incrementi messi a segno dai mercati azionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti nel periodo in esame è stata concentrata nell'ultimo mese dello stesso e dovuta alla pubblicazione di dati positivi attorno a metà maggio sull'attività manifatturiera, il mercato del lavoro e le vendite di abitazioni negli Stati Uniti, oltre che all'esito delle elezioni per il Parlamento europeo. Anche il risultato elettorale in Ucraina ha contribuito all'allentamento delle tensioni geopolitiche e al ritorno di fiducia. La pubblicazione di ulteriori dati positivi da fine maggio negli Stati Uniti ha altresì fornito un ulteriore sostegno ai mercati azionari. In maggio e agli inizi di giugno i prezzi delle azioni sono cresciuti dell'1,2 per cento nell'area dell'euro e del 2,3 per cento negli Stati Uniti. Anche in Giappone hanno registrato un incremento dovuto inoltre a fattori interni quali valori del PMI migliori del previsto e un forte recupero della spesa per investimenti, oltre che alle attese di mercato di un possibile prolungamento della fase di allentamento monetario da parte della banca centrale.

In linea con l'aumento dell'indice generale, le quotazioni azionarie sono cresciute anche in gran parte dei settori dell'area dell'euro (cfr. tavola 6). Un calo contenuto è stato tuttavia registrato nel comparto finanziario, tecnologico e dei servizi ai consumatori. Per quanto concerne più nello specifico il settore finanziario, le quotazioni delle banche europee hanno reagito positivamente alla pubblicazione a fine aprile, da parte dell'Autorità bancaria europea, della metodologia e degli scenari macroeconomici per la prossima prova di stress sui bilanci bancari da tenersi nel 2014, ma l'indice

**Figura 26 Indici dei corsi azionari**

(indice: 1° gennaio 2013 = 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.

**Tavola 6 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
<b>Quota del settore nella capitalizzazione del mercato (dati di fine periodo)</b>	100,0	9,9	6,7	16,8	6,6	23,4	5,1	15,6	5,1	4,6	6,2
<b>Variazioni dei prezzi (dati di fine periodo)</b>											
2013 1° trimestre	2,0	1,1	10,1	7,9	-3,7	-5,1	10,9	4,9	3,9	-3,1	-4,4
2° trimestre	-1,1	-2,0	-1,3	-2,2	-4,2	1,9	-0,7	-2,2	1,0	-1,9	-1,4
3° trimestre	11,3	6,8	9,6	8,9	12,0	16,7	-3,7	14,5	13,3	19,1	11,1
4° trimestre	7,3	9,5	7,1	3,4	0,9	12,5	6,0	7,5	7,2	6,8	4,3
2014 1° trimestre	2,9	-1,2	2,1	1,9	5,1	5,0	-1,4	1,9	-0,8	3,0	13,4
aprile 2014	0,5	1,8	-2,2	1,2	6,2	-0,3	1,8	0,1	-3,4	3,9	-2,5
maggio 2014	1,5	2,6	1,9	2,4	-0,3	-0,2	0,8	1,3	3,3	2,1	4,2
28 febbraio 2014 - 4 giugno 2014	2,0	2,1	-0,7	3,5	7,0	-0,7	1,9	1,2	-0,4	8,2	6,8

Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

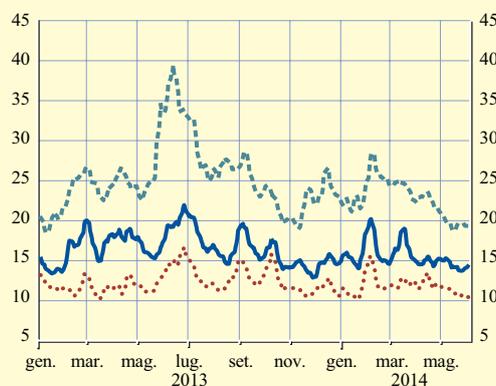
settoriale nel suo insieme ha comunque mostrato un calo dell'1 per cento nel periodo in esame. Al tempo stesso sono stati osservati incrementi superiori alla media nei settori dei servizi di pubblica utilità, del petrolio e del gas e delle telecomunicazioni.

Tra la fine di febbraio e gli inizi di giugno l'incertezza relativa agli andamenti dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita, è rimasta sostanzialmente invariata nell'area dell'euro, mentre è

**Figura 27 Volatilità implicita dei mercati azionari**

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

— area dell'euro  
 ..... Stati Uniti  
 - - - Giappone

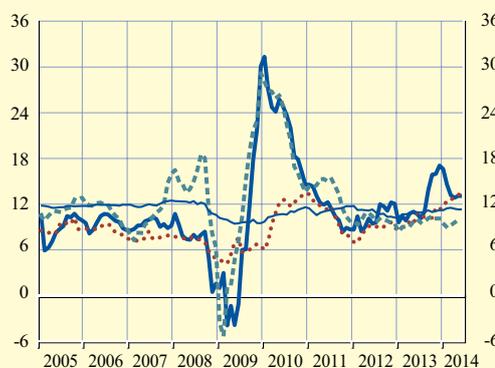


Fonte: Bloomberg.  
 Note: la serie della volatilità implicita riflette la deviazione standard attesa di variazioni percentuali dei prezzi delle azioni per un periodo fino a tre mesi, come implicito nei prezzi delle opzioni su indici azionari. Gli indici azionari a cui si riferiscono le volatilità implicite 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.

**Figura 28 Crescita attesa degli utili per azione negli Stati Uniti e nell'area dell'euro**

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

— area dell'euro, a breve termine<sup>1)</sup>  
 - - - area dell'euro, a lungo termine<sup>2)</sup>  
 ..... Stati Uniti, a breve termine<sup>1)</sup>  
 — Stati Uniti, a lungo termine<sup>2)</sup>



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).

diminuita di circa 0,8 punti percentuali negli Stati Uniti. La volatilità implicita non ha nell'insieme evidenziato oscillazioni significative nel periodo in rassegna tranne che attorno a metà marzo, quando si è verificato un picco temporaneo in concomitanza con l'acuirsi delle tensioni geopolitiche e forse con la decisione del FOMC di ridimensionare gli acquisti di attività, e – nell'area dell'euro – ai primi di giugno, in presenza di un aumento dei rendimenti sui titoli sovrani e della volatilità attesa nel mercato obbligazionario.

## 2.6 FLUSSI FINANZIARI E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

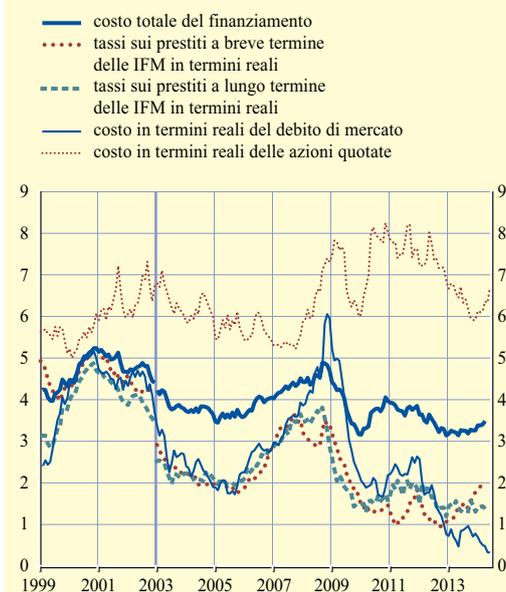
Tra dicembre 2013 e aprile 2014 il costo reale del finanziamento delle società non finanziarie è leggermente aumentato nell'area dell'euro. L'andamento riflette un incremento del costo reale sia del capitale di rischio sia dei prestiti bancari, in parte compensato da un calo del costo reale delle emissioni di debito sul mercato. Quanto ai flussi finanziari, il credito bancario alle società non finanziarie ha continuato a contrarsi nei primi quattro mesi del 2014. La ripresa economica ancora fragile nel primo trimestre dell'anno ha seguito a esercitare un effetto frenante sulla domanda di prestiti. Dal lato dell'offerta, l'esigenza delle banche di migliorare i coefficienti patrimoniali ha limitato la loro capacità di erogare credito alle società non finanziarie. In questo contesto, le evidenze tratte dalle indagini per il primo trimestre suggeriscono che i criteri di concessione del credito applicati dalle banche alle società non finanziarie sono rimasti restrittivi in termini netti, sostanzialmente invariati dai livelli osservati nel trimestre precedente. Ciò nonostante, l'emissione di titoli di debito e, in misura minore, di azioni quotate ha continuato a favorire i flussi di finanziamento esterno verso le società non finanziarie dell'area dell'euro. Nel primo trimestre del 2014 le imprese dell'area dell'euro si sono mantenute in una posizione complessiva di accreditamento netto.

### CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

In aprile il costo reale del finanziamento esterno delle società non finanziarie nell'area dell'euro, calcolato ponderando il costo delle diverse fonti di finanziamento sulla base delle rispettive consistenze corrette per le variazioni di valore, è aumentato leggermente al 3,5 per cento, dal 3,3 di dicembre 2013 (cfr. figura 29). Rispetto all'ultimo mese dell'anno scorso, gli andamenti dell'indice generale riflettono un aumento di 45 punti base del costo reale del capitale di rischio, mentre il costo reale del debito emesso sul mercato è sceso di 31 punti base. Nello stesso periodo, i tassi reali sui prestiti bancari a breve e a lungo termine alle società non finanziarie si sono accresciuti rispettivamente di 21 e 7 punti base. Stando ai dati disponibili fino a maggio, il costo

**Figura 29 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 nel 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 7 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 ad aprile 2014 <sup>1)</sup>		
	2013 1° trim.	2013 2° trim.	2013 3° trim.	2013 4° trim.	2014 mar.	2014 apr.	2013 gen.	2014 gen.	2014 mar.
<b>Tassi di interesse delle IFM sui prestiti</b>									
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	3,94	3,89	3,86	3,79	3,78	3,81	-17	-4	3
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,75	3,73	3,76	3,79	3,79	3,80	1	-5	1
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	3,49	3,29	3,26	3,27	3,28	3,27	-12	-1	-1
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	2,12	2,17	2,15	2,29	2,26	2,25	5	0	-1
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	2,85	2,93	3,06	2,96	2,98	2,97	1	-6	-1
<b>Per memoria</b>									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	0,21	0,22	0,23	0,29	0,31	0,34	11	4	3
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	0,07	0,30	0,22	0,25	0,17	0,16	-15	5	-1
Rendimenti dei titoli di stato a sette anni	1,10	1,51	1,42	1,58	1,21	1,13	-30	-12	-8

Fonte: BCE.

Nota: i rendimenti sui titoli di Stato sono calcolati sulla base di dati della BCE relativi ai titoli con rating AAA (in base ai rating di Fitch), fra i quali attualmente figurano quelli di Austria, Finlandia, Francia, Germania e Paesi Bassi.

1) Eventuali mancate quadrature sono da attribuire ad arrotondamenti.

reale del capitale di rischio sarebbe aumentato ulteriormente, mentre quello del debito di mercato sarebbe sceso a un nuovo minimo storico dal gennaio 1999.

Analizzando in maggiore dettaglio le componenti del finanziamento esterno, nel periodo da dicembre 2013 ad aprile 2014 i tassi di interesse nominali applicati dalle IFM ai nuovi prestiti alle società non finanziarie sono rimasti praticamente invariati nel caso dei prestiti di importo contenuto (fino a 1 milione di euro). Nello stesso periodo, i tassi di interesse nominali sui nuovi prestiti di importo considerevole (superiori a 1 milione di euro) con periodi più brevi di determinazione iniziale del tasso hanno registrato un calo marginale, mentre per i prestiti di importo elevato con periodi più lunghi di determinazione iniziale del tasso sono rimasti invariati (cfr. tavola 7). Sempre tra dicembre e aprile i differenziali fra i tassi applicati ai prestiti di importo modesto e di importo elevato hanno evidenziato un incremento marginale, di 5 punti base, per i prestiti con periodi più brevi di determinazione iniziale del tasso e sono rimasti stabili per quelli con determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni.

Nel periodo in esame le percezioni di un elevato rischio di credito dei prenditori e i minori rendimenti delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro hanno esercitato pressioni al rialzo sul differenziale tra tassi bancari attivi e tassi di mercato. Ad esempio, il differenziale tra i tassi sui prestiti di importo elevato a lungo termine e il rendimento dei titoli di Stato a sette anni con rating AAA è salito da 137 punti base in dicembre a 184 punti base in aprile. Tuttavia, alle scadenze brevi, il differenziale tra i tassi sui prestiti bancari e i tassi di mercato ha continuato a contrarsi. Per i prestiti di modesta entità, il differenziale tra il tasso di interesse bancario e l'Euribor a tre mesi è sceso in aprile a 346 punti base (da 350 punti base di dicembre). Una flessione analoga è stata registrata per i prestiti di importo ingente, per i quali il differenziale dei tassi di interessi bancari rispetto all'Euribor a tre mesi è diminuito a 191 punti base (da 200 punti base di dicembre).

Per quanto concerne le evidenze desunte dalle indagini sulla domanda e sull'offerta di prestiti bancari destinati alle società non finanziarie dell'area dell'euro, l'indagine sul credito bancario per il pri-

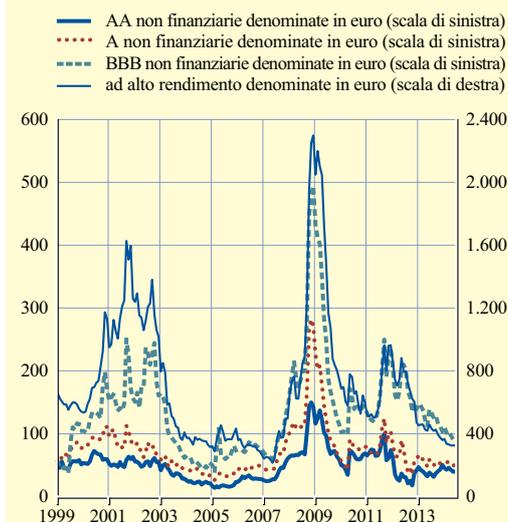
mo trimestre del 2014 condotta lo scorso aprile ha indicato che i criteri di erogazione dei prestiti a questo settore sono rimasti restrittivi e sostanzialmente invariati rispetto all'ultimo trimestre del 2013. Ciò nonostante, il livello di inasprimento netto si mantiene sul livello storicamente più basso osservato dall'inizio dell'indagine sul credito bancario. Percezioni di un calo del rischio di credito dei prenditori, abbinate a un moderato miglioramento delle prospettive economiche, hanno indotto un marginale allentamento netto dei criteri di concessione del credito bancario alle imprese. Nella prospettiva dell'offerta di credito, anche una certa attenuazione dei vincoli di bilancio delle banche e una riduzione dei costi di provvista bancaria hanno apportato un moderato contributo all'allentamento netto dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese<sup>3)</sup>. Per il secondo trimestre del 2014 le banche si attendono il perdurare di tale allentamento netto. Quanto alle condizioni di finanziamento sul mercato, tra dicembre 2013 e aprile 2014 (il mese più recente per cui i dati sono pienamente disponibili), i differenziali tra il costo dei titoli di debito delle società non finanziarie emessi sul mercato e i rendimenti sui titoli di Stato con rating AAA hanno continuato a ridursi. Il calo, seppur generalizzato tra le varie categorie di rating delle obbligazioni societarie, è stato più accentuato nel caso delle obbligazioni di qualità inferiore ("ad alto rendimento"), per le quali è ammontato a 35 punti base (cfr. figura 30).

### FLUSSI FINANZIARI

Tra dicembre 2013 e marzo 2014 la debolezza dell'attività economica e la bassa inflazione, abbinate a un'emissione di azioni relativamente sostenuta da parte delle società non finanziarie, hanno indotto un ulteriore calo degli utili per azione delle società non finanziarie. Nello specifico, il tasso di variazione sul periodo corrispondente degli utili per azione delle società quotate dell'area dell'euro è stato pari al -6,7 per cento in maggio, in rialzo dal -7,7 per cento di dicembre 2013 (cfr. figura 31). In prospettiva, stando agli indicatori di mercato, gli operatori si attendono che il ritmo di contrazione degli utili per azione

**Figura 30 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.

**Figura 31 Utili per azione delle società non finanziarie quotate nell'area dell'euro**

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



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

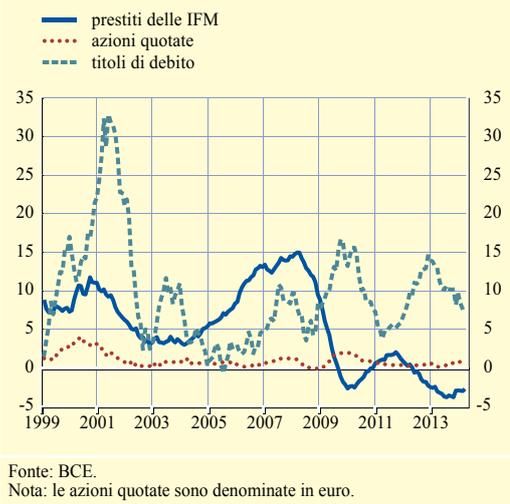
3) Per dettagli, cfr. il riquadro *Risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il primo trimestre 2014* nel numero di maggio 2014 di questo Bollettino.

rallenti gradualmente fino a tornare in territorio positivo nel quarto trimestre di quest'anno.

Nel primo trimestre del 2014 la dinamica del finanziamento esterno delle imprese è rimasta piuttosto debole. L'andamento ha rispecchiato sia fattori dal lato della domanda, come dimostra la ripresa ancora fragile degli investimenti delle imprese, sia alcuni persistenti vincoli di finanziamento dal lato dell'offerta, soprattutto per quanto concerne le piccole e medie imprese (PMI). I prestiti delle IFM, corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni, si sono contratti del 3,1 per cento rispetto allo stesso trimestre dello scorso anno, ossia a un tasso invariato da quello registrato nel quarto trimestre del 2013. Il ritmo di decremento si è moderato lievemente in aprile, quando il tasso di crescita sui dodici mesi si è collocato al -2,7 per cento (cfr. anche il riquadro 1). La contrazione in atto dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie di grandi dimensioni è stata parzialmente compensata dalla loro capacità di attingere ad altre fonti di finanziamento esterno. Seppure inferiore al livello dell'8,1 per cento osservato nel quarto trimestre del 2013 (cfr. figura 32), la crescita sul periodo corrispondente dell'emissione netta di titoli di debito societari è rimasta elevata, al 7,6 per cento, nel primo trimestre del 2014 e, quindi, nettamente superiore al tasso di crescita delle emissioni azionarie. Queste ultime sono ammontate all'1,2 per cento, in rialzo dallo 0,7 per cento del quarto trimestre del 2013 (cfr. tavola 8).

**Figura 32 Finanziamento esterno delle società non finanziarie: scomposizione per strumento**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



**Tavola 8 Finanziamento delle società non finanziarie**

(variazioni percentuali; dati di fine trimestre)

	Tassi di crescita sul periodo corrispondente				
	2013 1° trim.	2013 2° trim.	2013 3° trim.	2013 4° trim.	2014 1° trim.
<b>Prestiti delle IFM</b>					
fino a un anno	-2,5	-3,4	-3,6	-3,0	-3,0
da uno a cinque anni	1,5	-2,1	-3,1	-4,0	-4,9
oltre cinque anni	-6,3	-6,2	-5,6	-5,7	-4,7
	-2,9	-3,0	-3,2	-1,7	-1,7
<b>Emissioni di obbligazioni</b>					
a breve termine	13,1	10,3	10,2	8,2	7,6
a lungo termine, di cui: <sup>1)</sup>	7,9	-9,3	0,6	-8,7	-8,6
a tasso fisso	13,7	12,6	11,2	9,7	9,2
a tasso variabile	15,1	13,7	11,3	9,5	8,8
	-0,2	4,9	11,1	11,1	12,9
<b>Emissioni di azioni quotate</b>	0,1	0,4	0,3	0,7	1,2
<b>Per memoria <sup>2)</sup></b>					
Finanziamento totale	1,2	0,7	0,7	0,7	-
Prestiti a società non finanziarie	0,2	-0,7	-1,3	-1,1	-
Riserve tecniche di assicurazione <sup>3)</sup>	1,2	1,1	1,0	1,0	-

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 perché le obbligazioni a lungo termine a cedola zero, che includono effetti di valutazione, non sono riportate 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) Inclusive le riserve dei fondi pensione.

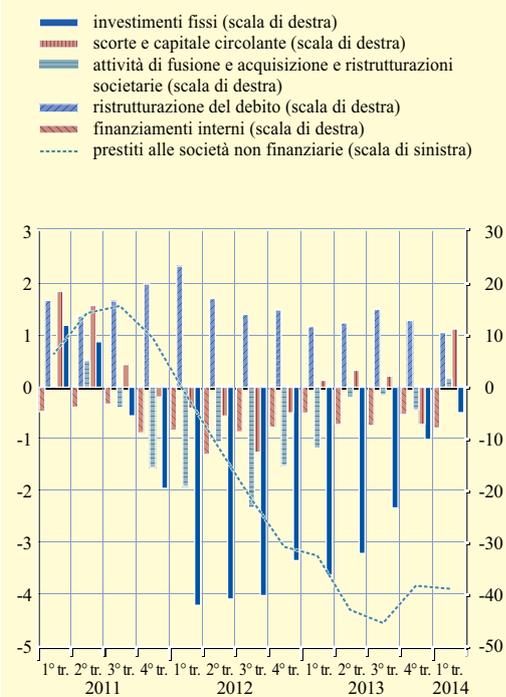
Il mercato dei titoli di debito societari nell'area dell'euro è tradizionalmente concentrato nelle imprese di grandi dimensioni e di rating elevato provenienti da un numero relativamente esiguo di paesi. I dati mensili sulle emissioni obbligazionarie nette, disponibili fino a marzo 2014, confermano questo profilo; pertanto, le PMI hanno avuto solo un beneficio indiretto della consistenti emissioni di debito societario. Inoltre, dal 2007 le emissioni obbligazionarie delle società non finanziarie si sono orientate per la maggior parte verso le scadenze più lunghe. Questo andamento è continuato in marzo e la quota di strumenti di debito a lungo termine emessi dalle società non finanziarie è aumentata al 92 per cento (dall'84 per cento del 2007).

Nel primo trimestre del 2014 si è registrata la più severa contrazione dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie con periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse fino a un anno. Il ritmo di decremento invece si è moderato, pur rimanendo sostenuto, nel caso dei prestiti con periodo di determinazione del tasso di interesse compreso tra uno e cinque anni, mentre è rimasto stabile per i prestiti con periodo di determinazione del tasso di interesse superiore a cinque anni (cfr. tavola 8).

L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il primo trimestre del 2014, condotta nell'aprile dello stesso anno, ha mostrato che la domanda netta di prestiti da parte delle società non finan-

**Figura 33 Crescita dei prestiti e fattori che hanno contribuito alla domanda di prestiti delle società non finanziarie**

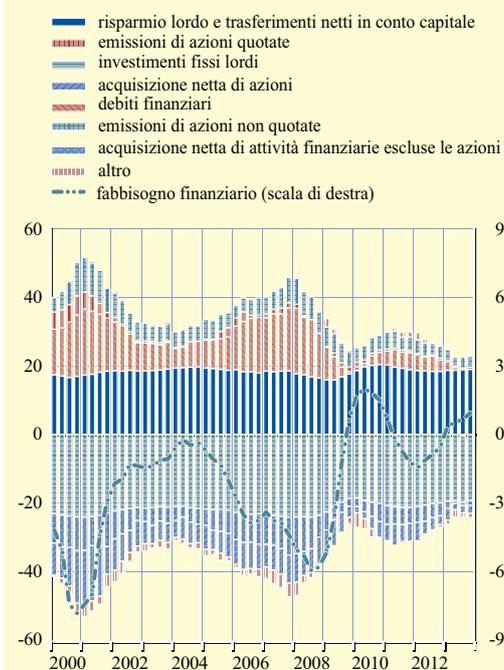
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; saldi percentuali)



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. Le variabili che fanno riferimento alla scala di destra sono espresse come saldi percentuali.

**Figura 34 Risparmio, finanziamento e investimenti delle società non finanziarie**

(somma mobile di quattro trimestri; in percentuale del valore aggiunto lordo)



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

ziarie (ossia la differenza fra la somma della percentuale di banche che segnalano un aumento della domanda e quella delle banche che ne segnalano una flessione) è tornata in territorio positivo per tutte le categorie di prestiti. La domanda netta di prestiti alle imprese è aumentata al 2 per cento nel primo trimestre del 2014, dal -11 per cento del precedente trimestre, segnando valori positivi per la prima volta dal secondo trimestre del 2011 e raggiungendo un livello superiore alla sua media storica. Le scorte e il capitale circolante, nonché la ristrutturazione del debito, hanno apportato nel trimestre in esame i maggiori contributi alla domanda di prestiti delle imprese. Gli investimenti fissi hanno continuato a frenare la domanda di prestiti, sebbene in misura minore rispetto al trimestre precedente. A causa dell'accumulo di ingenti riserve di liquidità, l'autofinanziamento ha fornito nel primo trimestre un apporto più negativo alla domanda di prestiti rispetto al periodo precedente (cfr. figura 33).

Il gap di finanziamento delle società non finanziarie, ossia la differenza tra i fondi generati internamente (risparmio lordo) e gli esborsi per investimenti reali in rapporto al valore aggiunto lordo generato dalle società non finanziarie, è rimasto positivo, aumentando allo 0,9 per cento nel quarto trimestre del 2013, dallo 0,7 per cento del trimestre precedente (cfr. figura 34). L'andamento è imputabile sia a un lieve incremento dei fondi generati internamente, sia a un marginale calo degli investimenti fissi lordi. Dal lato finanziario, rispetto al livello del terzo trimestre del 2013 le società non finanziarie hanno aumentato ancora in misura significativa i depositi detenuti.

## POSIZIONE FINANZIARIA

In base ai dati contabili integrati dell'area dell'euro, l'indebitamento del settore delle società non finanziarie è diminuito leggermente nel quarto trimestre del 2013. Il rapporto fra debito e PIL è sceso ancora dal 78,5 per cento del terzo trimestre del 2013 al 78,0 per cento del quarto. Il ritmo di risanamento dei bilanci delle società non finanziarie rispetto ai livelli massimi registrati al culmine della crisi finanziaria è rimasto piuttosto lento, anche a causa della persistente debolezza della

**Figura 35 Rapporti di indebitamento nel settore delle società non finanziarie**

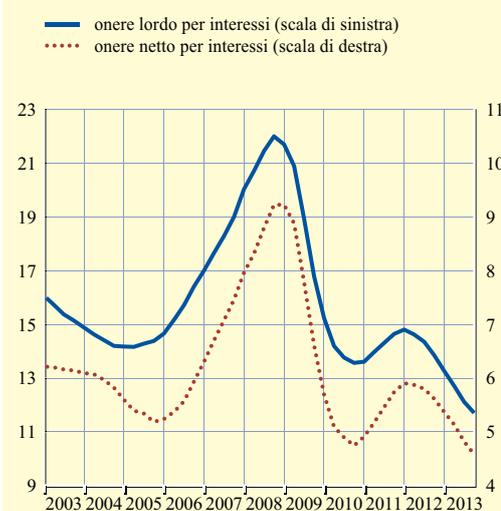
(valori percentuali)



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

**Figura 36 Onere per interessi delle società non finanziarie**

(somma mobile di quattro trimestri; percentuale del margine operativo lordo)



Fonte: BCE.  
Nota: l'onere netto per interessi è definito come la differenza fra interessi versati e quelli percepiti delle società non finanziarie, in relazione al loro margine operativo lordo.

ripresa economica. Parimenti, il rapporto tra debito e attività totali è lievemente diminuito nello stesso periodo, dal 25,6 al 25,1 per cento (cfr. figura 35). La sostenibilità del debito delle società non finanziarie ha continuato a migliorare nel quarto trimestre del 2013, quando gli oneri finanziari lordi per il pagamento di interessi sono diminuiti, in rapporto al margine operativo lordo, all'11,7 per cento dal 12,1 del terzo trimestre del 2013. In termini netti, l'onere per interessi delle società non finanziarie è sceso nel quarto trimestre al 4,6 per cento, livello inferiore di 0,2 punti percentuali rispetto al trimestre precedente e pari alla metà del massimo registrato nell'ultimo trimestre del 2008, quando si era collocato al 9,2 per cento (cfr. figura 36).

## 2.7 FLUSSI FINANZIARI E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE

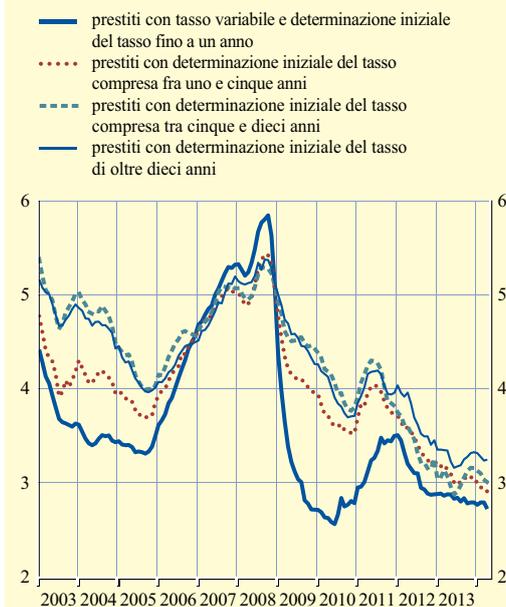
*Nel primo trimestre del 2014 le condizioni di finanziamento delle famiglie dell'area dell'euro sono state caratterizzate da tassi bancari sui prestiti stabili, a fronte del perdurare di una marcata eterogeneità tra paesi e strumenti. L'andamento persistentemente moderato dell'indebitamento delle famiglie discende da una combinazione di fattori, fra cui la dinamica contenuta del loro reddito disponibile, i livelli elevati della disoccupazione, la debolezza dei mercati delle abitazioni e l'incertezza circa le prospettive economiche. Le stime per il primo trimestre del 2014 suggeriscono che in tale periodo il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali alle famiglie si è mantenuto in territorio negativo. Sempre nel primo trimestre il rapporto tra debito delle famiglie e reddito lordo disponibile sarebbe sceso marginalmente.*

### CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

Il costo del finanziamento delle famiglie dell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato nel primo trimestre del 2014 e ha continuato a mostrare differenze a seconda della tipologia e della durata dei prestiti nonché del paese di origine. Per quanto concerne le singole componenti, le ultime evidenze disponibili indicano che i tassi di interesse sui mutui per l'acquisto di abitazioni sono diminuiti marginalmente in aprile. Quanto alla scomposizione dei costi del finanziamento ipotecario per scadenza, i tassi di interesse sui prestiti a breve termine (ovvero prestiti a tasso variabile o con un periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno) sono rimasti invariati, mentre i tassi di interesse sui prestiti a medio termine (ossia prestiti con periodo di determinazione iniziale del tasso tra uno e cinque anni) e a lungo termine (ovvero prestiti con periodi di determinazione iniziale del tasso tra cinque e dieci anni e superiori a dieci anni) sono scesi di 10 punti base rispetto ai livelli registrati nel quarto trimestre 2013 (cfr. figura 37). In aprile i tassi di interesse sui prestiti a breve termine per l'acquisto di abitazioni sono diminuiti di 10 punti base rispetto ai livelli osservati in marzo. Quanto ai nuovi prestiti al consumo, nel primo trimestre i tassi di interesse sui prestiti a breve

**Figura 37 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.

termine (ossia prestiti con un periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno) e a lungo termine (ovvero prestiti con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni) hanno registrato un marginale incremento. Per contro, i tassi di interesse sui prestiti a medio termine (ossia prestiti con un periodo di determinazione iniziale del tasso tra uno e cinque anni) sono lievemente diminuiti nello stesso periodo. Le ultime evidenze disponibili indicano che in aprile i tassi di interesse sui prestiti al consumo a breve termine si sono leggermente ridotti rispetto ai livelli di marzo.

Secondo l'indagine sul credito bancario dello scorso aprile, nel primo trimestre le banche dell'area dell'euro hanno segnalato un allentamento netto dei criteri di concessione di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (-5 per cento a fronte dello 0 per cento del trimestre precedente). All'andamento hanno concorso le pressioni concorrenziali, mentre il rischio percepito dalle banche ha avuto un impatto marginale di irrigidimento netto.

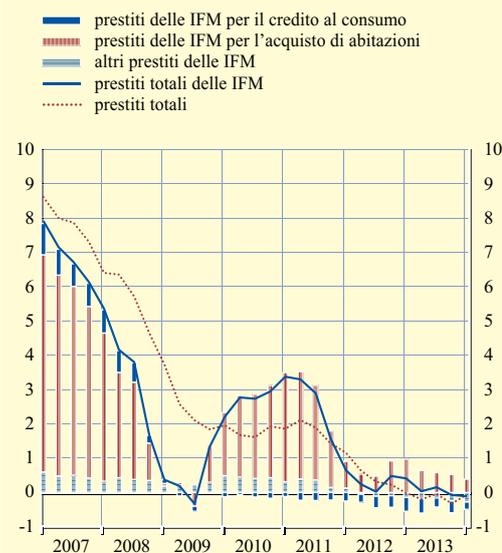
Quanto al credito al consumo e ad altre tipologie di prestiti alle famiglie, i risultati dell'indagine di aprile suggeriscono che i criteri di erogazione del credito si sono lievemente allentati in termini netti nel primo trimestre (-2 per cento rispetto a un inasprimento netto del 2 per cento nel trimestre precedente). L'allentamento netto dei criteri di erogazione del credito segnalato in questo settore del mercato creditizio è attribuibile alla concorrenza e a un calo del rischio percepito dalle banche. Per maggiori dettagli si rimanda al riquadro *Risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il primo trimestre del 2014* nel numero di maggio 2014 di questo Bollettino.

## FLUSSI FINANZIARI

Nel quarto trimestre del 2013 (il periodo più recente per il quale sono disponibili dati sui conti dell'area dell'euro) il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali concessi alle famiglie hanno raggiunto un minimo storico. Il tasso di variazione negativo registrato in tale trimestre (-0,3 per cento, in calo dallo 0 per cento del periodo precedente) è imputabile a una marginale contrazione dei prestiti totali delle IFM (che hanno mostrato un tasso di variazione sul periodo corrispondente del -0,1 per cento contro lo 0,1 per cento del trimestre precedente), nonché a un'ulteriore riduzione dei prestiti concessi da intermediari diversi dalle IFM, il cui tasso di variazione è sceso al -1,7 per cento dal -1,1 del trimestre precedente. Questi ultimi prestiti comprendono di norma l'attività di cessione e di cartolarizzazione, le quali si traducono in un trasferimento dei prestiti fra il settore delle IFM e gli intermediari finanziari non monetari diversi dalle società di assicurazione e dai fondi pensione (settore degli AIF). Per il primo trimestre del 2014 le stime suggeriscono che il tasso di variazione del credito totale alle famiglie è rimasto in territorio negativo nel periodo (cfr. figura 38).

**Figura 38 Prestiti totali concessi alle famiglie**

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



Fonte: BCE.

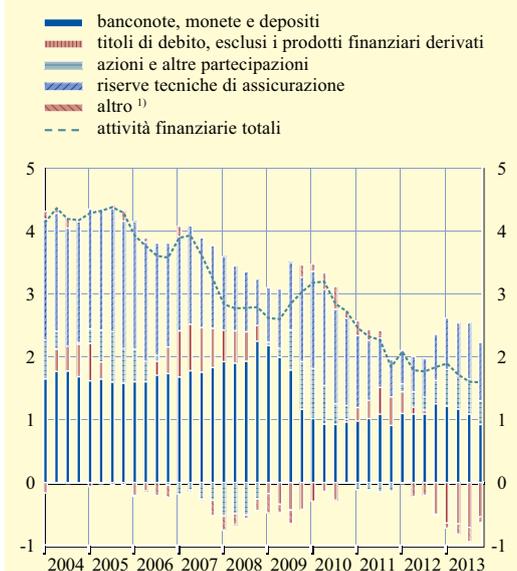
Note: i prestiti totali includono i prestiti concessi alle famiglie da tutti gli altri settori istituzionali, compreso il resto del mondo. Per il primo trimestre del 2014, i prestiti concessi alle famiglie sono stati stimati sulla base dei dati sulle transazioni riportati nelle statistiche bancarie e 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.

Per quanto concerne i prestiti delle IFM alle famiglie, il loro tasso di crescita sul periodo corrispondente si è collocato nel primo trimestre del 2014 al -0,1 per cento (invariato rispetto al periodo precedente). Più specificamente, la variazione percentuale sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle famiglie era pari allo 0 per cento in aprile, in rialzo dal -0,1 per cento di marzo. Quanto alla scomposizione dei prestiti delle IFM per finalità, il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei mutui delle IFM per l'acquisto di abitazioni è diminuito marginalmente allo 0,6 per cento nel primo trimestre, in calo dallo 0,7 per cento del periodo precedente, mentre in aprile si è collocato allo 0,7 per cento, in rialzo dallo 0,6 per cento di marzo; le ultime evidenze disponibili indicano che l'afflusso di questa tipologia di prestiti è aumentato rispetto al livello osservato nel mese precedente. Il credito al consumo ha continuato a diminuire nel primo trimestre del 2014, seppure a un ritmo più lento (il tasso di variazione sul periodo corrispondente si è collocato al -1,9 per cento a fronte del -3,0 del quarto trimestre del 2013). Il tasso di crescita sui dodici mesi del credito al consumo è rimasto negativo in aprile. I dati sulle operazioni indicano che il flusso trimestrale del credito al consumo è rimasto in territorio negativo nel primo trimestre del 2014 ed è stato lievemente positivo in aprile. Analogamente, il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle altre tipologie di prestiti, che includono il credito alle imprese senza personalità giuridica, è ulteriormente diminuito nel primo trimestre al -1,9 per cento (in calo dal -1,6 per cento del trimestre precedente), per poi aumentare in aprile al -1,7 per cento (in rialzo dal -1,9 del mese precedente). Il flusso trimestrale dei prestiti per altre finalità è rimasto negativo nel primo trimestre del 2014 ed è stato lievemente positivo in aprile.

Per quanto riguarda l'attivo del bilancio del settore delle famiglie dell'area dell'euro, il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari totali si è collocato all'1,6 per cento nel quarto trimestre del 2013 (invariato rispetto al trimestre precedente; cfr. figura 39). Ciò è ascrivibile al fatto che la riduzione del contributo fornito dagli investimenti in azioni e altre partecipazioni è stata compensata dal contributo meno negativo degli investimenti in titoli di debito. Inoltre, il tasso di crescita degli investimenti in circolante e depositi è sceso al 2,6 per cento, in calo dal 3,1 del terzo trimestre. Per contro, il contributo degli investimenti in riserve tecniche di assicurazione è aumentato leggermente. Se considerato congiuntamente a questo incremento marginale nella variazione percentuale sul periodo corrispondente delle riserve tecniche di assicurazione, il calo del tasso di crescita degli investimenti in attività più rischiose suggerisce che, rispetto agli andamenti segnalati nel trimestre precedente, la propensione al rischio del settore delle famiglie è lievemente diminuita nel quarto trimestre. Nel complesso, l'esigenza di ridurre l'indebitamento, il livello elevato di disoccupazione e la debolezza del ciclo economico (tutti elementi che ostacolano la crescita del reddito disponibile e costringono le famiglie a ridimensionare il risparmio) sono i principali fattori alla base del prolungato rallentamento osservato nell'accumulo di attività finanziarie dalla metà del 2010.

**Figura 39 Investimenti finanziari delle famiglie**

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



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

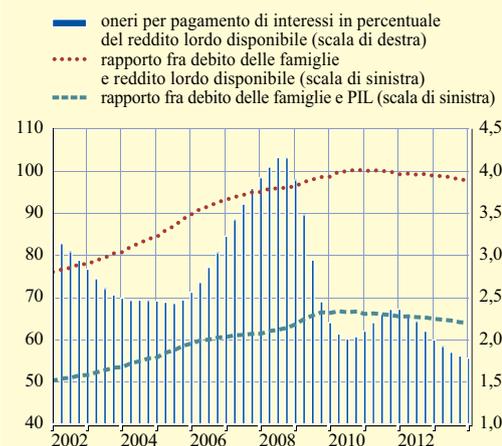
### POSIZIONE FINANZIARIA

L'indebitamento delle famiglie nell'area dell'euro, seppur in graduale diminuzione, rimane su livelli elevati. Più in particolare, nel quarto trimestre il rapporto fra il debito delle famiglie e il reddito disponibile lordo nominale è sceso al 98 per cento dal 98,5 del terzo trimestre. Anche il rapporto fra debito delle famiglie e PIL è calato lievemente, al 64,2 per cento nel quarto trimestre dal 64,6 di quello precedente. Inoltre gli oneri per interessi del settore sono scesi ulteriormente all'1,8 per cento del reddito disponibile totale, il valore più basso mai registrato.

Le stime per il primo trimestre del 2014 indicano un marginale calo dell'indebitamento delle famiglie (cfr. figura 40), che avrebbe raggiunto un livello osservato da ultimo a metà 2009. Analogamente, nello stesso periodo sarebbero scesi ulteriormente anche gli oneri per interessi, seppure in misura solo marginale.

**Figura 40 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.

## 3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC sarebbe scesa allo 0,5 per cento in maggio, dallo 0,7 in aprile. Questo risultato è stato inferiore alle attese. Il calo dell'inflazione ha rispecchiato il rallentamento dei prezzi di servizi, alimentari e beni industriali non energetici, compensato solo in parte da un'accelerazione della componente energetica, a seguito di un effetto base al rialzo. In base alle informazioni disponibili, l'inflazione armonizzata dovrebbe mantenersi su livelli contenuti nei prossimi mesi, per poi aumentare solo gradualmente nel 2015 e 2016. Allo stesso tempo, le aspettative di inflazione per l'area dell'euro nel medio-lungo termine rimangono saldamente ancorate, in linea con l'obiettivo della BCE di mantenere i tassi di inflazione inferiori ma prossimi al 2 per cento.

Tale valutazione trova riscontro anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in giugno dagli esperti dell'Eurosistema, che prevedono un'inflazione allo 0,7 per cento nel 2014, all'1,1 nel 2015 e all'1,4 nel 2016. Nell'ultimo trimestre del 2016 l'inflazione armonizzata dovrebbe collocarsi all'1,5 per cento. Rispetto all'esercizio condotto in marzo dagli esperti della BCE, le proiezioni per l'inflazione nel 2014, 2015 e 2016 sono state riviste al ribasso e sono soggette a una serie di ipotesi tecniche che tengono conto dei tassi di cambio e delle quotazioni petrolifere, nonché del fatto che il livello di incertezza cresce con l'estendersi dell'orizzonte previsivo.

I rischi sia al rialzo sia al ribasso per le prospettive sull'andamento dei prezzi sono contenuti e sostanzialmente bilanciati nel medio periodo.

### 3.1 PREZZI AL CONSUMO

L'inflazione armonizzata nell'area dell'euro è diminuita sensibilmente dalla fine del 2011 allo scorso ottobre, oscillando da allora su livelli molto bassi, inferiori all'1 per cento. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione è scesa allo 0,5 per cento in maggio, dopo essersi collocata allo 0,7 in aprile. Questo calo ha rispecchiato il rallentamento dei prezzi di servizi, alimentari e beni industriali non energetici, compensato solo in parte da un'accelerazione della componente energetica, a seguito di un effetto base al rialzo (cfr. tavola 9).

**Tavola 9 Andamenti dei prezzi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

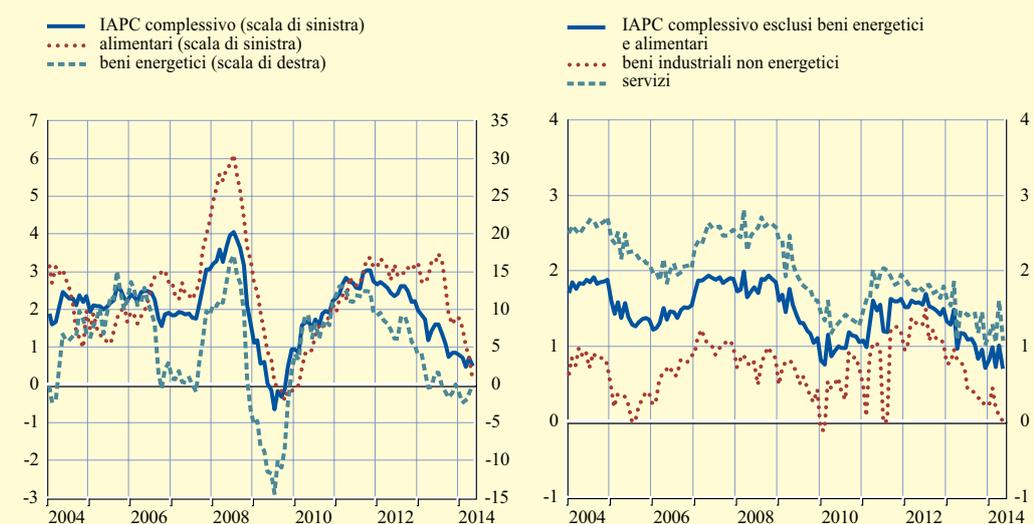
	2012	2013	2013 dic.	2014 gen.	2014 feb.	2014 mar.	2014 apr.	2014 mag.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti<sup>1)</sup></b>								
Indice complessivo	2,5	1,4	0,8	0,8	0,7	0,5	0,7	0,5
Beni energetici	7,6	0,6	0,0	-1,2	-2,3	-2,1	-1,2	0,0
Beni alimentari	3,1	2,7	1,8	1,7	1,5	1,0	0,7	0,1
Alimentari non trasformati	3,0	3,5	1,5	1,3	0,9	-0,1	-0,7	.
Alimentari trasformati	3,1	2,2	2,0	2,0	1,8	1,7	1,6	.
Beni industriali non energetici	1,2	0,6	0,3	0,2	0,4	0,2	0,1	0,0
Servizi	1,8	1,4	1,0	1,2	1,3	1,1	1,6	1,1
<b>Altri indicatori di prezzi</b>								
Prezzi alla produzione nell'industria	2,8	-0,2	-0,7	-1,3	-1,7	-1,6	-1,2	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	86,6	81,7	80,8	78,8	79,4	77,8	78,2	79,4
Prezzi delle materie prime non energetiche	0,5	-8,2	-11,4	-9,3	-7,8	-8,2	-4,1	-3,2

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

1) Il dato sullo IAPC (escluso alimentari non trasformati e trasformati) di maggio 2014 si riferisce alla stima preliminare dell'Eurostat.

Figura 41 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

I bassi tassi di inflazione (in alcuni casi inferiori alle attese) nell'area dell'euro dall'ottobre 2013 sono riconducibili a una serie di fattori, in particolare ai contributi negativi della componente energetica e a quelli minori delle componenti alimentari. Questi andamenti sono stati amplificati dall'apprezzamento dell'euro. Inoltre, il contenimento delle pressioni sui prezzi nell'area dell'euro riflette in parte il grado elevato di capacità inutilizzata nell'economia. L'inflazione aggregata è rimasta contenuta anche a causa di fattori locali connessi alla crisi del debito sovrano e al processo di aggiustamento dei prezzi relativi nei paesi soggetti a tensioni finanziarie. In aggiunta, gli effetti base sui prezzi dei beni energetici hanno contribuito a una certa volatilità nell'andamento mensile dell'inflazione. In gennaio e febbraio essi hanno esercitato un impatto al ribasso cumulato stimato intorno a 0,2 punti percentuali sull'inflazione armonizzata, mentre ad aprile e maggio effetti base positivi avrebbero innalzato l'inflazione di 0,3 punti percentuali.

Quanto alle componenti principali dello IAPC, i prezzi dell'energia nel complesso hanno contribuito negativamente all'inflazione dall'ottobre dello scorso anno, rispecchiando soprattutto il calo delle quotazioni petrolifere espresse in euro.

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione degli alimentari (che comprendono sia gli alimentari freschi sia quelli trasformati) ha continuato a diminuire marcatamente, scendendo da circa il 2,0 per cento nell'ottobre 2013 allo 0,1 per cento nel maggio 2014. Non sono ancora disponibili informazioni ufficiali sulla scomposizione della componente alimentare in maggio. La flessione di questi prezzi è riconducibile principalmente all'inverno mite a fronte delle avverse condizioni meteorologiche dello scorso anno, che hanno determinato un calo dell'inflazione degli alimentari freschi (dall'1,4 a -0,7 per cento tra ottobre 2013 e aprile 2014). Sono diminuiti tutti i tassi di crescita dei prezzi di questi prodotti, anche se le condizioni meteorologiche avrebbero avuto un impatto particolarmente rilevante sui prezzi degli ortofrutticoli. In aprile i tassi di variazione dei prezzi di frutta e verdura si sono collocati rispettivamente a -1,0 e al 4,0 per cento, rispetto al 2,6 e -0,8 per cento nell'ottobre 2013. L'inflazione degli alimentari trasformati è diminuita più

lentamente, dal 2,2 per cento nell'ottobre 2013 all'1,6 nell'aprile 2014. Le voci principali che hanno contribuito al rallentamento dei prezzi sono state pane e cereali, oli e grassi.

Anche l'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle componenti volatili dei beni alimentari ed energetici è rimasta su livelli contenuti dall'ottobre dello scorso anno, oscillando nell'intervallo tra lo 0,7 e l'1,0 per cento. In maggio si è collocata allo 0,7 per cento, dall'1,0 in aprile, secondo la stima preliminare dell'Eurostat. La media di lungo periodo di questa misura, dall'introduzione dell'euro nel 1999, è pari all'1,5 per cento.

Le due componenti del paniere IAPC al netto dei prodotti alimentari ed energetici, ossia i beni industriali non energetici e i servizi, hanno registrato recentemente tassi di inflazione piuttosto modesti. L'inflazione dei beni industriali non energetici è rimasta sostanzialmente stabile su livelli molto contenuti dall'ultimo trimestre del 2013 e riflette ancora una debole domanda da parte dei consumatori, la dinamica salariale complessivamente modesta, nonché l'effetto frenante esercitato dai prezzi dei beni importati (legato al precedente apprezzamento dell'euro e alla bassa inflazione su scala mondiale).

Anche l'inflazione dei servizi, la maggiore componente dello IAPC, è rimasta modesta, principalmente per effetto della debole domanda interna. Negli ultimi mesi questa componente ha evidenziato una forte volatilità mensile, attribuibile in parte alla cadenza delle festività pasquali di quest'anno. Questo effetto di calendario avrebbe determinato nel marzo 2014 una decelerazione dei prezzi dei servizi turistici (come vacanze organizzate, trasporti aerei e sistemazioni alberghiere), oltre alla ripresa dei prezzi osservata in aprile.

Il contenimento delle spinte inflazionistiche di fondo riflette anche il modesto impatto delle manovre sulle imposte indirette. In primo luogo, in diversi Stati membri le misure di risanamento dei conti pubblici attuate negli anni precedenti non rientrano più nel calcolo del tasso di incremento sui dodici mesi. In secondo luogo, in alcuni paesi la trasmissione dei recenti aumenti delle imposte indirette è stata inferiore alle attese, in un contesto caratterizzato dalla debolezza della domanda.

Il riquadro 4 esamina il forte calo dei tassi di inflazione nell'area dell'euro dalla fine del 2011, mostrando che esso è dovuto in ampia misura all'influenza di fattori esterni, come l'andamento contenuto dei prezzi delle materie prime e l'apprezzamento del tasso di cambio. A parte le influenze esterne, questo processo disinflazionistico riflette anche la debolezza della domanda interna nell'area dell'euro, specie nei paesi soggetti ad aggiustamenti macroeconomici.

#### Riquadro 4

### IL RUOLO DEI FATTORI INTERNAZIONALI NELLA RECENTE DINAMICA DELL'INFLAZIONE NELL'AREA DELL'EURO

L'inflazione nell'area dell'euro è scesa di oltre 2 punti percentuali dall'ultimo massimo registrato nell'ottobre 2011, collocandosi allo 0,5 per cento nel maggio 2014. Questo calo si è verificato in un contesto caratterizzato da una modesta attività economica a livello internazionale e da andamenti relativamente contenuti dei prezzi delle materie prime, considerando che i susseguenti effetti disinflazionistici sulla dinamica dei prezzi nell'area dell'euro sono stati ulteriormente acuiti da un apprezzamento nominale dell'euro. In tale contesto, il presente riquadro esamina i recenti andamenti delle determinanti dell'inflazione a livello mondiale, nonché il loro possibile impatto sul tasso di inflazione nell'area dell'euro.

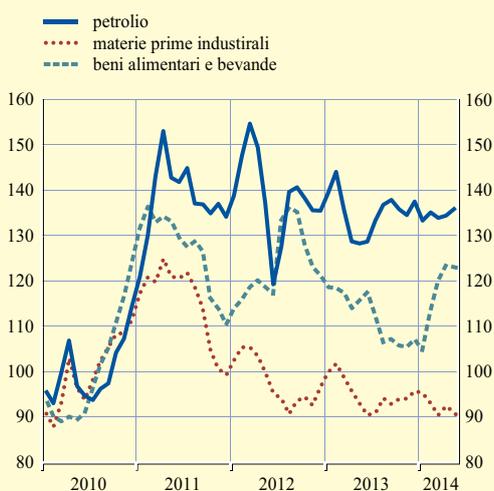
### Recenti andamenti delle determinanti mondiali dell'inflazione nell'area dell'euro

L'impatto disinflazionistico sulla dinamica dei prezzi nell'area dell'euro, riconducibile al contesto esterno negli ultimi due anni, riflette differenti fattori. I prezzi del petrolio e delle materie prime alimentari espressi in dollari sono rimasti, nel complesso, relativamente stabili dopo essersi innalzati negli scorsi anni, mentre le quotazioni delle materie prime industriali sono persino diminuite dalla fine del 2011 (cfr. figura A). All'esaurirsi delle pressioni al rialzo originate da tali fattori si è aggiunto l'apprezzamento nominale dell'euro dalla metà del 2012, sia rispetto al dollaro sia in termini effettivi a fronte dei principali partner commerciali (cfr. figura B). Inoltre, l'inflazione è scesa sia nelle economie emergenti sia in quelle avanzate dalla fine del 2011 (cfr. figura C). Mentre questa flessione registrata in vari paesi è legata prevalentemente all'impatto al ribasso sui tassi di inflazione dovuto ai prezzi relativamente stabili delle materie prime, le pressioni più contenute sui prezzi a livello mondiale riflettono anche la capacità inutilizzata in differenti parti del mondo<sup>1)</sup>. Ciò avrebbe determinato le pressioni al ribasso sui prezzi sia dei beni intermedi sia dei prodotti finali importati nell'area dell'euro, in aggiunta a quelle originate dagli andamenti dei prezzi delle materie prime e dei tassi di cambio.

L'effetto combinato di differenti fattori esterni si riflette in ampia misura sulla dinamica dei prezzi all'importazione (espressi in euro) dei beni industriali (cfr. figura D). Di fatto, la dinamica dei prezzi delle importazioni dall'esterno dell'area dell'euro è scesa sensibilmente dall'ottobre 2011, di circa 12 punti percentuali. Tale contrazione è dovuta principalmente alla componente energetica (che ha contribuito per circa il 70 per cento al calo), ma anche ad altre componenti, in particolare nel periodo più recente. Ad esempio, la dinamica dei prezzi all'importazione dei beni di consumo è scesa di circa 5 punti percentuali tra ottobre 2011 e marzo 2014 e, considerato il loro peso rispetto

**Figura A Prezzi delle materie prime petrolifere e non petrolifere**

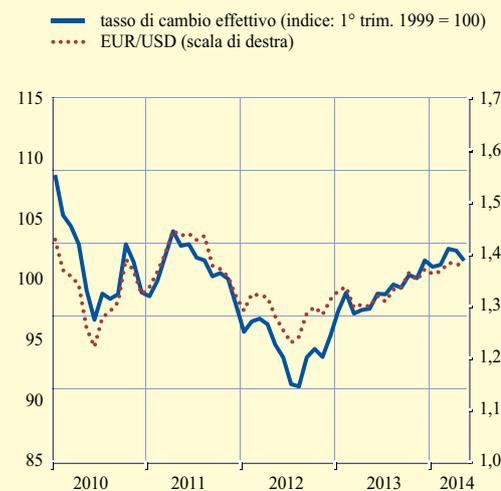
(dati mensili, indice: 2010 = 100)



Fonti: Datastream e HWWI.  
Note: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2014

**Figura B Tasso di cambio nominale dell'euro**

(dati mensili)

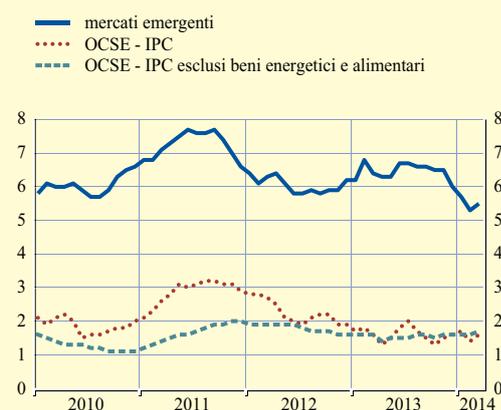


Fonti: BCE e Bloomberg.  
Note: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2014. Il tasso di cambio effettivo dell'euro è calcolato nei confronti di 19 partner commerciali

1) Per una disamina degli andamenti dell'inflazione mondiale, cfr. il riquadro *Le determinanti alla base della dinamica recente dell'inflazione a livello internazionale* nel numero di febbraio 2014 di questo Bollettino.

**Figura C Inflazione a livello mondiale**

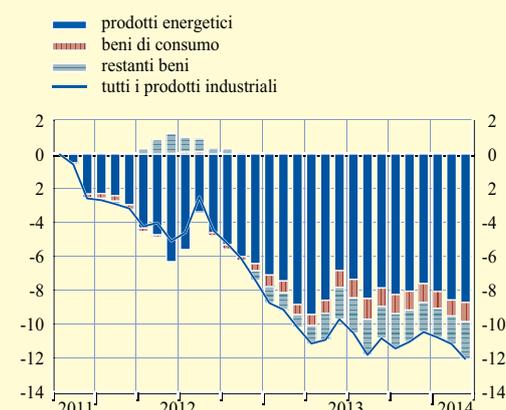
(dati mensili; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: OCSE, FMI-IFS e Haver Analytics.  
 Note: le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2014. La serie relativa ai mercati emergenti è una media ponderata per il PIL di 23 economie dei maggiori paesi emergenti.

**Figura D Contributi al calo dell'inflazione all'importazione dei beni industriali dall'ottobre 2011**

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



Fonti: elaborazioni dell'Eurostat e della BCE.  
 Note: le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2014. La copertura per prodotti è fornita dalle sezioni B, C e D della Classificazione statistica dei prodotti associata alle attività del 2008 e si riferisce alle importazioni dall'esterno dell'area dell'euro.

alle importazioni totali di beni industriali (pari a circa un quarto), tale componente ha fornito un contributo apprezzabile al recente calo dell'inflazione all'importazione.

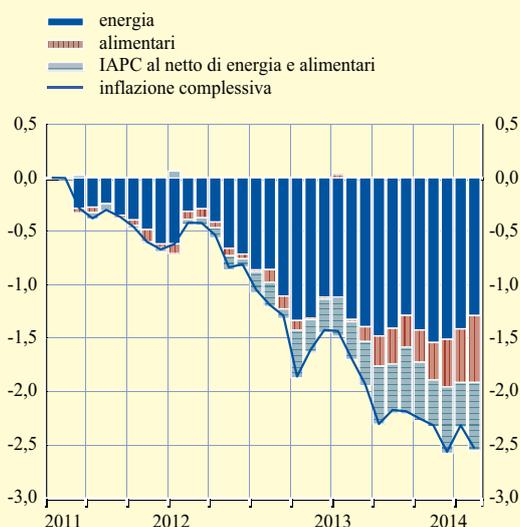
**L'impatto dei fattori esterni sull'inflazione armonizzata nell'area dell'euro**

Valutare la rilevanza dei fattori internazionali in relazione al calo dell'inflazione al consumo nell'area dell'euro presenta alcune difficoltà. In primo luogo, i vari fattori possono essere interconnessi e influire sulle variabili interne attraverso molteplici canali. In secondo luogo, l'impatto dei fattori internazionali sui prezzi al consumo nell'area dell'euro dipende da come i produttori e/o i dettaglianti adattano i loro margini in funzione delle variazioni dei costi.

In una certa misura, la rilevanza dei fattori internazionali può essere valutata in base ai contributi delle singole componenti dello IAPC all'inflazione complessiva (cfr. figura E), dato che alcune componenti, in particolare l'energia, sono più sensibili di altre a tali fattori. A tale riguardo, il calo dell'inflazione

**Figura E Contributi al calo dell'inflazione complessiva dall'ottobre 2011**

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



Fonti: elaborazioni dell'Eurostat e della BCE.  
 Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2014.

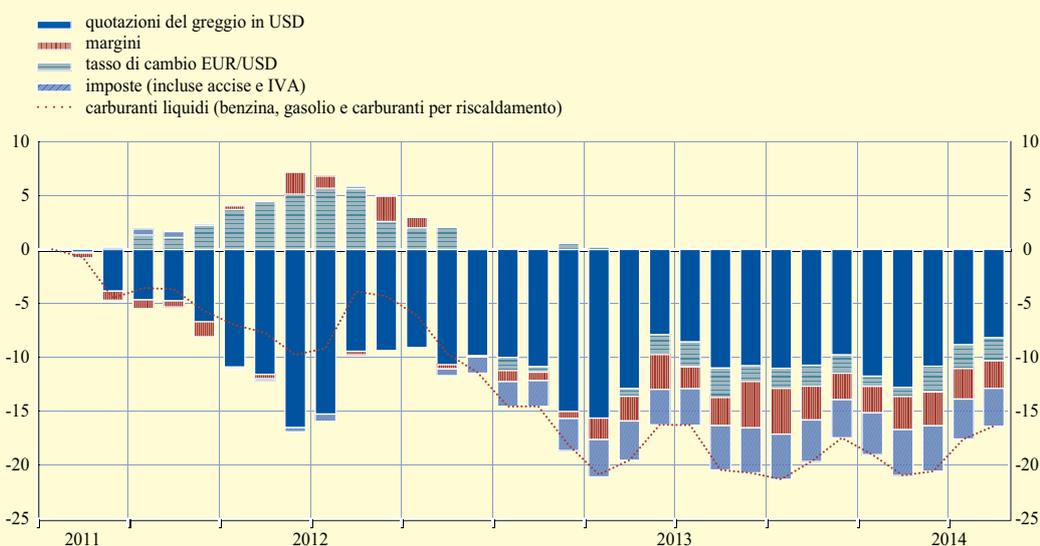
complessiva nell'area dell'euro dalla fine del 2011 è dovuto in gran parte alla componente energetica dello IAPC (intorno al 50 per cento).

Nell'ambito di tale componente sono i carburanti liquidi, in particolare, che risentono maggiormente dei fattori esterni tramite gli andamenti delle quotazioni petrolifere e il tasso di cambio euro/dollaro. La figura F mostra che le quotazioni del greggio hanno determinato in ampia misura il rallentamento dei prezzi dei carburanti liquidi, riflettendo la variazione da un contributo fortemente positivo alla fine del 2011 a un contributo trascurabile in base alle ultime indicazioni, dato che i corsi del greggio sono rimasti piuttosto stabili recentemente. Gli effetti disinflazionistici sull'inflazione dei carburanti sono stati determinati anche dall'apprezzamento nominale dell'euro rispetto al dollaro, dalla riduzione di costi e margini di raffinazione e distribuzione, nonché dall'esaurirsi dell'impatto delle variazioni delle imposte<sup>2)</sup>.

Quanto alla componente alimentare dello IAPC, essa ha contribuito per il 25 per cento al calo dell'inflazione armonizzata nell'area dell'euro dall'ottobre 2011. Ciò riflette anche l'impatto al ribasso di fattori esterni, come i prezzi mondiali delle materie prime, in particolare sui prodotti alimentari trasformati nell'indice<sup>3)</sup>. Tuttavia, il forte andamento al ribasso dell'inflazione degli alimentari negli ultimi mesi rispecchia piuttosto l'esaurirsi dei rincari degli alimentari freschi connessi alle condizioni meteorologiche nel 2013.

**Figura F Contributi al calo dell'inflazione dei prezzi dei carburanti liquidi dall'ottobre 2011**

(dati mensili; variazioni percentuali; contributi in punti percentuali)



Fonti: Bloomberg, Bollettino petrolifero settimanale della Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2014. I margini includono i costi e i margini derivanti dai processi di raffinazione e distribuzione.

2) Per una discussione più approfondita sulla scomposizione, cfr. il riquadro *L'evoluzione dei prezzi al consumo dei prodotti petroliferi nel 2011* nel numero di gennaio 2012 di questo Bollettino.

3) Cfr. il riquadro *Le materie prime alimentari e la politica agricola comune* nell'articolo *I corsi delle materie prime e il loro ruolo nella valutazione della crescita e dell'inflazione nell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2013 di questo Bollettino.

Sebbene il rallentamento dell'inflazione negli ultimi due anni sia stato determinato prevalentemente dagli andamenti dei prezzi dei beni energetici e alimentari, nel periodo più recente un contributo significativo è venuto anche dalle componenti dei servizi e dei beni industriali non energetici. In particolare, i prezzi sono più sensibili ai fattori esterni, dato che diverse voci di quest'ultima componente corrispondono a beni importati direttamente o prodotti internamente ma con un elevato contenuto di importazione. Per contro, i servizi, salvo alcune eccezioni, sono maggiormente influenzati da fattori interni, come il costo del lavoro <sup>4)</sup>. Inoltre, sui prezzi interni possono influire anche fattori strutturali dell'economia mondiale, come quelli che sono in relazione con la crescente mobilità dei fattori, la maggiore integrazione dei paesi con bassi costi nei mercati internazionali, i guadagni in termini di efficienza di costo connessi alla frammentazione dei processi produttivi e l'accresciuto livello di commerciabilità e sostituibilità di beni e servizi <sup>5)</sup>.

### Conclusioni

Il calo dell'inflazione nell'area dell'euro dalla fine del 2011 è riconducibile in ampia misura all'influenza di fattori esterni, come l'andamento moderato dei prezzi delle materie prime e l'apprezzamento dell'euro. È importante comprendere la natura del processo di disinflazione, perché un basso livello di inflazione dovuto a un calo dei prezzi delle materie prime può essere connesso a un impatto positivo sul potere d'acquisto e sul prodotto nell'area dell'euro, mentre un basso livello di inflazione risultante da un apprezzamento del tasso di cambio, pur rafforzando il reddito reale disponibile nel breve periodo, potrebbe avere effetti negativi sulla competitività. Ad ogni modo, trascurando le influenze esterne, l'andamento disinflazionistico dalla fine del 2011 rispecchia anche la debolezza della domanda interna nell'area dell'euro.

- 4) Cfr. il riquadro *Effetto dei prezzi dei servizi e dei beni industriali non energetici sul recente calo dell'inflazione misurata sullo IAPC* nel numero di marzo 2014 di questo Bollettino.
- 5) Esistono crescenti evidenze empiriche che la stretta interconnessione dell'economia internazionale ha rafforzato l'influenza dei fattori mondiali sull'inflazione nazionale (cfr. Borio, C. e A. Filardo (2007), "Globalisation and inflation: new cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation", *Working Paper*, n. 227, BRI; Ciccarelli, M. e B. Mojon (2010), "Global inflation", *Review of Economics and Statistics*, vol. 92, n. 3, pagg. 524-535).

### 3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

Le pressioni inflazionistiche lungo la catena di formazione dei prezzi si sono ulteriormente attenuate nei primi quattro mesi del 2014 (cfr. tavola 9 e figura 42). Il contenimento delle spinte inflazionistiche a livello della produzione riflette la debolezza della domanda e dell'attività economica, nonché il rallentamento dei prezzi delle materie prime energetiche e non energetiche. Le misure ricavate dalle indagini congiunturali relative al grado di capacità inutilizzata nel settore manifatturiero dell'area dell'euro sono diminuite lentamente negli ultimi trimestri, pur rimanendo consistenti. L'andamento contenuto dei prezzi alla produzione agli inizi del 2014 suggerisce un certo ritardo nella risposta dei prezzi alla diminuzione del margine di capacità produttiva inutilizzata, almeno rispetto alle regolarità storiche. Inoltre, un'ulteriore riduzione dei prezzi alla produzione sarebbe riconducibile agli sforzi compiuti dai produttori dell'area per mantenere le rispettive quote di mercato sulla scia dell'apprezzamento dell'euro a partire dalla metà del 2012.

L'inflazione alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) ha continuato a registrare tassi di crescita negativi nel 2014 e si è collocata a -1,2 per cento in aprile. Il tasso di variazione sui

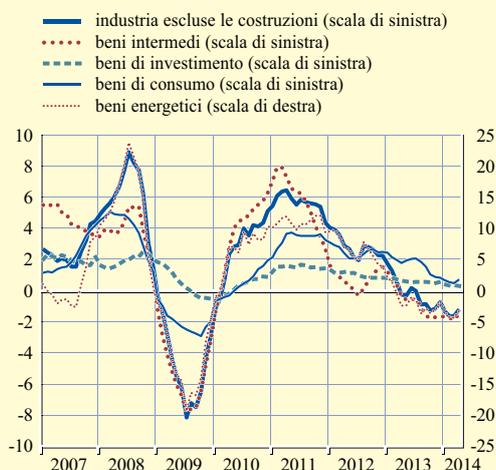
dodici mesi dei prezzi alla produzione al netto delle costruzioni e dell'energia si è collocato a -0,3 per cento in aprile, sostanzialmente invariato rispetto ai mesi precedenti.

Le spinte inflazionistiche sui beni industriali non energetici del paniere IAPC sono rimaste sostanzialmente stabili su livelli contenuti. L'inflazione alla produzione dei beni di consumo non alimentari ha mostrato una costante tendenza al ribasso nel 2012 e all'inizio del 2013, stabilizzandosi su livelli modesti, ma lievemente positivi, dall'aprile dello scorso anno. Anche i dati delle recenti indagini congiunturali segnalano che le spinte inflazionistiche sono contenute ma stabili. Per quanto riguarda il PMI, l'indice dell'indagine al dettaglio dei prezzi degli input per gli esercizi non alimentari ha oscillato intorno alla sua media storica (in base alla media mobile a tre mesi) tra ottobre 2013 e aprile 2014, per poi scendere sotto la media in maggio. Ai primi stadi della catena di formazione dei prezzi, anche le pressioni inflazionistiche sono rimaste sostanzialmente stabili su livelli modesti, considerando che il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni intermedi e quello delle materie prime hanno continuato a oscillare in territorio negativo ed entro intervalli relativamente ristretti.

Le spinte inflazionistiche sui beni alimentari nel paniere dello IAPC si stanno riducendo da diverso tempo. Tuttavia, di recente sono emerse le prime indicazioni che tale andamento flettente si è interrotto agli ultimi stadi della catena di formazione dei prezzi. La dinamica annuale dell'inflazione alla produzione dei beni alimentari di consumo è aumentata allo 0,7 per cento in aprile, dallo 0,3 in marzo. Inoltre, i dati delle indagini PMI mostrano che i prezzi degli input per i dettaglianti di prodotti alimentari, che nel complesso sono diminuiti nel 2014 rispetto alla fine del 2013, hanno segnato una ripresa in maggio. Ai primi stadi della catena di formazione dei prezzi, la variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dell'UE per le materie prime alimentari è diminuita in maggio, interrompendo la tendenza al rialzo osservata nei primi mesi del 2014, che aveva lasciato purtuttavia la dinamica in territorio negativo. In maggio la variazione tendenziale dei prezzi mondiali di tali materie espressa in euro è diminuita, pur rimanendo positiva dopo dodici mesi di tassi negativi fino allo scorso marzo.

**Figura 42 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria**

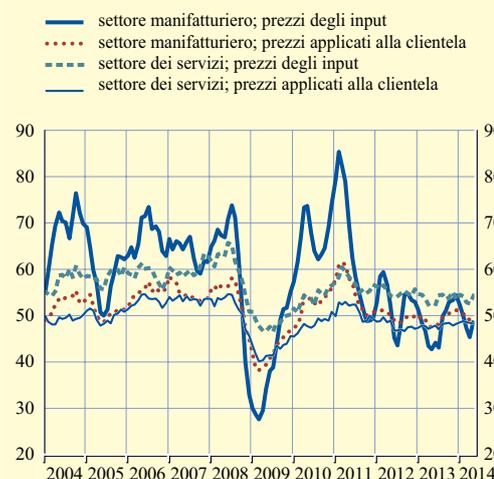
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura 43 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.

In un'ottica settoriale, le ultime evidenze basate sulle indagini confermano il contenimento delle spinte inflazionistiche sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi. In maggio l'indice dei prezzi degli input e quello dei prezzi di vendita sono aumentati nel settore manifatturiero. Anche nel settore dei servizi è salito l'indice dei prezzi degli input, mentre quello dei prezzi degli output è sceso in misura marginale. Tutti i sottoindici hanno continuato a oscillare in prossimità del valore soglia di 50 e al di sotto delle rispettive medie di lungo periodo (cfr. figura 43). Secondo l'indagine della Commissione europea, le aspettative sui prezzi di vendita sia nell'industria (al netto delle costruzioni) sia nel settore dei servizi sono migliorate leggermente in maggio, portandosi su livelli di poco inferiori alle rispettive medie di lungo periodo.

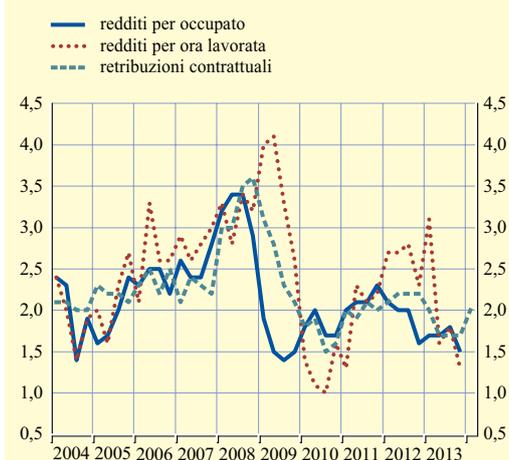
### 3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Gli ultimi dati sul costo del lavoro confermano le moderate pressioni sui prezzi interni, in linea con la debolezza del mercato del lavoro nell'area dell'euro (cfr. tavola 10 e figura 44). Nel quarto trimestre del 2013 la crescita salariale sul periodo corrispondente è diminuita in termini sia di redditi per occupato sia di ore lavorate. La dinamica salariale nell'area dell'euro cela ancora differenze sostanziali tra i singoli paesi.

Nel quarto trimestre del 2013 i redditi per occupato sono aumentati dell'1,5 per cento sul periodo corrispondente, a fronte di un incremento dell'1,8 per cento nel terzo trimestre. Il rallentamento ha interessato tutti i settori, ad eccezione dei servizi non di mercato (cfr. figura 45). L'accelerazione dei redditi per occupato nei servizi non di mercato riflette essenzialmente un'inversione delle misure temporanee di riduzione delle retribuzioni nel settore pubblico adottate nel 2012 in alcuni paesi dell'area. Al di là di tale effetto, la crescita dei redditi per occupato si è mantenuta relativamente stabile negli ultimi trimestri, sostanzialmente in linea con quella delle retribuzioni contrattuali, che è rimasta in-

Figura 44 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i dati si riferiscono agli Euro 18.

Tavola 10 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2012	2013	2013 1° trim.	2013 2° trim.	2013 3° trim.	2013 4° trim.	2014 1° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,2	1,8	2,0	1,7	1,7	1,7	2,0
Redditi per occupato	1,9	1,6	1,7	1,7	1,8	1,5	.
Redditi per ore lavorate	2,6	1,9	3,1	1,6	1,8	1,3	.
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	0,0	0,4	0,0	0,5	0,6	1,0	.
Costo del lavoro per unità di prodotto	1,9	1,2	1,8	1,2	1,2	0,5	.

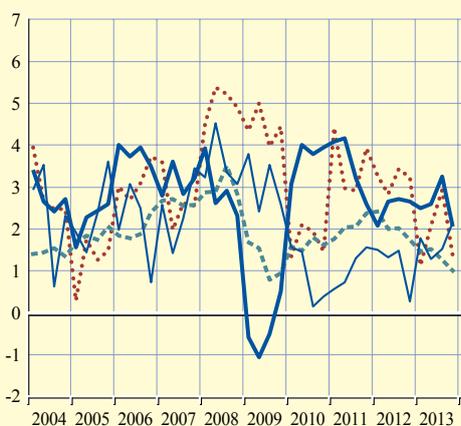
Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i dati si riferiscono agli Euro 18.

Figura 45 Andamenti del costo del lavoro per settore

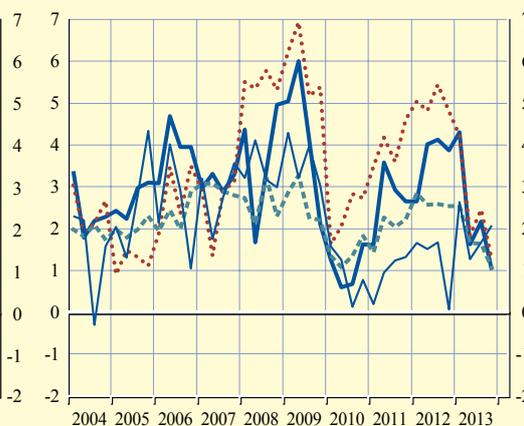
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

**Redditi per occupato**

- industria, escluse le costruzioni
- ... costruzioni
- - - servizi di mercato
- servizi non di mercato

**Indice del costo orario del lavoro**

- industria, escluse le costruzioni
- ... costruzioni
- - - servizi di mercato
- servizi non di mercato



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati si riferiscono agli Euro 18. I "servizi non di mercato" si riferiscono alle attività fornite dalle amministrazioni pubbliche e da istituzioni private no profit nel campo della pubblica amministrazione, dell'istruzione e della sanità (approssimati dalla somma delle sezioni da O a Q della classificazione statistica delle attività economiche della Comunità europea, nota come "NACE Rev.2"). I "servizi di mercato" sono definiti per differenza rispetto al totale dei servizi (sezioni da G a U della classificazione NACE Rev. 2).

riata all'1,7 per cento nel terzo e quarto trimestre del 2013. La dinamica delle retribuzioni contrattuali si è collocata al 2,0 per cento nel primo trimestre del 2014, principalmente a causa di fattori una tantum in Germania. La crescita dei salari misurata dai redditi per ore lavorate è diminuita dall'1,8 all'1,3 per cento tra il terzo e il quarto trimestre del 2013.

Il perdurare di questa moderata crescita salariale, unitamente a un aumento della produttività, ha determinato il graduale rallentamento del costo del lavoro per unità di prodotto nel 2013. Nel quarto trimestre del 2013 il tasso di variazione tendenziale della produttività del lavoro si è collocato all'1,0 per cento, a fronte dello 0,6 nel trimestre precedente. Inoltre, l'accelerazione della produttività, insieme al rallentamento dei redditi per occupato, hanno fatto scendere la dinamica del costo unitario del lavoro allo 0,5 per cento.

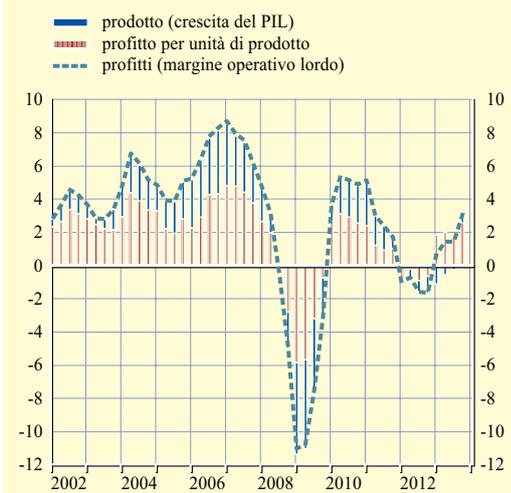
### 3.4 ANDAMENTI DEI PROFITTI SOCIETARI

La crescita dei profitti societari (misurati in termini di margine operativo lordo) si è rafforzata nel corso del 2013, dopo il calo registrato nel 2012 (cfr. figura 46). Nel quarto trimestre del 2013 la crescita dei profitti è aumentata al 3,1 per cento sul periodo corrispondente, dall'1,4 nei due trimestri precedenti. La crescita degli utili nel corso dell'anno è aumentata a causa sia di un'accelerazione del PIL sia, in misura più considerevole, della crescita degli utili unitari (ossia gli utili per unità di prodotto).

L'aumento degli utili nei principali settori economici nel corso del 2013 è stato trainato da un graduale rafforzamento nel settore dei servizi di mercato e, più di recente, da una forte ripresa del

**Figura 46 Scomposizione della crescita dei profitti dell'area dell'euro in prodotto e profitto per unità di prodotto**

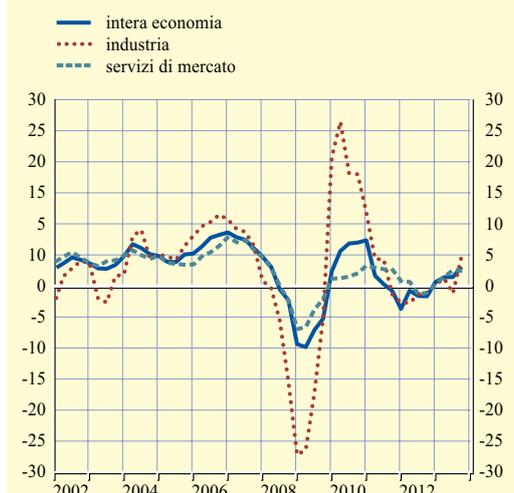
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i dati si riferiscono agli Euro 18.

**Figura 47 Andamenti dei profitti nell'area dell'euro nei principali comparti**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i dati si riferiscono agli Euro 18.

settore industriale. Nel quarto trimestre del 2013 la crescita dei profitti nel comparto dei servizi di mercato è stata pari al 2,4 per cento e il loro livello è tornato al massimo pre-recessione registrato nel primo trimestre del 2008. La crescita dei profitti nel settore industriale è salita al 4,8 per cento nel quarto trimestre del 2013, sebbene il loro livello non sia ancora tornato al massimo pre-recessione a causa dall'andamento più moderato e volatile nei trimestri precedenti.

### 3.5 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Sulla base delle informazioni attualmente disponibili, l'inflazione dovrebbe rimanere su livelli contenuti nei prossimi mesi, per poi aumentare solo gradualmente nel 2015 e 2016.

Tale quadro è in linea con l'opinione secondo cui il rischio di deflazione nell'area dell'euro sarebbe remoto allo stato attuale. In particolare, non vi sono segnali di un calo dei prezzi prolungato e generalizzato e le aspettative a medio-lungo termine rimangono saldamente ancorate, in linea con l'obiettivo della BCE di mantenere i tassi di inflazione a livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento sul medio termine (cfr. Riquadro 5).

Per quanto riguarda le prospettive a breve termine delle componenti principali dello IAPC, la variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici dovrebbe rimanere prossima a un valore nullo o negativo per tutto l'anno, soprattutto di riflesso al calo ipotizzato delle quotazioni petrolifere in euro. Anche la diminuzione ipotizzata dei prezzi al consumo del gas, dopo le riduzioni nei mercati all'ingrosso e quelle amministrative o collegate alle imposte in diversi paesi, eserciterà un freno sull'inflazione dei beni energetici nel breve periodo.

L'inflazione dei beni alimentari freschi è stata fortemente influenzata dalle recenti condizioni meteorologiche. La dinamica dei prezzi di questi beni dovrebbe scendere fino all'inizio dell'e-

state per poi tornare a salire nell'ultima parte dell'anno, trainata da un effetto base positivo, fino a raggiungere livelli prossimi al 2 per cento nel secondo trimestre del prossimo anno.

L'inflazione dei beni alimentari trasformati dovrebbe ridursi nei prossimi mesi per poi stabilizzarsi su livelli intorno all'1,3 per cento nella seconda metà di quest'anno. L'iniziale andamento al ribasso riflette un ritardo nella trasmissione del calo dei prezzi alla produzione dell'UE per le materie prime alimentari osservato dal maggio 2013. La sostanziale stabilità dell'inflazione prevista per gli alimentari trasformati nel prossimo anno cela le pressioni al ribasso susseguenti al recente calo dei prezzi alla produzione per i prodotti caseari, mentre i prezzi dei cereali e quelli all'importazione di caffè e cacao sono una fonte di pressioni al rialzo.

L'inflazione dei beni industriali non energetici dovrebbe aumentare gradualmente nella seconda metà del 2014 e raggiungere livelli prossimi alla sua media di lungo periodo nel secondo trimestre del 2015. Il basso livello di inflazione di questa componente riflette la domanda di consumi ancora debole e la dinamica salariale complessivamente modesta, nonché l'effetto frenante esercitato dai prezzi dei beni importati (legato al recente apprezzamento dell'euro e alla bassa inflazione su scala mondiale). La moderata accelerazione a partire dalla seconda metà del 2014 rispecchia i miglioramenti attesi nei consumi privati e nella crescita salariale.

L'inflazione dei servizi dovrebbe rimanere su livelli inferiori all'1,5 per cento nei prossimi mesi, per poi aumentare moderatamente nel quarto trimestre del 2014. Il lieve aumento nell'ultima parte del 2014 e oltre riflette principalmente il moderato impatto della domanda e gli aumenti salariali più elevati in alcuni paesi.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in giugno dagli esperti dell'Eurosistema prevedono che l'inflazione si collochi allo 0,7 per cento nel 2014, all'1,1 per cento nel 2015 e all'1,4 per cento nel 2016. Nell'ultimo trimestre del 2016 l'inflazione armonizzata dovrebbe collocarsi all'1,5 per cento. Rispetto all'esercizio condotto in marzo dagli esperti della BCE, le proiezioni dell'inflazione per il 2014, 2015 e 2016 sono state riviste al ribasso. Le proiezioni sono soggette a una serie di ipotesi tecniche che tengono conto dei tassi di cambio e delle quotazioni petrolifere, nonché del fatto che il livello di incertezza è in crescita con l'estendersi dell'orizzonte previsivo (cfr. l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel giugno 2014*).

I rischi sia al rialzo sia al ribasso per le prospettive sull'andamento dei prezzi restano contenuti e sostanzialmente bilanciati nel medio periodo. In tale contesto, le possibili ripercussioni dei rischi geopolitici e degli andamenti del tasso di cambio saranno tenute sotto stretta osservazione.

#### Riquadro 5

##### RISCHIO DI DEFLAZIONE?

Nell'area dell'euro l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC è scesa sensibilmente negli ultimi anni, dal 3,0 per cento nel novembre 2011 allo 0,5 nel maggio 2014<sup>1)</sup>. In un contesto di modesta crescita economica e debole creazione di moneta e credito, questo calo ha dato il via a una discussione sulla misura in cui esiste un rischio di deflazione nell'area dell'euro.

1) Secondo la stima preliminare dell'Eurostat per maggio 2014.

In tale contesto, è importante distinguere tra le diverse definizioni del termine deflazione. Alcuni osservatori, adottando un'accezione molto ristretta, parlano di deflazione quando il tasso annuo di inflazione rimane negativo per un periodo di tre mesi. Su tale base, l'FMI di recente ha stimato il rischio di deflazione nell'area dell'euro intorno al 20 per cento alla fine del 2014<sup>2)</sup>. Tali stime tuttavia sono notevolmente fuorvianti, dato che non fanno distinzione tra la natura degli shock che determinano l'inflazione, né prendono in esame la persistenza della dinamica dei prezzi.

In una prospettiva più ampia e significativa, è preferibile considerare la natura degli shock che determinano un calo dell'inflazione, il più ampio contesto economico e l'andamento delle aspettative di inflazione. Di fatto, tassi di inflazione fortemente negativi sono fonte di preoccupazione se si creano interazioni negative con l'economia reale. Ad esempio, un periodo di protratta deflazione fa aumentare l'onere per il servizio del debito, e la reazione di banche, famiglie e imprese potrebbe creare ulteriori interazioni negative tra l'economia reale e il livello dei prezzi<sup>3)</sup>.

Nel valutare il rischio di deflazione, è essenziale individuare la natura e la persistenza dei fattori determinanti e, in particolare, stimare in che misura la dinamica dell'inflazione è dovuta a forze dal lato dell'offerta o della domanda. È possibile che l'indice complessivo dei prezzi diventi negativo per un breve periodo sulla scia di shock transitori dal lato dell'offerta, come le variazioni dei prezzi delle materie prime. Ciò è accaduto nel 2009 nell'area dell'euro e in altri paesi. Tuttavia, un periodo di inflazione annua negativa di per se non è indicativo di deflazione, in un senso economico significativo, a meno che il calo dei prezzi diventi generalizzato e venga incorporato nelle aspettative di inflazione<sup>4)</sup>. Ad esempio, se le attese di inflazione a lungo termine rimangono stabili, le oscillazioni dei prezzi delle materie prime avranno solo effetti transitori sull'inflazione. Inoltre, è fondamentale distinguere l'impatto degli shock dal lato dell'offerta dovuti alle riforme strutturali, che possono avere implicazioni per l'andamento dell'inflazione nell'orizzonte rilevante per la politica economica<sup>5)</sup>. Anche se le riforme strutturali inizialmente possono determinare pressioni al ribasso sui tassi di inflazione, rispecchiando altresì i progressi compiuti dal lato dell'offerta, l'inflazione dovrebbe aumentare nel tempo con la graduale ripresa della domanda aggregata.

Alcuni criteri empirici, che distinguono tra la vera deflazione e l'andamento contenuto dei prezzi di natura meno pericoloso, sono:

- un tasso di inflazione al consumo negativo per un periodo prolungato;
- un tasso di variazione negativo dei prezzi di un ampio insieme di voci nel paniere di beni e servizi;
- aspettative di inflazione a lungo termine disancorate e chiaramente inferiori a livelli coerenti con la definizione di stabilità dei prezzi della banca centrale;
- tassi di crescita del PIL persistentemente molto bassi o negativi e/o tassi di disoccupazione elevati e in aumento.

2) *World Economic Outlook* dell'FMI dell'aprile 2014, pag. 15.

3) Per ulteriori informazioni sul canale di deflazione del debito, cfr. il riquadro *Financial stability challenges posed by very low rates of consumer price inflation* nella *Financial Stability Review* della BCE del maggio 2014.

4) Una definizione simile di deflazione è stata proposta in *La politica monetaria della BCE*, BCE, 2011.

5) L'inflazione annua può divenire temporaneamente negativa per effetto di andamenti di riduzione dei costi dal lato dell'offerta. Alcuni esempi sono i forti aumenti di produttività disgiunti da incrementi proporzionali dei salari, le riduzioni tariffarie o le variazioni delle ragioni di scambio dovute, ad esempio, a un calo delle quotazioni petrolifere. Cfr. anche il riquadro *L'attuale periodo di disinflazione nell'area dell'euro* nel numero di marzo 2009 di questo Bollettino.

Nel caso dell'area dell'euro non si devono confondere gli aggiustamenti dei prezzi relativi con le variazioni complessive del livello dei prezzi: per parlare in senso proprio di deflazione, il calo generalizzato e persistente del livello dei prezzi deve interessare vari paesi. Non c'è rischio di vera deflazione fin quando l'inflazione armonizzata nell'area dell'euro è in linea con la stabilità dei prezzi. Talvolta i tassi di inflazione negativi nei singoli paesi possono essere coerenti con il regolare funzionamento di un'unione monetaria, dato che essi contribuiscono al recupero di competitività, ossia possono segnalare aggiustamenti dei prezzi relativi dal lato dell'offerta.

### Episodi storici di deflazione

La prospettiva storica suffraga la nozione che la deflazione debba essere considerata come un calo generalizzato e persistente del livello dei prezzi che viene incorporato nelle aspettative di inflazione, rafforzando quindi l'andamento negativo dei prezzi.

Dagli anni cinquanta alcune economie avanzate, fra cui Canada, Hong Kong, Israele, Giappone, Norvegia, Svizzera e Stati Uniti, hanno registrato periodi di inflazione negativa. Tuttavia, raramente questi periodi si sono trasformati in episodi di vera deflazione, perché spesso hanno avuto breve durata ed effetti piuttosto positivi sull'economia reale. In generale, i periodi di inflazione negativa indotti dal lato dell'offerta hanno avuto costi economici contenuti, se non nulli, rispetto a quelli dei periodi di inflazione negativa riconducibili prevalentemente al lato della domanda.

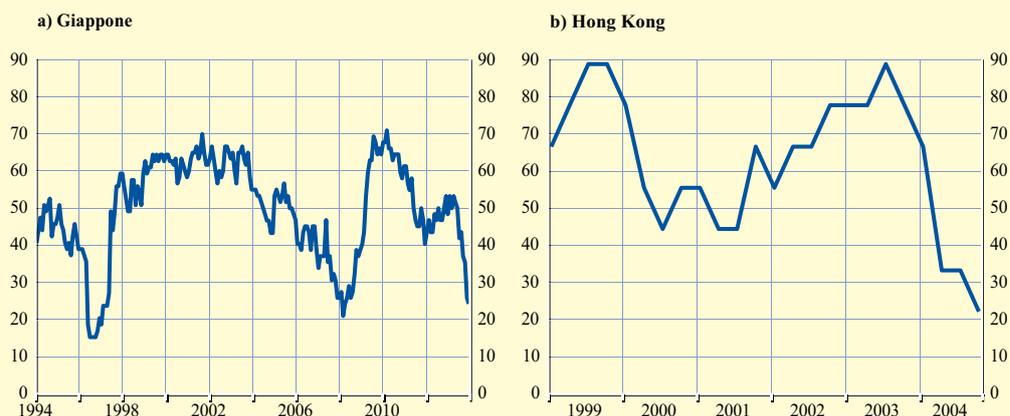
I periodi di inflazione negativa negli Stati Uniti, in Canada e Norvegia tra la fine degli anni quaranta e la metà degli anni cinquanta, in Israele nel 2003 e 2004 e in Svizzera nel 2009 e tra la fine del 2011 e la metà del 2014, possono rientrare nella definizione di deflazione solo in senso strettamente tecnico. Il calo dei prezzi ha interessato una bassa percentuale di voci, senza avere effetti rilevanti sulla crescita del PIL né, ove disponibili, sulle aspettative di inflazione a medio-lungo termine. Il caso della Svizzera negli ultimi anni risalta per i tassi di inflazione persistentemente negativi o nulli, benché le determinanti di questa dinamica dei prezzi vadano ricercate nei fattori esterni piuttosto che nella debolezza della domanda interna. Di fatto, in questo periodo l'economia svizzera è cresciuta a un ritmo sostenuto.

I casi recenti di vera deflazione nelle economie avanzate sono in numero molto limitato. I due episodi più marcati di deflazione dalla fine della Seconda Guerra Mondiale si sono verificati in Giappone (1995-2013) e a Hong Kong (1999-2004). In entrambi i casi la deflazione è stata provocata dallo sgonfiarsi dei prezzi delle attività. Di fatto, dopo periodi di espansione insostenibili finanziati tramite prestiti, il crollo dei prezzi delle attività (e gli aggiustamenti di bilancio nei settori pubblico e privato che ne conseguono) può essere una fonte di deflazione persistente più importante dei tradizionali shock dal lato della domanda e dell'offerta<sup>6)</sup>. In entrambi gli episodi la deflazione è stata generalizzata, con contributi costantemente negativi forniti da numerose componenti di fondo dei prezzi di beni e servizi (cfr. figura A). Allo stesso tempo, questi due periodi prolungati di tassi di inflazione negativi si sono accompagnati a stagnazione dell'attività economica. Inoltre, nel caso del Giappone, le aspettative di inflazione a lungo termine hanno mostrato un certo disancoraggio, pur rimanendo in territorio positivo (cfr. figura B). Va notato che Hong Kong è una piccola economia aperta e il Giappone può rappresentare un punto di riferimento più utile per altre economie avanzate.

6) Cfr. anche Bordo, M. e Filardo A. (2005), "Deflation in a historical perspective", *Working Paper*, n. 186, BRI.

### Figura A Percentuale di voci con tassi di inflazione annuali negativi durante gli episodi di deflazione in Giappone e a Hong Kong

(percentuale del totale delle voci)

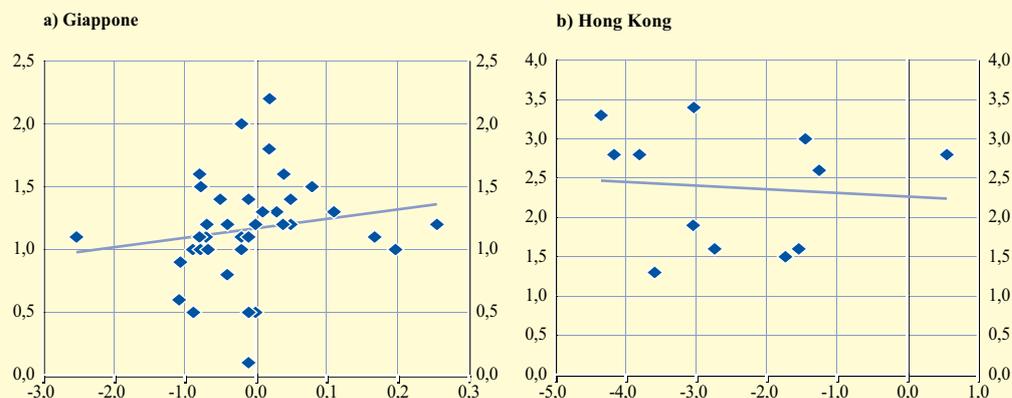


Fonti: Ministero degli Affari interni e delle comunicazioni giapponese ed elaborazioni della BCE.  
Note: l'IPC è scomposto in 62 voci. Dati mensili.

Fonti: Census and Statistics Department di Hong Kong ed elaborazioni della BCE.  
Note: l'IPC è scomposto in nove voci. Dati trimestrali.

### Figura B Aspettative di inflazione a lungo termine e inflazione effettiva in Giappone e a Hong Kong

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati semestrali; asse delle ascisse: inflazione effettiva; asse delle ordinate: aspettative di inflazione a lungo termine)



Fonti: Consensus Economics, Ministero degli Affari interni e delle comunicazioni giapponese ed elaborazioni della BCE.  
Nota: dati relativi al periodo 1995-2013.

Fonti: Consensus Economics, Census and Statistics Department di Hong Kong ed elaborazioni della BCE.  
Nota: dati relativi al periodo 1999-2004.

### Esiste rischio di deflazione nell'area dell'euro?

I bassi tassi di inflazione nell'area dell'euro sono il risultato della confluenza di fattori sia dal lato della domanda sia da quello dell'offerta. Il ruolo più rilevante lo hanno avuto i fattori internazionali dal lato dell'offerta, incluso il rallentamento dei prezzi di beni energetici e alimentari. Anche l'apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro ha contribuito al calo dell'inflazione, ampliando l'effetto della dinamica dei prezzi delle materie prime. Fattori locali, come

l'impatto delle riforme strutturali sui mercati del lavoro e dei prodotti, hanno altresì contribuito all'attenuarsi delle pressioni sui prezzi. Allo stesso tempo, alcuni fattori dal lato della domanda hanno gravato sull'inflazione, in particolare nei paesi dove gli eccessi pre-crisi non sono stati ancora riassorbiti. Tuttavia, a livello aggregato nell'area dell'euro, la situazione attuale non lascia presagire che un episodio di vera deflazione sia imminente, per le seguenti ragioni:

- la percentuale di voci con tassi di crescita negativi non è particolarmente elevata rispetto ai precedenti episodi di disinflazione (cfr. figura C);
- non vi sono evidenze di un disancoraggio delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine. Le misure basate sulle indagini e sul mercato, sia i contratti obbligazionari sia quelli swap sono rimaste su livelli, in linea con l'obiettivo di inflazione della BCE (cfr. figura D)<sup>7)</sup>;
- le più recenti proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema suggeriscono che, anche se le pressioni sui prezzi rimarranno modeste per un periodo prolungato, l'inflazione armonizzata dovrebbe aumentare gradualmente;
- inoltre, la crescita economica dovrebbe migliorare gradualmente, mentre la disoccupazione sta diminuendo a partire da livelli elevati<sup>8)</sup>.

Anche se in alcuni paesi dell'area dell'euro si stanno registrando aggiustamenti significativi dei prezzi relativi, è altamente improbabile che tali processi portino a una spirale deflattiva al ribasso, dato che i guadagni di competitività stanno già sostenendo le esportazioni.

**Figura C Percentuale di voci dello IAPC con tassi di variazione negativi**

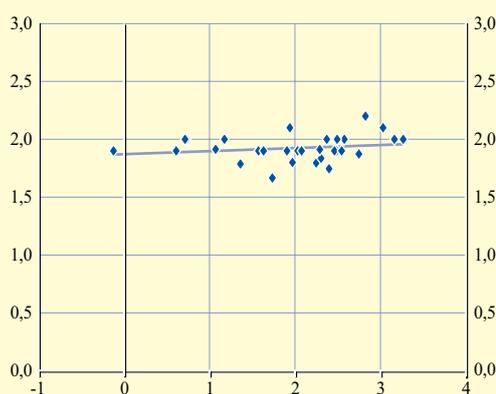
(percentuale del totale delle voci)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Note: percentuali di 85 voci con tassi di variazione inferiori a zero (non ponderati). I dati sono mensili e si riferiscono al periodo fino ad aprile 2014.

**Figura D Aspettative di inflazione a lungo termine e inflazione effettiva per l'area dell'euro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Consensus Economics, Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Note: l'asse delle x corrisponde all'inflazione effettiva sul periodo corrispondente e l'asse delle y alle aspettative di inflazione su un orizzonte da sei a dieci anni per Consensus Economics. Il periodo osservato va da aprile 1999 ad aprile 2014. Dati semestrali.

7) Cfr. anche il riquadro *Risultati della Survey of Professional Forecasters della BCE per il secondo trimestre del 2014* nel numero di aprile 2014 di questo Bollettino.

8) Cfr. l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel giugno 2014* in questo numero del Bollettino.

## Conclusioni

Il termine deflazione indica un calo generalizzato e persistente dei prezzi, con effetti negativi sulla crescita economica. Nel contesto dell'area dell'euro i rischi di deflazione devono essere valutati per l'area nel suo complesso, considerando che, nell'ambito di un'unione monetaria, l'inflazione negativa nei singoli paesi potrebbe riflettere variazioni dei prezzi relativi per recuperare competitività.

Nel confronto con episodi storici di vera deflazione nelle economie avanzate, il rischio di deflazione nell'area dell'euro sembra remoto allo stato attuale. In particolare, non vi sono evidenze di un calo dei prezzi marcato e generalizzato, e le aspettative sul medio-lungo termine rimangono ben ancorate. Inoltre, la ripresa economica nell'area dell'euro prosegue, contribuendo a un graduale assorbimento del sottoutilizzo della capacità produttiva. Sebbene il rischio di vera deflazione nell'area dell'euro sia ritenuto al momento remoto, il protrarsi di tassi di inflazione positivi ma bassi potrebbe essere, in determinate circostanze, fonte di timori e richiedere un'appropriata risposta di politica economica.

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

*Nel primo trimestre di quest'anno il PIL reale dell'area dell'euro è salito dello 0,2 per cento sul periodo precedente. Tale andamento ha confermato la graduale ripresa in atto, benché il dato sia stato lievemente inferiore alle attese. La maggior parte delle ultime indagini congiunturali segnala una moderata crescita anche nel secondo trimestre del 2014. In prospettiva, la domanda interna dovrebbe continuare a essere sostenuta da una serie di fattori, fra cui l'orientamento accomodante della politica monetaria, i continui miglioramenti delle condizioni di finanziamento che si trasmettono all'economia reale, i progressi compiuti sul fronte del risanamento dei conti pubblici e delle riforme strutturali e gli incrementi del reddito disponibile reale dovuti al calo delle quotazioni energetiche. Al tempo stesso, benché i mercati del lavoro abbiano mostrato alcuni ulteriori segnali di miglioramento, la disoccupazione resta elevata nell'area dell'euro e nel complesso la capacità produttiva inutilizzata permane consistente. Inoltre, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è rimasto negativo in aprile e i necessari aggiustamenti di bilancio nei settori pubblico e privato probabilmente seguiranno a gravare sul ritmo della ripresa economica.*

*Tale valutazione di una modesta ripresa trova conferma anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in giugno dagli esperti dell'Eurosistema, che prevedono un incremento del PIL in termini reali dell'1,0 per cento nel 2014, dell'1,7 nel 2015 e dell'1,8 nel 2016. Rispetto all'esercizio condotto in marzo dagli esperti della BCE, la proiezione per la crescita del PIL in termini reali nel 2014 è stata rivista al ribasso, mentre quella per il 2015 è stata corretta al rialzo. I rischi per le prospettive economiche dell'area dell'euro continuano a essere orientati al ribasso.*

### 4.1 LE COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

Nel primo trimestre del 2014 il PIL in termini reali è nuovamente aumentato, dello 0,2 per cento in termini congiunturali, dopo una crescita positiva nei tre periodi precedenti (cfr. figura 48). Tale risultato ha riflesso i contributi positivi forniti dalla domanda interna e dalla variazione delle scorte dopo il contributo negativo di quest'ultima nel quarto trimestre dello scorso anno. La domanda interna, pur contribuendo positivamente alla crescita nell'area dell'euro, ha evidenziato una dinamica più debole in alcuni paesi, in larga misura a causa degli andamenti inferiori alle attese dei consumi privati e degli investimenti. Tale debolezza tuttavia è in parte di natura temporanea e dovuta ai ridotti consumi energetici (a causa dell'inverno mite), nonché all'attuazione di provvedimenti fiscali (che hanno influito sul profilo di crescita dei consumi privati). Nel primo trimestre l'interscambio netto ha fornito un contributo negativo alla crescita, dato che l'aumento delle importazioni ha sopravanzato quello delle esportazioni.

Benché la crescita nel primo trimestre sia stata lievemente inferiore alle attese, i recenti indicatori economici sono in linea con il protrarsi della moderata ripresa in atto. In particolare, i fattori che hanno determinato il protratto periodo di crescita negativa osservato tra la fine del 2011 e l'inizio del 2013 si stanno invertendo e iniziano a sostenere la crescita in misura sempre più intensa. Il clima di fiducia delle imprese sta migliorando dalla fine del 2012, mentre la fiducia dei consumatori ha registrato una ripresa ancor più marcata e attualmente è sui livelli pre-crisi. Tali andamenti si sono inseriti in un contesto caratterizzato da un'attenuazione dell'incertezza macroeconomica, dal miglioramento delle condizioni di finanziamento e dall'evoluzione favorevole del reddito reale. La ripresa economica ha tratto beneficio anche dall'orientamento accomodante della politica monetaria e dai progressi compiuti finora sul fronte del risanamento dei conti pubblici e delle riforme strutturali.

I dati delle recenti indagini congiunturali sono coerenti con il protrarsi di una crescita moderata nel secondo trimestre del 2014. In aprile e in maggio sia l'indicatore del clima economico (ESI) della Commissione europea sia l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) composito relativo al prodotto si sono collocati in media su livelli superiori alle rispettive medie nel primo trimestre di quest'anno. La crescita rimarrebbe moderata nel corso del 2014, per poi aumentare lievemente nel 2015 (cfr. l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosystema nel giugno 2014*).

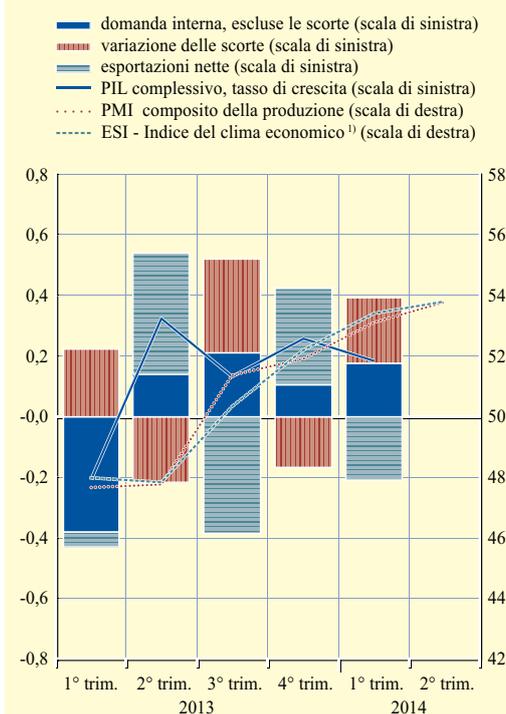
### CONSUMI PRIVATI

Nel primo trimestre del 2014 i consumi privati sono aumentati dello 0,1 per cento, dopo tre trimestri di crescita modesta. Questo risultato riflette per intero un incremento dei consumi dei beni al dettaglio, compensato in parte da un calo dei consumi di servizi e degli acquisti di autovetture. La debolezza della spesa per consumi nel primo trimestre sarebbe in parte di natura temporanea. In primo luogo, i consumi di servizi sono stati influenzati negativamente dalla debolezza dei consumi di energia a causa dell'inverno molto mite in Europa. In secondo luogo, anche l'aumento dell'IVA in un paese insieme agli incentivi fiscali per l'acquisto di autovetture in altri due paesi hanno influenzato la crescita dei consumi nel primo trimestre e quindi anche il loro profilo. Di fatto, gli andamenti recenti degli indicatori di breve termine e delle indagini congiunturali segnalano, nel complesso, un lieve aumento dei consumi, che sarebbe in linea con una crescita contenuta della spesa delle famiglie nel secondo trimestre dell'anno.

Guardando alle tendenze su un orizzonte più lungo, il rafforzamento della dinamica di fondo dei consumi privati iniziato nel secondo trimestre del 2013 ha rispecchiato in ampia misura l'andamento del reddito disponibile reale. Il reddito aggregato, che per un lungo periodo ha risentito negativamente del calo dell'occupazione, sta beneficiando in misura crescente della stabilizzazione dei mercati del lavoro e della moderazione del drenaggio fiscale. Inoltre, i redditi reali sono stati sostenuti dal basso livello di inflazione, che a sua volta ha rispecchiato in ampia misura il calo delle quotazioni energetiche (cfr. riquadro 6). Di fatto, nell'ultimo trimestre del 2013 il reddito disponibile reale si è collocato su un livello superiore dello 0,6 per cento a quello raggiunto un anno prima. Si tratta del primo incremento annuo dal secondo trimestre del 2011 e rappresenta un evidente miglioramento rispetto alla fine del 2012 e all'inizio del 2013, quando il reddito era sceso di quasi il 2 per cento in termini tendenziali. A seguito degli ultimi andamenti, le famiglie hanno aumentato il loro tasso di risparmio, che è rimasto comunque prossimo ai minimi storici.

**Figura 48 Crescita del PIL in termini reali e contributi, PMI composito relativo alla produzione e indice del clima economico della Commissione UE**

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



Fonti: Eurostat, Markit, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese ed elaborazioni della BCE. 1) L'ESI (Economic Sentiment Indicator) è normalizzato con la media e la deviazione standard del PMI relativo al periodo indicato nella figura.

## Riquadro 6

**TENDENZE RECENTI DEL REDDITO DISPONIBILE REALE DELLE FAMIGLIE**

Dopo un protratto periodo di flessione, nel quarto trimestre del 2013 il reddito disponibile reale delle famiglie dell'area dell'euro ha segnato per la prima volta un tasso di crescita positivo sul periodo corrispondente, pari allo 0,6 per cento, a fronte di un calo dello 0,3 per cento nel trimestre precedente. Fra i principali fattori che hanno contribuito a tale miglioramento si segnalano l'aumento dei redditi da lavoro dipendente e i redditi netti da capitale. Il recente calo dell'inflazione dei prezzi al consumo ha parimenti avuto un impatto positivo sull'andamento recente del reddito disponibile reale delle famiglie.

**Il reddito disponibile delle famiglie è recentemente aumentato**

Dopo un prolungato periodo di crescita negativa o stabile del reddito disponibile delle famiglie sia nominale sia reale, il reddito nominale è tornato ad aumentare nel corso del 2013. Il suo tasso di crescita sul periodo corrispondente si è collocato all'1,5 per cento nel quarto trimestre del 2013, in rialzo dall'1,0 per cento del trimestre precedente, beneficiando di una ripresa del PIL in termini reali (cfr. figura A).

Per effetto del protratto calo dell'occupazione e degli andamenti negativi o modesti dei salari reali, il reddito disponibile delle famiglie dell'area dell'euro in termini reali ha seguito una traiettoria discendente dal primo trimestre del 2010 al terzo trimestre del 2013, quando si è collocato su un livello del 2,5 per cento inferiore a quello registrato nel terzo trimestre del 2009. Ciononostante, grazie all'evoluzione positiva delle principali componenti del reddito lordo e al minore effetto negativo delle imposte dirette, nonché al rallentamento dell'inflazione dei prezzi al consumo, il tasso di crescita sul periodo corrispondente del reddito disponibile delle famiglie in termini reali è di recente divenuto positivo, collocandosi allo 0,6 per cento nel quarto trimestre dello scorso anno.

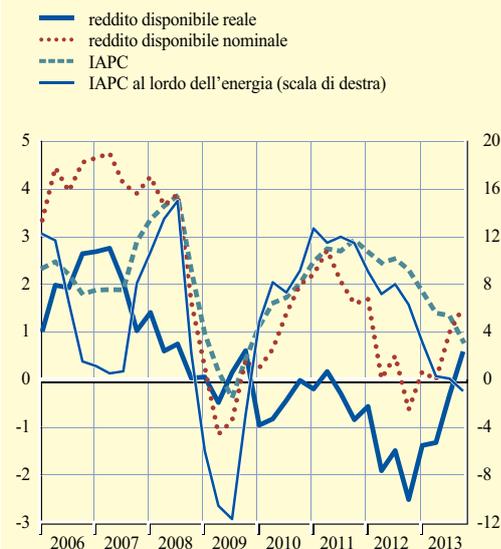
Il rafforzamento della crescita del reddito disponibile nominale lordo nel quarto trimestre del 2013 ha beneficiato soprattutto il settore delle famiglie, attraverso un aumento delle retribuzioni dei dipendenti (che hanno fornito un contributo positivo di 0,4 punti percentuali alla crescita del reddito disponibile) e un maggiore contributo dei redditi da proprietà e delle prestazioni sociali nette (i cui contributi sono entrambi cresciuti di 0,1 punti percentuali). Questi fattori, insieme al minore effetto negativo delle imposte dirette (ridottosi di 0,2 punti percentuali), hanno più che compensato la riduzione (di 0,2 punti percentuali) del contributo positivo del risultato lordo di gestione e del reddito misto lordo<sup>1)</sup> e il calo marginale del reddito netto da interessi nel contesto generale di tassi di interesse bassi (cfr. figura B).

In aggiunta, il calo dell'inflazione dei prezzi al consumo è stata all'origine del 40 per cento circa della ripresa del reddito disponibile delle famiglie in termini reali. L'inflazione nell'area dell'euro misurata sullo IAPC è gradualmente calata dagli elevati livelli osservati verso la fine del 2011. Tale flessione si deve in ampia misura a fattori esterni come i ribassi dei prezzi dell'energia e delle materie prime e l'andamento dei tassi di cambio. Il potere d'acquisto delle famiglie è stato rafforzato da questi fattori; ciò, a parità di altre condizioni, dovrebbe sostenere i consumi.

1) Le componenti principali del risultato lordo di gestione e del reddito misto lordo delle famiglie sono i profitti dei lavoratori autonomi proprietari di impresa e i canoni di affitto figurativi delle case occupate dai rispettivi proprietari.

**Figura A Reddito disponibile delle famiglie dell'area dell'euro, IAPC e IAPC al lordo dell'energia**

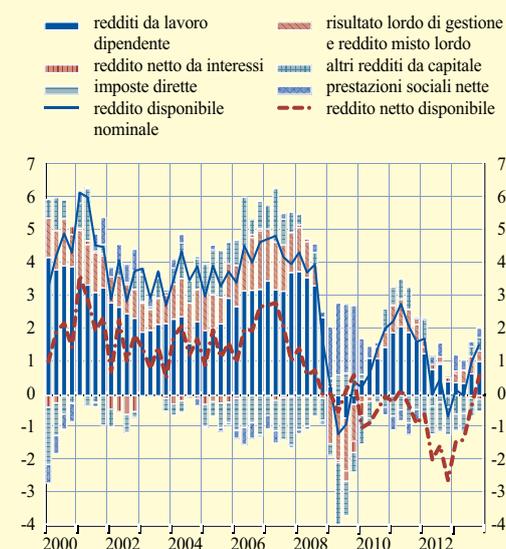
(variazioni percentuali sull'anno precedente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura B Reddito disponibile delle famiglie e sue componenti**

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

### Andamenti eterogenei tra paesi

Nei vari paesi gli andamenti sono stati assai diversi. I paesi non sottoposti a tensioni (ossia Germania, Francia, Paesi Bassi, Austria e Finlandia<sup>2)</sup>) hanno registrato una robusta crescita del reddito disponibile delle famiglie dal 2010, mentre nei paesi soggetti a tensioni (ossia Italia, Spagna, Grecia, Irlanda, Portogallo e Slovenia) si è verificato un protratto calo del reddito dal 2009 fino al terzo trimestre del 2013. Tale calo è stato interrotto solo brevemente fra il secondo e il quarto trimestre del 2011 da aumenti indotti dal risultato lordo di gestione e dal reddito misto lordo (cfr. figura C). In questi ultimi paesi il riequilibrio dei costi nominali è stato favorito da una correzione al ribasso dei salari nel 2012 e da un calo solo moderato degli stessi alla fine del 2013.

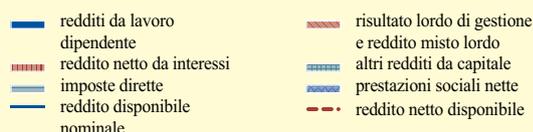
Di recente il reddito disponibile delle famiglie nei paesi soggetti a tensioni ha dato segni di stabilizzazione: in termini reali esso è diventato positivo nel quarto trimestre del 2013, e ciò per la prima volta dalla fine del 2011, per effetto del venir meno degli ingenti contributi negativi forniti dai redditi da lavoro dipendente e dai redditi da capitale. Sebbene la flessione del reddito disponibile reale delle famiglie abbia subito una considerevole moderazione dalla metà del 2013, nel quarto trimestre del 2013 tale reddito continuava a registrare una crescita negativa (del -0,4 per cento sul periodo corrispondente).

Scomponendo gli andamenti del reddito da lavoro nei contributi dell'occupazione e dei salari (retribuzioni per occupato) si rileva che la stabilizzazione del reddito nei paesi sottoposti a ten-

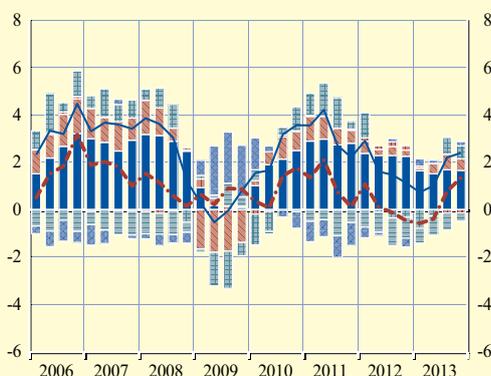
2) Si noti che i dati dei conti nazionali trimestrali per settore non sono disponibili per tutti i paesi dell'area dell'euro.

**Figura C Reddito disponibile delle famiglie e sue componenti nei paesi sottoposti a tensioni e negli altri paesi**

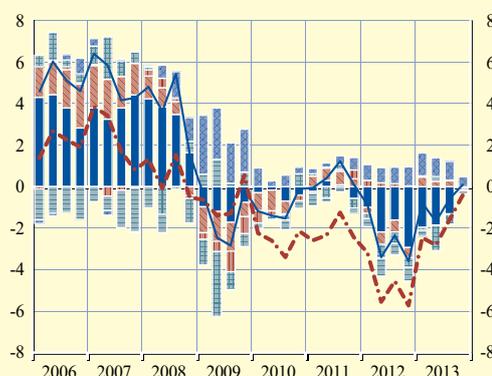
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



a) paesi non sottoposti a tensioni



b) paesi sottoposti a tensioni



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati dei conti nazionali trimestrali per settore istituzionale non sono disponibili per tutti i paesi dell'area dell'euro. Pertanto, l'aggregato relativo ai paesi non sottoposti a tensioni comprende Germania, Francia, Paesi Bassi, Austria e Finlandia, mentre quello relativo ai paesi sottoposti a tensioni comprende Italia, Spagna, Grecia, Irlanda, Portogallo e Slovenia.

sioni alla fine del 2013 è scaturita da un rallentamento significativo del calo dell'occupazione e da un aumento dei salari nominali (cfr. figura D). Tuttavia, in tali paesi l'aumento delle retribuzioni per occupato sul periodo corrispondente è altresì dovuto a un effetto base, che riflette la revoca delle misure intraprese in alcuni paesi nel 2012. Pertanto, il riequilibrio all'interno dell'area dell'euro, ossia le restanti esigenze di correzione degli squilibri di competitività, potrebbe non essere ancora terminato. La stessa indicazione proviene dalle recenti analisi settoriali del riequilibrio in atto nei conti correnti all'interno dell'area dell'euro<sup>3)</sup>.

### Gli aggiustamenti del costo del lavoro nei paesi soggetti alle tensioni migliorano la competitività

Il profilo del protratto calo del costo del lavoro dal 2009 al 2013 nei paesi sottoposti a tensioni potrebbe di fatto aver favorito gli andamenti del reddito complessivo nel medio periodo. A differenza dell'impatto negativo sul reddito delle famiglie derivante dalla correzione al ribasso dei salari fra il secondo trimestre del 2012 e lo stesso periodo del 2013, la flessione potrebbe aver contribuito a evitare una contrazione ancora più severa dell'occupazione. Inoltre, aiutando i paesi a riacquistare competitività, la correzione ha probabilmente evitato un calo più prolungato del reddito disponibile delle famiglie. Analogamente, una correzione nominale di questo tipo

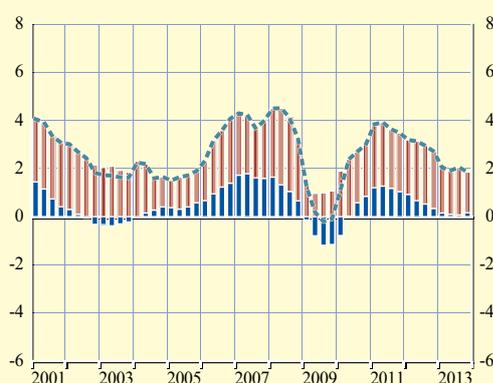
3) Cfr. i riquadri intitolati: *Contributi settoriali al riequilibrio nell'area dell'euro* nel numero di dicembre 2013 di questo Bollettino e *In quale misura la correzione delle partite correnti nei paesi dell'area dell'euro sottoposti a tensioni è stata congiunturale o strutturale?* nel numero di gennaio 2014.

## Figura D Occupazione e retribuzione nominale nei paesi sottoposti a tensioni e negli altri paesi

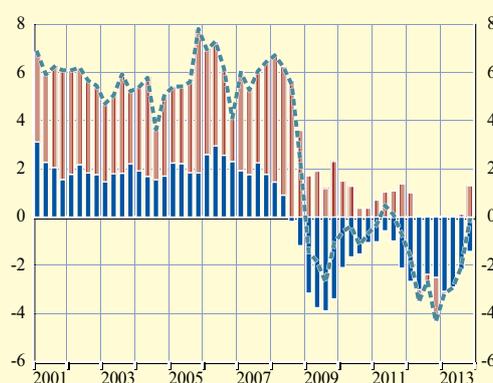
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

■ occupazione  
 ■■■■ retribuzione per dipendente  
 - - - - retribuzione dei dipendenti

a) paesi non sottoposti a tensioni



b) paesi sottoposti a tensioni



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati dei conti nazionali trimestrali per settore istituzionale non sono disponibili per tutti i paesi dell'area dell'euro. Pertanto, l'aggregato relativo ai paesi non sottoposti a tensioni comprende Germania, Francia, Paesi Bassi, Austria e Finlandia, mentre quello relativo ai paesi sottoposti a tensioni comprende Italia, Spagna, Grecia, Irlanda, Portogallo e Slovenia.

potrebbe altresì aver favorito il processo di riduzione della leva finanziaria attenuando le perdite di posti di lavoro. Le evidenze disponibili mostrano che tale processo è effettivamente in atto nel settore privato non finanziario<sup>4)</sup>. Esso starebbe inoltre procedendo a tassi più sostenuti proprio nei paesi dove l'accumulo di debito era stato maggiore nel periodo precedente la crisi e dove l'impatto della crisi stessa è stato più severo.

### Conclusioni

Dopo quattro anni di calo, il reddito disponibile delle famiglie dell'area dell'euro è tornato a crescere in termini reali nel quarto trimestre del 2013. La debole dinamica tendenziale del reddito disponibile delle famiglie dell'area dell'euro negli ultimi anni riflette dinamiche eterogenee a livello di singoli paesi. Gli andamenti positivi delle principali componenti del reddito alla fine del 2013, dovuti alla ripresa del PIL reale, si sono accompagnati a un calo dell'inflazione dei prezzi al consumo. In particolare, i bassi prezzi dell'energia e delle materie prime stanno rafforzando il potere di acquisto delle famiglie e, a parità delle altre condizioni, dovrebbero favorire i consumi in futuro. Una protratta ripresa della crescita del reddito disponibile in termini reali dovrebbe contribuire a consolidare i bilanci delle famiglie (consentendo loro di ridurre ulteriormente il loro indebitamento) e impartire uno stimolo addizionale ai consumi privati. Segnali potenziali in tal senso sono già ravvisabili nel recente miglioramento del clima di fiducia dei consumatori e delle vendite al dettaglio.

4) Cfr. il riquadro *I conti integrati dell'area dell'euro per il quarto trimestre del 2013* nel numero di maggio 2014 di questo Bollettino e l'articolo *Andamenti nella riduzione della leva finanziaria nel settore societario dell'area dell'euro*, nel numero di febbraio 2014.

Riguardo alla dinamica di breve periodo nel secondo trimestre del 2014, sia i dati di tipo quantitativo sia quelli delle indagini qualitative segnalano, nel complesso, una modesta crescita delle spesa per consumi. In marzo le vendite al dettaglio sono aumentate ancora dello 0,3 per cento sul mese precedente, generando un effetto di trascinamento positivo dello 0,2 per cento sulla crescita nel secondo trimestre. Inoltre, l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per le vendite al dettaglio è salito in aprile a un livello compatibile con la crescita, il più elevato dall'aprile 2011. Ciò rappresenta un chiaro miglioramento rispetto al primo trimestre, quando l'indice segnalava ancora una contrazione delle vendite. Nei primi due mesi del secondo trimestre l'indicatore della Commissione europea relativo al clima di fiducia nel commercio al dettaglio è rimasto, in media, sostanzialmente invariato rispetto al trimestre precedente, ma superiore alla sua media di lungo periodo. Ad aprile inoltre le immatricolazioni di nuove autovetture sono aumentate di oltre il 2 per cento in termini congiunturali, segnalando un avvio positivo nel secondo trimestre. Questa moderata ripresa dopo la debolezza osservata nel primo trimestre e la crescita sostenuta nell'ultimo periodo dello scorso anno sono in ampia misura riconducibili a vari provvedimenti fiscali adottati in alcuni paesi dell'area. Le indagini congiunturali segnalano che gli acquisti di autovetture e di altri beni resterebbero contenuti nel prossimo periodo. In aprile e in maggio l'indicatore della Commissione europea sulle previsioni di acquisti rilevanti si è collocato in media solo lievemente al di sopra del suo valore nel primo trimestre, rimanendo quindi su un livello ben al di sotto della sua media di lungo termine. Tuttavia, tale indicatore va interpretato con cautela, poiché sembrerebbe che la sua correlazione con i consumi effettivi di beni durevoli sia diminuita dopo lo scoppio della crisi. Infine, l'indicatore della Commissione europea sul clima di fiducia dei consumatori nell'area dell'euro, che fornisce un quadro ragionevolmente chiaro degli andamenti della spesa delle famiglie, è migliorato ulteriormente in maggio. L'indice, che ha seguito un andamento crescente dall'inizio del 2013, si attesta attualmente sul livello più elevato dall'ottobre 2007, segnalando ulteriori modesti miglioramenti della dinamica di fondo dei consumi (cfr. figura 49).

**Figura 49 Vendite al dettaglio e clima di fiducia nel settore del commercio al dettaglio**

(dati mensili)



Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, Markit ed elaborazioni della BCE.  
1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente; medie mobili su tre mesi; dati corretti per il numero di giornate lavorative; include i carburanti.  
2) Saldi percentuali; dati destagionalizzati e al netto della media.  
3) *Purchasing Managers' Index*: scostamenti dal valore 50.

## INVESTIMENTI

Nel primo trimestre del 2014 gli investimenti fissi lordi sono aumentati ancora, segnando un incremento (dello 0,3 per cento in termini congiunturali) per il quarto trimestre consecutivo. La graduale ripresa degli investimenti fa seguito al miglioramento della domanda, delle condizioni di finanziamento e redditività, nonché del clima di fiducia. Tuttavia, analogamente alle riprese cicliche dopo le passate crisi finanziarie, il miglioramento è piuttosto modesto; il livello degli investimenti nel primo trimestre è rimasto inferiore di quasi il 20 per cento rispetto al picco registrato nel primo trimestre del 2008.

Non è ancora disponibile una scomposizione dell'accumulazione di capitale nel primo trimestre del 2014. Tuttavia, gli indicatori di breve periodo per l'area dell'euro segnalano un aumento degli investimenti diversi dalle costruzioni, che costituiscono metà degli investimenti totali, visto che la produzione di beni di investimento è cresciuta e il grado di utilizzo della capacità produttiva è aumentato ulteriormente nel primo trimestre. I dati delle indagini, quali l'indice PMI relativo al settore manifatturiero e l'indicatore del clima di fiducia della Commissione europea per i beni di investimento, sono complessivamente migliorati tra gennaio e marzo 2014. Tuttavia, il probabile incremento complessivo cela andamenti divergenti nei maggiori paesi dell'area, considerando che gli investimenti diversi dalle costruzioni sono aumentati in Germania, ma diminuiti in Francia e nei Paesi Bassi.

Quanto agli investimenti in costruzioni, residenziali e non, è probabile che siano aumentati sensibilmente nel complesso dell'area dell'euro, come dimostra il forte incremento congiunturale della produzione nelle costruzioni nel primo trimestre, riconducibile soprattutto alla costruzione di edifici. La crescita degli investimenti in costruzioni nel primo trimestre dell'anno comunque è stata sostenuta principalmente dalle condizioni meteorologiche molto miti in alcuni paesi dell'area. L'andamento degli investimenti in costruzioni è stato ancora molto differente tra i vari paesi, riflettendo le diverse condizioni dei mercati immobiliari.

Per quanto concerne il secondo trimestre del 2014, i pochi indicatori anticipatori disponibili segnalano una lieve crescita degli investimenti fissi in beni diversi dalle costruzioni nell'area dell'euro. Nel secondo trimestre il grado di utilizzo della capacità produttiva è diminuito in misura marginale. In maggio l'indice PMI del settore manifatturiero e la sua componente dei nuovi ordinativi sono diminuiti lievemente, pur rimanendo al di sopra delle loro medie di lungo periodo, mentre gli indicatori della Commissione europea relativi alla valutazione del portafoglio ordini da parte delle imprese e alle aspettative di quest'ultime circa gli andamenti di produzione hanno mostrato un ulteriore miglioramento fino a maggio. Inoltre, l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro condotta nel secondo trimestre del 2014 segnala un ulteriore allentamento delle condizioni per la concessione di prestiti finalizzati agli investimenti. Secondo l'indagine semestrale della Commissione europea sugli investimenti reali dell'industria, le imprese si attendono una crescita degli investimenti del settore del 5 per cento nel complesso del 2014, considerando che le aspettative sugli investimenti sono migliorate sia per le grandi imprese sia per quelle piccole e medie, pur in presenza di una notevole eterogeneità tra paesi (cfr. riquadro 7).

#### Riquadro 7

##### **I RISULTATI DELLE INDAGINI SULL'EVOLUZIONE DEGLI INVESTIMENTI DELLE PMI E DELLE GRANDI IMPRESE**

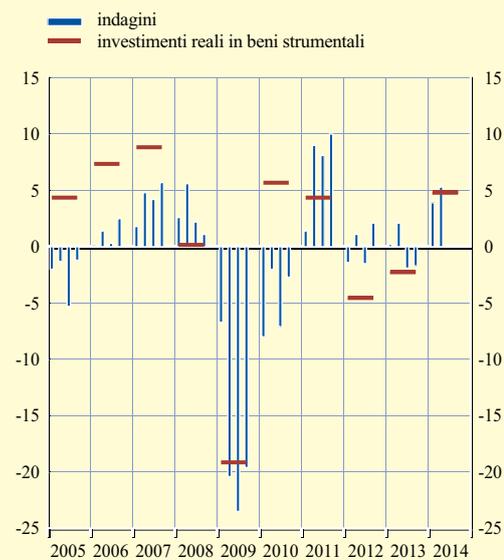
Questo riquadro illustra l'andamento degli investimenti dell'area dell'euro e dei singoli paesi dell'area concentrando l'attenzione sulle indagini quali, nello specifico, l'ultima indagine semestrale sugli investimenti delle imprese industriali condotta dalla Commissione europea. Esso considera altresì i fattori all'origine degli investimenti delle PMI e delle grandi imprese dell'area in base ai risultati dell'indagine della BCE sull'accesso al credito. Anche se la situazione economica e finanziaria nell'area dell'euro è migliorata, fattore che dovrebbe spianare la strada a una ripresa degli investimenti reali del settore industriale, le condizioni di finanziamento restano meno favorevoli per le PMI che per le grandi imprese.

## L'evoluzione attuale degli investimenti dell'area dell'euro e dei singoli paesi dell'area

Secondo la recente indagine semestrale sugli investimenti delle imprese industriali condotta dalla Commissione europea, gli investimenti nel settore manifatturiero dell'area dell'euro sarebbero diminuiti di circa il 3 per cento in termini reali nel 2013 e dovrebbero aumentare di circa il 5 per cento nel 2014 (cfr. figura A). L'indagine pubblicata a fine aprile 2014 presenta per l'anno in corso una valutazione lievemente più ottimistica rispetto alla precedente edizione di novembre 2013, che prevedeva un aumento del 4 per cento<sup>1)</sup>. La valutazione più recente è sostanzialmente in linea con le proiezioni per gli investimenti reali in beni strumentali contenute nelle previsioni economiche per il 2014 formulate dalla Commissione europea nella primavera di quest'anno e lievemente superiore alle previsioni per gli investimenti reali totali fornite nel Broad Macroeconomic Projection Exercise dell'Eurosistema di giugno 2014 (cfr. l'articolo dal titolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel giugno 2014*).

**Figura A Investimenti reali in beni strumentali e piani di investimento delle imprese industriali dell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; in volume)



Fonti: Commissione europea e indagine sugli investimenti della Commissione europea.

Nota: per ogni anno, le quattro indagini della Commissione europea sono rappresentate da barre azzurre. I dati sugli investimenti reali in beni strumentali sono effettivi fino al 2013 e proiezioni per il 2014.

**Figura B Piani di investimento delle imprese industriali nei paesi dell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; in volume)



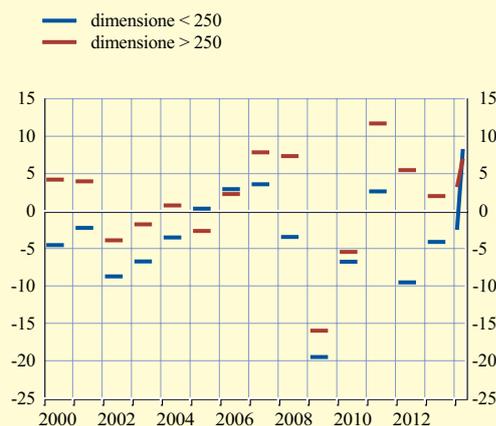
Fonte: indagine sugli investimenti della Commissione europea, aprile 2014.

Nota: EE, 378 (2014) e 168 (2013); SI, 68 (2014).

1) Per un'analisi della precedente indagine semestrale sugli investimenti delle imprese industriali condotta dalla Commissione europea, cfr. il riquadro *Investimenti delle imprese: indicazioni di una modesta ripresa a venire*, nel numero di gennaio 2014 di questo Bollettino.

**Figura C Piani di investimento delle imprese industriali dell'area dell'euro per dimensioni aziendali**

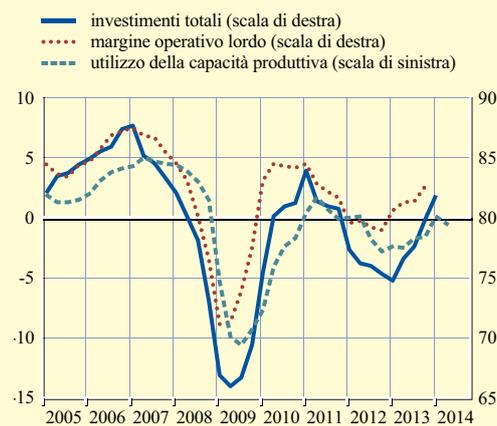
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; in volume)



Fonte: indagine sugli investimenti della Commissione europea.  
 Note: le linee orizzontali rappresentano le medie dei risultati delle quattro indagini per ciascun anno. Solo per il 2014, i risultati delle indagini di novembre 2013 e aprile 2014 sono riportati separatamente.

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; volumi; percentuali)



Fonti: Eurostat e Commissione europea.

Dall'indagine della Commissione europea si evince che, nell'area dell'euro, gran parte dei paesi prevede una crescita degli investimenti nel 2014 rispetto ai livelli del 2013 ma che persistono differenze notevoli tra le diverse economie (cfr. figura B). Nella maggioranza dei paesi si rilevano somiglianze generali in termini di evoluzione attesa degli investimenti tra i piani di investimento delle imprese industriali e le proiezioni della Commissione europea per gli investimenti reali in beni strumentali.

L'indagine della Commissione europea mostra altresì che, rispetto all'edizione precedente di novembre 2013, le aspettative di investimento per il 2014 delle PMI (vale a dire delle imprese con meno di 250 dipendenti) sono state riviste notevolmente al rialzo (dal -3 all'8 per cento; cfr. figura C). Anche quelle delle grandi imprese hanno continuato ad aumentare, seppure a un ritmo più modesto, portandosi a circa il 7 per cento nel complesso del 2014. Ciò sembra indicare un graduale ritorno alla normalità delle condizioni di entrambe le categorie in termini di ripresa degli utili, segnali di restringimento del margine di capacità inutilizzata, minore incertezza e maggiore accesso al credito<sup>2)</sup>.

Il margine operativo lordo nell'area dell'euro sta in effetti aumentando a un ritmo lievemente superiore alla media di lungo periodo (cfr. figura D) e questo segnala la crescente disponibilità di risorse interne da dedicare ai progetti di investimento. Si registra inoltre un calo del margine di capacità produttiva inutilizzata nel settore industriale in un contesto in cui si ritiene che l'utilizzo della capacità nel settore manifatturiero stia gradualmente risalendo verso le medie di lungo periodo. Questo aumento evidenzia la crescente necessità per

2) Per un esame approfondito dei fattori alla base della debolezza degli investimenti, cfr. il riquadro *Fattori sottostanti alla flessione e alla ripresa degli investimenti delle imprese*, nel numero di aprile 2014 di questo Bollettino.

le imprese di ampliare lo stock di capitale<sup>3)</sup>. Secondo l'indagine di aprile 2014 sul credito bancario condotta dalla BCE, anche le condizioni finanziarie sono gradualmente migliorate: i criteri di erogazione del credito fissati dalle banche sono stati allentati e la domanda di prestiti per investimenti è cresciuta in misura significativa negli ultimi trimestri (cfr. figura E).

### Andamenti precedenti degli investimenti delle PMI e delle grandi imprese

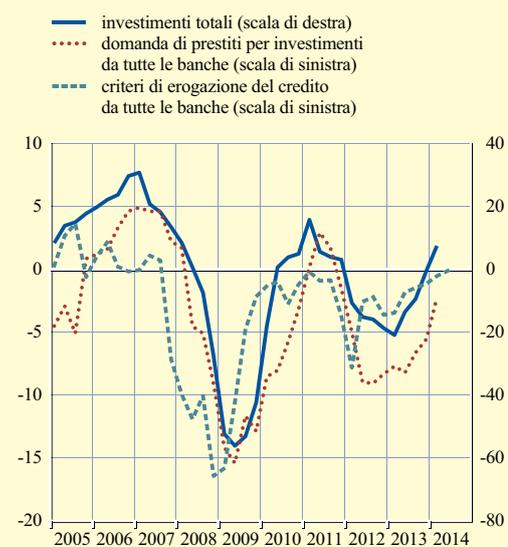
Esaminando in maggiore dettaglio i piani delle imprese per gli investimenti reali dell'industria su un periodo più lungo, l'indagine della Commissione europea evidenzia andamenti complessivamente più modesti per le PMI che per le grandi imprese (cfr. figura C). Il calo dei piani di investimento nel 2009 è da imputare alle imprese di tutte le dimensioni. La debolezza osservata nel 2011 e nel 2012 avrebbe invece coinciso in larga misura con l'intenzione delle imprese più piccole di ridurre i propri investimenti, mentre i piani delle imprese più grandi sono rimasti nel complesso dinamici.

L'indagine semestrale sull'accesso al credito (SAFE)<sup>4)</sup> condotta dalla BCE utilizzando le statistiche disponibili fino alla seconda metà del 2013 contribuisce a chiarire le determinanti alla base delle differenze nei piani di investimento negli ultimi anni. La diversa crescita degli investimenti prevista dalle grandi imprese (con oltre 250 dipendenti) rispetto alle PMI nel corso del 2011 e del 2012 può essere in parte connessa al fatto che gli andamenti degli utili come fonte di generazione di reddito sono stati molto più deboli per le imprese di piccole e medie dimensioni che per quelle più grandi dell'area dell'euro. Se nel complesso queste ultime prevedevano un incremento considerevole dell'importanza degli utili attesi come fonte di reddito dopo il 2009 e un calo solo lieve nel 2012, le PMI hanno continuato ad attribuire un ruolo limitato agli utili nell'intero periodo considerato (cfr. figura F).

La percentuale netta di imprese intervistate nell'ambito della SAFE che ha segnalato la necessità di ricorrere a fonti esterne per finanziare i propri investimenti è migliorata in misura solo modesta a seguito della crisi finanziaria (cfr. figura G) nel caso delle PMI. Al tempo stesso, il fabbisogno di finanziamento esterno per investimenti percepito dalle imprese più grandi dell'area è

**Figura E Investimenti totali, criteri di erogazione del credito e domanda di prestiti per investimenti**

(variazioni sul periodo corrispondente; saldi percentuali di intervistati)



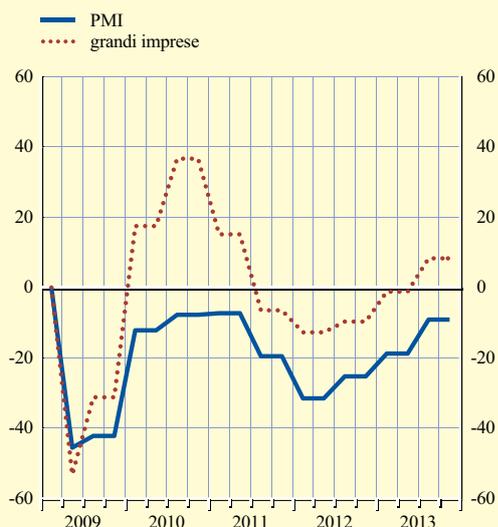
Fonti: Eurostat e BCE (Indagine sul credito bancario).

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. l'indagine sull'accesso al credito delle piccole e medie imprese nell'area dell'euro per il periodo da ottobre 2013 a marzo 2014 (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/accesstofinancesmallmediumsizedenterprises201404en.pdf?da920468528300ff549d8cc95522eb81>) e il riquadro *Risultati dell'indagine sull'accesso al credito delle piccole e medie imprese nell'area dell'euro per il periodo da ottobre 2013 a marzo 2014* nel numero di maggio 2014 di questo Bollettino.

**Figura F Utili come fattore rilevante per la generazione di reddito per le imprese del settore industriale**

(variazioni sui sei mesi precedenti; saldi percentuali di intervistati)



Fonte: indagine SAFE della BCE.

aumentato considerevolmente dopo il 2009 ed è da allora rimasto più alto di quello percepito dalle PMI.

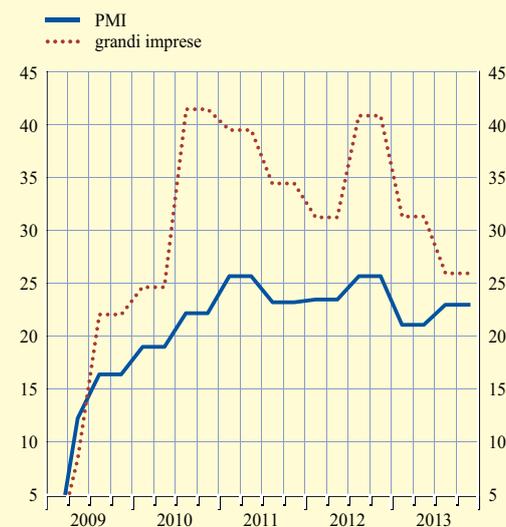
Inoltre, negli anni successivi all'avvio della crisi finanziaria le PMI dell'area dell'euro sarebbero state esposte a vincoli al credito maggiori rispetto alle imprese più grandi. Questi vincoli al finanziamento esterno potrebbero avere ostacolato gli investimenti fissi, specie in caso di debolezza degli utili e del finanziamento interno. L'indagine SAFE mostra che, sulla base delle risposte ponderate, il numero di richieste di prestito respinte dalle banche è maggiore tra le PMI che tra le imprese più grandi (cfr. figura H). Dalla prima metà del 2012 i tassi di rifiuto dei prestiti bancari sono diminuiti, soprattutto di quelli nei confronti delle imprese più grandi.

### Conclusioni

L'indagine semestrale sugli investimenti delle imprese industriali condotta dalla Commissione europea mostra per il 2014 aspettative di crescita degli investimenti reali dell'industria dell'area dell'euro per tutte le imprese e ciò trova conferma nella normalizzazione di fattori favo-

**Figura G Fabbisogno di finanziamento esterno per investimenti delle imprese del settore industriale**

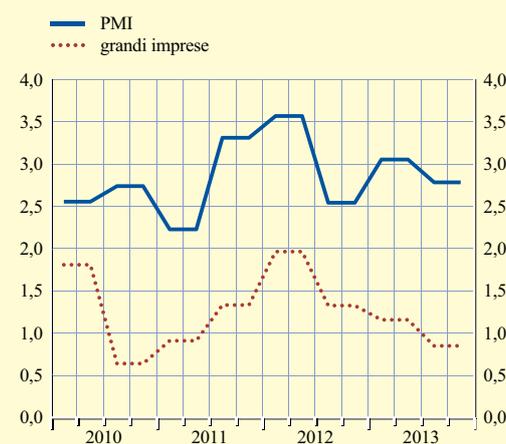
(variazioni sui sei mesi precedenti; saldi percentuali di intervistati)



Fonte: indagine SAFE della BCE.

**Figura H Prestiti bancari richiesti ma non accordati per le imprese di tutti i settori**

(variazioni sui sei mesi precedenti; saldi percentuali di intervistati)



Fonte: indagine SAFE della BCE.

revoli quali gli utili, l'utilizzo della capacità produttiva e l'accesso al credito. L'edizione più recente dell'indagine della Commissione europea segnala che le piccole imprese prevedono di aumentare gli investimenti in misura significativa nel 2014. Tuttavia, come indica l'indagine sull'accesso al credito, nel periodo recente una serie di fattori fondamentali alla base degli investimenti – come gli utili e le condizioni creditizie – sarebbe rimasta più debole per le PMI che per le imprese più grandi. Gli investimenti delle PMI dell'area potrebbero quindi registrare una crescita relativamente contenuta, anche alla luce del fatto che partono da livelli modesti dopo gli andamenti depressi degli ultimi anni.

Gli investimenti in costruzioni dovrebbero essere modesti nel secondo trimestre del 2014, in parte a causa della perdurante correzione in alcuni mercati immobiliari dell'area dell'euro e della domanda ancora debole nel settore. Inoltre, si è esaurito lo stimolo all'attività esercitato dalle condizioni meteorologiche molto favorevoli nel primo trimestre dell'anno. Queste prospettive modeste trovano riscontro anche nei valori di aprile degli indici PMI per il prodotto del settore delle costruzioni, l'attività nel settore immobiliare residenziale e i nuovi ordinativi, e nel valore medio di aprile e maggio dell'indagine della Commissione europea sui nuovi ordinativi nelle costruzioni. Tutti questi indicatori sono diminuiti rispetto ai loro valori medi nel primo trimestre, rimanendo ancora sensibilmente al di sotto delle rispettive medie di lungo periodo. L'esigenza di un'ulteriore correzione degli squilibri nei settori delle costruzioni e immobiliare in alcuni paesi dell'area lascerebbe intendere che gli investimenti in costruzioni seguiranno un andamento relativamente debole anche nella parte restante dell'anno.

#### CONSUMI DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE

Nel primo trimestre del 2014 i consumi delle amministrazioni pubbliche hanno registrato una crescita positiva in termini reali (aumentando dello 0,3 per cento su base trimestrale). Analizzando le tendenze di fondo delle principali componenti, tutte sembrano essere aumentate rispetto al trimestre precedente. In particolare, la spesa per consumi intermedi, che contribuisce per poco meno di un quarto ai consumi totali, è aumentata sensibilmente, annullando in buona parte il brusco calo registrato nel trimestre precedente. Inoltre, i trasferimenti in natura, che comprendono voci come le spese sanitarie, sono aumentati ancora a un ritmo stabile, mentre le retribuzioni dei dipendenti pubblici, che rappresentano quasi la metà dei consumi totali, sono cresciute solo marginalmente. In prospettiva, il contributo dei consumi delle amministrazioni pubbliche alla domanda interna dovrebbe rimanere limitato nei prossimi trimestri, poiché in diversi paesi persiste l'esigenza di ulteriori misure di risanamento (cfr. sezione 5).

#### SCORTE

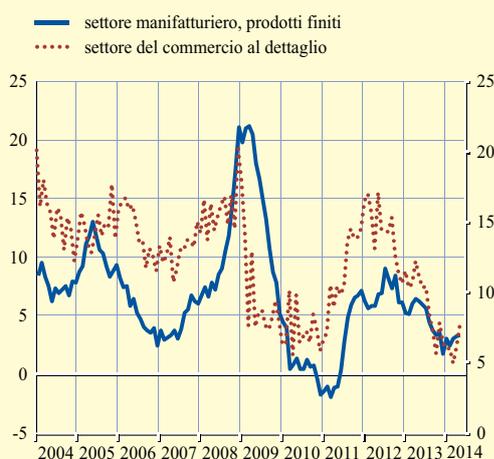
Nel primo trimestre del 2014 la variazione delle scorte ha fornito un contributo di 0,2 punti percentuali alla crescita del PIL, dopo un contributo negativo della stessa entità nel quarto trimestre del 2013. Gli ultimi dati confermano che la variazione delle scorte non ha fornito un chiaro contributo in senso positivo o negativo alla crescita del PIL nell'ultimo anno, a fronte della tendenza prevalentemente negativa osservata tra il terzo trimestre del 2011 e il quarto del 2012 (-1,0 punti percentuali cumulati). Dalle ultime indagini della Commissione europea emerge che le imprese giudicano le scorte nel settore manifatturiero (prodotti finiti) e in quello al dettaglio piuttosto ridotte (non molto al di sopra dei recenti minimi del 2010-2011), nonostante l'aumento registrato in aprile e in maggio 2014 (cfr. figura 50, riquadro A). Quindi nel prosieguo del 2014 è altamente probabile una ricostituzione delle scorte nulla o modesta in un contesto caratterizzato dalla ripresa economica in atto. Inoltre, i recenti risultati dell'indagine PMI in aprile e maggio, in particolare per gli input e i prodotti finiti nel settore manifatturiero, suggeriscono che le scorte potrebbero fornire un contributo sostanzialmente neutro alla crescita del PIL reale nel prossimo futuro (cfr. figura 50, riquadro B).

**Figura 50 Variazioni delle scorte dell'area dell'euro**

(saldi percentuali; dati destagionalizzati non corretti per il numero delle giornate lavorative)

(variazione degli indici di diffusione; punti percentuali)

**(a) Percezione dei livelli di scorte**



**(b) Variazioni nella percezione delle scorte e contributi alla crescita del PIL**



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

Fonti: Markit ed Eurostat.  
 Nota: per i dati di contabilità nazionale, contributo della variazione delle scorte alla crescita trimestrale del PIL in termini reali. Per il PMI, media della variazione assoluta dell'input e delle scorte di prodotti finiti nel settore manifatturiero.

## COMMERCIO ESTERO

Nel primo trimestre del 2014 le esportazioni di beni e servizi dell'area dell'euro sono cresciute moderatamente, segnando un rialzo dello 0,3 per cento in termini congiunturali (cfr. figura 51). Tale incremento giunge dopo la consistente ripresa nel quarto trimestre, che è stata trainata dalla vigorosa domanda estera. Le esportazioni verso Stati Uniti, Giappone e Cina hanno continuato a rafforzarsi, mentre quelle verso i paesi europei non appartenenti all'area dell'euro, le altre economie asiatiche e l'America Latina sono state deboli.

Nel primo trimestre le importazioni dell'area dell'euro hanno registrato un incremento relativamente forte, dello 0,8 per cento in termini congiunturali, dopo il rialzo nei tre trimestri precedenti che ha rispecchiato il graduale miglioramento della domanda interna nell'area. Ad eccezione della Cina, le importazioni da gran parte dei partner commerciali sono state deboli (in particolare quelle provenienti dagli Stati Uniti). Dato che la crescita delle importazioni è stata più consistente di quella delle esportazioni, il contributo dell'interscambio netto alla crescita del PIL è divenuto negativo nel primo trimestre (-0,2 punti percentuali).

Gli indicatori disponibili basati sulle indagini congiunturali suggeriscono un incremento delle esportazioni dell'area dell'euro nel breve termine. Nella media del primo trimestre l'indice PMI per i nuovi ordini esteri è aumentato, rimanendo ben al di sopra della soglia di espansione di 50. Tuttavia, il calo iniziato nel febbraio 2014 è continuato nei mesi successivi: in maggio l'indice PMI per i nuovi ordini esteri si è collocato a 52,6, lievemente al di sotto del dato di aprile (53,3). Dopo aver raggiunto in febbraio il livello più elevato dall'inizio del 2012, l'indicatore della Commissione europea per gli ordinativi dall'estero è diminuito lievemente nei tre mesi successivi, pur rimanendo al di sopra della sua media di lungo periodo. Entrambi gli indicatori si collocano su

livelli coerenti con una moderata crescita delle esportazioni nel breve termine, trainata anche dal graduale rafforzamento della domanda estera. È probabile che anche le importazioni dell'area dell'euro crescano nel breve periodo, seppur a un ritmo contenuto, sostanzialmente in linea con una graduale ripresa della domanda interna.

#### 4.2 PRODOTTO PER SETTORE

Esaminando il lato dell'offerta della contabilità nazionale, il valore aggiunto totale è salito ancora nel primo trimestre, dello 0,1 per cento in termini congiunturali. Tutti i principali settori economici, ad eccezione dell'industria al netto delle costruzioni, hanno contribuito a quest'ultimo incremento.

In termini di livello di attività, permangono le differenze tra settori. Il valore aggiunto reale dei servizi si è collocato su un livello storicamente elevato nel primo trimestre del 2014, mentre quello delle costruzioni si è attestato su un livello pari a soli tre quarti del suo picco raggiunto agli inizi del 2008. Allo stesso tempo, il valore aggiunto dell'industria al netto delle costruzioni si è collocato su un livello inferiore del 6 per cento al suo picco pre-crisi. Gli indicatori di breve periodo segnalano un ulteriore incremento del valore aggiunto totale nel secondo trimestre del 2014, lievemente superiore al tasso di crescita osservato nel primo.

#### SETTORE INDUSTRIALE AL NETTO DELLE COSTRUZIONI

Nel primo trimestre del 2014 il valore aggiunto del settore industriale al netto delle costruzioni è diminuito dello 0,2 per cento in termini congiunturali, dopo una consistente crescita nel trimestre precedente. Per contro, la produzione è aumentata moderatamente, dopo un'espansione dello 0,5 per cento in termini congiunturali nel trimestre precedente (cfr. figura 52). Questo incremento trimestrale della produzione è stato trainato dai beni di investimento, da quelli intermedi e di consumo, questi ultimi soprattutto a causa della rapida crescita dei beni durevoli. La produzione di energia è diminuita marcatamente per effetto delle miti condizioni meteorologiche invernali. Gli andamenti più recenti nel settore industriale sono andati di pari passo con il lieve miglioramento delle condizioni della domanda, come segnalano le indagini sulle imprese condotte dalla Commissione europea.

In prospettiva, gli indicatori di breve periodo suggeriscono nel complesso una modesta espansione dell'attività nel settore industriale nel secondo trimestre del 2014. Nel primo trimestre del 2014 l'indicatore della BCE sui nuovi ordinativi industriali al netto dei mezzi di trasporto pesante, meno sensibile alle commesse di grande entità rispetto all'indice totale dei nuovi ordini, ha accelerato all'1,0 per cento in termini congiunturali. I dati delle indagini congiunturali della Commissione europea indicano che il livello del portafoglio ordini, in aumento dall'inizio del 2013, è migliorato ulteriormente in maggio. Inoltre, in aprile e in maggio l'indice PMI per la produzione manifatturiera e quello relativo ai nuovi ordini sono scesi al di sotto dei livelli registrati nel primo trimestre, pur rimanendo al di sopra della soglia teorica compatibile con la crescita, pari a 50 (cfr. figura 53). Inol-

**Figura 51 Importazioni, esportazioni e contributo delle esportazioni nette alla crescita del PIL**

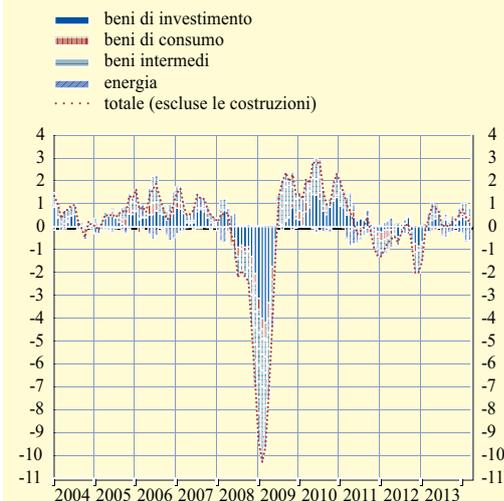
(variazioni percentuali sul trimestre precedente; punti percentuali)



Fonti: Eurostat e BCE.

**Figura 52 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 53 Produzione industriale, clima di fiducia delle imprese industriali e PMI della produzione manifatturiera**

(dati mensili; destagionalizzati)



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

tre, l'indicatore della Commissione europea sul clima di fiducia ha registrato nel periodo fra aprile e maggio un valore lievemente superiore rispetto alla sua media nel primo trimestre.

### SETTORE DELLE COSTRUZIONI

Proseguendo l'andamento positivo iniziato a metà del 2013, il valore aggiunto delle costruzioni è aumentato dello 0,5 per cento in termini congiunturali nel primo trimestre del 2014. Tale andamento è in linea con il vigoroso incremento della produzione delle costruzioni, che nel primo trimestre dell'anno ha segnato un aumento del 2,4 per cento in termini congiunturali, ascrivibile prevalentemente a condizioni meteorologiche molto miti in diversi paesi dell'area dell'euro. In prospettiva, gli indicatori di breve termine segnalano nel complesso una dinamica più debole per il settore nel secondo trimestre dell'anno. Nonostante un lieve aumento in maggio, l'indicatore della Commissione europea sul clima di fiducia nel settore delle costruzioni in aprile e in maggio rimane su un livello in media inferiore a quello segnato nel primo trimestre e sensibilmente al di sotto della sua media storica. Tale aumento inoltre è riconducibile esclusivamente a un lieve miglioramento delle prospettive di occupazione, mentre il portafoglio ordini per le costruzioni è peggiorato ulteriormente, a indicare che probabilmente l'andamento di questo settore rimarrà debole in futuro. Altre indagini congiunturali tracciano un quadro simile: in aprile gli indici PMI per il prodotto nel settore delle costruzioni, l'attività nel settore immobiliare residenziale e i nuovi ordinativi si sono collocati al livello minimo dal maggio 2013 e sensibilmente al di sotto dei loro livelli medi negli ultimi due trimestri. Inoltre, tutti questi indicatori hanno registrato livelli inferiori a 50, segnalando quindi una contrazione dell'attività.

### SERVIZI

Nel primo trimestre il valore aggiunto del settore dei servizi è aumentato ancora, dello 0,2 per cento, ossia a un ritmo simile a quello registrato nei due trimestri precedenti. La crescita dell'attività nel

comparto ha interessato sia i servizi di mercato sia quelli non di mercato (che includono amministrazione pubblica, istruzione, sanità e servizi sociali). Tale espansione è stata generalizzata anche a livello sottosettoriale, ad eccezione del calo registrato dalle attività immobiliari. I contributi positivi più significativi sono stati forniti dai servizi di mercato, in particolare dai servizi di commercio, trasporto, alloggio e ristorazione, oltre che dai servizi finanziari e assicurativi.

L'indagine trimestrale della Commissione europea sui fattori che limitano l'attività terziaria fornisce indicazioni sui fattori che hanno determinato i recenti andamenti di tale attività. Nei tre mesi fino ad aprile la percentuale delle imprese di servizi per le quali l'insufficienza di domanda costituiva un limite all'attività non si è discostata dal livello medio di lungo periodo, a indicare l'assenza di vincoli specifici dal lato della domanda. Allo stesso tempo, tuttavia, i vincoli finanziari continuano a essere considerati un limite importante nel comparto dei servizi, pur essendosi attenuati a partire dal terzo trimestre del 2013. Tra i maggiori paesi dell'area i vincoli finanziari sono più severi in Italia e Spagna.

In prospettiva, le indagini segnalano un'ulteriore crescita positiva del valore aggiunto dei servizi nel secondo trimestre dell'anno. In seguito, la ripresa nel settore continuerebbe a un ritmo contenuto. Sulla base dei dati disponibili per i primi due mesi del secondo trimestre, l'indice PMI riferito all'attività dei servizi è aumentato ulteriormente al livello massimo dal secondo trimestre del 2011. Analogamente, anche l'indicatore della Commissione europea relativo al clima di fiducia del settore dei servizi è migliorato ancora, raggiungendo livelli che non si osservavano dall'estate del 2011. Il clima di fiducia è rimasto comparativamente elevato per le attività nel comparto dei servizi all'impiego, nei servizi di programmazione informatica e consulenza e per le attività connesse. Secondo l'indagine della Commissione europea, il livello della domanda attesa per i prossimi mesi è diminuito nei primi due mesi del secondo trimestre rispetto al periodo precedente. Anche l'indice PMI per le aspettative di attività futura (a dodici mesi) è diminuito rispetto al primo trimestre, portandosi a un livello inferiore alla sua media di lungo periodo. Tali andamenti confermano che la ripresa procede, anche se a ritmi moderati.

### 4.3 MERCATO DEL LAVORO

I dati sul mercato del lavoro nell'area dell'euro mostrano alcuni segnali di miglioramento, in linea con la modesta ripresa dell'attività economica in atto dalla primavera del 2013. In genere gli andamenti dei mercati del lavoro seguono con un certo ritardo quelli dell'attività economica in quanto le imprese aumentano soprattutto il grado di utilizzo della capacità produttiva, attraverso incrementi della produttività e delle ore lavorate, prima di riprendere le assunzioni. Nonostante un lieve miglioramento complessivo nell'area dell'euro, la situazione del mercato del lavoro continua a differire sostanzialmente tra i vari paesi e i gruppi di età.

Nel quarto trimestre del 2013 il numero di occupati nell'area dell'euro è cresciuto dello 0,1 per cento in termini congiunturali, dopo essere rimasto stabile nei due trimestri precedenti (cfr. tavola 11). Pur in presenza di marcate differenze tra paesi, la crescita dell'occupazione è stata in ampia misura trainata dai miglioramenti registrati nei paesi colpiti duramente, come Spagna, Irlanda e Portogallo. Tra i principali settori economici, solo quello dei servizi ha segnato una crescita positiva nel trimestre, mentre i comparti dell'industria (al netto delle costruzioni), dell'agricoltura e delle costruzioni hanno tutti mostrato variazioni negative dell'occupazione sul periodo precedente.

Nel terzo e quarto trimestre del 2013 le ore lavorate totali sono rimaste stabili in termini congiunturali, dopo essere cresciute dello 0,6 per cento nel secondo trimestre dell'anno. L'andamento delle ore lavorate

## Tavola II Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

	Persone					Ore				
	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali			Variazioni annuali		Variazioni trimestrali		
	2012	2013	2013 2° trim.	2013 3° trim.	2013 4° trim.	2012	2013	2013 2° trim.	2013 3° trim.	2013 4° trim.
Totale economia	-0,6	-0,8	0,0	0,0	0,1	-1,4	-1,1	0,6	0,0	0,0
di cui:										
Agricoltura e pesca	-1,9	-1,6	1,6	-0,5	-0,5	-2,9	-1,0	0,8	-0,4	-0,6
Industria	-2,1	-2,3	-0,6	-0,4	-0,2	-3,3	-2,4	1,0	-0,3	-0,4
Escluse le costruzioni	-0,9	-1,4	-0,4	-0,4	-0,1	-2,0	-1,2	1,2	-0,1	-0,3
Costruzioni	-4,7	-4,5	-1,0	-0,4	-0,4	-6,1	-4,9	0,5	-0,6	-0,7
Servizi	-0,1	-0,4	0,0	0,1	0,2	-0,7	-0,7	0,5	0,1	0,1
Commercio e trasporti	-0,8	-0,8	0,1	-0,1	0,2	-1,6	-1,3	0,6	0,1	0,0
Informatica e comunicazione	1,2	0,3	0,1	0,0	0,5	0,6	0,0	0,5	-0,4	0,6
Finanziari e alle imprese	-0,4	-0,8	-0,2	0,0	0,0	-0,9	-0,9	0,3	0,0	-0,1
Attività immobiliari	-0,4	-1,7	0,1	0,7	-0,9	-1,2	-2,3	0,4	-0,4	-0,7
Servizi professionali	0,7	0,3	0,3	0,7	0,2	0,5	0,0	0,7	0,6	0,0
Amministrazione pubblica	-0,3	-0,3	-0,1	0,1	0,3	-0,5	-0,5	0,4	0,1	0,6
Altri servizi <sup>1)</sup>	0,6	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-0,1	-0,6	0,5	0,0	-0,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

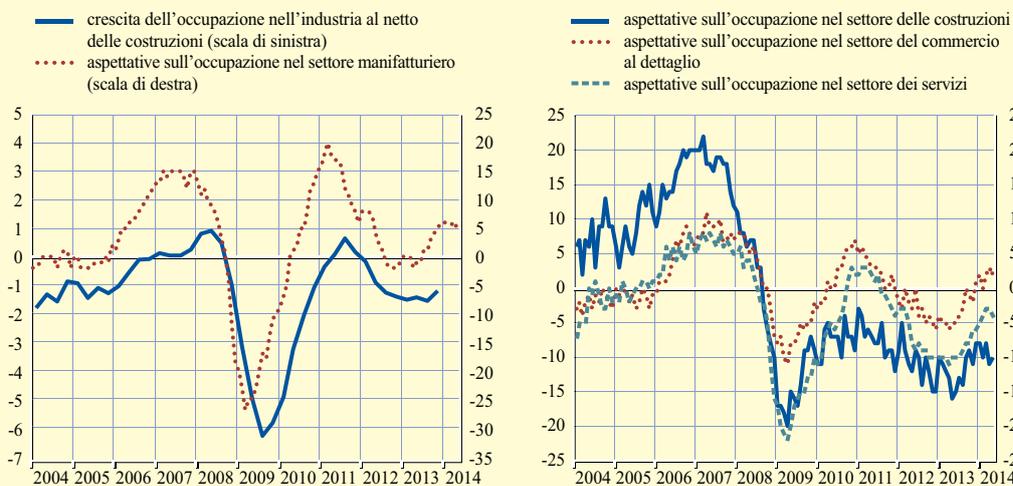
1) Comprende anche servizi domestici, attività artistiche e attività delle organizzazioni extraterritoriali.

potrebbe indicare un miglioramento ciclico del mercato del lavoro, dato che una normalizzazione delle ore lavorate generalmente precede le nuove assunzioni.

Sebbene i risultati delle indagini siano ancora modesti, essi segnalano comunque un continuo miglioramento, ancorché lieve, dell'occupazione nel primo trimestre del 2014 e all'inizio del secondo trimestre (cfr. figura 54). Anche gli indicatori prospettici segnalano un lieve miglioramento delle condizioni nel mercato del lavoro.

## Figura 54 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione

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

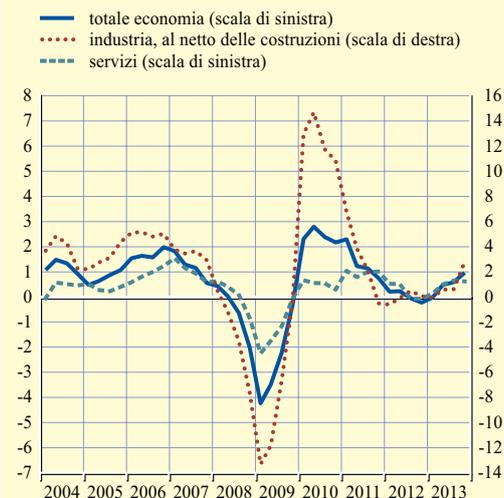


Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.

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

**Figura 55 Produttività del lavoro per occupato**

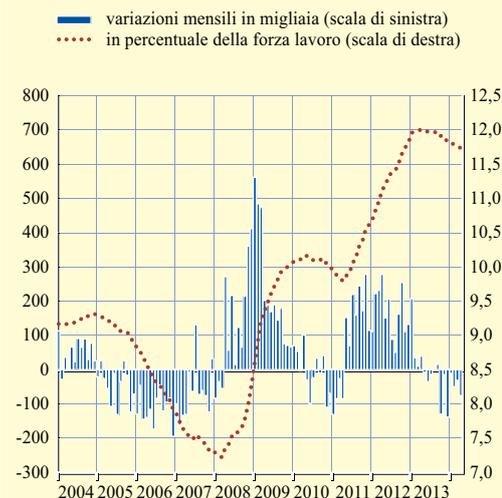
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura 56 Disoccupazione**

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

La produttività per occupato ha continuato a crescere, segnando un rialzo dell'1,0 per cento su base annua nel quarto trimestre del 2013, dopo un incremento dello 0,6 per cento nel terzo trimestre (cfr. figura 55). La produttività per ora lavorata è aumentata dello 0,8 per cento, in linea con la crescita nulla delle ore lavorate totali e il lieve incremento dell'occupazione. Ci si attende che la crescita della produttività sia rimasta stabile, o abbia registrato un lieve incremento, nel primo trimestre del 2014, dato che l'occupazione ha mostrato una prima lieve crescita in risposta alla ripresa in atto dell'attività economica.

In linea con l'andamento dell'occupazione, il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro ha iniziato a diminuire leggermente (cfr. figura 56). Dopo un calo di 0,1 punti percentuali nel primo trimestre del 2014, il tasso è sceso ancora di 0,1 punti percentuali in aprile, all'11,7 per cento. Un segnale incoraggiante, nonostante le significative differenze tra i livelli, è dato dal fatto che il recente calo è stato relativamente generalizzato tra i diversi gruppi di età. Nondimeno, nell'aprile 2014 il tasso di disoccupazione complessivo si è collocato su un livello superiore di 1,9 punti percentuali a quello minimo toccato nell'aprile 2011, ma inferiore di 0,3 punti percentuali rispetto alla media del 2013 (12 per cento). In prospettiva, ci si attende che il tasso di disoccupazione si riduca ancora gradualmente, sebbene a un ritmo moderato.

#### 4.4 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

I risultati delle ultime indagini congiunturali segnalano il protrarsi di una moderata crescita nel secondo trimestre del 2014. In prospettiva, la domanda interna dovrebbe continuare a essere sostenuta da una serie di fattori, fra cui l'orientamento accomodante della politica monetaria, i continui miglioramenti delle condizioni di finanziamento che si trasmettono all'economia reale, i progressi compiuti sul fronte del risanamento dei conti pubblici e delle riforme strutturali e gli incrementi del reddito disponibile reale dovuti al calo delle quotazioni energetiche. Allo stesso tempo, benché i mercati del lavoro mostrino ulteriori segnali di miglioramento, la disoccupazione resta elevata

nell'area dell'euro e la capacità produttiva inutilizzata permane nel complesso consistente. Inoltre, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è rimasto negativo in aprile ed è probabile che i necessari aggiustamenti di bilancio nei settori pubblico e privato seguiranno a gravare sul ritmo della ripresa economica.

Questa valutazione di una moderata ripresa trova conferma anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in giugno dagli esperti dell'Eurosistema, che prevedono un incremento del PIL in termini reali dell'1,0 per cento nel 2014, dell'1,7 nel 2015 e dell'1,8 nel 2016. Rispetto all'esercizio condotto in marzo dagli esperti della BCE, la proiezione per la crescita del PIL in termini reali nel 2014 è stata rivista al ribasso, mentre quella per il 2015 è stata corretta al rialzo (cfr. l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel giugno 2014*).

I rischi per le prospettive economiche dell'area dell'euro continuano a essere orientati al ribasso. I rischi geopolitici, nonché gli andamenti nei mercati finanziari mondiali e nei paesi emergenti, potrebbero essere in grado di influenzare negativamente le condizioni economiche. Altri rischi al ribasso includono una domanda interna inferiore alle attese e un'attuazione insufficiente delle riforme strutturali nei paesi dell'area, nonché una crescita più debole delle esportazioni.

## 5 ANDAMENTO DELLA FINANZA PUBBLICA

Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate nel giugno 2014 dagli esperti dell'Eurosistema, il disavanzo pubblico dell'area dell'euro continuerebbe a diminuire, nonostante il rallentamento atteso nel ritmo di aggiustamento strutturale delle finanze pubbliche. Il debito delle amministrazioni pubbliche dell'area in rapporto al PIL aumenterebbe ancora fino al 2014, per poi diminuire nel 2015 per la prima volta dallo scoppio della crisi economica e finanziaria. Il consistente risanamento dei conti pubblici degli anni recenti sta producendo sempre più effetti favorevoli, come dimostra la raccomandazione della Commissione europea del 2 giugno 2014 di abrogare le procedure per i disavanzi eccessivi (PDE) nei confronti di Belgio, Paesi Bassi, Austria e Slovacchia. Malgrado questi sviluppi positivi, vari paesi ancora soggetti alle PDE rischiano di non rispettare le scadenze per la correzione dei disavanzi eccessivi e devono accrescere l'aggiustamento per assicurare la piena osservanza delle raccomandazioni formulate nel quadro delle rispettive PDE. In prospettiva, con il progressivo aumento del numero di paesi che escono dal meccanismo correttivo ed entrano in quello preventivo del Patto di stabilità e crescita (PSC), sarà importante assicurare costanti progressi verso gli obiettivi di bilancio a medio termine (OMT) e livelli di debito più sicuri. Gli uffici di bilancio, istituiti in prevalenza di recente, possono svolgere a tale riguardo un ruolo importante nel promuovere l'assimilazione sul piano nazionale delle regole di bilancio europee nei singoli paesi dell'area dell'euro.

### ANDAMENTO DEI CONTI PUBBLICI DURANTE IL 2013 E NEGLI ANNI SUCCESSIVI

Secondo i dati notificati all'Eurostat nella primavera 2014 nell'ambito delle PDE, il disavanzo delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro nel 2013 è sceso ulteriormente al 3,0 per cento del PIL, dal 3,7 del 2012 (cfr. tavola 12). La contrazione è imputabile per circa la metà a un minor impatto del sostegno pubblico alle istituzioni finanziarie. Per il resto, il miglioramento è derivato principalmente da maggiori entrate in rapporto al PIL.

Il debito delle amministrazioni pubbliche per l'area dell'euro ha continuato ad aumentare nel 2013 portandosi al 95 per cento del PIL, valore superiore di 2,3 punti percentuali rispetto al 2012 (cfr. tavola 12). Tale incremento è ascrivibile soprattutto a un differenziale avverso tra tasso di interesse e tasso di crescita e alla spesa per interessi, mentre i contributi del disavanzo primario e del raccordo disavanzo-debito sono stati contenuti.

Le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema si attendono, in assenza di cambiamenti delle politiche, che il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area

**Tavola 12 Evoluzione della finanza pubblica nell'area dell'euro**

(in percentuale del PIL)					
	2011	2012	2013	2014	2015
a. Entrate totali	45,3	46,2	46,8	46,7	46,5
b. Spese totali	49,5	49,9	49,8	49,2	48,7
di cui:					
c. Spese per interessi	3,1	3,1	2,9	2,9	2,9
d. Spese primarie (b - c)	46,8	46,9	46,9	46,3	45,9
Saldo di bilancio (a - b)	-4,1	-3,7	-3,0	-2,5	-2,3
Saldo di bilancio primario (a - d)	-1,1	-0,6	-0,1	0,4	0,6
Saldo di bilancio corretto per gli effetti del ciclo	-3,5	-2,5	-1,4	-1,1	-1,3
Saldo strutturale di bilancio	-3,5	-2,1	-1,3	-1,1	-1,2
Debito lordo	88,1	92,7	95,0	96,0	95,4
Per memoria: PIL in termini reali (variazione percentuale sui dodici mesi)	1,6	-0,7	-0,4	1,2	1,7

Fonti: Eurostat, previsioni della primavera 2014 della Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati si riferiscono al settore aggregato delle Amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro. I dati del 2014 e 2015 sono previsioni. Eventuali discrepanze sono da attribuire ad arrotondamenti.

dell'euro seguiti a diminuire, nonostante il rallentamento atteso nel ritmo di aggiustamento strutturale delle finanze pubbliche<sup>1)</sup>. Il rapporto disavanzo/PIL scenderebbe al 2,5 per cento nel 2014 e ancora lievemente al 2,3 per cento nel 2015. Questo profilo è in linea con le previsioni formulate dalla Commissione europea nella primavera 2014 (cfr. tavola 12), che prospettano una riduzione del disavanzo pubblico interamente imputabile al lato della spesa. Nell'orizzonte di proiezione il rapporto spesa/PIL diminuirebbe di 1,2 punti percentuali rispetto al 2013, raggiungendo il 48,7 per cento nel 2015 con un andamento significativamente più accentuato rispetto al calo atteso per le entrate. Il rapporto entrate/PIL dovrebbe ridursi lievemente al 46,5 per cento nel 2015, riflettendo l'esaurirsi di misure fiscali temporanee e limitati programmi di nuovi sgravi fiscali.

Secondo le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema di giugno 2014, il debito delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro aumenterebbe ancora fino al 2014, per poi scendere nel 2015 per la prima volta dallo scoppio della crisi economica e finanziaria. In base alle previsioni di primavera della Commissione europea, il rapporto debito/PIL salirebbe al 96 per cento nel 2014 a causa dell'impatto al rialzo esercitato sul debito dal raccordo disavanzo-debito e da un'elevata spesa per interessi, e scenderebbe nel 2015 a un livello del 95,4 per cento<sup>2)</sup>. Il calo del rapporto debito/PIL va ricondotto principalmente all'atteso incremento dell'avanzo primario, mentre diventa molto modesto l'impatto avverso del differenziale tra tasso di interesse e tasso di crescita.

#### **EVOLUZIONE DEI CONTI PUBBLICI IN ALCUNI PAESI**

I costanti progressi compiuti dai paesi dell'area dell'euro nel ridurre gli squilibri di bilancio sono illustrati dal numero crescente di paesi che escono dalle PDE. Negli anni recenti hanno conseguito una correzione sostenibile dei rispettivi disavanzi eccessivi dapprima la Finlandia e poi Germania, Italia e Lettonia. Il 2 giugno 2014 la Commissione europea ha raccomandato l'abrogazione delle PDE per Belgio, Austria e Slovacchia (le cui scadenze per la correzione dei disavanzi eccessivi erano fissate al 2013) nonché, con un anno di anticipo sulla scadenza del 2014, per i Paesi Bassi, in quanto questi paesi hanno compiuto notevoli progressi nella correzione dei disavanzi eccessivi. Ci si attende, inoltre, che Malta consegua una correzione sostenibile del proprio disavanzo eccessivo entro il termine fissato al 2014.

Ciò nondimeno, a sei anni dall'inizio della crisi finanziaria un gruppo consistente di paesi non ha ancora corretto i disavanzi eccessivi, sebbene in alcuni casi le scadenze delle PDE abbiano subito proroghe significative. In particolare, vari paesi con scadenze fissate al 2015 (e negli anni successivi) rischiano di non conseguire gli obiettivi delle PDE. In base alle previsioni di primavera della Commissione europea, è probabile che Irlanda, Francia e Slovenia, tutti paesi con una scadenza della PDE nel 2015, registrino in tale anno disavanzi di bilancio superiori al valore di riferimento del 3 per cento del PIL (cfr. tavola 13). Alla luce del rischio che Francia e Slovenia non rispettino gli impegni previsti dalle PDE, la Commissione europea ha fatto ricorso ai nuovi poteri conferiti dal quadro rafforzato di governance economica dell'UE e il 5 marzo ha formulato, ai sensi dell'articolo 11, paragrafo 2, del Regolamento (UE) n. 473/2013 (componente del "two-pack"), raccomandazioni autonome a questi paesi, in cui si indicavano misure necessarie per correggere i disavanzi eccessivi entro le scadenze. Il 2 giugno la Commissione ha affermato di considerare che la Francia in misura sostanziale e la Slovenia in misura parziale avessero risposto alle raccomandazioni autonome. La Commissione ha raccomandato misure aggiuntive oltre a quelle menzionate nei programmi di stabilità dei paesi, ma si è astenuta dal procedere allo stadio successivo nelle rispettive PDE.

1 Cfr. l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel giugno 2014* nel presente numero del Bollettino.

2 Il livello del debito in rapporto al PIL è superiore nelle previsioni della Commissione europea rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema. Mentre la prima pubblica i dati sul debito su base non consolidata, le proiezioni dell'Eurosistema correggono l'aggregato dell'area dell'euro per i prestiti intergovernativi, in linea con la prassi adottata dall'Eurostat.

**Tavola 13 Obiettivi di finanza pubblica e prospettive nei paesi dell'area dell'euro sottoposti a procedura per i disavanzi eccessivi**

(in percentuale del PIL)

Paese	Anno	Saldo di bilancio complessivo			Aggiustamento strutturale						
		Obiettivo	Programma di stabilità	Previsione della primavera 2014 della Commissione europea	Raccomandazione PDE		Programma di stabilità		Previsione della primavera 2014 della Commissione europea		
					Annuale	Cumulativo	Annuale	Cumulativo	Annuale	Cumulativo	
<b>Scadenza della PDE nel 2014</b>											
MT	2013	-3,4	-2,8	-2,8	0,7	-	-	-	-	1,0	-
	2014 <sup>1)</sup>	-2,7	-2,1	-2,5	0,7	1,4	0,5	-	-	0,1	1,1
	2015	-	-1,6	-2,5	-	-	0,5	-	-	-0,1	1,0
	2016	-	-0,7	-	-	-	0,8	-	-	-	-
	2017	-	-0,3	-	-	-	0,5	-	-	-	-
	2018	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Scadenza della PDE nel 2015</b>											
FR	2013	-3,9	-4,3	-4,3	1,3	-	1,1	-	-	0,8	-
	2014	-3,6	-3,8	-3,9	0,8	2,1	0,8	1,9	0,6	1,5	
	2015	-2,8	-3,0	-3,4	0,8	2,9	0,9	2,7	0,4	1,8	
	2016	-	-2,2	-	-	-	0,4	-	-	-	
	2017	-	-1,3	-	-	-	0,5	-	-	-	
	2018	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
SI	2013	-4,9	-14,7	-14,7	0,7	-	-0,1	-	0,2	-	
	2014	-3,3	-4,1	-4,3	0,5	1,2	0,6	0,5	0,0	0,2	
	2015	-2,5	-2,4	-3,1	0,5	1,7	0,5	1,0	0,2	0,4	
	2016	-	-1,5	-	-	-	0,5	1,5	-	-	
	2017	-	-0,7	-	-	-	0,3	1,8	-	-	
	2018	-	0,3	-	-	-	0,6	2,4	-	-	
PT	2013	-5,5	-4,9	-4,9	0,6	-	-	-	0,8	-	
	2014	-4,0	-4,0	-4,0	1,4	2,0	0,7	-	-	-	
	2015	-2,5	-2,5	-2,5	0,5	2,5	0,8	-	-	-	
	2016	-	-1,5	-	-	-	0,5	-	-	-	
	2017	-	-0,7	-	-	-	0,3	-	-	-	
	2018	-	0,0	-	-	-	0,3	-	-	-	
IE	2013	-7,5	-7,2	-7,2	-	5,7	-	-	1,7	3,0	
	2014	-5,1	-4,8	-4,8	-	7,6	1,5	-	1,7	4,7	
	2015	-2,9	-2,9	-4,2	-	9,5	1,9	-	0,4	5,0	
	2016	-	-2,2	-	-	-	0,7	-	-	-	
	2017	-	-1,2	-	-	-	0,9	-	-	-	
	2018	-	0,0	-	-	-	1,2	-	-	-	
<b>Scadenza della PDE nel 2016</b>											
CY	2013	-6,5	-	-5,4	1,3	-	-	-	3,1	-	
	2014	-8,4	-	-5,8	0,3	1,6	-	-	-0,5	2,6	
	2015	-6,3	-	-6,1	0,7	2,3	-	-	-0,3	2,3	
	2016	-	-	-	1,8	4,1	-	-	-	-	
	2017	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	2018	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
ES	2013	-6,5	-7,1	-7,1	1,1	-	-	-	1,3	-	
	2014	-5,8	-5,5	-5,6	0,8	1,9	0,7	-	0,4	1,7	
	2015	-4,2	-4,2	-6,1	0,8	2,7	0,3	-	-1,1	0,7	
	2016	-2,8	-2,8	-	1,2	3,9	0,5	-	-	-	
	2017	-	-1,1	-	-	-	0,6	-	-	-	
	2018	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
GR	2013	-5,4	-	-12,7	2,0	-	-	-	3,0	-	
	2014	-4,5	-	-1,6	-0,3	1,7	-	-	-1,0	2,0	
	2015	-3,4	-	-1,0	-0,4	1,3	-	-	-1,4	0,6	
	2016	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	2017	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	2018	-	-	-	-	-	-	-	-	-	

Fonti: previsioni economiche della primavera 2014 della Comunità europea, programmi di stabilità (aggiornamento al 2014) ed elaborazioni della BCE.

1) Le cifre includono il bilancio 2014.

**Tavola 13 Obiettivi di finanza pubblica e prospettive nei paesi dell'area dell'euro sottoposti a procedura per i disavanzi eccessivi (segue)**

(in percentuale del PIL)

Paese	Anno	Saldo di bilancio complessivo			Aggiustamento strutturale				Previsione della primavera 2014 della Commissione europea	
		Obiettivo	Programma di stabilità	Previsione della primavera 2014 della Commissione europea	Raccomandazione PDE		Programma di stabilità		Annuale	Cumulativo
					Annuale	Cumulativo	Annuale	Cumulativo		
<b>Abrogazione potenziale della PDE</b>										
BE	2013	-2,7	-2,6	-2,6	1,0	-	-	-	0,7	-
	2014	-	-2,2	-2,6	-	-	0,5	0,5	0,0	0,7
	2015	-	-1,4	-2,8	-	-	0,7	1,2	-0,2	0,5
	2016	-	-0,4	-	-	-	0,7	1,9	-	-
	2017	-	0,6	-	-	-	0,7	2,6	-	-
	2018	-	-	-	-	-	-	-	-	-
AT	2013	-2,9	-1,5	-1,5	0,8	2,3	-	-	0,5	2,1
	2014	-	-2,7	-2,8	-	-	0,1	0,1	-0,1	2,0
	2015	-	-1,4	-1,5	-	-	0,1	0,2	0,1	2,1
	2016	-	-0,7	-	-	-	0,5	0,7	-	-
	2017	-	-0,6	-	-	-	0,0	0,7	-	-
	2018	-	-0,5	-	-	-	0,1	0,8	-	-
SK	2013	≥-3,0	-2,8	-2,8	1,0	4,0	-	-	2,0	5,9
	2014	-	-2,6	-2,9	-	-	-0,3	-0,3	-0,2	5,7
	2015	-	-2,5	-2,8	-	-	0,4	0,1	0,4	6,1
	2016	-	-1,6	-	-	-	0,5	0,6	-	-
	2017	-	-0,5	-	-	-	0,6	1,2	-	-
	2018	-	-	-	-	-	-	-	-	-
NL	2013	-3,6	-2,5	-2,5	0,6	-	1,5	-	1,4	-
	2014	-2,8	-2,9	-2,8	0,7	1,3	-0,1	1,4	0,0	1,4
	2015	-	-2,1	-1,8	-	-	0,4	-	0,5	1,9
	2016	-	-1,9	-	-	-	-0,3	-	-	-
	2017	-	-1,4	-	-	-	0,1	-	-	-
	2018	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fonti: previsioni economiche della primavera 2014 della Comunità europea, programmi di stabilità (aggiornamento al 2014) ed elaborazioni della BCE.

1) Le cifre includono il bilancio 2014.

Nei paesi soggetti al meccanismo preventivo del PSC, gli interventi strutturali hanno segnato una battuta d'arresto. Secondo le previsioni di primavera della Commissione europea, nei paesi che non hanno ancora raggiunto l'OMT la correzione strutturale è inferiore a quanto richiesto dal meccanismo preventivo del PSC (ossia un miglioramento annuo del saldo strutturale pari allo 0,5 per cento del PIL come parametro di riferimento) per conseguire l'OMT entro i termini stabiliti. Alcuni paesi soggetti al meccanismo preventivo che hanno un debito pubblico superiore al 60 per cento del PIL rischiano di non rispettare il parametro per il debito. Questo prevede che, dopo un periodo transitorio con requisiti meno stringenti, il debito delle amministrazioni pubbliche in eccesso rispetto al 60 per cento del PIL sia ridotto di un ventesimo l'anno nella media di un triennio.

Di seguito si descrivono i recenti andamenti di bilancio e le prospettive per il raggiungimento degli obiettivi fissati per le finanze pubbliche negli aggiornamenti dei programmi di stabilità presentati nel 2014, con riferimento ai maggiori paesi dell'area dell'euro e ai paesi che sono soggetti o hanno concluso di recente un programma di aggiustamento dell'UE/FMI.

In Germania, il bilancio delle amministrazioni pubbliche nel 2013 era in pareggio e il rapporto debito/PIL ha registrato una marcata flessione al 78,4 per cento, un risultato più favorevole dell'obiettivo fissato nell'aggiornamento del programma nazionale di stabilità presentato nel 2013. Secondo l'aggiornamento del 2014 del programma di stabilità e il progetto riveduto di documento programmatico

di bilancio dell'8 aprile, gli obiettivi del governo restano sostanzialmente invariati e prevedono un bilancio in pareggio in termini nominali dal 2014 al 2016 e avanzi dello 0,5 per cento del PIL nel 2017 e nel 2018. In termini strutturali, ci si attende un avanzo costante dello 0,5 per cento del PIL. La variazione di maggior rilievo rispetto al programma di stabilità dello scorso anno è l'obiettivo nominale più basso per il 2016 (un pareggio di bilancio a fronte di un avanzo dello 0,5 per cento del PIL). I programmi del governo tedesco sono pienamente conformi con i requisiti del "freno al debito" (debt brake) nazionale, l'OMT del paese e il parametro per la riduzione del debito.

In Francia, il disavanzo delle amministrazioni pubbliche ha raggiunto il 4,3 per cento del PIL nel 2013, valore decisamente superiore all'obiettivo riveduto della PDE pari al 3,9 per cento. Nell'aggiornamento del programma di stabilità del 2014, gli obiettivi di disavanzo sono aumentati al di sopra degli obiettivi della PDE per il 2014 (dal 3,6 al 3,8 per cento del PIL) e il 2015 (dal 2,8 al 3 per cento del PIL). Nelle previsioni di primavera la Commissione europea prospetta un disavanzo in rapporto al PIL pari al 3,9 per cento nel 2014 e al 3,4 per cento nel 2015, livelli nettamente superiori agli obiettivi della PDE. Analogamente, ci si attende che il miglioramento cumulato del saldo strutturale nel periodo 2013-2015 sia decisamente inferiore al requisito previsto dalla raccomandazione formulata nel giugno 2013 nell'ambito della PDE (pari a 1,8 punti percentuali di PIL, invece di 2,9 punti percentuali). È evidente quindi il rischio che la scadenza del 2015 per la correzione del disavanzo eccessivo non venga rispettata, se non sono individuati e attuati in maniera tempestiva provvedimenti aggiuntivi. Alla luce di queste considerazioni, il 2 giugno la Commissione europea ha invocato un rafforzamento della strategia di bilancio per il 2014 e gli anni successivi. Inoltre, il rapporto tra debito e PIL dovrebbe mantenere un andamento al rialzo fino alla fine dell'orizzonte di previsione della Commissione, raggiungendo il 96,6 per cento nel 2015.

In Italia, il rapporto tra disavanzo e PIL è rimasto invariato nel 2013 al 3 per cento, mentre il rapporto debito/PIL è salito al 132,6 per cento. Nell'aggiornamento del programma di stabilità per il 2014, il governo ha apportato un aumento significativo all'obiettivo di disavanzo per il 2014 (al 2,6 per cento del PIL, dall'1,8 previsto nell'aggiornamento del programma di stabilità del 2013), mentre ha lasciato praticamente invariato l'obiettivo per il 2015 all'1,8 per cento del PIL. Le previsioni di primavera della Commissione europea prospettano un graduale calo del rapporto disavanzo/PIL nel 2014 (2,6 per cento) e nel 2015 (2,2 per cento). Il governo ha inoltre rinviato il conseguimento dell'OMT dal 2014 al 2016. Nel 2014 l'intervento strutturale pianificato è inferiore ai requisiti stabiliti dal meccanismo preventivo del PSC, mentre sarebbe sostanzialmente conforme nel 2015. L'Italia si trova nel triennio di transizione (2013-2015) per l'osservanza del parametro di riferimento per il debito, che secondo le previsioni di primavera della Commissione richiede un aggiustamento lineare strutturale minimo annuo dello 0,7 per cento del PIL fino alla fine del periodo in esame. Il 2 giugno la Commissione europea ha segnalato che l'Italia dovrebbe rafforzare le misure di bilancio per il 2014 alla luce del divario emergente rispetto ai requisiti del PSC, in particolare per quanto concerne il parametro di riferimento del debito. In prospettiva, è importante accrescere gli sforzi di risanamento del paese per assicurare sufficienti progressi verso l'OMT e l'osservanza del parametro per il debito, con la priorità di imprimere uno stabile andamento discendente al cospicuo debito in rapporto al PIL.

In Spagna, il disavanzo delle amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL si è collocato al 7,1 per cento nel 2013, in calo dal 10,6 per cento del 2012. Al netto dei trasferimenti di capitale connessi al sostegno erogato alle istituzioni finanziarie, la flessione è stata dal 6,8 al 6,6 per cento, valore lievemente superiore all'obiettivo della PDE (6,5 per cento). Nell'aggiornamento del programma di stabilità per il 2014, il governo ha ridotto l'obiettivo del rapporto disavanzo/PIL per il 2014 (dal 5,8 al 5,5 per cento), mentre ha mantenuto gli obiettivi fissati nella raccomandazione della

PDE per il 2015 (4,2 per cento) e per il 2016 (2,8 per cento). Secondo le previsioni di primavera della Commissione europea, il disavanzo in rapporto al PIL dovrebbe scendere al 5,6 per cento nel 2014, ma poi risalire al 6,1 per cento nel 2015. Il 2 giugno la Commissione europea ha affermato che la strategia di bilancio andrebbe rafforzata dal 2014, in particolare specificando nel dettaglio le misure sottostanti per il 2015 e gli anni successivi, in modo da assicurare la correzione del disavanzo eccessivo in maniera sostenibile entro il 2016. I programmi di bilancio nel programma di stabilità si fondano sull'ipotesi che la crescita economica continui ad accelerare, che i costi diretti dell'imminente riforma tributaria siano compensati da un effetto positivo dei comportamenti sull'evoluzione delle basi imponibili e che sia cospicuo il risparmio ottenuto con le riforme in corso (in particolare la riforma delle amministrazioni locali). In prospettiva, è importante che i programmi di risanamento a medio termine vengano pienamente rispettati, allo scopo di mettere il rapporto tra debito pubblico e PIL su un percorso discendente e quindi sostenere ulteriormente la fiducia dei mercati finanziari.

La Grecia ha conseguito un avanzo primario dello 0,8 per cento del PIL nel 2013 (secondo la definizione del programma di aggiustamento economico dell'UE/FMI, che esclude il costo del sostegno al settore finanziario), registrando quindi un risultato migliore dell'obiettivo fissato nel programma di un saldo primario in pareggio. Il saldo primario e il saldo complessivo del 2013 nell'ambito della PDE sono stati, tuttavia, considerevolmente peggiori (rispettivamente -8,7 e -12,7 per cento del PIL), principalmente a causa degli ingenti costi del sostegno offerto al settore finanziario (10,6 per cento del PIL). In esito alla positiva conclusione della quarta valutazione del secondo programma di aggiustamento, vi sono i presupposti perché la Grecia raggiunga l'obiettivo per il 2014 pari a un avanzo primario dell'1,5 per cento del PIL. Tuttavia, le coperture di bilancio sono insufficienti per i prossimi anni, che prevedono obiettivi più ambiziosi per l'avanzo primario (3,0 per cento del PIL nel 2015 e 4,5 per cento nel 2016). Nel recente aggiornamento della strategia di medio termine per i conti pubblici (2015-2018), il governo si è impegnato a conseguire questi obiettivi e a prorogare le misure in scadenza se necessario.

In Portogallo, il rapporto disavanzo/PIL si è ridotto nel 2013 al 4,9 per cento dal 6,4 del 2012. Durante la dodicesima e ultima missione di valutazione da parte delle delegazioni di esperti della Commissione europea, della BCE e dell'FMI le autorità portoghesi hanno definito ulteriori misure di risanamento per raggiungere l'obiettivo di disavanzo del 2,5 per cento per il 2015 e correggere il disavanzo eccessivo entro la scadenza. Come si comunica nel documento sulla strategia di bilancio del 2014 pubblicato alla fine di aprile, questi interventi ammontano allo 0,8 per cento del PIL nel 2015 e si incentrano soprattutto dal lato della spesa. Il 30 maggio la Corte costituzionale portoghese ha poi dichiarato incostituzionali alcune misure di risanamento che, secondo le stime, inciderebbero sui risultati di bilancio del 2014 per circa lo 0,4 per cento del PIL, con possibili ripercussioni nel 2015. In prospettiva, il Portogallo deve assicurare costanti progressi sul fronte del risanamento del bilancio, in modo da ridurre rapidamente il rapporto tra debito lordo e PIL, tuttora troppo elevato; nel 2013 quest'ultimo si è collocato al 129 per cento del PIL.

In Irlanda, il disavanzo delle amministrazioni pubbliche è sceso al 7,2 per cento del PIL nel 2013 e quindi si è situato su un livello nettamente inferiore all'obiettivo del 7,5 per cento del PIL. Gli obiettivi per il rapporto disavanzo/PIL fissati nell'aggiornamento del programma di stabilità del 2014 pari al 4,8 per cento nel 2014 e al 2,9 per cento nel 2015 rimangono invariati rispetto al programma di stabilità dello scorso anno. Secondo le previsioni di primavera della Commissione europea il disavanzo diminuirebbe al 4,7 per cento del PIL nel 2014 e al 4,2 nel 2015: quindi, mentre l'obiettivo della PDE per il 2014 sarebbe raggiunto, sussisterebbe il rischio che la scadenza del 2015 per la correzione del disavanzo eccessivo non sia rispettata per un ampio margine, in assenza

di ulteriori misure di risanamento. Secondo l'aggiornamento del programma di stabilità del 2014, per raggiungere l'obiettivo di disavanzo del 2015 occorreranno interventi per circa 2 miliardi di euro (1,2 per cento del PIL), che tuttavia devono ancora essere specificati (al più tardi nel contesto del bilancio di previsione per il 2015). La Commissione prevede che il rapporto tra debito delle amministrazioni pubbliche e PIL diminuisca gradualmente dal livello massimo del 123,7 per cento nel 2013 al 120 per cento nel 2015.

A Cipro, il disavanzo delle amministrazioni pubbliche per il 2013 si è collocato al 5,4 per cento del PIL e l'obiettivo di disavanzo primario del 3,6 per cento del PIL fissato dal programma di aggiustamento dell'UE/FMI è stato superato di 1,6 punti percentuali. Nelle previsioni di primavera la Commissione europea ha prospettato un ampliamento del disavanzo di bilancio in rapporto al PIL al 5,8 per cento nel 2014 e al 6,1 nel 2015. Dopo la pubblicazione di tali previsioni, la quarta missione di valutazione del programma di aggiustamento dell'UE/FMI ha concluso che gli obiettivi di bilancio per il primo trimestre del 2014 erano stati raggiunti con un discreto margine, in seguito a risultati per le entrate migliori delle proiezioni e a un'esecuzione prudente del bilancio. Il programma si pone l'obiettivo di un disavanzo delle amministrazioni pubbliche del 2,8 per cento del PIL nel 2016, conformemente alla scadenza della PDE per il paese, e un avanzo primario del 4 per cento del PIL entro il 2018 al fine di porre il debito pubblico su un duraturo percorso discendente.

#### SFIDE PER LE POLITICHE DI BILANCIO

Nonostante i consistenti progressi compiuti nel risanamento dei bilanci, occorrono ulteriori sforzi di aggiustamento per assicurare finanze pubbliche sostenibili nel complesso dell'area dell'euro. Vari paesi sono ancora sottoposti a PDE e alcuni rischierebbero di non correggere i disavanzi eccessivi entro la scadenza fissata, nonostante le proroghe concesse lo scorso anno. Alla luce del miglioramento delle prospettive macroeconomiche, non vi è motivo di ritardare ulteriormente la correzione dei disavanzi eccessivi. Al contrario, i paesi dovrebbero rafforzare, ove necessario, gli sforzi di bilancio per adempiere i requisiti del PSC.

Dato il numero crescente di paesi che escono dalla PDE e ricadono nel meccanismo preventivo del PSC, sarà importante che gli OMT siano conseguiti entro le scadenze che i paesi si sono impegnati a rispettare. A tale riguardo, desta preoccupazione il fatto che, secondo le attese, il risanamento strutturale quasi si arresti nel 2014 e nel 2015, poiché in tutta evidenza i requisiti del PSC non verrebbero rispettati. In base alle previsioni di primavera della Commissione europea, nessuno dei paesi che devono ancora raggiungere il proprio OMT adempirebbero il requisito di ridurre il saldo strutturale di almeno lo 0,5 per cento del PIL all'anno. In un contesto di minore pressione nei mercati e di ripresa economica, risulterà difficile mantenere lo sforzo di risanamento dei conti pubblici nel medio termine. A questo proposito, occorre ricordare gli insegnamenti del periodo precedente alla crisi, ossia che le fasi economiche positive andrebbero impiegate per costituire sufficienti riserve di bilancio per i periodi sfavorevoli. Di fatto, in vari paesi il livello del debito delle amministrazioni pubbliche è tuttora elevato e non ancora su un percorso discendente. Inoltre, passività esplicite e potenziali, talvolta ingenti, mettono a rischio la sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche in vari paesi.

Soprattutto in considerazione delle crescenti pressioni sulla spesa nel lungo periodo dovute all'invecchiamento della popolazione, le strategie di risanamento dei conti pubblici devono incentrarsi sulla riduzione della spesa pubblica, preservando al contempo la spesa produttiva. A tal fine, le strategie di risanamento devono tutelare la spesa pubblica favorevole alla crescita, destinata all'istruzione, alla ricerca e sviluppo e alle infrastrutture. Allo stesso tempo, le revisioni della spesa possono accrescere l'efficienza della stessa in questi e altri ambiti e rendere più mirata la spesa

sociale. Si dovrebbe attribuire alta priorità ai provvedimenti che aiutano ad accrescere l'efficienza dei servizi pubblici, a migliorare la sostenibilità della spesa sociale (compresi i sussidi di disoccupazione, le pensioni e la spesa sanitaria) e a ridurre l'onere delle retribuzioni dei dipendenti pubblici. Dal lato delle entrate dei bilanci pubblici, le riforme dovrebbero ridurre gli effetti distorsivi della tassazione e dell'elusione fiscale. In alcuni paesi vi sarebbero ancora margini per ridistribuire maggiormente le strutture impositive in direzione dell'imposizione indiretta, sugli immobili e sui beni energetici. Occorrerebbe anche adoperarsi per eliminare esenzioni fiscali ingiustificate e ampliare la base imponibile. Riforme fiscali mirate a ridurre gli oneri impositivi per accrescere gli incentivi al lavoro devono contare su solide coperture. Inoltre, in molti paesi si potrebbero ottenere considerevoli benefici da un ulteriore miglioramento dell'amministrazione tributaria.

Al momento i paesi stanno affinando gli interventi per adeguare i quadri di riferimento nazionali per i conti pubblici al quadro rafforzato di governance dell'UE. La Commissione europea analizzerà con attenzione e riferirà nella seconda metà dell'anno se gli obblighi giuridici previsti dal patto di bilancio sono stati interamente recepiti nella legislazione nazionale. Inoltre, secondo le disposizioni del two-pack (Regolamento (UE) n. 473/2013), i paesi dell'area dell'euro sono tenuti a istituire un organismo indipendente (ufficio di bilancio) che tenga sotto osservazione il rispetto delle regole di bilancio nazionali e, ove appropriato, valuti l'esigenza di attivare il meccanismo di correzione. Gli uffici di bilancio, se del tutto indipendenti, investiti di un ampio mandato e in grado di esercitare pressioni, possono svolgere un ruolo importante nel promuovere la disciplina di bilancio e nell'accrescere l'assimilazione sul piano nazionale delle regole di bilancio europee. Sebbene questi organismi siano già stati istituiti o siano in fase di costituzione in tutti i paesi dell'area dell'euro, le loro caratteristiche variano a seconda dei paesi, circostanza che in alcuni casi potrebbe destare timori circa la loro efficacia nel promuovere la disciplina di bilancio (cfr. il riquadro 8).

#### Riquadro 8

### GLI UFFICI DI BILANCIO NEI PAESI DELL'UE

Il quadro dell'UE per la governance delle finanze pubbliche, rafforzato di recente, ha ampliato fra l'altro il ruolo e i compiti delle "sentinelle" nazionali sui conti pubblici nell'intento di promuovere la disciplina di bilancio e accrescere l'assimilazione nei paesi delle regole di bilancio dell'UE<sup>1)</sup>. Gli uffici di bilancio sono in genere definiti come istituzioni pubbliche indipendenti il cui fine è rafforzare l'impegno alla sostenibilità delle finanze pubbliche. In forza del cosiddetto two-pack<sup>2)</sup>, i paesi dell'area dell'euro dovrebbero disporre di un organismo indipendente, quale un ufficio di bilancio, incaricato di tenere sotto osservazione la conformità con le regole di bilancio numeriche e, ove opportuno, di valutare la necessità di attivare il meccanismo di correzione contemplato dal patto di bilancio (fiscal compact)<sup>3)</sup>. Inoltre, le proiezioni macroeconomiche andrebbero formulate o approvate da un organismo indipendente, anche se questo non

- 1) Cfr. il riquadro *Entra in vigore il quadro rafforzato per la governance economica dell'UE* nel numero di dicembre 2011 di questo Bollettino.
- 2) Cfr. Gazzetta ufficiale dell'Unione europea L 140 del 27.05.2013, nonché il riquadro *I due regolamenti per rafforzare la governance economica nell'area dell'euro* nel numero di aprile 2013 di questo Bollettino.
- 3) I requisiti per gli uffici di bilancio sono enunciati principalmente nel two-pack, che riguarda unicamente i paesi dell'area dell'euro. Ciò nonostante, gli uffici di bilancio sono menzionati anche nel patto di bilancio, che interessa tutte le parti contraenti, e nei principi comuni della Commissione europea, emanati nel giugno 2012.

deve necessariamente coincidere con l'ufficio di bilancio. Il termine per l'istituzione dell'ufficio di bilancio è scaduto nell'ottobre 2013.

Il requisito di disporre di un ufficio di bilancio è un importante passo avanti sul fronte del rafforzamento dei quadri di bilancio nazionali. L'esperienza con tali istituzioni indipendenti, benché ancora limitata, mostra che possono accrescere la disciplina di bilancio laddove tengono sotto osservazione il rispetto degli obiettivi di bilancio da parte dei governi, valutano con spirito critico l'adeguatezza della politica di bilancio condotta e formulano raccomandazioni, quale voce indipendente, su questioni specifiche di politica di bilancio<sup>4</sup>.

In generale, perché gli uffici di bilancio abbiano un impatto positivo sulla conduzione delle politiche di bilancio, risultano indispensabili quattro caratteristiche; questi organismi dovrebbero cioè: 1) essere rigorosamente indipendenti da interferenze politiche per costituire o preservare la credibilità dell'istituzione; 2) avere un ampio mandato, che consenta loro anche di avviare proprie valutazioni; 3) disporre di risorse sufficienti per adempiere il proprio mandato; 4) avere la facoltà di far sentire la propria voce sulla scena pubblica, in modo da essere in grado, se necessario, di mobilitare efficacemente l'opinione pubblica per contrastare incentivi politici a condurre politiche di bilancio inopportune. I requisiti stabiliti nel two-pack rispondono sostanzialmente a queste caratteristiche.

Il presente riquadro passa in rassegna gli sforzi profusi di recente dagli Stati membri dell'UE per istituire gli uffici di bilancio e le forme specifiche che questi hanno assunto.

#### Di recente sono stati istituiti molti uffici di bilancio

A oggi, dispongono di un ufficio di bilancio operativo diciannove Stati membri dell'UE, ossia quasi quattro volte tanto rispetto al 2007. Di questi paesi, tredici hanno istituito un nuovo consiglio di bilancio di recente (cfr. tavola). In cinque paesi, il mandato di istituzioni pubbliche esistenti (uffici di bilancio nella maggior parte dei casi) è stato ampliato alla luce dei requisiti del quadro rafforzato per i conti pubblici.

Il numero di uffici di bilancio operativi aumenterà ulteriormente nei prossimi mesi. In vari paesi la legge per l'istituzione del ufficio di bilancio è già stata varata, ma il processo della sua istituzione deve essere ancora ultimato e i suoi membri sono in corso di assunzione, oppure il progetto di legge è al momento in fase di elaborazione o discussione. Gli unici Stati membri dell'UE in cui non è all'esame alcuna iniziativa legislativa concreta per istituire una "sentinella" di bilancio sono la Repubblica Ceca e la Polonia, che non sono vincolati dai regolamenti del two-pack.

Nella maggior parte dei paesi gli uffici di bilancio sono istituzioni pubbliche indipendenti e a sé stanti, di cui i compiti e il grado di autonomia funzionale sono sanciti dalla legislazione na-

4) Per una valutazione dell'impatto delle regole e degli uffici di bilancio sull'evoluzione dei conti pubblici cfr., ad esempio, Debrun, X., Hauner, D. e Kumar, M.S., "Independent Fiscal Agencies", *Journal of Economic Surveys*, vol. 23, 2009, pagg. 44-81, in cui si rileva che gli uffici di bilancio tendono a esercitare un impatto positivo sulla dinamica dei conti pubblici attraverso l'introduzione o una migliore applicazione delle regole di bilancio. Per un'analisi della correlazione tra alcune delle principali caratteristiche degli uffici di bilancio – come l'indipendenza (funzionale) e un'efficace strategia di comunicazione – e un migliore andamento dei conti pubblici, cfr. FMI, *The functions and impact of fiscal councils*, 2013.

Tavola riepilogativa degli uffici di bilancio nei paesi dell'UE e rispettivi mandati

	Denominazione	Anno di costituzione <sup>1)</sup>	Istituzione collegata <sup>2)</sup>	Conformità con le regole di bilancio	Meccanismo correttivo	Mandato			Nomina <sup>4)</sup>	Conformità o spiegazione
						Formulate <sup>3)</sup>	Approvate	Valutate <sup>3)</sup>		
Belgio	Consiglio superiore delle finanze	2014 [1989]		x	x	D			G	x
Bulgaria		progetto		x	x				P	
Repubblica Ceca	–									
Danimarca	Consiglio economico danese	2014 [1962]		x		x			G	x
Germania	Consiglio per la stabilità / Consiglio di esperti indipendenti	2013 [2010]		x					G/A	
Estonia	Consiglio di bilancio	2014	Banca centrale	x	x		x		A	x
Irlanda	Irish Fiscal Advisory Council	2012		x			x		G	x
Grecia		progetto		x						x
Spagna	Autorità indipendente per la responsabilità di bilancio	2014		x	x		x		P	x
Francia	Consiglio superiore delle finanze pubbliche	2013	Ufficio nazionale di revisione dei conti	x	x			x	P/A	x
Croazia	Comitato per la politica di bilancio	2013		x	x			x	P	x
Italia	Ufficio parlamentare di bilancio	2014		x	x			x	P	x
Cipro	Consiglio di bilancio	2014		x	x		x		G	
Lettonia	Consiglio di bilancio	2014		x		x			P	
Lituania		progetto	Ufficio nazionale di revisione dei conti	x	x		x			x
Lussemburgo	Consiglio di bilancio	progetto		x	x			x	P/G/A	
Ungheria	Consiglio di bilancio	2008							A	
Malta	Consiglio di bilancio	progetto	Ufficio nazionale di revisione dei conti	x				x		
Paesi Bassi	Autorità di bilancio indipendente	2014	Consiglio di Stato	x		D			G	x
Austria	Comitato consultivo di bilancio	2013 [1970]	Banca centrale	x	x	D			G/A	

Fonte: SEBC.

1) Anno di istituzione del consiglio di bilancio, fra parentesi in caso di ampliamento del mandato.

2) Eventuale istituzione pubblica collegata al consiglio di bilancio, come ad esempio la banca centrale, l'ufficio nazionale di revisione dei conti, ecc.

3) La "D" indica che la funzione è assolta da un'istituzione distinta. Ad esempio in Belgio, Paesi Bassi, Austria e Slovenia le proiezioni macroeconomiche sono formulate da un'istituzione indipendente distinta.

4) La colonna "Nomina" si riferisce solo alla nomina di membri degli uffici di bilancio. La "G" indica che la designazione spetta al governo/ministero, la "P" al parlamento e la "A" ad altri (ad esempio la banca centrale).

**Tavola riepilogativa degli uffici di bilancio nei paesi dell'UE e rispettivi mandati**

	Denominazione	Anno di costituzione <sup>1)</sup>	Istituzione collegata <sup>2)</sup>	Conformità con le regole di bilancio	Meccanismo correttivo	Mandato			Nomina <sup>4)</sup>	Conformità o spiegazione
						Proiezioni macroeconomiche				
						Formulate <sup>3)</sup>	Approvate	Valutate <sup>3)</sup>		
Polonia	–									
Portogallo	Consiglio per le finanze pubbliche	2012		x	x				G/A	
Romania	Consiglio di bilancio	2010		x	x		x		P	x
Slovenia		progetto								D
Slovacchia	Consiglio per la responsabilità di bilancio	2012			x				P	
Finlandia	Ufficio nazionale di revisione dei conti	2013		x			x		G	x
Svezia	Consiglio per le politiche di bilancio	2007		x					G	
Regno Unito	Office of Budget Responsibility	2010		x			x		G	x

Fonte: SEBC.

1) Anno di istituzione del consiglio di bilancio, fra parentesi in caso di ampliamento del mandato.

2) Eventuale istituzione pubblica collegata al consiglio di bilancio, come ad esempio la banca centrale, l'ufficio nazionale di revisione dei conti, ecc.

3) La "D" indica che la funzione è assolta da un'istituzione distinta. Ad esempio in Belgio, Paesi Bassi, Austria e Slovenia le proiezioni macroeconomiche sono formulate da un'istituzione indipendente distinta.

4) La colonna "Nomina" si riferisce solo alla nomina di membri degli uffici di bilancio. La "G" indica che la designazione spetta al governo/ministero, la "P" al parlamento e la "A" ad altri (ad esempio la banca centrale).

zionale. In qualche paese, tuttavia, sono collegati a un'altra istituzione pubblica, come la banca centrale, l'ufficio nazionale di revisione dei conti o il parlamento (cfr. tavola). Inoltre, in alcuni paesi i vari compiti sono attribuiti a diverse istituzioni pubbliche indipendenti, come in Belgio, Paesi Bassi e Austria, dove un'istituzione indipendente distinta è incaricata di formulare le proiezioni macroeconomiche.

### Quali sono i mandati degli uffici di bilancio nell'UE?

Il mandato degli uffici di bilancio nell'UE varia in misura considerevole da un paese all'altro. Non tutti gli uffici di bilancio dei paesi dell'area dell'euro avrebbero mandati pienamente in linea con i requisiti stabiliti dal two-pack (che non è vincolante per gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area). Nella maggior parte dei paesi il mandato dell'ufficio di bilancio si incentra in genere sul controllo del rispetto delle regole di bilancio. In meno di metà degli Stati membri dell'UE, gli uffici di bilancio partecipano anche al monitoraggio o alla valutazione dell'attivazione del meccanismo di correzione, come stabilisce il patto di bilancio, in caso di notevole scostamento dalle regole di bilancio.

È tuttavia meno diffuso il coinvolgimento degli uffici di bilancio nella predisposizione delle proiezioni macroeconomiche e di bilancio. Solo in alcuni paesi tali organi o istituzioni indipendenti distinte formulano proprie previsioni economiche (cfr. tavola)<sup>5)</sup>, mentre in qualche altro

5) Fra questi paesi rientrano Belgio, Danimarca, Lettonia, Paesi Bassi, Austria, Slovenia e Regno Unito. In Danimarca e Lettonia, tuttavia, il governo non è tenuto a impiegare le previsioni predisposte dal consiglio di bilancio.

caso gli uffici di bilancio dovrebbero approvare le proiezioni macroeconomiche del governo<sup>6)</sup>. A loro volta, le proiezioni di bilancio, formulate in tutti i paesi dal governo, sono poste all'esame di un organo indipendente per approvazione solo in Romania, Slovacchia e Regno Unito<sup>7)</sup>. In vari paesi l'ufficio di bilancio è obbligato a valutare le proiezioni del governo, che come strumento è meno incisivo dell'approvazione. Le valutazioni pubbliche possono svolgere un ruolo importante nell'influenzare l'opinione pubblica. Ad esempio, nel parere del 23 aprile 2014 il Consiglio superiore delle finanze pubbliche in Francia ha ritenuto che, seppure le ipotesi di crescita del PIL formulate dal governo fossero considerate realistiche per il 2014, lo scenario per il 2015, che comprendeva anch'esso consistenti riduzioni programmate della spesa, fosse valutato in termini troppo ottimistici poiché si basava sulla realizzazione concomitante di varie ipotesi favorevoli.

In aggiunta, in alcuni paesi i compiti conferiti agli uffici di bilancio si spingono oltre i requisiti previsti dal two-pack. In particolare, quasi la metà degli uffici di bilancio o delle istituzioni indipendenti dell'area dell'euro valuta la sostenibilità a lungo termine della politica di bilancio, mentre alcuni di questi organismi valutano anche la conformità con le regole in materia di debito/spesa, la situazione economica e finanziaria delle imprese pubbliche, il costo dei provvedimenti di bilancio o la qualità delle finanze pubbliche. Inoltre, in alcuni paesi gli uffici di bilancio sono incaricati di orientare la ripartizione degli obiettivi di bilancio tra i diversi livelli di governo: ne è un recente esempio l'Autorità indipendente per la responsabilità di bilancio in Spagna.

### **In quale misura gli uffici di bilancio riusciranno a promuovere la disciplina di bilancio?**

Dal momento che in molti paesi dell'UE gli uffici di bilancio sono stati creati solo di recente oppure il loro mandato è appena stato modificato e poiché si osserva una notevole varietà fra i paesi nell'assetto specifico di questi organismi e nella loro (potenziale) influenza sulla politica di bilancio, è difficile valutarne l'efficace in questa fase.

Ciononostante, per una prima valutazione al riguardo, è già utile analizzare il margine di manovra potenziale di cui gli uffici dispongono. In media, il loro margine di manovra e il loro potere sembrano piuttosto limitati. In nessun paese dell'area dell'euro il governo è tenuto a tenere conto delle raccomandazioni di policy dell'ufficio di bilancio<sup>8)</sup>. In alcuni paesi, tuttavia, vige uno strumento più duttile per la pressione fra pari, che assume la forma di principio della "conformità o spiegazione"<sup>9)</sup>. Questo prevede che i governi si conformino alle raccomandazioni degli uffici di bilancio oppure spieghino pubblicamente le ragioni della mancata osservanza. Nella maggioranza dei paesi dell'area dell'euro non è previsto alcun seguito correttivo in caso di non conformità. Nondimeno, seppure in assenza di un imperativo giuridico che induca il governo a reagire alle raccomandazioni, gli uffici di bilancio possono fare un uso efficace della facoltà di esercitare pressione sul governo influenzando l'opinione pubblica. Un esempio recente al riguardo è la va-

6) Se è previsto che gli uffici di bilancio approvino le proiezioni, andrebbe specificata una procedura che comprenda un termine per l'azione e la definizione dei dettagli sulle potenziali conseguenze. Così, una decisione negativa da parte dell'ufficio di bilancio dovrebbe innescare una revisione delle previsioni che vada oltre il principio della "conformità o spiegazione".

7) Secondo i regolamenti del two-pack, i governi hanno la facoltà, ma non l'obbligo, di decidere di coinvolgere un organo indipendente nella predisposizione delle proiezioni di bilancio.

8) All'esterno dell'area dell'euro, l'ufficio di bilancio della Croazia, ad esempio, dispone di un potere notevole.

9) Tra questi paesi si annoverano Belgio, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Lituania, Paesi Bassi e Finlandia. Una lacuna importante della legislazione del two-pack è che non impone ai paesi di adottare il principio della "conformità o spiegazione" (ad eccezione delle proiezioni macroeconomiche, che devono essere formulate o approvate) né obbliga i governi a tenere conto delle raccomandazioni dell'ufficio.

lutazione critica sui programmi di bilancio del governo emanata il 19 maggio 2014 dal Comitato consultivo di bilancio austriaco, che ha avuto una grande eco mediatica nel paese.

Inoltre, l'efficacia degli uffici di bilancio dipenderà ampiamente dalla loro indipendenza da interferenze politiche e dalla loro autonomia funzionale. Un ufficio di bilancio del tutto indipendente e credibile aumenta il costo politico a carico del governo in caso di scostamenti dagli impegni assunti. È pertanto importante che l'interferenza politica sia vietata per legge e che i membri dell'ufficio siano nominati sulla base delle competenze e dell'esperienza anziché dell'orientamento politico. In effetti, vi sono alcuni esempi incoraggianti tra gli Stati membri dell'UE per quanto riguarda il modo in cui sono stati costituiti gli uffici di bilancio. Ad esempio, nella maggior parte dei paesi i membri degli uffici di bilancio sono accademici o esperti esterni al governo. Il personale, inoltre, è assunto sulla base delle competenze e dell'esperienza. Tuttavia, in alcuni paesi vi sono anche rischi connessi alle interferenze politiche, in particolare laddove è il governo anziché il parlamento a nominare i membri dell'ufficio di bilancio e i membri del personale di sostegno vengono distaccati da enti pubblici (cfr. tavola). Inoltre, in alcuni paesi le risorse umane esperte potrebbero non essere sempre sufficienti: ciò potrebbe impedire agli uffici di bilancio di assicurare un livello qualitativo elevato nell'espletamento delle proprie funzioni. Nella maggior parte dei casi, il numero di esperti incaricati di assistere i membri dell'ufficio di bilancio varia da due a dieci membri del personale. Tuttavia, vi sono anche eccezioni degne di nota, in cui i consigli dispongono di un organico molto più numeroso (soprattutto nei casi in cui ha anche competenze relative alle proiezioni).

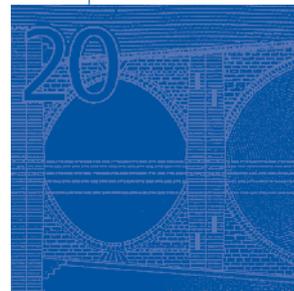
### Conclusioni

Il quadro riveduto dell'UE per i conti pubblici impone agli Stati membri di istituire un ufficio di bilancio incaricato di tenere sotto osservazione il rispetto delle regole di bilancio numeriche e di valutare la necessità di attivare il meccanismo correttivo. Si tratta di un passo avanti importante verso il conseguimento di una disciplina di bilancio più rigorosa e una maggiore assimilazione sul piano nazionale delle regole di bilancio dell'UE. È molto incoraggiante che tutti i paesi dell'area dell'euro abbiano già istituito un ufficio di bilancio o vi stiano provvedendo. I paesi che non hanno ancora promulgato leggi per la creazione dell'ufficio di bilancio dovrebbero completare il processo quanto prima. L'assetto conferito agli uffici di bilancio è eterogeneo fra i vari paesi. Sebbene ciò rispecchi anche circostanze nazionali specifiche, in alcuni paesi le caratteristiche degli uffici di bilancio potrebbero suscitare timori circa la loro indipendenza da interferenze governative, le risorse e il mandato loro conferiti, nonché il loro margine di manovra. Sarà tuttavia possibile valutare appieno la loro efficacia solo quando saranno stati in funzione per qualche anno.



## ARTICOLI

# PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO FORMULATE DAGLI ESPERTI DELL'EUROSISTEMA NEL GIUGNO 2014 <sup>1)</sup>



*Secondo le proiezioni la ripresa economica dell'area dell'euro si rafforzerà gradualmente nell'arco temporale considerato, sospinta da un aumento della domanda interna e, in misura inferiore, di quella estera. La domanda interna sta beneficiando dell'orientamento accomodante della politica monetaria, di un ritorno a un'intonazione sostanzialmente neutra delle politiche di bilancio, delle migliori condizioni di finanziamento e del clima di fiducia più positivo in un contesto di minore incertezza. Inoltre, il reddito disponibile reale è sostenuto da un graduale incremento della crescita salariale e da una flessione dei prezzi dell'energia. Al tempo stesso, ci si attende che l'impatto avverso sulle prospettive economiche esercitato dalla necessità di un ulteriore aggiustamento dei bilanci e dall'elevata disoccupazione diminuisca solo gradualmente nell'orizzonte di proiezione. La domanda estera dovrebbe essere favorita da una graduale ripresa a livello mondiale, benché sia probabile che, in una fase iniziale, le sue ricadute positive sulle esportazioni dell'area dell'euro vengano in parte compensate dagli effetti dell'apprezzamento della moneta unica. Le previsioni indicano un'espansione del PIL in termini reali pari all'1,0 per cento nel 2014, all'1,7 nel 2015 e all'1,8 nel 2016; tali incrementi, superiori alla crescita potenziale stimata, contribuirebbero a una graduale riduzione dell'output gap negativo a fronte di un lieve calo del tasso di disoccupazione.*

*L'inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC dovrebbe via via aumentare nel periodo in esame, pur mantenendosi su livelli contenuti; quella complessiva salirebbe dallo 0,7 per cento nel primo trimestre del 2014 all'1,5 nell'ultimo trimestre del 2016, collocandosi in media allo 0,7 per cento nel 2014, all'1,1 nel 2015 e all'1,4 nel 2016. Il recupero previsto per l'inflazione armonizzata complessiva riflette il graduale rafforzamento della ripresa economica, che sta portando a una crescita più vigorosa dei salari e dei profitti interni. Un impatto al rialzo sull'inflazione deriverebbe anche dall'ipotesi di rincari delle materie prime non energetiche e dei manufatti importati. Al tempo stesso, l'accelerazione dei prezzi prospettata dovrebbe essere contenuta dal calo assunto per le quotazioni petrolifere, dall'effetto ritardato del mercato apprezzamento dell'euro da metà 2012 e dal persistente sottoutilizzo della capacità produttiva nell'economia. L'inflazione al netto degli alimentari e dell'energia aumenterebbe via via, portandosi dall'1,0 per cento nel 2014 all'1,2 nel 2015 e all'1,5 nel 2016, fino a raggiungere l'1,7 per cento entro la fine del periodo in rassegna.*

*Rispetto alle proiezioni macroeconomiche pubblicate nel numero di marzo scorso del Bollettino, la proiezione per la crescita del PIL in termini reali nel 2014 è stata rivista al ribasso, dall'1,2 all'1,0 per cento, di riflesso a una dinamica del prodotto più debole delle attese nel primo trimestre. Al contrario, quella per il 2015 è stata corretta al rialzo, dall'1,5 all'1,7 per cento, nel contesto di una ripresa più sostenuta del reddito disponibile reale. L'inflazione misurata sullo IAPC per il 2014 è stata modificata al ribasso, dall'1,0 allo 0,7 per cento, soprattutto alla luce dell'evoluzione dei prezzi inferiore alle attese negli ultimi mesi; ha subito una correzione verso il basso anche quella per il 2015 e il 2016, rispettivamente dall'1,3 all'1,1 per cento e dall'1,5 all'1,4 per cento.*

*Questo articolo espone in sintesi le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro elaborate per il periodo 2014-2016. Nella loro interpretazione va ricordato che esercizi previsivi condotti per un orizzonte temporale così esteso presentano un grado di incertezza molto elevato<sup>2)</sup>.*

- 1) Le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema rappresentano un contributo alla valutazione degli andamenti economici e dei rischi per la stabilità dei prezzi effettuata dal Consiglio direttivo. Informazioni sulle procedure e sulle tecniche adottate sono reperibili in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata dalla BCE nel giugno 2001 e consultabile nel suo sito Internet. I dati utilizzati in questo esercizio previsivo sono aggiornati al 21 maggio 2014.
- 2) Cfr. l'articolo *Una valutazione delle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema* nel numero di maggio 2013 di questo Bollettino.

## IL CONTESTO INTERNAZIONALE

In base alle proiezioni la crescita in termini reali del PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) mostrerà un graduale recupero nel periodo considerato, passando dal 3,6 per cento nel 2014 al 4,0 nel 2015 e al 4,1 nel 2016. I dati disponibili indicano per il primo trimestre dell'anno una perdita di slancio nelle economie avanzate, attribuibile in parte a fattori temporanei come le temperature estremamente rigide registrate nell'America settentrionale. Nondimeno, guardando oltre la volatilità di breve periodo, dalle indagini congiunturali emerge una dinamica espansiva piuttosto robusta. La crescita nei mercati emergenti si è attenuata, per effetto della debole domanda interna, dell'inversione dei flussi di capitali verso tali paesi e dello spazio di manovra più limitato per ulteriori misure di sostegno interne. Dopo l'episodio di volatilità osservato all'inizio dell'anno, i mercati finanziari delle economie emergenti si sono stabilizzati, anche se in molti paesi si registra da metà 2013 un inasprimento delle condizioni di finanziamento che grava sull'attività. In prospettiva, ci si attende un rafforzamento dell'attività economica a livello mondiale. La riduzione meno pronunciata della leva finanziaria nel settore privato e gli interventi meno cospicui di risanamento dei conti pubblici, insieme agli andamenti più favorevoli nei mercati del lavoro, dovrebbero sostenere la domanda interna nelle economie avanzate; questa evoluzione stimolerebbe a sua volta una ripresa nel resto del mondo. Tuttavia, è probabile che in alcune economie emergenti la crescita venga ostacolata da fattori strutturali, fra cui strozzature di natura infrastrutturale e vincoli di capacità produttiva, mentre nei paesi fortemente dipendenti da afflussi di capitale e da una sostenuta espansione del credito l'attività potrebbe verosimilmente frenare, via via che le economie si riequilibreranno e si adatteranno al mutato orientamento della politica monetaria negli Stati Uniti.

L'interscambio mondiale ha perso parte del suo slancio dalla fine dello scorso anno. In prospettiva, dovrebbe segnare un'accelerazione nell'arco temporale considerato, per effetto di una ripresa dell'attività nelle economie avanzate che interesserebbe soprattutto gli investimenti, ad alto contenuto di importazioni. Nondimeno, si ritiene improbabile che cresca allo stesso ritmo degli anni '90 e 2000, quando era in atto l'integrazione dei grandi paesi emergenti nell'economia mondiale. Pertanto, rispetto all'ultimo esercizio previsivo, lo scenario di base delle proiezioni ipotizza un'elasticità di lungo periodo del commercio internazionale all'attività economica mondiale inferiore a quella osservata prima della crisi finanziaria globale. Viene prospettato un aumento dell'interscambio mondiale (esclusa l'area dell'euro) del 4,3 per cento nel 2014, del 5,7 nel 2015 e del 5,9 nel 2016. A fronte di un'espansione più contenuta della domanda di importazioni dei principali partner commerciali dell'area rispetto al resto del mondo, la crescita della domanda estera dell'area risulterebbe lievemente più moderata di quella del commercio internazionale (cfr. tavola 1).

**Tavola 1 Contesto internazionale**

(variazioni percentuali annue)

	Giugno 2014				Marzo 2014			Revisioni rispetto a marzo 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro)	3,4	3,6	4,0	4,1	3,9	4,0	4,1	-0,3	0,0	0,0
Commercio mondiale (esclusa l'area dell'euro) <sup>1)</sup>	3,5	4,3	5,7	5,9	5,1	6,2	6,2	-0,8	-0,5	-0,3
Domanda estera dell'area dell'euro <sup>2)</sup>	3,0	3,7	5,2	5,6	4,5	5,6	5,8	-0,7	-0,4	-0,2

1) Calcolato come media ponderata delle importazioni.

2) Calcolata come media ponderata delle importazioni dei partner commerciali dell'area dell'euro.

Nota: le revisioni sono calcolate su dati non arrotondati.

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche pubblicate nel numero di marzo scorso del Bollettino, la crescita del PIL mondiale in termini reali è stata rivista al ribasso per il 2014, dal 3,9 al 3,6 per cento. Le prospettive per la domanda estera dell'area dell'euro sono state corrette al ribasso per l'intero periodo considerato.

#### Riquadro I

### 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 14 maggio 2014. I tassi di interesse a breve termine sono misurati dall'Euribor a tre mesi e le aspettative di mercato sono rilevate sui tassi dei contratti future; da questa metodologia deriva un livello medio dei tassi a breve dello 0,3 per cento nel 2014, dello 0,3 nel 2015 e dello 0,4 nel 2016. Le aspettative di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro comportano una media del 2,4 per cento nel 2014, del 2,6 nel 2015 e del 3,0 nel 2016<sup>1)</sup>. Riflettendo il profilo dei tassi di interesse di mercato a termine e la graduale trasmissione delle variazioni dei tassi di mercato a quelli sui prestiti, i tassi composti sui prestiti bancari al settore privato non finanziario dell'area dell'euro resterebbero pressoché stabili nel 2014 e nel 2015, per poi aumentare gradualmente.

Per quanto riguarda le materie prime, sulla base del profilo dei prezzi impliciti nei contratti future nelle due settimane fino al 14 maggio, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent si riducano, passando da 108,8 dollari al barile nel 2013 a 98,2 nel 2016. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero aumentare lievemente nel 2014, per poi crescere a un ritmo in qualche misura più rapido nel 2015 e nel 2016<sup>2)</sup>.

Le ipotesi sui tassi di cambio bilaterali restano invariate nell'orizzonte temporale della proiezione sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 14 maggio. Ciò implica che il cambio dollaro/euro si collochi a 1,38 fra il 2014 e il 2016, con un incremento del 4,2 per cento rispetto al 2013. Nell'arco temporale considerato il tasso di cambio effettivo dell'euro si apprezzerrebbe del 2,7 per cento rispetto al 2013.

Le ipotesi sui conti pubblici riflettono le leggi di bilancio approvate dai paesi dell'area dell'euro, i rispettivi programmi di finanza pubblica di medio periodo e gli interventi ampiamente precisati negli aggiornamenti dei programmi di stabilità disponibili al 21 maggio. Tali interventi includono tutte le misure già approvate dai parlamenti nazionali o che sono state definite in sufficiente dettaglio dai governi e supereranno probabilmente l'iter legislativo. Nel complesso, queste ipotesi implicano in media un risanamento dei conti pubblici di entità appena contenuta nel periodo

1) L'ipotesi formulata per i rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro si basa sulla media dei rendimenti dei titoli di riferimento a dieci anni dei vari paesi, ponderata per il PIL su base annua; la media è poi estesa utilizzando il profilo dei tassi a termine derivato dal par yield a dieci anni di tutti i titoli dell'area dell'euro stimato dalla BCE, con la discrepanza iniziale tra le due serie mantenuta costante nel periodo della proiezione. Si ipotizza che i differenziali tra i rendimenti dei titoli dei singoli paesi e la corrispondente media dell'area dell'euro rimangano costanti nell'orizzonte temporale considerato.

2) Le ipotesi concernenti i corsi del petrolio e delle materie prime alimentari si basano sui prezzi dei contratti future fino al termine del periodo di proiezione; per le altre materie prime minerali non energetiche si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei future fino al secondo trimestre del 2015 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale. Per i prezzi al consumo dei prodotti alimentari sono utilizzate le proiezioni relative ai prezzi alla produzione dell'UE per le materie prime alimentari (espressi in euro) elaborate sulla base di un modello econometrico che tiene conto degli andamenti delle quotazioni mondiali.



## Ipotesi tecniche

	Giugno 2014				Marzo 2014			Revisioni rispetto a marzo 2014 <sup>1)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Euribor a tre mesi (percentuale annua)	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	0,8	0,0	-0,1	-0,3
Rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni (percentuale annua)	2,9	2,4	2,6	3,0	2,8	3,2	3,6	-0,5	-0,6	-0,6
Prezzo del petrolio (USD al barile)	108,8	107,2	102,2	98,2	105,8	101,1	96,9	1,3	1,2	1,3
Prezzi delle materie prime non energetiche in USD (variazione percentuale annua)	-5,2	0,3	1,7	4,6	-2,5	3,1	4,8	2,8	-1,4	-0,2
Tasso di cambio USD/EUR	1,33	1,38	1,38	1,38	1,36	1,36	1,36	1,7	2,0	2,0
Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (TCE-20) (variazione percentuale annua)	3,8	2,6	0,1	0,0	1,6	0,0	0,0	1,0	0,1	0,0

1) Le revisioni sono espresse in percentuale per i livelli, in differenze per i tassi di crescita e in punti percentuali per i tassi di interesse e i rendimenti dei titoli.

Nota: le revisioni sono calcolate su dati non arrotondati.

considerato, in base ai programmi di bilancio per il 2014 e alle informazioni solo limitate per i due anni successivi. La portata dell'azione di riequilibrio ipotizzata per l'arco temporale della proiezione è significativamente inferiore a quella registrata negli ultimi anni.

Rispetto al numero di marzo 2014 di questo Bollettino, le principali modifiche apportate alle ipotesi tecniche includono una flessione dei tassi di interesse a breve e a lungo termine nell'area dell'euro. Le quotazioni del petrolio espresse in dollari sono in certa misura più elevate rispetto a marzo e al contempo si è osservato un moderato apprezzamento del tasso di cambio dell'euro.

## PROIEZIONI SULLA CRESCITA DEL PIL

Il PIL in termini reali dell'area dell'euro è salito dello 0,2 per cento nel primo trimestre del 2014, registrando il quarto aumento consecutivo su base trimestrale. I dati delle indagini congiunturali mostrano che negli ultimi mesi il clima di fiducia delle imprese si è stabilizzato, nella totalità dei settori e dei paesi, su livelli prossimi o superiori alle rispettive medie di lungo termine, a indicare un ulteriore rialzo dell'attività economica nel secondo trimestre dell'anno. La dinamica di fondo della crescita dovrebbe intensificarsi, specie in alcune delle economie sottoposte a tensioni. La ripresa prospettata per l'attività dovrebbe essere trainata soprattutto da un rafforzamento della domanda interna, riconducibile all'orientamento accomodante della politica monetaria, al ritorno a un'intonazione sostanzialmente neutra delle politiche di bilancio dopo anni di considerevole inasprimento fiscale, al ripristino di criteri per l'erogazione del credito neutri, nonché al clima di fiducia più positivo sia tra le imprese sia tra le famiglie in un contesto di minore incertezza. In particolare, i consumi privati beneficerebbero dell'impatto favorevole sul reddito disponibile reale di un maggiore incremento dei salari e di un calo delle quotazioni energetiche. Ci si attende inoltre che l'attività economica venga sostenuta sempre più da un graduale rafforzamento della domanda estera, anche se in una fase iniziale la crescita delle esportazioni sarà probabilmente frenata dall'apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro. Al tempo stesso, nell'orizzonte di proiezione dovrebbe diminuire solo con gradualità l'effetto negativo sulle prospettive per la domanda interna esercitato in alcuni paesi dalla necessità di un ulteriore aggiustamento dei bilanci nei settori pubblico e privato e, soprattutto, dagli alti livelli di disoccupazione, mentre in altre economie potrebbero emergere dei vincoli dal lato dell'offerta di lavoro. Il PIL in termini reali aumenterebbe, in media d'anno, dell'1,0

per cento nel 2014, dell'1,7 nel 2015 e dell'1,8 nel 2016. Questa dinamica riflette il contributo in costante aumento della domanda interna accompagnato dall'esiguo apporto positivo delle esportazioni nette. Poiché la crescita effettiva dovrebbe superare il tasso di crescita potenziale stimato, l'output gap mostrerebbe un restringimento, risultando però ancora negativo alla fine del periodo in rassegna.

Esaminando in maggior dettaglio le componenti della crescita, secondo le proiezioni l'espansione delle esportazioni all'esterno dell'area dell'euro acquisirà slancio nel 2014 e nel 2015, di riflesso al graduale rafforzamento della domanda estera dell'area e al venir meno delle ricadute negative del recente apprezzamento dell'euro. Le quote di mercato delle esportazioni dell'area dovrebbero diminuire marginalmente nell'arco temporale considerato, evidenziando tuttavia andamenti piuttosto eterogenei tra paesi a causa di una diversa evoluzione della competitività. Le esportazioni all'interno dell'area dell'euro crescerebbero a un ritmo più lento di quelle verso l'esterno, a causa del persistere della relativa debolezza della domanda interna nell'area.

Gli investimenti delle imprese dovrebbero via via aumentare nell'orizzonte di proiezione, sorretti dal rafforzamento della domanda interna ed estera in presenza di un fabbisogno cumulato di investimenti di sostituzione, del livello molto basso dei tassi di interesse, di un aumento dei profitti, di una minore incertezza e dell'attenuarsi degli effetti avversi dal lato dell'offerta di credito. Tuttavia, si ritiene che l'impatto negativo congiunto della più debole dinamica della crescita e della necessità di un'ulteriore ristrutturazione dei bilanci societari in alcuni paesi dell'area dell'euro ostacoli la ripresa degli investimenti delle imprese nel periodo in esame.

Secondo le proiezioni gli investimenti nell'edilizia residenziale registreranno un graduale incremento con la ripresa dell'attività economica, in un contesto di bassi tassi sui mutui ipotecari. Non dimeno, nei prossimi trimestri continueranno a pesare sulle prospettive l'ulteriore aggiustamento necessario nei mercati delle abitazioni in alcuni paesi e la fiacca espansione del reddito disponibile reale. Per tutto il periodo considerato ci si attende una protratta debolezza degli investimenti pubblici imputabile alle misure di risanamento di bilancio programmate in diversi paesi dell'area dell'euro, le quali più che compenseranno la dinamica maggiormente espansiva di tali investimenti in altri.

Dopo essersi stabilizzata nel secondo semestre del 2013, l'occupazione in termini di numero di occupati dovrebbe segnare un moderato aumento, di riflesso alla lenta ripresa dell'attività economica, alla risposta ritardata dell'occupazione alla crescita del prodotto nonché a ulteriori riduzioni dell'organico nel settore pubblico in alcuni paesi. Probabilmente questi fattori più che compenseranno l'impatto positivo delle riforme nei mercati del lavoro, le quali hanno aumentato la flessibilità e favorito la creazione di posti di lavoro nel privato, specie in taluni paesi soggetti a tensioni. Per il periodo in rassegna ci si attende un modesto incremento delle forze di lavoro, dovuto all'immigrazione e alla maggiore partecipazione di determinate fasce della popolazione a fronte di una situazione più favorevole del mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione, in calo negli ultimi mesi, dovrebbe scendere ancora nell'arco temporale considerato, mantenendosi però su livelli superiori a quelli pre-crisi. La produttività del lavoro (misurata in termini di prodotto per occupato) aumenterebbe, di riflesso all'accelerazione attesa per il PIL in termini reali e alla risposta ritardata dell'occupazione agli andamenti dell'attività economica.

Ci si attende che i consumi privati acquisiscano un certo vigore nel corso del 2014 per poi aumentare ancora nel 2015 e nel 2016, seguendo da vicino la crescita del reddito disponibile reale, a fronte di un protratto ristagno del tasso di risparmio. L'espansione del reddito disponibile reale dovrebbe

**Tavola 2 Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro<sup>1)</sup>**

(variazioni percentuali annue)

	Giugno 2014				Marzo 2014			Revisioni rispetto a marzo 2014 <sup>2)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIL in termini reali <sup>3)</sup>	-0,4	1,0	1,7	1,8	1,2	1,5	1,8	-0,1	0,2	0,0
		[0,6-1,4] <sup>4)</sup>	[0,6-2,8] <sup>4)</sup>	[0,5-3,1] <sup>4)</sup>	[0,8-1,6] <sup>4)</sup>	[0,4-2,6] <sup>4)</sup>	[0,7-2,9] <sup>4)</sup>			
Consumi privati	-0,6	0,7	1,5	1,6	0,7	1,2	1,4	0,0	0,2	0,2
Consumi collettivi	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	0,0	0,0	-0,3
Investimenti fissi lordi	-2,7	1,7	3,1	3,5	2,1	2,7	3,7	-0,4	0,4	-0,2
Esportazioni <sup>5)</sup>	1,7	3,6	4,8	5,3	3,6	4,7	5,1	0,1	0,1	0,2
Importazioni <sup>5)</sup>	0,5	3,6	4,8	5,5	3,5	4,7	5,2	0,1	0,1	0,3
Occupazione	-0,8	0,3	0,5	0,7	0,2	0,5	0,7	0,1	0,1	0,0
Tasso di disoccupazione (% delle forze di lavoro)	12,0	11,8	11,5	11,0	11,9	11,7	11,4	-0,2	-0,3	-0,4
IAPC	1,4	0,7	1,1	1,4	1,0	1,3	1,5	-0,3	-0,1	-0,1
		[0,6-0,8] <sup>4)</sup>	[0,5-1,7] <sup>4)</sup>	[0,6-2,2] <sup>4)</sup>	[0,7-1,3] <sup>4)</sup>	[0,6-2,0] <sup>4)</sup>	[0,7-2,3] <sup>4)</sup>			
IAPC al netto dell'energia	1,4	1,0	1,3	1,6	1,2	1,5	1,7	-0,2	-0,1	-0,1
IAPC al netto di: energia e alimentari	1,1	1,0	1,2	1,5	1,1	1,4	1,7	-0,1	-0,2	-0,1
IAPC al netto di: energia, alimentari e variazioni delle imposte indirette <sup>6)</sup>	1,0	0,9	1,2	1,5	1,0	1,4	1,7	-0,1	-0,2	-0,2
Costo unitario del lavoro	1,2	0,9	0,7	1,1	0,8	1,0	1,2	0,1	-0,3	-0,1
Redditi per occupato	1,7	1,6	1,9	2,2	1,7	2,0	2,3	-0,1	-0,1	-0,1
Produttività del lavoro	0,5	0,7	1,1	1,0	0,9	1,0	1,1	-0,2	0,1	-0,1
Saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	-3,0	-2,5	-2,3	-1,9	-2,7	-2,5	-2,1	0,2	0,2	0,2
Saldo strutturale di bilancio (% del PIL) <sup>7)</sup>	-2,2	-2,0	-2,0	-1,9	-2,2	-2,2	-2,0	0,3	0,2	0,1
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	92,6	93,4	92,6	91,1	93,5	93,2	92,2	0,0	-0,7	-1,1
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	2,4	2,6	2,6	2,8	2,4	2,6	2,7	0,2	0,0	0,1

1) I dati si riferiscono all'area dell'euro inclusa la Lettonia, ad eccezione dei dati sullo IAPC per il 2013. La variazione percentuale media dello IAPC per il 2014 è calcolata sulla base di una composizione dell'area comprendente la Lettonia già nel 2013.

2) Le revisioni sono calcolate su dati non arrotondati.

3) Dati corretti per il numero di giornate lavorative.

4) Gli intervalli di valori delle proiezioni presentano un'ampiezza pari al doppio della media degli scarti, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate negli anni scorsi. La metodologia adottata per il calcolo degli intervalli, 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.

5) Incluso l'interscambio verso l'interno dell'area dell'euro.

6) Il sottoindice si basa sulle stime dell'impatto effettivo delle imposte indirette. Può divergere dai dati dell'Eurostat, che ipotizza la trasmissione completa e immediata dell'impatto dell'imposizione indiretta allo IAPC.

7) Calcolato come saldo delle amministrazioni pubbliche al netto degli effetti transitori del ciclo economico e delle misure temporanee assunte dai governi. Il calcolo riflette l'approccio del SEBC riguardo ai saldi di bilancio corretti per gli effetti del ciclo economico (cfr. Bouthevillain, C. et al., "Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach", *Working Paper Series*, n. 77, BCE, settembre 2001) e la definizione di misure temporanee adottata dal SEBC (cfr. Kremer, J. et al., "A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances", *Working Paper Series*, n. 579, BCE, gennaio 2006). La proiezione del saldo strutturale di bilancio non è derivata da una misura aggregata dell'output gap. Secondo la metodologia adottata dal SEBC, le componenti cicliche sono calcolate distintamente per le varie voci di entrata e di spesa. Per una trattazione in merito, anche con riferimento alla metodologia della Commissione europea, cfr. il riquadro *Correzione del saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche per gli effetti del ciclo economico* nel numero di marzo 2012 di questo Bollettino.

essere favorita da un incremento dei redditi da lavoro – di riflesso a un rialzo dell'occupazione e a una più sostenuta crescita salariale – nonché da misure di riequilibrio dei conti pubblici meno gravose e da una debole dinamica dei prezzi. I consumi collettivi aumenterebbero in misura moderata nell'arco temporale della proiezione.

Le importazioni dall'esterno dell'area dell'euro mostrerebbero una crescita contenuta nel periodo in esame, pur rimanendo frenate dalla debolezza della domanda totale dell'area. L'interscambio

netto dovrebbe fornire un contributo modesto all'espansione del PIL in termini reali e l'attuale avanzo delle partite correnti salirebbe lievemente, raggiungendo nel 2016 il 2,8 per cento del PIL.

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche pubblicate nel numero di marzo scorso del Bollettino, la proiezione per la crescita del PIL in termini reali nel 2014 è stata rivista al ribasso, dall'1,2 all'1,0 per cento, per effetto di una dinamica più debole delle attese nel primo trimestre; quella per il 2015 è stata corretta al rialzo, dall'1,5 all'1,7 per cento, in ragione delle ipotesi circa tassi di interesse e un'inflazione delle materie prime più contenuti che sosterebbero i redditi reali. La proiezione per il 2016 resta sostanzialmente invariata.

### PROIEZIONI RELATIVE ALL'EVOLUZIONE DEI PREZZI E DEI COSTI

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC si è collocata allo 0,5 per cento lo scorso maggio. L'attuale basso livello riflette la stagnazione dei prezzi dell'energia, degli alimentari e dei beni industriali non energetici, nonché la debole dinamica dei prezzi dei servizi.

L'inflazione complessiva dovrebbe permanere contenuta fino al terzo trimestre del 2014, per poi aumentare gradualmente e raggiungere l'1,5 per cento entro la fine del periodo della proiezione. Tale graduale aumento riflette il progressivo rafforzamento della ripresa economica e le sue implicazioni in termini di riduzione dell'output gap negativo e di una maggiore crescita dei salari e dei profitti. Anche l'ipotesi di rincari delle materie prime non energetiche e dei manufatti importati comporta un impatto al rialzo sull'inflazione. Nondimeno, l'accelerazione dei prezzi prospettata dovrebbe essere modesta e risulterebbe contenuta in particolare dall'ipotesi di una diminuzione delle quotazioni petrolifere in base ai contratti future, dall'effetto ritardato del marcato apprezzamento dell'euro da metà 2012 e dal fatto che, malgrado la riduzione dell'output gap, il sottoutilizzo della capacità produttiva nell'economia persisterà probabilmente fino al 2016.

In maggiore dettaglio, l'inflazione dei beni energetici dovrebbe aumentare dai livelli molto bassi degli inizi del 2014, ma resterebbe lievemente negativa per gran parte dell'orizzonte di proiezione, in linea con l'andamento discendente della curva dei prezzi dei future per il petrolio. Il contributo leggermente negativo dei corsi dell'energia all'inflazione armonizzata nell'arco temporale considerato, a fronte di un contributo medio di circa 0,5 punti percentuali nel periodo 1999-2013, spiega in ampia misura le moderate prospettive per l'evoluzione dei prezzi.

I prezzi degli alimentari continuerebbero a decelerare fino al terzo trimestre del 2014, di riflesso alla ritardata trasmissione delle precedenti contrazioni dei corsi delle materie prime alimentari e di effetti base al ribasso. Tenuto conto dell'aumento ipotizzato dei prezzi alla produzione dell'UE per le materie prime alimentari e della graduale ripresa economica, le quotazioni degli alimentari dovrebbero accelerare in maniera continua nell'orizzonte temporale della proiezione, per collocarsi in media all'1,9 per cento nel 2016. Il contributo medio della componente alimentare all'inflazione complessiva è pari a 0,3 punti percentuali nel periodo in esame, rispetto ai circa 0,5 punti percentuali rilevati dal 1999.

L'inflazione al netto degli alimentari e dell'energia dovrebbe aver raggiunto il minimo nel quarto trimestre del 2013 e nei primi mesi del 2014. Nel periodo della proiezione registrerebbe un incremento via via che la ripresa acquisirà slancio – determinando una maggiore crescita dei salari e dei profitti – e si porterebbe all'1,7 per cento nell'ultimo trimestre del 2016. Nell'arco di tempo considerato il contributo medio all'inflazione complessiva di tutte le componenti esclusi gli alimentari e

l'energia dovrebbe risultare pari a 0,9 punti percentuali, valore appena lievemente inferiore a quello osservato dal 1999.

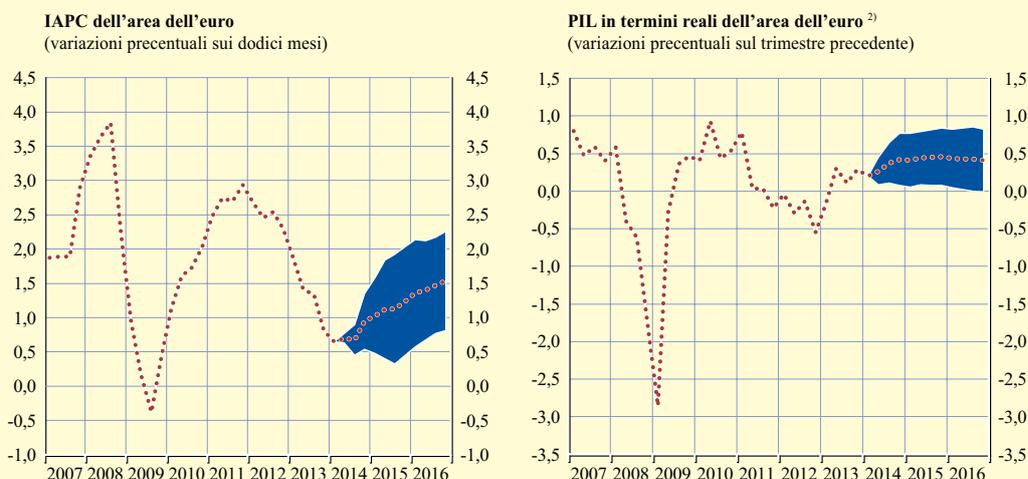
Nel 2014 gli aumenti delle imposte indirette inclusi nei piani di risanamento dei conti pubblici fornirebbero all'inflazione un esiguo contributo al rialzo, di circa 0,1 punti percentuali, leggermente inferiore a quello rilevato nel 2013. Per il 2015 e il 2016 ci si attende al momento un apporto trascurabile, in mancanza di informazioni sulle misure di bilancio approvate con riferimento a questi due anni.

Le pressioni esterne sui prezzi si sono indebolite notevolmente nel corso del 2013, riflettendo l'impatto della moderata espansione mondiale sui prezzi internazionali, l'apprezzamento dell'euro e i ribassi delle quotazioni del greggio e delle materie prime non petrolifere. In prospettiva, il tasso di crescita sul periodo corrispondente del deflatore delle importazioni dovrebbe mostrare un graduale incremento nel periodo in esame, fino a divenire positivo agli inizi del 2015; nel 2016 si porterebbe in media all'1,2 per cento, un livello prossimo alla media di lungo periodo. L'accelerazione del deflatore delle importazioni riflette il rafforzamento ipotizzato per l'espansione mondiale e quindi l'aumento dei prezzi dei manufatti a livello internazionale, l'atteso rincaro delle materie prime non energetiche e il venir meno degli effetti del precedente apprezzamento dell'euro.

Passando alle pressioni interne sui prezzi, il graduale miglioramento delle condizioni nei mercati del lavoro dell'area dell'euro dovrebbe determinare un rialzo dei redditi per occupato. Tuttavia, l'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe essere frenato nei primi due anni dell'orizzonte di proiezione da un aumento della produttività più marcato rispetto alla crescita dei salari nominali, di riflesso alla ripresa congiunturale della produttività. Nel 2016 il protratto rafforzamento della dinamica salariale, insieme al minore incremento della produttività, dovrebbe contribuire a un'accelerazione del costo unitario del lavoro.

**Figura 1 Proiezioni macroeconomiche<sup>1)</sup>**

(dati trimestrali)



Fonte: Bloomberg.

1) Gli intervalli di valori delle proiezioni centrali presentano un'ampiezza pari al doppio della media degli scarti, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate in passato. La metodologia adottata per il calcolo degli intervalli, 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. - 2) Dati corretti per il numero di giornate lavorative.

I margini di profitto (misurati dalla differenza tra deflatore del PIL al costo dei fattori e incremento del costo unitario del lavoro) dovrebbero aumentare nel periodo della proiezione, grazie alla ripresa congiunturale dell'economia.

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche pubblicate nel numero di marzo 2014 di questo Bollettino, l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC nel 2014 è stata rivista al ribasso, dall'1,0 allo 0,7 per cento, soprattutto di riflesso alla dinamica dei prezzi inferiore alle attese osservata negli ultimi mesi. Anche per il 2015 e il 2016 è stata corretta al ribasso, rispettivamente dall'1,3 all'1,1 per cento e dall'1,5 all'1,4 per cento, principalmente per effetto della minore espansione del costo del lavoro per unità di prodotto.

### PROSPETTIVE PER I CONTI PUBBLICI

Sulla base delle ipotesi esposte nel riquadro 1, nell'area dell'euro il disavanzo delle amministrazioni pubbliche diminuirebbe dal 3,0 per cento del PIL nel 2013 al 2,5 nel 2014, per poi scendere ancora all'1,9 nel 2016. Tale diminuzione riflette in prevalenza l'evoluzione positiva della situazione congiunturale. Inoltre, ci si attende un miglioramento del saldo primario corretto per il ciclo riconducibile agli interventi di risanamento dei conti in alcuni paesi dell'area dell'euro e a una solo esigua assistenza pubblica al settore finanziario. Il saldo di bilancio strutturale dovrebbe migliorare in certa misura lungo l'arco temporale della proiezione, benché a un ritmo più lento rispetto agli ultimi anni. Tale miglioramento sarebbe principalmente ascrivibile alla continua moderata crescita ipotizzata per la spesa pubblica. Si prevede che nell'area dell'euro il rapporto fra debito pubblico lordo e PIL tocchi un massimo del 93,4 per cento nel 2014, per poi scendere al 91,1 nel 2016.

I riquadri seguenti presentano alcune analisi di sensibilità (riquadro 2), considerazioni sull'esposizione dell'area dell'euro alla crisi in Ucraina (riquadro 3) e un raffronto con altre previsioni disponibili (riquadro 4).

#### Riquadro 2

### ANALISI DI SENSIBILITÀ

Le proiezioni si fondano in ampia misura su ipotesi tecniche riguardanti l'evoluzione di alcune variabili fondamentali. Poiché le proiezioni dell'area dell'euro possono risentire fortemente di alcune di queste variabili, la loro sensibilità in relazione a profili alternativi per le ipotesi sottostanti può contribuire all'analisi dei rischi inerenti alle proiezioni stesse. Questo riquadro esamina l'incertezza che circonda tre ipotesi sottostanti fondamentali e la sensibilità delle proiezioni rispetto ad esse<sup>1)</sup>.

#### 1) Profilo alternativo dei prezzi del petrolio

Le ipotesi sulle quotazioni del petrolio alla base delle attuali proiezioni degli esperti dell'Eurosistema sono definite sulle aspettative di mercato misurate dai prezzi impliciti dei contratti future sul greggio, che indicano un calo dei prezzi del petrolio nell'orizzonte temporale considerato (cfr. riquadro 1). Questo profilo resta tuttavia soggetto a incertezza; incertezza che riguarda l'evoluzione sia della domanda sia dell'offerta.

1) Tutte le simulazioni sono state condotte assumendo l'invarianza delle politiche e di ogni altra variabile relativa alle ipotesi tecniche e al contesto internazionale dell'area dell'euro.

L'aspettativa di un calo dei prezzi del petrolio potrebbe riflettere una valutazione del mercato riguardo a una parziale ripresa della produzione petrolifera in diversi paesi dell'OPEC, dopo la recente riduzione registrata a seguito di instabilità politica o tensioni geopolitiche, e/o a una compensazione attraverso un incremento della produzione statunitense di petrolio da scisti. I prezzi potrebbero tuttavia subire un rialzo nell'eventualità di sviluppi geopolitici inattesi in importanti paesi produttori di petrolio nel breve periodo oppure di una ripresa mondiale più vigorosa a medio termine.

Complessivamente, nel contesto di una ripresa mondiale, prezzi del petrolio più elevati di quanto ipotizzato nello scenario di base delle proiezioni sono ritenuti plausibili. Nella presente analisi di sensibilità si tiene quindi conto di una crescente revisione al rialzo dell'evoluzione dei prezzi dei contratti future per il petrolio<sup>2)</sup>. Nel profilo alternativo si assume che le quotazioni del greggio superino dell'1, del 7 e del 13 per cento i prezzi dei contratti future rispettivamente nel 2014, 2015 e 2016. Secondo i modelli macroeconomici degli esperti dell'Eurosistema, prezzi del petrolio più elevati determinerebbero un aumento dell'inflazione armonizzata di 0,2 punti percentuali rispetto allo scenario di base delle proiezioni per il 2015 e il 2016. Al tempo stesso frenerebbero anche la crescita del PIL in termini reali, che risulterebbe inferiore di 0,1 punti percentuali nel 2015 e 2016.

## 2) minore domanda estera

Il legame esistente fra interscambio mondiale e crescita del PIL su scala globale sembra essere mutato negli ultimi anni. Tipicamente, prima della crisi finanziaria le importazioni mondiali crescevano molto più rapidamente dell'attività (l'elasticità storica dell'interscambio all'attività economica è stata pari a 1,8 tra il 1982 e 2007). Dal 2011, tuttavia, il PIL mondiale e le importazioni sono aumentati a un ritmo simile (fra il 2011 e 2013 l'elasticità è stata pari in media a 1,1). Questa fase di relativa debolezza del commercio è quindi proseguita; agli inizi del 2014 l'interscambio mondiale ha registrato un lieve rallentamento.

Lo scenario di base delle proiezioni assume una graduale ripresa dello slancio degli scambi su scala globale nell'orizzonte temporale considerato, seppure a fronte di un'elasticità di lungo periodo all'attività leggermente inferiore se paragonata al periodo precedente la crisi finanziaria. Nel contesto di questa analisi della sensibilità si tiene conto delle implicazioni di un andamento più contenuto delle importazioni mondiali e della domanda estera dell'area dell'euro. Si ipotizza che l'elasticità dell'interscambio mondiale si mantenga su un livello simile a quello registrato nel recente passato, ossia pari a 1,1. Ciò comporta una riduzione della crescita della domanda estera dell'area dell'euro di 0,3 punti percentuali nel 2014 e di 1,4 nel 2015 e nel 2016.

Secondo i modelli macroeconomici degli esperti dell'Eurosistema risulterebbero inferiori sia la crescita del PIL in termini reali (-0,2 punti percentuali nel 2015 e nel 2016) sia l'inflazione misurata sullo IAPC nel 2016 (-0,1 punti percentuali).

## 3) Misure aggiuntive di risanamento di bilancio

Come affermato nel riquadro 1, le ipotesi concernenti le politiche di bilancio includono tutti i provvedimenti già approvati dai parlamenti nazionali, o che sono stati definiti in sufficien-

2) Per una descrizione approfondita del modello utilizzato per derivare l'aggiustamento al rialzo, cfr. Pagano, P. e Pisani, M., "Risk-adjusted forecasts of oil prices", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 9, n. 1, art. 24, 2009.

te dettaglio dai governi e probabilmente supereranno l'iter legislativo. Per la maggior parte dei paesi le misure considerate nello scenario di base delle proiezioni non bastano a realizzare il risanamento richiesto nel quadro del meccanismo correttivo e di quello preventivo del Patto di stabilità e crescita. L'impegno a soddisfare tali requisiti si riflette ampiamente nei programmi di stabilità del 2014 e nella documentazione relativa ai programmi UE-FMI. Tuttavia, gli interventi tesi al raggiungimento di tali obiettivi spesso mancano oppure non sono precisati sufficientemente nel dettaglio e, pertanto, non se ne tiene conto nello scenario di base delle proiezioni, in particolare per il 2015-2016, periodo che attualmente non è compreso nelle manovre di finanza pubblica e nelle leggi di bilancio di gran parte dei paesi. Pertanto, non solo è necessario ma è anche probabile che entro il 2016 la maggior parte dei governi adotti ulteriori interventi di risanamento oltre a quelli considerati nello scenario di base.

### Ipotesi alla base dell'analisi di sensibilità del bilancio

Il punto di partenza dell'analisi di sensibilità alla politica di bilancio è il divario (fiscal gap) fra gli obiettivi di bilancio dei governi e lo scenario dei conti pubblici utilizzato per le proiezioni. Per ottenere un'indicazione del probabile risanamento aggiuntivo si considerano la situazione e le informazioni specifiche per paese in termini sia di dimensioni sia di composizione delle misure di bilancio. In particolare, le informazioni specifiche per paese servono a cogliere le incertezze che circondano gli obiettivi di bilancio, la probabilità di ulteriori interventi di risanamento e i relativi effetti di retroazione a livello macroeconomico.

In base a queste premesse, per l'area dell'euro si valuta un risanamento aggiuntivo pari a circa lo 0,1 per cento del PIL nel 2014, mentre ulteriori interventi di riequilibrio saranno probabilmente adottati nel 2015 (intorno allo 0,4 per cento) e in misura inferiore nel 2016 (circa lo 0,2 per cento); il valore cumulato si collocherebbe quindi intorno allo 0,7 per cento del PIL entro la fine del 2016. Per quanto riguarda la composizione delle misure di bilancio, l'analisi di sensibilità cerca di integrare i profili nazionali e temporali specifici degli interventi di risanamento aggiuntivi più probabili. Nel quadro di questo esercizio, al livello di aggregazione dell'area dell'euro si valuta che il risanamento dei conti sia sbilanciato verso il lato della spesa, ma emergono anche incrementi dell'imposizione fiscale diretta e indiretta e dei contributi previdenziali.

### Impatto macroeconomico stimato delle misure di risanamento aggiuntive sulla crescita del PIL in termini reali e sullo IAPC dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)

	2014	2015	2016
Obiettivi di bilancio dei governi <sup>1)</sup>	-2,5	-1,8	-1,2
Scenario dei conti pubblici per le proiezioni	-2,5	-2,3	-1,9
Misure di risanamento aggiuntive (cumulate) <sup>2)</sup>	0,1	0,5	0,7
Effetti delle misure di risanamento aggiuntive (punti percentuali) <sup>3)</sup>			
Crescita del PIL in termini reali	-0,1	-0,3	-0,2
IAPC	0,0	0,1	0,0

1) Obiettivi in termini nominali riportati nella recente documentazione sui programmi UE-FMI per i paesi pertinenti e negli aggiornamenti dei programmi di stabilità del 2014 per i rimanenti paesi.

2) Analisi di sensibilità basata sulle valutazioni degli esperti dell'Eurosistema.

3) Scostamenti dallo scenario di base in punti percentuali per la crescita del PIL in termini reali e lo IAPC (su base annua in entrambi i casi). La simulazione dell'impatto macroeconomico è stata effettuata con l'ausilio del NAWM della BCE.

### Impatto macroeconomico delle misure di risanamento aggiuntive

La tavola seguente presenta in sintesi i risultati della simulazione dell'impatto derivante dall'analisi di sensibilità alle misure di risanamento aggiuntive sulla crescita del PIL in termini reali e sull'inflazione al consumo per l'area dell'euro, con l'ausilio del New Area-Wide Model (NAWM)<sup>3)</sup> della BCE.

Per il 2014 l'impatto delle misure di risanamento aggiuntive sulla crescita del PIL in termini reali risulta limitato, ma si stima che si collocherà all'incirca a -0,3 punti percentuali nel 2015 e a -0,2 nel 2016. L'effetto sull'inflazione al consumo è stimato a circa 0,1 punti percentuali nel 2015.

Soprattutto per il 2015 e il 2016 l'analisi evidenzia pertanto alcuni rischi al ribasso per la crescita del PIL rispetto allo scenario di base delle proiezioni, poiché quest'ultimo non include tutte le misure di risanamento che i governi intendono attuare. Al tempo stesso emergono anche modesti rischi al rialzo per l'inflazione, in quanto si valuta che il risanamento aggiuntivo scaturirà in parte da incrementi dell'imposizione indiretta.

Va rilevato che questa analisi di sensibilità alla politica di bilancio si incentra unicamente sul potenziale impatto a breve termine di probabili misure aggiuntive di riequilibrio dei conti. Se da un lato anche interventi di risanamento ben concepiti spesso hanno ripercussioni negative di breve periodo sulla crescita del PIL, dall'altro lato vi sono effetti positivi a più lungo termine sull'attività che non risultano evidenti nell'orizzonte di tale analisi<sup>4)</sup>. Gli esiti dell'analisi non mettono quindi in discussione la necessità di sforzi di risanamento aggiuntivi nell'orizzonte di proiezione. Serve infatti ulteriore impegno nel riequilibrio dei conti per ripristinare finanze pubbliche sane nell'area dell'euro. In assenza di tale riequilibrio, vi è il rischio di ricadute negative sui prezzi dei titoli di Stato. Inoltre, le possibili conseguenze avverse sul clima di fiducia potrebbero ostacolare la ripresa dell'economia.

3) Per una descrizione del modello cfr. Christoffel, K., G. Coenen e A. Warne, "The New Area-Wide Model of the euro area: A micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis", *Working Paper Series*, n. 944, BCE, ottobre 2008.

4) Per un'analisi più dettagliata degli effetti macroeconomici del riequilibrio dei bilanci, cfr. l'articolo *I moltiplicatori di bilancio e la tempistica di risanamento* nel numero di aprile 2014 di questo Bollettino.

### Riquadro 3

#### L'ESPOSIZIONE DELL'AREA DELL'EURO ALLA CRISI IN UCRAINA

Dato il recente intensificarsi dei timori riguardo a un possibile inasprimento delle tensioni tra Ucraina in Russia, il presente riquadro prende in esame l'esposizione dell'area dell'euro nei confronti dei due paesi e descrive i principali canali attraverso cui l'area potrebbe risentire di un ulteriore aggravarsi della crisi, con l'imposizione di sanzioni aggiuntive alla Russia.

Fino ad ora l'impatto avverso della crisi è stato notevole sulle economie di Ucraina e Russia, mentre l'area dell'euro ne ha risentito in misura limitata. Se da un lato i dati puramente quantitativi non evidenziano particolari ripercussioni per l'area, dall'altro l'evidenza aneddotica mette in luce un possibile aumento dell'incertezza connesso alla crisi. Tuttavia le quotazioni azionarie e i prezzi delle materie prime sono finora rimasti relativamente stabili.

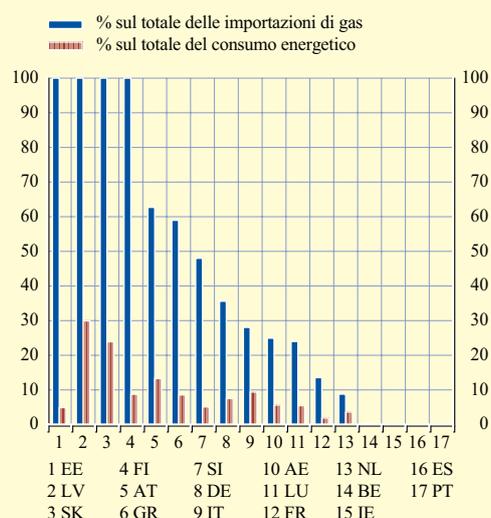
I principali canali attraverso cui si potrebbero potenzialmente propagare effetti avversi sull'area dell'euro sono rappresentati dai collegamenti commerciali e finanziari con la Russia, piuttosto che con l'Ucraina. Le importazioni di energia dell'area dell'euro dalla Russia sono ingenti: circa il 25 per cento del gas e quasi il 30 per cento del petrolio provengono da tale paese (cfr. figure A e B). Alcuni paesi dell'area dell'euro importano gas quasi esclusivamente dalla Russia. Quest'ultima e, in misura minore, l'Ucraina costituiscono anche mercati di sbocco per le esportazioni dell'area dell'euro. Circa il 5 per cento delle esportazioni di merci verso l'esterno dell'area è destinato alla Russia, mentre all'incirca l'1 per cento è diretto all'Ucraina (cfr. figura C). In termini di esposizione finanziaria, le banche dell'area dell'euro registrano attività nei confronti della Russia per un ammontare equivalente a circa l'1 per cento del PIL dell'area (cfr. figura D). Esistono tuttavia ampie differenze tra i paesi dell'area dell'euro per quanto riguarda i collegamenti commerciali e finanziari.

Il potenziale impatto avverso di un aggravarsi del conflitto sull'economia dell'area dell'euro dipende dal tipo di sanzioni imposte dall'Unione europea e dagli Stati Uniti alla Russia e dalle misure di ritorsione probabilmente adottate da quest'ultima. Sebbene non se ne conoscano gli aspetti specifici, tali sanzioni potrebbero determinare un incremento del prezzo del petrolio, una diminuzione delle esportazioni della Russia verso l'area dell'euro, con effetti avversi sull'attività nel paese, e deflussi di capitali con un conseguente deprezzamento del rublo. L'area dell'euro potrebbe altresì risentire di effetti negativi connessi a una riduzione delle quotazioni azionarie e a un peggioramento del clima di fiducia in seguito ai timori degli operatori riguardo all'intensità della crisi e alle sue implicazioni.

Nell'area dell'euro è probabile che questi canali frenino il PIL, soprattutto in seguito all'impatto sugli scambi e sui prezzi del petrolio. Al tempo stesso il rincaro del petrolio comporterebbe per l'area un'inflazione al consumo più elevata rispetto a quella dello scenario di base.

**Figura A Importazioni di gas dalla Russia (nel 2011)**

(percentuale)

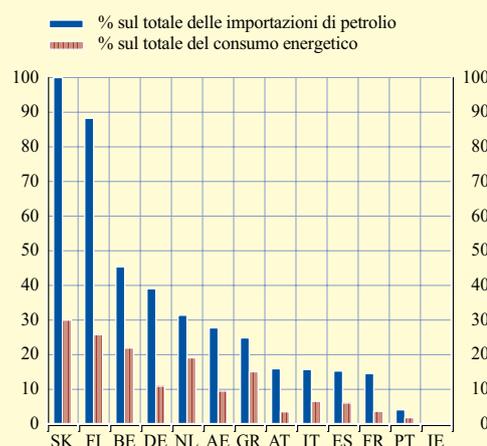


Fonte: Eurostat.

Note: non sono disponibili dati per Cipro e Malta. I paesi sono ordinati in base alla quota proveniente dalla Russia sul totale delle rispettive importazioni di gas.

**Figura B Importazioni di petrolio dalla Russia (nel 2011)**

(percentuale)

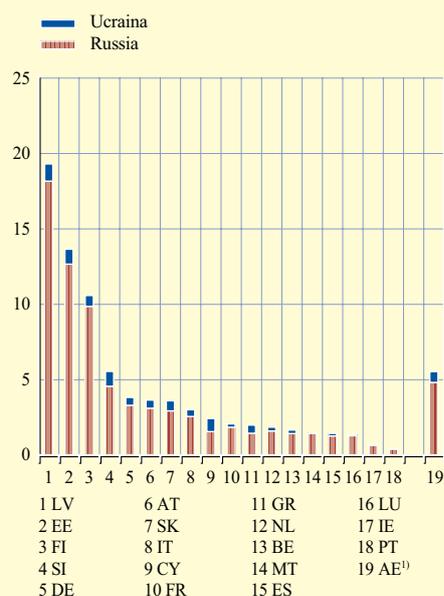


Fonte: Eurostat.

Note: non sono disponibili dati per Estonia, Cipro, Lettonia, Lussemburgo, Malta e Slovenia. I paesi sono ordinati in base alla quota proveniente dalla Russia sul totale delle rispettive importazioni di petrolio.

**Figura C Esportazioni di merci verso Russia e Ucraina (3° trimestre 2013)**

(in percentuale delle esportazioni totali di merci)

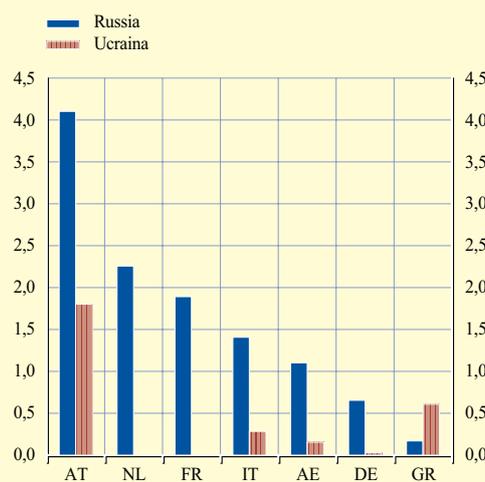


Fonti: FMI ed elaborazioni della BCE.

Note: i paesi sono ordinati in base alla quota relativa a Russia e Ucraina sul totale delle rispettive esportazioni di merci.  
1) Al netto delle esportazioni di merci all'interno dell'area dell'euro.

**Figura D Attività di una selezione di banche dell'area dell'euro (per paese) nei confronti di Ucraina e Russia**

(in percentuale del PIL)



Fonti: Statistiche bancarie consolidate della BRI e BCE.

Note: i paesi sono ordinati in base alle attività delle banche dell'area dell'euro nei confronti della Russia in percentuale del PIL (2013). I dati si riferiscono in generale al quarto trimestre del 2013; la figura riporta soltanto i paesi dell'area dell'euro che segnalano attività da parte delle rispettive banche nei confronti di Russia e Ucraina; Francia e Paesi Bassi non hanno recentemente comunicato i propri dati relativi all'Ucraina; le ultime informazioni disponibili per l'Austria risalgono al terzo trimestre del 2012. Il dato per l'area dell'euro ha carattere indicativo, in quanto si basa su dati nazionali registrati in periodi differenti.

Date le differenze esistenti fra i paesi dell'area dell'euro per quanto riguarda le esposizioni commerciali e i collegamenti finanziari con Russia e Ucraina, qualsiasi possibile impatto della crisi risulterebbe eterogeneo; i più colpiti sarebbero i paesi maggiormente esposti, quali ad esempio gli Stati baltici.

Alcune economie dell'area dell'euro potrebbero anche risentire di effetti indiretti negativi connessi all'impatto avverso della crisi su paesi terzi, ad esempio nell'Europa orientale. Settori e industrie di specifica importanza per alcuni paesi dell'area dell'euro, quali agricoltura, industria alimentare, settore immobiliare, turismo e alcuni comparti del settore bancario, potrebbero subire particolari ripercussioni in seguito al prolungarsi o all'acuirsi della crisi. Infine i paesi dell'area le cui importazioni di gas e petrolio provengono in ampia misura dalla Russia sarebbero particolarmente colpiti da una potenziale interruzione delle forniture di energia da tale paese.

#### Riquadro 4

##### 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).

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

(variazioni percentuali annue)

	Data di pubblicazione	PIL in termini reali			IAPC		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Proiezioni degli esperti dell'Eurosistema	giugno 2014	1,0 [0,6-1,4]	1,7 [0,6-2,8]	1,8 [0,5-3,1]	0,7 [0,6-0,8]	1,1 [0,5-1,7]	1,4 [0,6-2,2]
Commissione europea	maggio 2014	1,2	1,7	-	0,8	1,2	-
OCSE	maggio 2014	1,2	1,7	-	0,7	1,1	-
<i>Euro Zone Barometer</i>	maggio 2014	1,2	1,6	1,6	0,8	1,2	1,7
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	maggio 2014	1,1	1,4	1,6	0,8	1,3	1,5
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	maggio 2014	1,1	1,5	1,7	0,9	1,3	1,5
FMI	aprile 2014	1,2	1,5	1,5	0,9	1,2	1,3

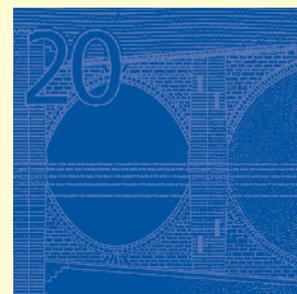
Fonti: European Economic Forecast, Commissione europea, primavera 2014; World Economic Outlook dell'FMI, aprile 2014; Economic Outlook dell'OCSE, maggio 2014; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics e Survey of Professional Forecasters della BCE.  
Note: i tassi di crescita indicati nelle proiezioni 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.

Secondo le previsioni diffuse dalle altre organizzazioni, la crescita PIL in termini reali dell'area dell'euro nel 2014 sarebbe lievemente superiore a quella indicata dalle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema. Nel 2015 e nel 2016 si collocherebbe su livelli simili o leggermente inferiori ai dati dell'Eurosistema. Per l'inflazione misurata sullo IAPC le previsioni della maggior parte delle organizzazioni riportano tassi medi annui nel 2014 e nel 2015 prossimi o lievemente superiori a quelli delle proiezioni dell'Eurosistema. Nel 2016 l'inflazione al consumo si dovrebbe situare in media tra l'1,3 e l'1,7 per cento secondo le altre previsioni disponibili, rispetto all'1,4 per cento delle proiezioni dell'Eurosistema. Al momento tutti i valori si collocano all'interno degli intervalli delle proiezioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema, come riportati nella tavola.



# STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO





# INDICE <sup>1)</sup>

## TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

S5

### I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1	Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema	S6
1.2	Tassi di interesse di riferimento della BCE	S7
1.3	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante procedura d'asta	S8
1.4	Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità	S9

### 2 MONETA, BANCHE E ALTRE SOCIETÀ FINANZIARIE

2.1	Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro	S10
2.2	Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro	S11
2.3	Statistiche monetarie	S12
2.4	Scomposizione dei prestiti delle IFM	S15
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](mailto:statistics@ecb.europa.eu). Per maggiore dettaglio e serie temporali più lunghe si rimanda allo *Statistical Data Warehouse* della BCE nella sezione "Statistics" del sito della BCE ([sdw.ecb.europa.eu](http://sdw.ecb.europa.eu)).

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

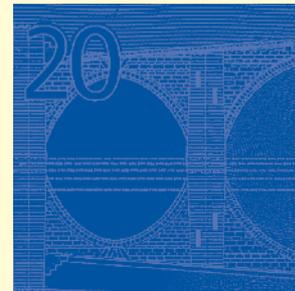
#### ALLARGAMENTO DELL'AREA DELL'EURO DAL 1° GENNAIO 2014 PER L'INGRESSO DELLA LETTONIA

Con l'ingresso della Lettonia nell'area dell'euro a gennaio 2014, il numero dei paesi membri dell'area è salito a 18. Tutte le serie che contengono osservazioni relative al 2014 si riferiscono agli Euro 18 (area dell'euro, inclusa la Lettonia) 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 le controparti di M3 e per le componenti dello IAPC – le serie statistiche relative all'area dell'euro si riferiscono alla sua composizione evolutiva.

Informazioni dettagliate sulla composizione attuale dell'area dell'euro e sulle precedenti sono reperibili nelle Note generali

#### Segni convenzionali nelle tavole

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



## TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

### Principali indicatori economici per l'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

#### 1. Andamenti monetari e tassi di interesse <sup>1)</sup>

	M1 <sup>2)</sup>	M2 <sup>2)</sup>	M3 <sup>2) 3)</sup>	M3 <sup>2) 3)</sup> media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche <sup>2)</sup>	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM <sup>2)</sup>	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor; valori percentuali in ragione d'anno; valori medi)	Tassi a pronti a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno; fine periodo) <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	4,0	3,1	2,9	-	-0,2	0,7	0,58	1,72
2013	7,0	4,0	2,4	-	-1,5	1,0	0,22	2,24
2013 2° trim.	8,0	4,5	2,8	-	-1,1	-0,2	0,21	2,14
3° trim.	6,9	4,0	2,2	-	-1,9	1,5	0,22	2,05
4° trim.	6,4	3,1	1,5	-	-2,2	1,5	0,24	2,24
2014 1° trim.	6,0	2,4	1,1	-	-2,2	-1,1	0,30	1,82
2013 dec.	5,7	2,5	1,0	1,2	-2,3	-1,4	0,27	2,24
2014 gen.	6,1	2,4	1,1	1,1	-2,3	-1,1	0,29	1,89
feb.	6,2	2,4	1,3	1,1	-2,2	-0,9	0,29	1,88
mar.	5,6	2,2	1,0	1,0	-2,2	-1,0	0,31	1,82
apr.	5,2	2,0	0,8	.	-1,8	.	0,33	1,72
mag.	.	.	.	.	.	.	0,32	1,56

#### 2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro

	IAPC <sup>1)</sup>	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro <sup>5)</sup>	PIL (dest.) <sup>5)</sup>	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'industria mani- fatturiera (in perc.)	Occupazione (dest.) <sup>5)</sup>	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro; dest.)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	2,5	2,8	1,8	-0,7	-2,5	78,6	-0,6	11,3
2013	1,4	-0,2	1,4	-0,4	-0,7	78,3	-0,8	12,0
2013 3° trim.	1,3	-0,6	1,1	-0,3	-1,1	78,4	-0,9	12,0
4° trim.	0,8	-1,1	1,4	0,5	1,5	79,3	-0,5	11,9
2014 1° trim.	0,7	-1,5	.	0,9	1,1	79,8	.	11,8
2013 dec.	0,8	-0,7	-	-	1,4	-	-	11,8
2014 gen.	0,8	-1,3	-	-	1,7	80,1	-	11,8
feb.	0,7	-1,7	-	-	1,7	-	-	11,8
mar.	0,5	-1,6	-	-	-0,1	-	-	11,8
apr.	0,7	-1,2	-	-	.	79,5	-	11,7
mag.	0,5	.	-	-	.	-	-	.

#### 3. Statistiche sull'estero

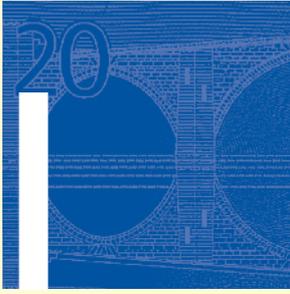
(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)			Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Posizione patrimoniale netta sull'estero (in percentuale del PIL)	Debito estero lordo (in percentuale del PIL)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-20 <sup>6)</sup> (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti e di portafoglio				Nominale	Reale (IPC)	
2012	139,6	89,0	23,9	689,4	-13,2	128,8	97,9	95,6	1,2848
2013	247,8	165,2	80,9	542,1	-12,1	121,0	101,7	98,9	1,3281
2013 2° trim.	65,6	49,9	65,9	564,3	-13,7	128,0	100,8	98,3	1,3062
3° trim.	56,0	38,1	-7,7	586,8	-13,3	125,2	101,9	99,2	1,3242
4° trim.	95,5	48,0	45,5	542,1	-12,1	121,0	103,1	100,0	1,3610
2014 1° trim.	47,2	35,1	37,9	570,2	.	.	103,9	100,7	1,3696
2013 dec.	35,5	12,7	-5,7	542,1	-	-	103,9	100,7	1,3704
2014 gen.	8,0	0,7	10,3	570,8	-	-	103,4	100,3	1,3610
feb.	16,5	15,5	57,4	578,6	-	-	103,6	100,5	1,3659
mar.	22,8	18,9	-29,7	570,2	-	-	104,6	101,4	1,3823
apr.	.	.	.	568,0	-	-	104,5	101,2	1,3813
mag.	.	.	.	.	-	-	103,8	100,4	1,3732

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 18.
- 6) Per una definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.



## STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

### I.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

#### 1. Attività

	2 maggio 2014	9 maggio 2014	16 maggio 2014	23 maggio 2014	30 maggio 2014
<b>Oro e crediti in oro</b>	326.544	326.544	326.544	326.545	326.477
<b>Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	245.601	246.266	244.518	245.305	245.902
<b>Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	23.485	23.185	24.212	24.457	23.788
<b>Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	18.744	18.597	19.539	20.317	19.592
<b>Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	688.342	642.356	651.477	640.039	679.749
Operazioni di rifinanziamento principali	172.621	129.140	137.302	131.907	174.002
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	514.965	513.215	514.162	508.007	505.682
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	751	0	11	125	64
Crediti connessi a scarti di garanzia	4	0	3	0	1
<b>Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	61.263	60.637	68.425	61.160	57.409
<b>Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	581.631	583.136	583.634	576.643	573.745
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	219.621	219.578	219.578	216.669	215.260
Altri titoli	362.010	363.558	364.056	359.973	358.485
<b>Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche</b>	27.273	27.273	27.273	27.273	27.267
<b>Altre attività</b>	244.246	239.725	239.388	241.989	243.166
<b>Attività totali</b>	2.217.128	2.167.718	2.185.009	2.163.727	2.197.095

#### 2. Passività

	2 maggio 2014	9 maggio 2014	16 maggio 2014	23 maggio 2014	30 maggio 2014
<b>Banconote in circolazione</b>	950.285	948.883	947.718	947.155	953.817
<b>Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	383.269	349.528	363.185	329.792	352.187
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	240.192	150.019	201.415	168.545	209.392
Depositi overnight	39.078	33.844	17.482	23.774	39.910
Depositi a tempo determinato	103.946	165.533	144.281	137.465	102.878
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	53	133	7	7	7
<b>Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	2.757	2.900	2.546	2.793	1.687
<b>Certificati di debito</b>	0	0	0	0	0
<b>Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	147.698	139.579	142.444	157.695	163.008
<b>Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	78.380	79.772	79.714	77.055	76.456
<b>Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	1.470	1.166	1.050	1.232	1.005
<b>Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	4.486	5.100	4.868	5.788	5.342
<b>Contropartite dei DSP dell'FMI</b>	52.830	52.830	52.830	52.830	52.830
<b>Altre passività</b>	214.041	206.251	209.125	207.840	209.205
<b>Rivalutazioni</b>	288.913	288.913	288.913	288.913	288.913
<b>Capitale e riserve</b>	92.999	92.797	92.617	92.635	92.644
<b>Passività totali</b>	2.217.128	2.167.718	2.185.009	2.163.727	2.197.095

Fonte: BCE.

**1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE**

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

Con effetto dal <sup>1)</sup>	Depositi <i>overnight</i> presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale	
			Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile	Variazione	Livello	Variazione
	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Livello	Livello			
	Livello 1	Variazione 2	Livello 3	Livello 4	Variazione 5	Livello 6	Variazione 7
1999 1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 <sup>2)</sup>	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9 apr.	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5 nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4 feb.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17 mar.	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28 apr.	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9 giu.	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 <sup>3)</sup>	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1 set.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6 ott.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11 mag.	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31 ago.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18 set.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9 nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6 dic.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7 mar.	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6 giu.	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005 6 dic.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006 8 mar.	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
15 giu.	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
9 ago.	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
11 ott.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
13 dic.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007 14 mar.	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
13 giu.	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008 9 lug.	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
8 ott.	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
9 <sup>4)</sup>	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
15 <sup>5)</sup>	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...
12 nov.	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
10 dic.	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75
2009 21 gen.	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	...
11 mar.	0,50	-0,50	1,50	-	-0,50	2,50	-0,50
8 apr.	0,25	-0,25	1,25	-	-0,25	2,25	-0,25
13 mag.	0,25	...	1,00	-	-0,25	1,75	-0,50
2011 13 apr.	0,50	0,25	1,25	-	0,25	2,00	0,25
13 lug.	0,75	0,25	1,50	-	0,25	2,25	0,25
9 nov.	0,50	-0,25	1,25	-	-0,25	2,00	-0,25
14 dic.	0,25	-0,25	1,00	-	-0,25	1,75	-0,25
2012 11 lug.	0,00	-0,25	0,75	-	-0,25	1,50	-0,25
2013 8 mag.	0,00	...	0,50	-	-0,25	1,00	-0,50
13 nov.	0,00	...	0,25	-	-0,25	0,75	-0,25
2014 11 giu.	-0,10	-0,10	0,15	-	-0,10	0,40	-0,35

Fonte: BCE.

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

### 1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante procedura d'asta <sup>1), 2)</sup>

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

#### 1. Operazioni di rifinanziamento principali e a lungo termine <sup>3)</sup>

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
				Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			
				Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Operazioni di rifinanziamento principali								
2014 26 feb.	94.036	112	94.036	0,25	-	-	-	7
5 feb.	87.047	96	87.047	0,25	-	-	-	7
12	92.565	99	92.565	0,25	-	-	-	7
19	96.906	103	96.906	0,25	-	-	-	7
26	121.305	121	121.305	0,25	-	-	-	7
2 apr.	110.643	113	110.643	0,25	-	-	-	7
9	104.619	142	104.619	0,25	-	-	-	7
16	112.165	172	112.165	0,25	-	-	-	7
23	121.816	155	121.816	0,25	-	-	-	7
30	172.621	266	172.621	0,25	-	-	-	7
7 mag.	129.140	177	129.140	0,25	-	-	-	7
14	137.302	199	137.302	0,25	-	-	-	7
21	131.957	193	131.957	0,25	-	-	-	7
28	174.002	267	174.002	0,25	-	-	-	7
4 giu.	149.351	229	149.351	0,25	-	-	-	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine <sup>5)</sup>								
2013 11 dic.	10.143	31	10.143	0,25	-	-	-	35
19	20.914	76	20.914	0,25	-	-	-	98
2014 15 gen.	7.092	28	7.092	0,25	-	-	-	28
30	4.955	69	4.955	0,25	-	-	-	92
12 feb.	6.480	30	6.480	0,25	-	-	-	28
27	6.297	63	6.297	0,25	-	-	-	91
12 mar.	7.522	30	7.522	0,25	-	-	-	28
27 <sup>6)</sup>	11.617	83	11.617	-	-	-	-	91
9 apr.	28.023	35	28.023	0,25	-	-	-	35
2 mag. <sup>6)</sup>	13.193	97	13.193	-	-	-	-	90
14	32.335	54	32.335	0,25	-	-	-	28
29 <sup>6)</sup>	10.949	89	10.949	-	-	-	-	91

#### 2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile					Durata della operazione (giorni)
					Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile				
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso massimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2013 26 feb.	Raccolta di depositi a tempo determinato	195.520	159	175.500	-	-	0,25	0,24	0,23	7
5 mar.	Raccolta di depositi a tempo determinato	219.131	165	175.500	-	-	0,25	0,23	0,22	7
12	Raccolta di depositi a tempo determinato	219.077	159	175.500	-	-	0,25	0,23	0,21	7
19	Raccolta di depositi a tempo determinato	223.227	160	175.500	-	-	0,25	0,22	0,21	7
26	Raccolta di depositi a tempo determinato	180.901	138	175.500	-	-	0,25	0,25	0,22	7
2 apr.	Raccolta di depositi a tempo determinato	199.721	152	175.500	-	-	0,25	0,23	0,21	7
9	Raccolta di depositi a tempo determinato	192.515	156	172.500	-	-	0,25	0,24	0,22	7
16	Raccolta di depositi a tempo determinato	153.364	139	153.364	-	-	0,25	0,25	0,23	7
23	Raccolta di depositi a tempo determinato	166.780	139	166.780	-	-	0,25	0,25	0,23	7
30	Raccolta di depositi a tempo determinato	103.946	121	103.946	-	-	0,25	0,25	0,24	7
7 mag.	Raccolta di depositi a tempo determinato	165.533	158	165.533	-	-	0,25	0,25	0,23	7
14	Raccolta di depositi a tempo determinato	144.281	141	144.281	-	-	0,25	0,25	0,24	7
21	Raccolta di depositi a tempo determinato	137.465	148	137.465	-	-	0,25	0,25	0,24	7
28	Raccolta di depositi a tempo determinato	102.878	119	102.878	-	-	0,25	0,25	0,25	7
4 giu.	Raccolta di depositi a tempo determinato	119.200	140	119.200	-	-	0,25	0,25	0,24	7

Fonte: BCE.

- Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della sezione 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.
- Con effetto a partire da aprile 2002, le operazioni di split tender, ovvero quelle operazioni aventi scadenza a una settimana ed effettuate mediante procedure d'asta standard parallelamente a una operazione di rifinanziamento principale, vengono classificate come operazioni di rifinanziamento principale.
- L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti. L'8 ottobre 2008 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali sarebbero state condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Il 4 marzo 2010 la BCE ha deciso di tornare a utilizzare la procedura d'asta a tasso variabile nelle operazioni regolari di finanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi a partire dall'operazione aggiudicata il 28 aprile 2010 e regolata il giorno successivo.
- Nelle operazioni di creazione (assorbimento) di liquidità, il tasso marginale si riferisce al tasso più basso (più alto) al quale le richieste sono state accettate.
- Per le operazioni regolate il 22 dicembre 2011 e il 1° marzo 2012, a distanza di un anno le controparti hanno l'opzione di rimborsare una quota qualsiasi della liquidità loro assegnata nell'operazione, purchè ciò avvenga nel giorno di regolamento di una operazione di rifinanziamento principale.
- In questa operazione di rifinanziamento a più lungo termine, il tasso al quale tutte le offerte sono state accolte è stato indicizzato alla media del tasso minimo d'offerta nelle operazioni di rifinanziamento principali condotte durante il periodo coperto dall'operazione. I tassi di interesse di queste operazioni di rifinanziamento a più lungo termine indicizzate sono stati arrotondati a due cifre decimali. Cfr. le Note tecniche per i dettagli sul metodo di calcolo.

## 1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

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

### 1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva

Aggregato soggetto a riserva nel periodo: (fine periodo)	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva positivo <sup>1)</sup>			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi a vista e depositi con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso oltre 2 anni	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	
2010	18.948,1	9.962,6	644,3	2.683,3	1.335,4	4.322,5	
2011	18.970,0	9.790,9	687,7	2.781,2	1.303,5	4.406,8	
2012	18.564,7	9.971,7	637,5	2.583,9	1.163,1	4.208,4	
2013	17.847,1	9.811,6	518,8	2.447,1	1.152,6	3.917,1	
2013 nov. <sup>2)</sup>	18.160,4	9.856,1	552,0	2.479,2	1.305,5	3.967,6	
2013 dec. <sup>2)</sup>	17.847,1	9.811,6	518,8	2.447,1	1.152,6	3.917,1	
2014 gen.	18.010,5	9.834,5	569,0	2.436,0	1.233,4	3.937,5	
2014 feb.	17.994,9	9.825,2	572,2	2.409,7	1.281,0	3.906,9	
2014 mar.	17.978,0	9.885,5	553,4	2.395,7	1.232,6	3.910,7	

### 2. Assolvimento dell'obbligo di riserva

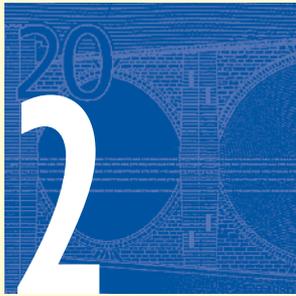
Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
2010	211,8	212,5	0,7	0,5	1,00
2011	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2012	106,4	509,9	403,5	0,0	0,75
2013	103,3	220,2	116,9	0,0	0,25
2014 14 gen. <sup>3)</sup>	103,4	248,1	144,8	0,0	0,25
2014 11 feb.	103,6	216,0	112,4	0,0	0,25
2014 11 mar.	102,8	201,1	98,3	0,0	0,25
2014 8 apr.	103,6	195,2	91,6	0,0	0,25
2014 13 mag.	103,5	191,2	87,7	0,0	0,25
2014 10 giu.	103,9	.	.	.	.

### 3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema					Banconote in circolazione	Conti delle amministrazioni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)				
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità <sup>4)</sup>				Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità <sup>5)</sup>		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1.073,1
2011	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1.335,3
2012	708,0	74,0	1.044,1	1,6	277,3	231,8	208,5	889,3	121,1	144,5	509,9	1.631,0
2013	550,8	91,6	625,3	0,1	241,5	48,3	177,4	925,9	80,2	57,2	220,2	1.194,4
2013 10 dic.	550,8	91,6	625,3	0,1	241,5	48,3	177,4	925,9	80,2	57,2	220,2	1.194,4
2014 14 gen.	532,7	129,3	592,1	0,3	236,8	60,1	149,3	947,9	61,2	24,7	248,1	1.256,0
2014 11 feb.	510,3	105,4	576,4	0,3	232,5	42,1	164,4	931,8	83,4	-12,9	216,0	1.190,0
2014 11 mar.	510,4	91,8	570,4	0,3	229,5	29,5	175,5	932,1	81,8	-17,6	201,1	1.162,8
2014 8 apr.	518,9	105,4	534,6	0,7	227,5	29,2	175,5	938,4	73,8	-25,0	195,2	1.162,8
2014 13 mag.	536,4	128,1	519,6	0,2	222,6	29,7	152,4	947,9	87,7	-2,1	191,2	1.168,8

Fonte: BCE.

- È applicato un coefficiente dell'1 per cento a partire dal periodo di mantenimento che comincia il 18 gennaio 2012. Un coefficiente del 2 per cento è applicato a tutti i periodi di mantenimento precedenti.
- Include l'aggregato soggetto a riserva delle istituzioni creditizie della Lettonia. In via transitoria, le istituzioni creditizie dell'area dell'euro potrebbero aver deciso di dedurre dai propri aggregati soggetti a riserva eventuali passività nei confronti di istituzioni creditizie con sede in Lettonia. A partire dall'aggregato soggetto a riserva a fine gennaio 2014, si applica il trattamento standard (cfr. Decisione BCE/2013/41 della BCE del 22 ottobre 2013 in merito alle disposizioni transitorie per l'applicazione delle riserve minime da parte della Banca centrale europea in seguito all'introduzione dell'euro in Lettonia).
- In conseguenza dell'adozione dell'euro da parte della Lettonia dal 1° gennaio 2014, l'aggregato soggetto a riserva è una media ponderata per il numero di giorni di calendario degli aggregati dei 17 paesi dell'area dell'euro per il periodo 11-31 dicembre 2013 e di quelli dei 18 paesi attualmente nell'area per il periodo dal 1° al 14 gennaio 2014.
- 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.
- L'aggregato include la liquidità assorbita come risultato delle operazioni di *swap* in valuta dell'Eurosistema. Per ulteriori dettagli, cfr. <http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html>.



## MONETA, BANCHE E ALTRE SOCIETÀ FINANZIARIE

### 2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

#### 1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		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
<b>Eurosistema</b>														
2012	5.288,1	3.351,2	16,9	1,0	3.333,3	723,1	568,4	10,5	144,2	-	23,4	799,9	8,3	382,3
2013	4.073,0	2.283,2	15,0	1,2	2.267,1	715,3	567,6	24,9	122,8	-	25,0	632,4	8,3	408,7
2013 4° trim.	4.073,0	2.283,2	15,0	1,2	2.267,1	715,3	567,6	24,9	122,8	-	25,0	632,4	8,3	408,7
2014 1° trim.	3.916,5	2.087,4	15,0	1,2	2.071,2	721,9	578,0	22,9	121,0	-	26,6	658,0	8,4	414,2
2014 gen.	4.022,3	2.197,1	15,0	1,2	2.181,0	718,1	568,6	26,6	122,9	-	25,6	663,1	8,3	410,1
feb.	3.988,8	2.156,6	15,0	1,2	2.140,5	717,8	571,4	25,2	121,2	-	26,5	668,5	8,3	411,0
mar.	3.916,5	2.087,4	15,0	1,2	2.071,2	721,9	578,0	22,9	121,0	-	26,6	658,0	8,4	414,2
apr. <sup>3)</sup>	3.926,5	2.101,1	14,1	1,2	2.085,9	712,3	567,6	22,7	122,0	-	26,7	662,3	8,0	416,2
<b>IFM escluso l'Eurosistema</b>														
2012	32.694,6	17.987,2	1.153,4	11.038,4	5.795,4	4.901,6	1.627,0	1.423,3	1.851,3	66,8	1.227,8	4.045,7	214,7	4.250,9
2013	30.444,7	16.983,1	1.082,4	10.650,6	5.250,1	4.671,4	1.694,3	1.334,4	1.642,7	58,1	1.232,8	3.856,0	210,6	3.432,8
2013 4° trim.	30.444,7	16.983,1	1.082,4	10.650,6	5.250,1	4.671,4	1.694,3	1.334,4	1.642,7	58,1	1.232,8	3.856,0	210,6	3.432,8
2014 1° trim.	30.587,1	16.943,9	1.092,9	10.642,0	5.208,9	4.697,9	1.774,5	1.305,9	1.617,6	54,0	1.249,4	3.981,3	202,3	3.458,4
2014 gen.	30.887,9	17.058,3	1.103,5	10.645,2	5.309,5	4.759,1	1.751,6	1.340,9	1.666,7	60,4	1.240,3	4.018,3	209,3	3.542,2
feb.	30.744,6	16.974,8	1.095,3	10.640,9	5.238,6	4.752,0	1.768,8	1.317,3	1.665,9	53,2	1.238,0	4.003,8	208,4	3.514,3
mar.	30.587,1	16.943,9	1.092,9	10.642,0	5.208,9	4.697,9	1.774,5	1.305,9	1.617,6	54,0	1.249,4	3.981,3	202,3	3.458,4
apr. <sup>3)</sup>	30.747,0	16.959,4	1.093,7	10.653,2	5.212,5	4.678,3	1.790,9	1.271,4	1.616,0	54,0	1.267,7	4.035,7	202,8	3.549,2

#### 2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>3)</sup>	Obbligazioni <sup>4)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosistema</b>											
2012	5.288,1	938,2	3.062,2	81,4	64,5	2.916,4	-	0,0	536,6	298,7	452,5
2013	4.073,0	982,4	2.004,3	62,3	40,1	1.901,9	-	0,0	406,3	202,2	477,9
2013 4° trim.	4.073,0	982,4	2.004,3	62,3	40,1	1.901,9	-	0,0	406,3	202,2	477,9
2014 1° trim.	3.916,5	965,6	1.860,3	86,3	38,4	1.735,7	-	0,0	440,5	166,5	483,5
2014 gen.	4.022,3	958,6	1.953,4	87,5	41,2	1.824,7	-	0,0	432,3	194,0	484,1
feb.	3.988,8	960,0	1.921,4	94,9	42,7	1.783,7	-	0,0	445,6	177,5	484,4
mar.	3.916,5	965,6	1.860,3	86,3	38,4	1.735,7	-	0,0	440,5	166,5	483,5
apr. <sup>3)</sup>	3.926,5	975,4	1.859,4	112,4	50,2	1.696,8	-	0,0	440,0	167,5	484,1
<b>IFM escluso l'Eurosistema</b>											
2012	32.694,6	-	17.195,3	169,6	10.866,2	6.159,5	534,7	4.848,9	2.344,0	3.494,5	4.277,2
2013	30.444,7	-	16.647,0	152,5	10.934,1	5.560,4	462,9	4.352,6	2.399,6	3.106,4	3.476,3
2013 4° trim.	30.444,7	-	16.647,0	152,5	10.934,1	5.560,4	462,9	4.352,6	2.399,6	3.106,4	3.476,3
2014 1° trim.	30.587,1	-	16.654,6	181,1	10.955,7	5.517,9	458,1	4.297,8	2.453,1	3.224,9	3.498,6
2014 gen.	30.887,9	-	16.704,8	149,0	10.923,6	5.632,2	483,0	4.372,5	2.423,5	3.279,5	3.624,5
feb.	30.744,6	-	16.687,9	177,6	10.941,2	5.569,1	475,0	4.344,7	2.431,6	3.250,2	3.555,2
mar.	30.587,1	-	16.654,6	181,1	10.955,7	5.517,9	458,1	4.297,8	2.453,1	3.224,9	3.498,6
apr. <sup>3)</sup>	30.747,0	-	16.660,6	144,1	10.925,4	5.591,1	463,1	4.284,1	2.462,7	3.302,3	3.574,3

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) 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.

## 2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

### 1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività <sup>2)</sup>
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze</b>											
2012	26.246,1	12.209,7	1.170,3	11.039,4	3.629,2	2.195,4	1.433,8	767,0	4.845,6	222,9	4.571,8
2013	24.650,0	11.749,1	1.097,4	10.651,8	3.621,2	2.261,8	1.359,4	792,0	4.488,4	218,9	3.780,3
2013 4° trim.	24.650,0	11.749,1	1.097,4	10.651,8	3.621,2	2.261,8	1.359,4	792,0	4.488,4	218,9	3.780,3
2014 1° trim.	24.910,7	11.751,2	1.108,0	10.643,2	3.681,3	2.352,5	1.328,7	804,8	4.639,3	210,6	3.823,5
2014 gen.	25.048,7	11.764,9	1.118,5	10.646,4	3.687,7	2.320,2	1.367,5	795,2	4.681,4	217,5	3.901,9
feb.	24.992,4	11.752,3	1.110,2	10.642,1	3.682,7	2.340,2	1.342,5	793,0	4.672,3	216,7	3.875,5
mar.	24.910,7	11.751,2	1.108,0	10.643,2	3.681,3	2.352,5	1.328,7	804,8	4.639,3	210,6	3.823,5
apr. <sup>(p)</sup>	25.060,8	11.762,2	1.107,8	10.654,4	3.652,5	2.358,4	1.294,0	825,6	4.698,0	210,8	3.911,8
<b>Transazioni</b>											
2012	87,5	-38,0	-4,7	-33,4	113,1	183,6	-70,5	38,5	-151,1	-14,0	139,0
2013	-1.613,1	-272,1	-73,7	-198,4	-27,9	46,1	-74,1	13,9	-79,3	-2,2	-1.245,6
2013 4° trim.	-668,3	-96,7	-8,0	-88,7	-137,7	-75,2	-62,5	-5,2	-13,8	0,5	-415,3
2014 1° trim.	187,1	-1,0	9,1	-10,1	34,7	58,3	-23,6	13,4	119,2	-8,3	29,1
2014 gen.	287,4	-5,0	19,6	-24,7	44,6	42,8	1,8	8,0	126,4	-1,5	115,0
feb.	-22,9	-1,1	-8,3	7,2	1,0	12,2	-11,2	-5,4	16,2	-0,8	-32,9
mar.	-77,5	5,1	-2,3	7,4	-10,9	3,4	-14,2	10,8	-23,4	-6,0	-53,0
apr. <sup>(p)</sup>	149,5	13,9	0,1	13,8	-36,3	0,1	-36,4	19,5	64,5	0,1	87,9

### 2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle amministrazioni centrali	Depositi di altre amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>3)</sup>	Obbligazioni <sup>4)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività <sup>2)</sup>	Eccesso di passività tra IFM rispetto alle attività
<b>Consistenze</b>										
2012	26.246,1	876,8	251,0	10.930,7	467,9	2.853,4	2.396,4	3.793,2	4.729,6	-52,9
2013	24.650,0	921,2	214,8	10.974,3	404,8	2.587,0	2.340,1	3.308,6	3.954,1	-54,9
2013 4° trim.	24.650,0	921,2	214,8	10.974,3	404,8	2.587,0	2.340,1	3.308,6	3.954,1	-54,9
2014 1° trim.	24.910,7	916,5	267,3	10.994,1	404,1	2.559,2	2.422,5	3.391,5	3.982,1	-26,5
2014 gen.	25.048,7	908,3	236,5	10.964,8	422,6	2.582,9	2.385,1	3.473,5	4.108,6	-33,6
feb.	24.992,4	910,2	272,6	10.983,9	421,8	2.557,5	2.405,6	3.427,6	4.039,5	-26,3
mar.	24.910,7	916,5	267,3	10.994,1	404,1	2.559,2	2.422,5	3.391,5	3.982,1	-26,5
apr. <sup>(p)</sup>	25.060,8	921,8	256,4	10.975,6	409,1	2.546,1	2.434,0	3.469,8	4.058,5	-10,4
<b>Transazioni</b>										
2012	87,5	19,5	-5,1	184,1	-18,2	-124,8	156,0	-251,7	151,0	-23,3
2013	-1.613,1	44,4	-37,0	161,1	-46,6	-198,9	78,4	-441,7	-1.187,2	14,3
2013 4° trim.	-668,3	27,2	-58,9	22,3	-12,7	-25,7	-2,3	-179,2	-426,0	-13,1
2014 1° trim.	187,1	-5,3	52,1	15,7	-0,6	-27,1	38,4	70,7	13,8	29,5
2014 gen.	287,4	-13,6	20,4	-28,9	17,8	-13,0	13,6	123,5	147,1	20,5
feb.	-22,9	1,9	36,9	34,6	-0,7	-16,3	5,1	-16,4	-77,3	9,4
mar.	-77,5	6,3	-5,2	10,0	-17,6	2,1	19,6	-36,3	-56,0	-0,3
apr. <sup>(p)</sup>	149,5	5,3	-10,9	-17,7	5,1	-11,6	7,4	81,5	73,9	16,4

Fonte: BCE.

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

## 2.3 Statistiche monetarie <sup>1)</sup>

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

### 1. Aggregati monetari <sup>2)</sup> e loro contropartite

	M1		M2	M3-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 <sup>3)</sup>		Attività nette sull'estero <sup>4)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	Prestiti		12	
									10	11		
<b>Consistenze</b>												
2012	5.107,1	3.882,3	8.989,4	790,1	9.779,5	-	7.569,0	3.406,0	13.055,3	10.854,0	-	1.035,6
2013	5.390,0	3.812,4	9.202,4	625,2	9.827,6	-	7.303,2	3.402,2	12.694,3	10.541,7	-	1.162,3
2013 4° trim.	5.390,0	3.812,4	9.202,4	625,2	9.827,6	-	7.303,2	3.402,2	12.694,3	10.541,7	-	1.162,3
2014 1° trim.	5.488,3	3.791,7	9.280,0	602,4	9.882,4	-	7.349,0	3.452,9	12.661,2	10.534,5	-	1.263,0
2014 gen.	5.447,2	3.793,5	9.240,7	643,1	9.883,8	-	7.345,2	3.450,1	12.710,3	10.550,3	-	1.199,8
feb.	5.492,0	3.783,0	9.275,1	637,9	9.912,9	-	7.329,1	3.455,1	12.678,1	10.545,1	-	1.240,7
mar.	5.488,3	3.791,7	9.280,0	602,4	9.882,4	-	7.349,0	3.452,9	12.661,2	10.534,5	-	1.263,0
apr. <sup>5)</sup>	5.498,8	3.788,7	9.287,5	589,7	9.877,1	-	7.328,6	3.458,9	12.633,6	10.553,7	-	1.264,6
<b>Transazioni</b>												
2012	307,4	78,1	385,5	-55,4	330,0	-	-116,4	184,9	-102,6	-70,8	-15,1	99,3
2013	291,2	-66,7	224,5	-123,8	100,6	-	-90,0	-25,2	-305,6	-246,1	-220,3	361,7
2013 4° trim.	48,7	-39,2	9,5	-20,1	-10,6	-	-18,3	-50,7	-153,1	-63,3	-57,6	155,2
2014 1° trim.	90,5	-23,9	66,6	-22,4	44,2	-	8,4	16,8	-27,1	-8,7	-5,9	81,2
2014 gen.	46,6	-22,8	23,9	18,0	41,9	-	-4,1	30,8	-4,9	-10,7	-10,6	12,3
feb.	47,8	-9,7	38,0	-4,9	33,1	-	-10,9	-2,8	-10,0	6,4	8,5	36,7
mar.	-3,9	8,6	4,7	-35,5	-30,8	-	23,3	-11,2	-12,2	-4,3	-3,8	32,2
apr. <sup>5)</sup>	10,9	-2,8	8,2	-10,6	-2,4	-	-25,0	0,5	-27,9	21,8	23,1	4,2
<b>Variazioni percentuali</b>												
2012	6,4	2,1	4,5	-6,5	3,5	3,5	-1,5	5,9	-0,8	-0,6	-0,1	99,3
2013	5,7	-1,7	2,5	-16,2	1,0	1,2	-1,2	-0,7	-2,3	-2,3	-2,0	361,7
2013 4° trim.	5,7	-1,7	2,5	-16,2	1,0	1,2	-1,2	-0,7	-2,3	-2,3	-2,0	361,7
2014 1° trim.	5,6	-2,3	2,2	-14,6	1,0	1,0	-1,0	-0,9	-2,5	-2,2	-2,0	376,9
2014 gen.	6,1	-2,5	2,4	-13,7	1,1	1,1	-1,2	0,2	-2,3	-2,3	-2,0	333,0
feb.	6,2	-2,6	2,4	-12,4	1,3	1,1	-1,3	0,1	-2,3	-2,2	-2,0	377,2
mar.	5,6	-2,3	2,2	-14,6	1,0	1,0	-1,0	-0,9	-2,5	-2,2	-2,0	376,9
apr. <sup>5)</sup>	5,2	-2,3	2,0	-15,2	0,8	.	-1,1	-0,9	-2,5	-1,8	-1,5	366,6

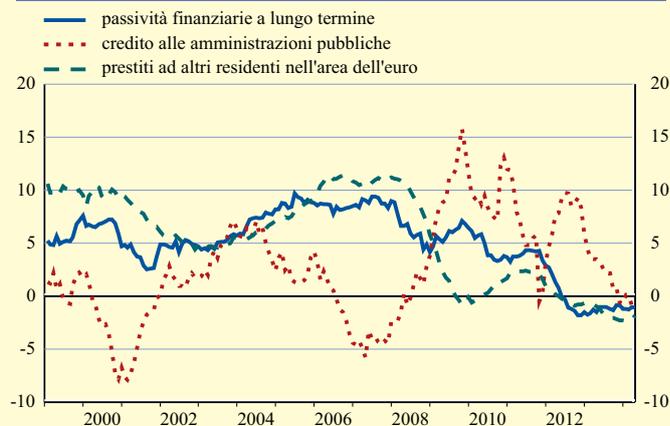
### F1 Aggregati monetari <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



### F2 Contropartite <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 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) Esclude le operazioni pronti contro termine con controparti centrali condotte da giugno 2012; i dati sono stati corretti per tener conto di tale effetto.
- 4) I valori nella sezione "variazioni percentuali" sono somme delle transazioni avvenute durante i 12 mesi terminanti nel periodo indicato.
- 5) Correzione dovuta alla cancellazione dei prestiti dai bilanci delle IFM a seguito di una loro cessione o cartolarizzazione.

## 2.3 Statistiche monetarie <sup>1)</sup>

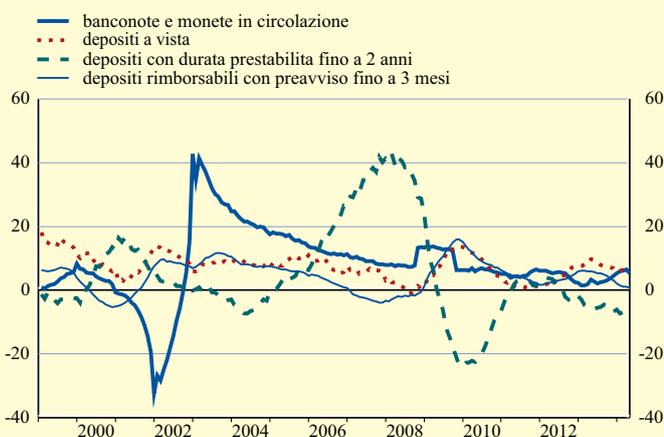
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine <sup>2)</sup>	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											
2012	863,9	4.243,1	1.801,8	2.080,6	123,7	483,3	183,2	2.685,0	106,1	2.395,2	2.382,7
2013	909,6	4.480,4	1.690,8	2.121,6	118,8	417,9	88,5	2.510,7	91,7	2.372,8	2.328,1
2013 4° trim.	909,6	4.480,4	1.690,8	2.121,6	118,8	417,9	88,5	2.510,7	91,7	2.372,8	2.328,1
2014 1° trim.	926,3	4.561,9	1.667,4	2.124,3	116,8	402,0	83,6	2.472,6	91,2	2.358,7	2.426,5
2014 gen.	913,7	4.533,5	1.674,1	2.119,4	124,7	427,5	91,0	2.498,9	90,9	2.375,6	2.379,8
feb.	919,1	4.572,9	1.664,3	2.118,8	130,1	421,2	86,6	2.470,8	91,3	2.360,4	2.406,5
mar.	926,3	4.561,9	1.667,4	2.124,3	116,8	402,0	83,6	2.472,6	91,2	2.358,7	2.426,5
apr. <sup>(p)</sup>	925,7	4.573,1	1.664,8	2.123,9	119,2	401,8	68,7	2.469,6	91,1	2.321,0	2.446,8
Transazioni											
2012	20,2	287,2	-36,5	114,6	-17,0	-20,0	-18,4	-105,8	-10,2	-156,1	155,7
2013	45,6	245,5	-109,9	43,2	-11,9	-48,6	-63,3	-137,2	-14,3	-18,4	79,9
2013 4° trim.	15,9	32,9	-28,6	-10,6	9,6	-3,4	-26,3	17,2	-1,8	-18,2	-15,5
2014 1° trim.	16,1	74,4	-26,1	2,2	-2,1	-15,8	-4,6	-37,8	-0,5	-7,9	54,5
2014 gen.	3,6	43,1	-20,1	-2,7	5,6	9,6	2,9	-21,1	-0,8	-2,6	20,4
feb.	5,3	42,4	-9,2	-0,5	5,6	-6,3	-4,3	-19,1	0,5	-3,5	11,2
mar.	7,2	-11,1	3,1	5,5	-13,3	-19,1	-3,2	2,5	-0,2	-1,8	22,8
apr. <sup>(p)</sup>	-0,7	11,6	-2,5	-0,3	2,4	-0,2	-12,8	-3,6	-0,1	-37,5	16,2
Variazioni percentuali											
2012	2,4	7,2	-2,0	5,8	-11,8	-3,9	-9,6	-3,8	-8,8	-6,1	6,9
2013	5,3	5,8	-6,1	2,1	-9,5	-10,4	-37,4	-5,1	-13,5	-0,8	3,4
2013 4° trim.	5,3	5,8	-6,1	2,1	-9,5	-10,4	-37,4	-5,1	-13,5	-0,8	3,4
2014 1° trim.	6,5	5,4	-6,4	1,1	-9,9	-12,0	-28,4	-4,6	-9,6	-1,7	3,9
2014 gen.	5,8	6,2	-7,3	1,5	-9,1	-7,8	-34,2	-5,3	-12,5	-0,7	3,7
feb.	6,2	6,2	-7,0	1,1	-2,4	-9,2	-31,8	-5,8	-10,7	-0,7	3,6
mar.	6,5	5,4	-6,4	1,1	-9,9	-12,0	-28,4	-4,6	-9,6	-1,7	3,9
apr. <sup>(p)</sup>	5,3	5,2	-6,0	0,7	-7,9	-10,8	-38,8	-4,0	-8,3	-2,8	4,2

### F3 Componenti degli aggregati monetari <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



### F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

2) Esclude le operazioni pronti contro termine con controparti centrali condotte da giugno 2012; i dati sono stati corretti per tener conto di tale effetto.

## 2.3 Statistiche monetarie <sup>1)</sup>

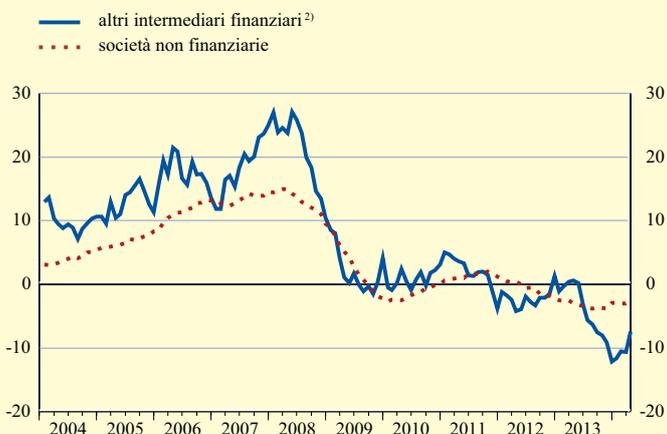
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 3. Prestiti in contropartita di M3

	Società di assicurazione e fondi pensione		Società non finanziarie				Famiglie <sup>3)</sup>					
	Totale	Altri intermediari finanziari <sup>2)</sup>	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti		
											Prestiti corretti per cessioni e cartolarizzazioni <sup>4)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze</b>												
2012	89,0	977,0	4.546,5	-	1.129,8	795,7	2.621,1	5.241,4	-	601,8	3.823,5	816,1
2013	98,3	866,8	4.355,9	-	1.067,8	740,4	2.547,7	5.220,6	-	573,3	3.851,6	795,7
2013 4° trim.	98,3	866,8	4.355,9	-	1.067,8	740,4	2.547,7	5.220,6	-	573,3	3.851,6	795,7
2014 1° trim.	101,1	861,6	4.339,7	-	1.058,7	734,7	2.546,3	5.232,1	-	572,6	3.867,2	792,2
2014 gen.	99,9	850,0	4.374,0	-	1.061,3	743,2	2.569,5	5.226,5	-	572,6	3.858,3	795,7
feb.	102,5	863,2	4.348,2	-	1.048,0	741,7	2.558,5	5.231,2	-	571,9	3.865,5	793,8
mar.	101,1	861,6	4.339,7	-	1.058,7	734,7	2.546,3	5.232,1	-	572,6	3.867,2	792,2
apr. <sup>5)</sup>	100,0	885,7	4.331,6	-	1.047,7	740,9	2.543,0	5.236,6	-	571,2	3.872,0	793,3
<b>Transazioni</b>												
2012	-2,0	12,9	-107,3	-60,1	6,5	-51,4	-62,4	25,6	34,3	-17,7	48,5	-5,1
2013	9,6	-119,3	-133,1	-127,9	-44,2	-45,0	-43,9	-3,4	14,1	-18,0	27,8	-13,1
2013 4° trim.	3,0	-33,2	-25,6	-27,2	-8,6	-17,8	0,8	-7,5	-0,6	-6,3	7,0	-8,2
2014 1° trim.	2,8	6,9	-26,0	-25,0	-7,1	-4,2	-14,7	7,6	9,1	0,5	10,3	-3,1
2014 gen.	1,5	-2,6	-8,9	-8,7	-8,8	-0,5	0,4	-0,8	-0,9	-0,5	1,3	-1,6
feb.	2,6	11,0	-13,2	-12,9	-10,3	2,2	-5,1	5,9	7,7	-0,4	7,3	-1,0
mar.	-1,4	-1,5	-4,0	-3,4	12,0	-5,9	-10,1	2,5	2,2	1,4	1,7	-0,5
apr. <sup>5)</sup>	-1,2	24,3	-6,7	-3,7	-10,4	6,6	-2,8	5,4	3,3	-1,1	5,0	1,4
<b>Variazioni percentuali</b>												
2012	-2,2	1,3	-2,3	-1,3	0,6	-6,0	-2,3	0,5	0,7	-2,9	1,3	-0,6
2013	10,8	-12,2	-2,9	-2,8	-3,9	-5,7	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2013 4° trim.	10,8	-12,2	-2,9	-2,8	-3,9	-5,7	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014 1° trim.	9,0	-10,6	-3,0	-3,1	-4,9	-4,7	-1,7	-0,1	0,4	-1,9	0,6	-1,9
2014 gen.	7,6	-11,7	-2,9	-2,8	-4,4	-5,4	-1,6	-0,2	0,2	-2,9	0,5	-1,7
feb.	11,0	-10,5	-3,0	-3,1	-5,7	-4,5	-1,3	-0,1	0,4	-2,6	0,6	-1,8
mar.	9,0	-10,6	-3,0	-3,1	-4,9	-4,7	-1,7	-0,1	0,4	-1,9	0,6	-1,9
apr. <sup>5)</sup>	5,4	-7,4	-2,8	-2,7	-5,1	-3,4	-1,6	0,0	0,4	-2,1	0,7	-1,7

### F5 Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



### F6 Prestiti alle famiglie <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Esclude le operazioni pronti contro termine con controparti centrali condotte da giugno 2010; i dati sono stati corretti per tener conto di tale effetto.
- 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 <sup>1), 2)</sup>

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

### 1. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione				Altri intermediari finanziari					Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	Pronti contro termine con controparti centrali 6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2013	90,0	72,6	4,1	13,3	985,8	122,6	439,0	223,7	323,0	4.344,8	1.059,6	739,3	2.545,9
2013 4° trim.	90,0	72,6	4,1	13,3	985,8	122,6	439,0	223,7	323,0	4.344,8	1.059,6	739,3	2.545,9
2014 1° trim.	99,4	82,0	4,0	13,4	980,3	117,8	440,3	221,2	318,8	4.338,9	1.061,0	733,9	2.544,0
2014 feb.	100,4	83,0	3,9	13,4	971,9	114,7	431,3	221,1	319,5	4.347,4	1.050,2	739,6	2.557,6
mar.	99,4	82,0	4,0	13,4	980,3	117,8	440,3	221,2	318,8	4.338,9	1.061,0	733,9	2.544,0
apr. <sup>(p)</sup>	99,4	82,5	4,1	12,8	995,8	104,8	437,1	227,2	331,6	4.331,1	1.051,9	739,5	2.539,7
Transazioni													
2013	8,8	8,8	-0,3	0,3	-69,8	49,4	-50,2	3,9	-23,5	-133,6	-44,1	-45,0	-44,5
2013 4° trim.	-8,4	-9,4	0,6	0,4	-44,1	0,9	-48,5	9,3	-4,8	-36,2	-14,1	-20,4	-1,7
2014 1° trim.	9,3	9,4	-0,1	0,1	6,7	-4,8	5,0	-3,7	5,4	-15,6	3,5	-3,8	-15,3
2014 feb.	3,2	3,4	-0,1	-0,1	17,4	8,5	17,7	-2,2	1,9	-11,3	-10,3	3,6	-4,6
mar.	-1,0	-1,0	0,1	-0,1	8,5	3,1	9,1	0,3	-0,9	-3,8	12,2	-4,5	-11,5
apr. <sup>(p)</sup>	0,0	0,5	0,1	-0,6	15,6	-13,0	-3,2	6,0	12,9	-6,4	-8,6	5,9	-3,7
Variazioni percentuali													
2013	10,7	13,7	-7,0	2,2	-6,2	28,2	-9,6	1,9	-6,7	-3,0	-4,0	-5,7	-1,7
2013 4° trim.	10,7	13,7	-7,0	2,2	-6,2	28,2	-9,6	1,9	-6,7	-3,0	-4,0	-5,7	-1,7
2014 1° trim.	8,9	9,1	3,9	9,7	-8,2	2,9	-13,1	2,3	-7,2	-3,0	-4,9	-4,7	-1,7
2014 feb.	11,0	13,2	-4,7	3,6	-8,6	-0,4	-13,7	1,9	-7,4	-3,0	-5,7	-4,5	-1,3
mar.	8,9	9,1	3,9	9,7	-8,2	2,9	-13,1	2,3	-7,2	-3,0	-4,9	-4,7	-1,7
apr. <sup>(p)</sup>	5,3	5,4	1,4	5,6	-6,0	-5,6	-12,9	4,4	-2,0	-2,8	-5,1	-3,4	-1,6

### 2. Prestiti alle famiglie <sup>3)</sup>

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti				
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Imprese individuali 11	12	13	14
Consistenze														
2013	5.230,0	575,7	128,6	169,4	277,7	3.857,8	12,7	55,4	3.789,7	796,4	408,6	136,5	76,3	583,6
2013 4° trim.	5.230,0	575,7	128,6	169,4	277,7	3.857,8	12,7	55,4	3.789,7	796,4	408,6	136,5	76,3	583,6
2014 1° trim.	5.223,4	570,1	127,0	166,5	276,6	3.863,1	13,1	54,7	3.795,3	790,1	408,3	135,1	75,8	579,2
2014 feb.	5.221,2	567,9	124,6	166,7	276,6	3.860,7	12,8	55,0	3.792,8	792,6	408,0	133,7	76,2	582,7
mar.	5.223,4	570,1	127,0	166,5	276,6	3.863,1	13,1	54,7	3.795,3	790,1	408,3	135,1	75,8	579,2
apr. <sup>(p)</sup>	5.227,0	570,0	126,5	165,6	277,9	3.866,4	13,1	54,7	3.798,5	790,6	406,0	134,6	76,1	579,8
Transazioni														
2013	-3,8	-18,1	-4,0	-6,8	-7,3	27,5	-1,4	-1,5	30,4	-13,3	-10,7	-3,5	-3,7	-6,1
2013 4° trim.	0,0	-4,7	-0,5	-1,4	-2,8	11,6	0,1	-0,4	11,8	-6,9	-3,1	-0,5	-1,1	-5,3
2014 1° trim.	-10,5	-4,5	-1,5	-1,6	-1,3	0,0	0,2	-1,0	0,8	-6,0	-1,4	-1,2	-0,5	-4,2
2014 feb.	-2,1	-3,2	-1,8	-0,8	-0,6	2,6	-0,1	-0,4	3,1	-1,5	0,2	-1,6	0,6	-0,5
mar.	3,8	2,8	2,5	0,0	0,4	2,4	0,3	-0,4	2,5	-1,5	0,2	1,4	-0,3	-2,6
apr. <sup>(p)</sup>	4,5	0,3	-0,4	0,6	0,1	3,4	0,0	0,0	3,4	0,8	-1,5	-0,4	0,3	0,9
Variazioni percentuali														
2013	-0,1	-3,0	-2,9	-3,9	-2,5	0,7	-9,9	-2,6	0,8	-1,6	-2,6	-2,5	-4,6	-1,0
2013 4° trim.	-0,1	-3,0	-2,9	-3,9	-2,5	0,7	-9,9	-2,6	0,8	-1,6	-2,6	-2,5	-4,6	-1,0
2014 1° trim.	-0,1	-1,9	-0,4	-2,8	-2,1	0,6	-4,7	-2,8	0,6	-1,9	-1,9	-2,8	-2,9	-1,5
2014 feb.	-0,1	-2,6	-3,6	-2,7	-2,0	0,6	-9,6	-3,0	0,7	-1,8	-2,3	-3,3	-3,0	-1,2
mar.	-0,1	-1,9	-0,4	-2,8	-2,1	0,6	-4,7	-2,8	0,6	-1,9	-1,9	-2,8	-2,9	-1,5
apr. <sup>(p)</sup>	0,0	-2,1	-1,1	-2,7	-2,1	0,7	-5,0	-2,9	0,7	-1,7	-2,0	-2,7	-2,3	-1,4

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 dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

## 2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM <sup>1), 2)</sup>

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

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2012	1.153,4	341,8	221,6	565,9	24,1	2.868,2	1.906,7	961,5	60,7	900,7
2013	1.082,4	279,6	213,8	560,7	28,3	2.726,4	1.788,5	937,8	56,5	881,3
2013 2° trim.	1.101,8	290,3	218,1	565,3	28,0	2.877,8	1.893,7	984,1	58,0	926,1
3° trim.	1.090,4	285,1	213,8	560,0	31,6	2.767,3	1.807,6	959,7	59,3	900,5
4° trim.	1.082,4	279,6	213,8	560,7	28,3	2.726,4	1.788,5	937,8	56,5	881,3
2014 1° trim. <sup>(p)</sup>	1.092,9	289,2	213,6	561,7	28,3	2.864,7	1.905,4	961,0	58,6	902,4
<b>Transazioni</b>										
2012	-3,6	-4,1	-4,9	2,9	2,4	-128,3	-100,8	-27,5	-1,0	-26,5
2013	-72,1	-61,7	-7,9	-6,7	4,2	-72,3	-75,5	3,2	-2,1	5,3
2013 2° trim.	-22,1	-21,8	1,1	-3,5	2,0	18,6	25,2	-6,6	-1,3	-5,2
3° trim.	-12,4	-5,1	-4,5	-6,4	3,5	-91,4	-77,3	-14,0	2,4	-16,4
4° trim.	-8,0	-5,4	0,0	0,7	-3,3	-10,4	3,5	-13,9	-2,2	-11,8
2014 1° trim. <sup>(p)</sup>	9,1	8,5	-0,3	0,6	0,0	136,4	115,3	22,8	2,3	20,5
<b>Variazioni percentuali</b>										
2012	-0,3	-1,2	-2,2	0,5	11,2	-4,2	-4,9	-2,8	-1,8	-2,8
2013	-6,2	-18,1	-3,5	-1,2	17,2	-2,6	-4,0	0,3	-3,6	0,5
2013 2° trim.	-5,9	-14,4	-9,5	-0,1	11,6	-4,1	-5,7	-0,9	3,2	-1,1
3° trim.	-6,3	-16,3	-7,7	-1,0	20,1	-5,5	-6,9	-2,8	3,3	-3,2
4° trim.	-6,2	-18,1	-3,5	-1,2	17,2	-2,6	-4,0	0,3	-3,6	0,5
2014 1° trim. <sup>(p)</sup>	-3,0	-7,6	-1,7	-1,5	8,9	1,9	3,7	-1,1	2,2	-1,4

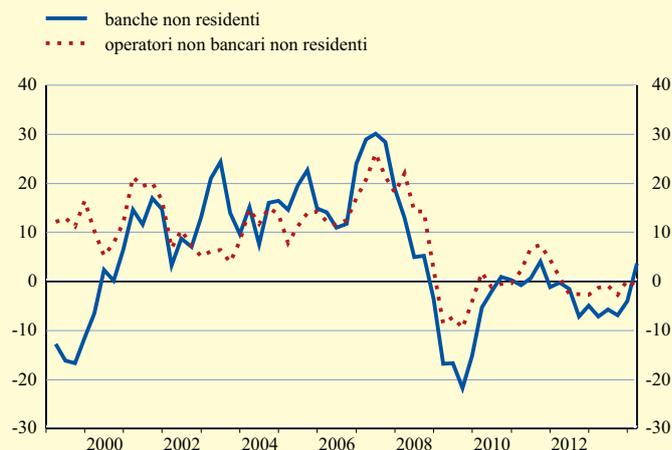
### F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



### F8 Prestiti ai non residenti nell'area dell'euro <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

## 2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM <sup>1), 2)</sup>

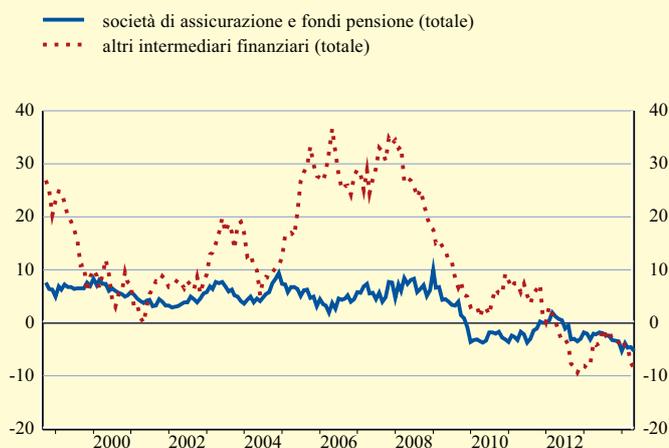
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari							
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	
			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	
<b>Consistenze</b>															
2012	691,4	106,5	81,4	484,4	6,4	0,2	12,5	2.015,9	410,1	236,6	1.021,0	13,6	0,3	334,4	256,7
2013	653,5	96,1	76,5	462,8	7,0	0,1	11,0	1.855,4	424,0	221,5	943,0	16,4	0,5	249,9	178,0
2013 4° trim.	653,5	96,1	76,5	462,8	7,0	0,1	11,0	1.855,4	424,0	221,5	943,0	16,4	0,5	249,9	178,0
2014 1° trim.	665,6	111,4	78,0	456,0	8,0	0,1	12,0	1.843,2	439,6	215,3	915,3	18,5	0,5	254,0	177,1
2014 gen.	677,4	119,0	77,3	461,4	8,1	0,1	11,5	1.858,5	437,2	218,9	941,0	19,8	0,5	241,2	160,5
feb.	666,6	111,4	77,1	458,7	8,3	0,1	11,0	1.858,1	438,6	216,8	921,9	17,7	0,5	262,6	178,6
mar.	665,6	111,4	78,0	456,0	8,0	0,1	12,0	1.843,2	439,6	215,3	915,3	18,5	0,5	254,0	177,1
apr. <sup>(p)</sup>	665,0	113,6	77,8	452,8	8,0	0,1	12,7	1.801,8	434,6	220,2	887,5	17,7	0,5	241,3	162,8
<b>Transazioni</b>															
2012	-12,5	15,2	2,6	-27,6	2,0	0,0	-4,7	-177,2	23,4	-49,5	-166,0	-2,0	-0,3	17,2	13,3
2013	-36,0	-9,2	-5,3	-21,9	1,3	-0,1	-0,8	-56,3	14,8	-14,7	-76,2	3,0	0,3	16,6	30,6
2013 4° trim.	-15,8	-10,3	1,9	-7,7	-1,1	0,0	1,5	-82,1	-17,6	-13,3	-25,3	-0,5	0,2	-25,6	-16,1
2014 1° trim.	11,4	15,1	1,2	-6,8	0,9	0,0	1,0	-6,5	14,9	-6,5	-21,0	2,0	-0,1	4,1	-0,9
2014 gen.	23,2	22,5	0,6	-1,4	1,1	0,0	0,4	-4,6	11,5	-3,5	-7,0	3,3	0,0	-8,9	-17,5
feb.	-10,7	-7,4	-0,2	-2,7	0,1	0,0	-0,4	13,0	2,4	-1,4	-7,4	-2,0	0,0	21,5	18,1
mar.	-1,1	0,0	0,9	-2,7	-0,3	0,0	1,0	-15,0	1,0	-1,6	-6,6	0,8	0,0	-8,6	-1,5
apr. <sup>(p)</sup>	-0,1	2,3	-0,2	-2,8	0,0	0,0	0,7	-40,7	-4,8	5,2	-27,6	-0,7	0,1	-12,8	-14,3
<b>Variazioni percentuali</b>															
2012	-1,8	16,5	3,4	-5,4	50,8	-	-32,1	-8,1	6,0	-17,4	-14,0	-14,0	-	4,3	4,2
2013	-5,2	-8,8	-6,5	-4,5	18,7	-	-7,3	-3,0	3,6	-6,2	-7,5	21,8	-	2,1	9,9
2013 4° trim.	-5,2	-8,8	-6,5	-4,5	18,7	-	-7,3	-3,0	3,6	-6,2	-7,5	21,8	-	2,1	9,9
2014 1° trim.	-4,5	-1,8	-7,1	-5,1	9,3	-	4,8	-7,5	0,1	-9,3	-9,1	23,5	-	-12,9	-10,6
2014 gen.	-3,9	-0,1	-7,2	-4,6	27,4	-	-4,3	-4,3	2,0	-8,6	-7,6	39,5	-	-4,0	-1,6
feb.	-4,6	-2,2	-6,9	-4,9	24,6	-	-12,7	-4,4	2,1	-7,9	-7,2	21,7	-	-3,3	-1,7
mar.	-4,5	-1,8	-7,1	-5,1	9,3	-	4,8	-7,5	0,1	-9,3	-9,1	23,5	-	-12,9	-10,6
apr. <sup>(p)</sup>	-5,3	-3,9	-7,2	-5,3	5,2	-	-6,5	-8,5	-2,3	-4,6	-10,9	13,0	-	-14,4	-13,9

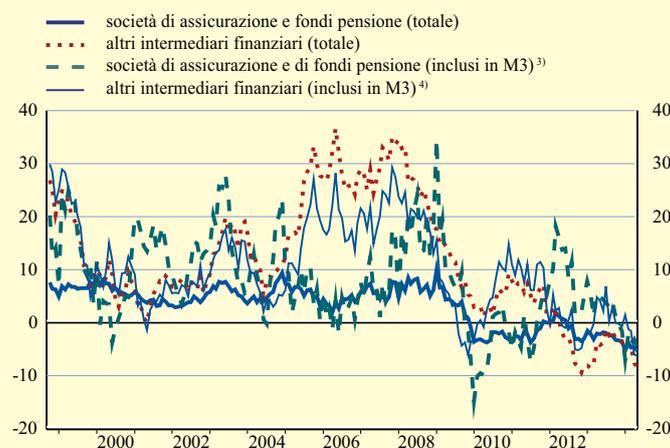
### F9 Depositi totali per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



### F10 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM <sup>1), 2)</sup>

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

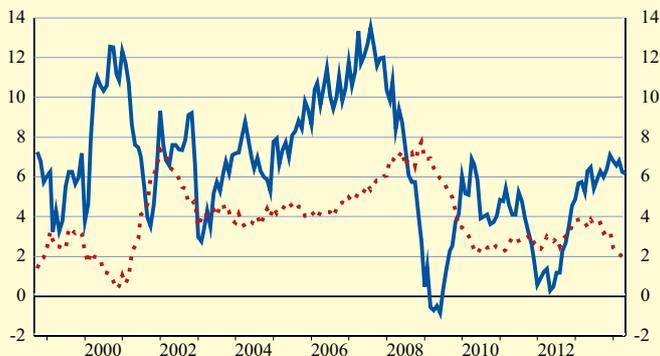
### 2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie <sup>3)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Consistenze</b>														
2012	1.761,8	1.148,8	408,3	106,5	85,4	2,0	10,9	6.118,9	2.346,2	979,1	747,8	1.937,3	98,0	10,4
2013	1.873,5	1.236,4	404,3	122,9	91,7	1,8	16,5	6.263,3	2.521,5	877,4	806,7	1.969,3	83,9	4,5
2013 4° trim.	1.873,5	1.236,4	404,3	122,9	91,7	1,8	16,5	6.263,3	2.521,5	877,4	806,7	1.969,3	83,9	4,5
2014 1° trim.	1.852,6	1.214,8	400,2	126,4	95,8	1,8	13,6	6.287,3	2.538,5	869,7	813,7	1.976,0	83,7	5,7
2014 gen.	1.830,1	1.192,6	401,9	123,8	94,1	1,8	16,0	6.270,3	2.521,5	873,9	811,8	1.974,4	83,7	5,0
feb.	1.832,2	1.189,5	404,0	125,4	95,1	1,8	16,3	6.282,3	2.532,1	873,1	814,3	1.973,4	83,8	5,8
mar.	1.852,6	1.214,8	400,2	126,4	95,8	1,8	13,6	6.287,3	2.538,5	869,7	813,7	1.976,0	83,7	5,7
apr. <sup>4)</sup>	1.854,7	1.213,5	399,7	126,5	96,4	1,8	16,8	6.300,1	2.562,4	863,2	811,2	1.974,3	83,5	5,5
<b>Transazioni</b>														
2012	82,2	99,6	-35,5	12,9	9,5	0,0	-4,3	224,6	90,1	33,7	21,8	100,7	-9,6	-12,3
2013	119,5	92,4	-3,8	17,8	7,5	-0,1	5,7	148,3	176,8	-100,1	59,5	32,2	-14,1	-5,9
2013 4° trim.	83,9	63,8	12,1	4,0	-3,0	0,1	6,8	61,5	62,0	-25,5	23,7	4,2	-1,0	-1,8
2014 1° trim.	-25,4	-25,1	-4,8	3,3	4,1	0,1	-2,9	20,9	14,9	-8,4	6,8	6,4	-0,2	1,3
2014 gen.	-50,2	-49,1	-3,6	0,8	2,3	0,0	-0,6	3,0	-2,4	-4,4	4,9	4,7	-0,3	0,5
feb.	4,4	-1,2	2,6	1,5	1,1	0,1	0,3	12,9	11,0	-0,5	2,5	-1,0	0,2	0,7
mar.	20,5	25,2	-3,8	1,0	0,7	0,0	-2,6	4,9	6,3	-3,4	-0,5	2,7	-0,1	0,0
apr. <sup>4)</sup>	2,1	-1,1	-0,7	0,1	0,6	0,0	3,2	12,6	23,9	-6,4	-2,6	-1,7	-0,3	-0,3
<b>Variazioni percentuali</b>														
2012	4,9	9,5	-8,0	13,4	13,0	-1,4	-26,5	3,8	4,0	3,6	3,0	5,5	-8,9	-54,2
2013	6,8	8,1	-0,9	16,8	8,7	-3,7	52,4	2,4	7,5	-10,2	8,0	1,7	-14,4	-57,0
2013 4° trim.	6,8	8,1	-0,9	16,8	8,7	-3,7	52,4	2,4	7,5	-10,2	8,0	1,7	-14,4	-57,0
2014 1° trim.	6,3	8,4	-2,5	15,4	5,6	16,7	23,4	2,0	6,8	-9,9	7,5	0,6	-10,1	-30,8
2014 gen.	6,6	7,6	0,6	16,4	7,8	0,9	15,1	2,3	7,8	-11,0	8,3	1,0	-13,0	-52,7
feb.	6,8	8,4	-0,1	15,6	6,4	6,0	18,0	2,1	7,4	-10,6	8,3	0,7	-11,1	-33,6
mar.	6,3	8,4	-2,5	15,4	5,6	16,7	23,4	2,0	6,8	-9,9	7,5	0,6	-10,1	-30,8
apr. <sup>4)</sup>	6,2	7,8	-1,6	14,1	5,5	26,4	51,2	2,0	6,9	-9,4	6,6	0,3	-8,8	-21,9

### F11 Depositi totali per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

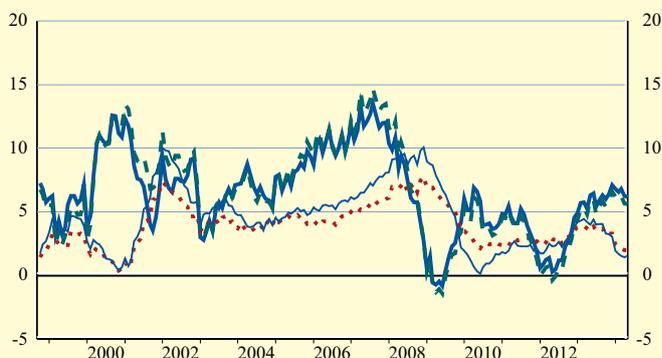
— società non finanziarie (totale)  
 ..... famiglie (totale)



### F12 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

— società non finanziarie (totale)  
 ..... famiglie (totale)  
 - - società non finanziarie (inclusi in M3)<sup>4)</sup>  
 — famiglie (inclusi in M3)<sup>5)</sup>



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

## 2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM <sup>1), 2)</sup>

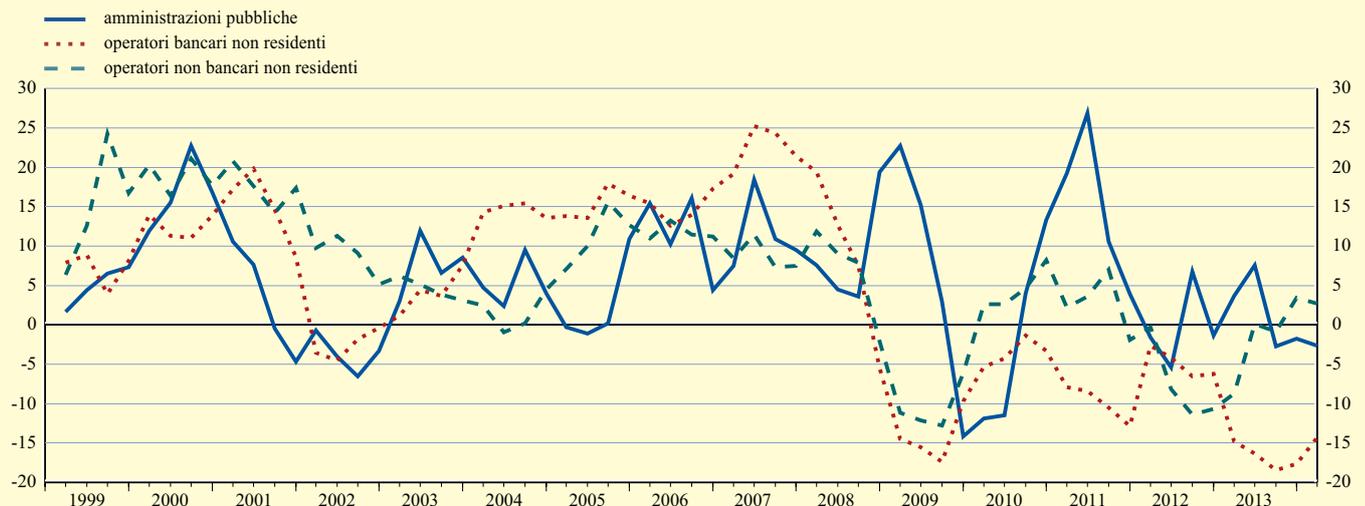
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2012	447,9	169,6	62,8	111,7	103,8	2.895,4	2.016,8	878,6	39,8	838,7
2013	441,0	152,5	64,1	109,2	115,3	2.519,8	1.626,0	893,8	29,8	864,0
2013 2° trim.	546,0	235,6	70,9	115,4	124,2	2.806,4	1.873,5	933,0	35,4	897,6
3° trim.	495,5	190,9	70,7	113,6	120,2	2.666,1	1.737,5	928,6	43,0	885,6
4° trim.	441,0	152,5	64,1	109,2	115,3	2.519,8	1.626,0	893,8	29,8	864,0
2014 1° trim. <sup>(p)</sup>	488,0	181,1	73,1	110,6	123,2	2.594,9	1.667,7	926,7	33,8	892,9
<b>Transazioni</b>										
2012	-7,9	-22,6	-0,3	-0,4	15,5	-240,2	-135,6	-104,6	-5,1	-99,5
2013	-8,0	-17,9	1,1	-2,6	11,3	-324,7	-355,1	30,4	-8,9	39,2
2013 2° trim.	46,7	27,7	3,8	3,6	11,7	-68,9	-99,2	30,3	-1,8	32,1
3° trim.	-49,8	-44,7	-0,1	-1,7	-3,3	-128,8	-127,6	-1,2	7,9	-9,1
4° trim.	-55,2	-39,1	-6,6	-4,5	-5,0	-124,7	-95,7	-29,0	-13,0	-16,0
2014 1° trim. <sup>(p)</sup>	45,5	28,5	9,0	1,3	6,7	63,3	38,1	24,7	4,0	20,7
<b>Variazioni percentuali</b>										
2012	-1,4	-11,7	10,3	-0,4	18,2	-7,5	-6,2	-10,7	-11,9	-10,6
2013	-1,8	-10,5	1,8	-2,3	10,8	-11,3	-17,7	3,4	-22,7	4,6
2013 2° trim.	7,6	23,9	-28,2	2,9	16,5	-11,6	-16,3	0,1	-14,4	0,8
3° trim.	-2,8	-5,4	-24,1	2,1	16,3	-13,1	-18,4	-0,9	2,0	-1,0
4° trim.	-1,8	-10,5	1,8	-2,3	10,8	-11,3	-17,7	3,4	-22,7	4,6
2014 1° trim. <sup>(p)</sup>	-2,6	-13,5	9,0	-1,2	9,0	-9,0	-14,4	2,7	-7,7	3,2

### F13 Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

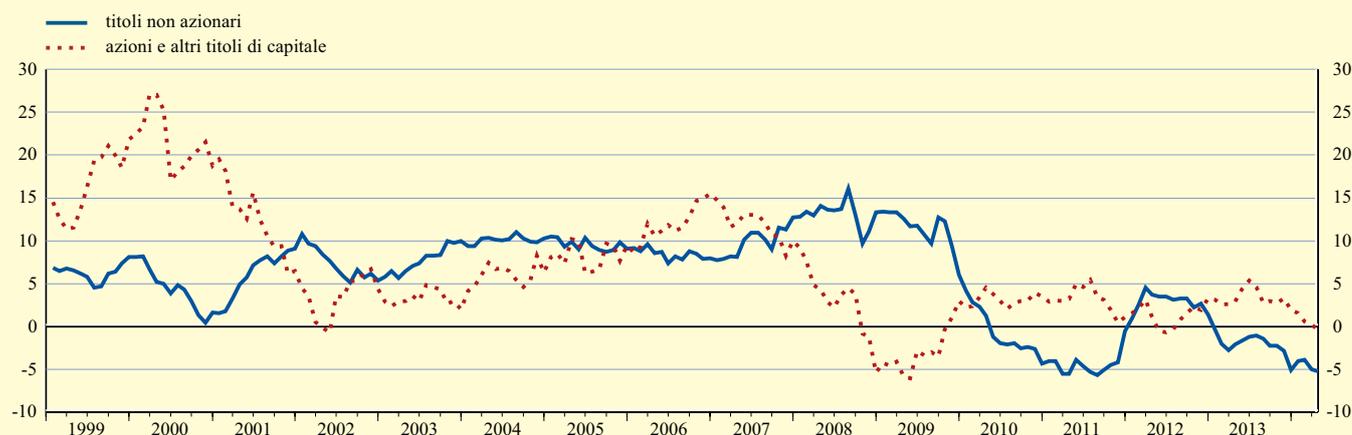
## 2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM <sup>1), 2)</sup>

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze</b>												
2012	5.774,4	1.748,4	102,9	1.594,2	32,8	1.399,6	23,6	872,8	1.528,5	475,7	752,1	300,7
2013	5.469,9	1.540,0	102,7	1.674,0	20,3	1.305,7	28,7	798,4	1.561,7	457,3	775,5	328,9
2013 4° trim.	5.469,9	1.540,0	102,7	1.674,0	20,3	1.305,7	28,7	798,4	1.561,7	457,3	775,5	328,9
2014 1° trim.	5.501,5	1.503,8	113,7	1.755,3	19,2	1.276,5	29,4	803,6	1.560,3	462,2	787,1	310,9
2014 gen.	5.570,2	1.557,9	108,8	1.731,6	20,0	1.310,9	30,0	811,0	1.566,6	462,1	778,2	326,3
feb.	5.563,0	1.552,7	113,2	1.749,7	19,1	1.288,3	29,0	811,0	1.546,6	462,7	775,4	308,5
mar.	5.501,5	1.503,8	113,7	1.755,3	19,2	1.276,5	29,4	803,6	1.560,3	462,2	787,1	310,9
apr. <sup>(p)</sup>	5.488,5	1.504,5	111,5	1.772,2	18,7	1.242,7	28,7	810,2	1.577,2	459,8	807,9	309,6
<b>Transazioni</b>												
2012	82,5	-17,8	15,9	191,7	10,5	-67,5	-3,9	-46,3	49,8	6,6	37,9	5,3
2013	-290,2	-220,7	-0,3	65,4	-11,3	-94,3	5,9	-35,0	29,6	-12,2	13,2	28,6
2013 4° trim.	-184,2	-62,8	1,6	-51,0	-9,0	-61,1	0,1	-2,1	1,8	2,3	-5,3	4,8
2014 1° trim.	10,3	-38,2	10,4	58,0	-1,4	-20,9	0,5	1,9	-4,5	-0,6	12,6	-16,5
2014 gen.	71,1	16,8	4,0	46,9	-0,9	0,5	0,7	3,1	8,0	2,1	7,3	-1,4
feb.	7,5	-5,7	5,7	11,9	-0,6	-9,0	-0,6	5,8	-26,7	-3,1	-5,6	-18,0
mar.	-68,4	-49,3	0,7	-0,8	0,1	-12,4	0,4	-7,1	14,2	0,4	10,9	2,9
apr. <sup>(p)</sup>	-19,7	0,3	-2,3	12,5	-0,5	-35,5	-0,7	6,5	15,8	-2,2	19,5	-1,5
<b>Variazioni percentuali</b>												
2012	1,5	-1,0	18,1	14,1	47,7	-4,6	-14,2	-4,9	3,3	1,3	5,2	1,8
2013	-5,0	-12,5	-0,4	4,1	-35,2	-6,7	25,2	-4,1	1,9	-2,6	1,8	9,6
2013 4° trim.	-5,0	-12,5	-0,4	4,1	-35,2	-6,7	25,2	-4,1	1,9	-2,6	1,8	9,6
2014 1° trim.	-5,0	-11,7	-6,4	2,6	-36,8	-7,1	11,0	-2,4	0,2	-0,6	1,0	-0,4
2014 gen.	-4,0	-11,2	-13,1	5,1	-37,7	-5,5	27,6	-2,4	1,5	-2,1	0,9	9,1
feb.	-3,9	-10,5	-7,2	4,6	-38,5	-6,2	20,3	-1,6	0,6	-1,2	0,9	2,5
mar.	-5,0	-11,7	-6,4	2,6	-36,8	-7,1	11,0	-2,4	0,2	-0,6	1,0	-0,4
apr. <sup>(p)</sup>	-5,2	-11,4	-6,1	3,4	-37,8	-9,9	1,8	-0,8	-0,3	-0,4	0,0	-1,1

## FI4 Disponibilità in titoli delle IFM <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

**2.7 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM <sup>1), 2)</sup>**  
(percentuali sul totale; consistenze in miliardi di euro; dati di fine periodo)

**1. Prestiti, titoli diversi da azioni e depositi**

	IFM <sup>3)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute (consistenze)	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute (consistenze)	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Prestiti a</b>														
<i>Residenti nell'area dell'euro</i>														
2012	5.795,4	-	-	-	-	-	12.191,8	96,4	3,6	1,7	0,2	0,9	0,5	
2013	5.250,1	-	-	-	-	-	11.733,0	96,8	3,2	1,7	0,1	0,9	0,4	
2013 4° trim.	5.250,1	-	-	-	-	-	11.733,0	96,8	3,2	1,7	0,1	0,9	0,4	
2014 1° trim. <sup>(p)</sup>	5.208,9	-	-	-	-	-	11.734,9	96,8	3,2	1,7	0,1	0,9	0,3	
<i>Non residenti nell'area dell'euro</i>														
2012	1.906,7	47,3	52,7	31,9	1,9	3,5	10,1	961,5	40,1	59,9	38,2	2,0	2,9	9,9
2013	1.788,5	41,0	59,0	38,7	1,8	3,4	9,5	937,8	40,2	59,8	38,1	3,0	2,7	9,3
2013 4° trim.	1.788,5	41,0	59,0	38,7	1,8	3,4	9,5	937,8	40,2	59,8	38,1	3,0	2,7	9,3
2014 1° trim. <sup>(p)</sup>	1.905,4	39,1	60,9	39,0	2,6	3,6	10,1	961,0	40,5	59,5	37,9	2,7	2,6	9,4
<b>Titoli non azionari</b>														
<i>Emessi da residenti nell'area dell'euro</i>														
2012	1.851,3	94,4	5,6	2,7	0,1	0,4	2,0	3.050,3	98,1	1,9	1,2	0,1	0,1	0,4
2013	1.642,7	93,7	6,3	2,6	0,1	0,3	2,8	3.028,7	98,4	1,6	0,8	0,2	0,1	0,5
2013 4° trim.	1.642,7	93,7	6,3	2,6	0,1	0,3	2,8	3.028,7	98,4	1,6	0,8	0,2	0,1	0,5
2014 1° trim. <sup>(p)</sup>	1.617,6	93,0	7,0	2,9	0,1	0,2	3,3	3.080,4	98,4	1,6	0,8	0,1	0,1	0,5
<i>Emessi da non residenti nell'area dell'euro</i>														
2012	434,0	54,9	45,1	19,8	0,3	0,3	19,1	438,8	34,1	65,9	39,1	5,4	0,9	11,8
2013	421,5	52,4	47,6	20,2	0,2	0,6	20,0	376,9	38,2	61,8	37,5	4,1	1,0	10,7
2013 4° trim.	421,5	52,4	47,6	20,2	0,2	0,6	20,0	376,9	38,2	61,8	37,5	4,1	1,0	10,7
2014 1° trim. <sup>(p)</sup>	423,4	52,9	47,1	20,0	0,2	0,4	19,8	380,0	37,4	62,6	37,6	5,0	0,7	10,3
<b>Depositi di</b>														
<i>Residenti nell'area dell'euro</i>														
2012	6.159,5	93,8	6,2	3,9	0,2	1,1	0,6	11.035,9	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2013	5.560,4	93,4	6,6	4,2	0,2	1,0	0,7	11.086,6	96,8	3,2	2,2	0,1	0,1	0,4
2013 4° trim.	5.560,4	93,4	6,6	4,2	0,2	1,0	0,7	11.086,6	96,8	3,2	2,2	0,1	0,1	0,4
2014 1° trim. <sup>(p)</sup>	5.517,9	93,0	7,0	4,4	0,2	1,1	0,7	11.136,7	96,8	3,2	2,2	0,1	0,1	0,4
<i>Non residenti nell'area dell'euro</i>														
2012	2.016,8	58,3	41,7	27,7	1,6	1,0	7,3	878,6	52,4	47,6	31,3	1,9	1,1	6,3
2013	1.626,0	51,3	48,7	33,1	1,7	1,5	7,8	893,8	53,9	46,1	29,7	2,1	1,2	6,4
2013 4° trim.	1.626,0	51,3	48,7	33,1	1,7	1,5	7,8	893,8	53,9	46,1	29,7	2,1	1,2	6,4
2014 1° trim. <sup>(p)</sup>	1.667,7	51,5	48,5	33,8	1,6	1,5	7,2	926,7	53,9	46,1	29,9	2,2	1,0	6,6

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

	Tutte le valute (consistenze)	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2012	5.068,0	81,8	18,2	9,6	1,6	1,9	2,5
2013	4.582,7	81,0	19,0	10,7	1,3	1,8	2,7
2013 4° trim.	4.582,7	81,0	19,0	10,7	1,3	1,8	2,7
2014 1° trim. <sup>(p)</sup>	4.550,7	80,5	19,5	11,0	1,3	1,8	2,8

Fonte: BCE.

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

## 2.8 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

### 1. Attività

	Totale	Depositi e prestiti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale (escl. quote di 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							
2013 set.	7.774,4	515,1	3.095,2	2.228,8	1.064,0	251,0	620,2
ott.	7.933,4	530,6	3.116,1	2.303,5	1.098,9	250,7	633,5
nov.	7.976,9	520,9	3.129,4	2.335,5	1.106,5	252,2	632,5
dic.	7.937,5	514,5	3.110,3	2.370,2	1.117,4	254,5	570,6
2014 gen.	8.037,6	533,7	3.169,6	2.342,5	1.119,9	255,8	616,1
feb.	8.198,8	541,2	3.212,1	2.422,6	1.143,4	256,0	623,5
mar. <sup>(p)</sup>	8.354,2	550,2	3.279,6	2.416,2	1.178,2	258,4	671,7
Transazioni							
2013 3° trim.	57,8	-8,4	58,6	28,4	28,7	2,2	-51,7
4° trim.	60,9	3,3	6,3	43,6	51,5	3,4	-47,2
2014 1° trim. <sup>(p)</sup>	282,4	38,9	104,7	41,6	19,9	3,1	74,1

### 2. Passività

	Totale	Depositi e prestiti ricevuti	Quote di fondi di investimento emesse			Altre passività (incl. prodotti finanziari derivati)	
			Totale	Detenute da non residenti nell'area dell'euro			
				Detenute da residenti nell'area dell'euro	Fondi di investimento		Detenute da non residenti nell'area dell'euro
	1	2	3	4	5	6	7
Consistenze in essere							
2013 set.	7.774,4	170,8	7.041,7	5.150,3	837,5	1.891,3	561,9
ott.	7.933,4	172,1	7.194,4	5.272,1	871,1	1.922,3	566,9
nov.	7.976,9	174,8	7.239,9	5.310,3	881,0	1.929,6	562,2
dic.	7.937,5	169,6	7.259,2	5.327,4	885,7	1.931,8	508,7
2014 gen.	8.037,6	180,6	7.291,6	5.359,9	887,1	1.931,7	565,4
feb.	8.198,8	183,8	7.442,5	5.475,3	906,8	1.967,2	572,5
mar. <sup>(p)</sup>	8.354,2	187,9	7.524,5	5.560,9	925,1	1.962,3	641,8
Transazioni							
2013 3° trim.	57,8	3,7	102,0	67,9	28,3	34,1	-47,9
4° trim.	60,9	0,6	111,4	96,1	43,8	23,9	-55,9
2014 1° trim. <sup>(p)</sup>	282,4	21,3	170,0	128,3	16,6	40,0	90,2

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

	Totale	Fondi suddivisi per strategia di investimento					Fondi suddivisi per tipologia			Per memoria: fondi comuni monetari
		Fondi obbligazionari	Fondi azionari	Fondi misti	Fondi immobiliari	Hedge fund	Altri fondi	Fondi aperti	Fondi chiusi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze in essere										
2013 ago.	6.893,7	2.405,2	1.820,5	1.720,1	332,5	154,2	461,3	6.805,9	87,8	869,6
set.	7.041,7	2.423,2	1.908,6	1.747,8	334,3	157,3	470,6	6.951,3	90,4	846,2
ott.	7.194,4	2.443,6	1.978,4	1.795,6	335,6	159,9	481,3	7.103,8	90,6	835,9
nov.	7.239,9	2.448,5	2.006,3	1.804,4	336,6	158,6	485,6	7.147,5	92,4	836,7
dic.	7.259,2	2.468,8	2.043,2	1.805,8	342,2	155,2	444,0	7.163,9	95,3	819,3
2014 gen.	7.291,6	2.499,1	2.015,0	1.822,8	344,0	158,2	452,4	7.190,4	101,2	855,0
feb.	7.442,5	2.529,1	2.084,3	1.864,8	345,2	158,9	460,2	7.340,6	101,9	854,9
mar. <sup>(p)</sup>	7.524,5	2.558,9	2.092,6	1.891,5	349,0	162,3	470,2	7.418,1	106,4	835,2
Transazioni										
2013 set.	41,8	-2,1	21,3	13,8	1,0	3,8	4,0	39,8	2,0	-22,9
ott.	51,0	8,7	21,6	14,8	0,8	2,2	2,9	51,2	-0,1	-5,7
nov.	22,1	12,1	7,7	2,2	1,8	-3,7	1,9	20,6	1,5	-2,8
dic.	38,2	-9,5	19,5	13,7	4,2	7,3	3,0	34,5	3,7	-14,7
2014 gen.	46,4	8,7	13,1	20,2	0,8	1,1	2,5	45,0	1,4	29,6
feb.	58,1	22,7	13,3	19,6	0,1	1,8	0,5	57,5	0,6	4,9
mar. <sup>(p)</sup>	65,6	28,5	9,9	20,6	2,7	1,8	2,1	65,9	-0,4	-19,6

Fonte: BCE.

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

**2.9 Titoli di debito detenuti dai fondi di investimento <sup>1)</sup>, suddivisi per emittente**

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

**1. Titoli non azionari**

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
	Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze in essere</b>											
2013 2° trim.	3.043,8	1.649,4	404,3	770,9	247,9	8,4	218,0	1.394,3	324,9	551,1	15,2
3° trim.	3.095,2	1.686,8	394,4	798,5	257,4	9,0	227,4	1.408,4	343,5	548,7	14,9
4° trim.	3.110,3	1.708,1	390,3	807,3	264,5	10,4	235,5	1.402,2	346,4	547,9	13,7
2014 1° trim. <sup>(p)</sup>	3.279,6	1.843,7	412,7	858,4	299,0	12,1	261,4	1.434,6	394,5	553,9	14,6
<b>Transazioni</b>											
2013 3° trim.	58,6	30,0	-11,6	24,1	8,5	0,5	8,5	28,7	20,4	2,7	-0,3
4° trim.	6,3	9,3	-6,0	2,0	5,9	1,1	6,3	-3,0	6,1	-5,7	-0,6
2014 1° trim. <sup>(p)</sup>	104,7	63,7	9,5	27,1	12,4	0,8	13,8	40,5	12,9	19,1	0,4

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

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
	Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze in essere</b>											
2013 2° trim.	2.095,3	738,7	58,9	-	52,5	28,1	599,1	1.356,6	181,7	482,2	109,5
3° trim.	2.228,8	817,6	72,6	-	56,5	30,4	658,1	1.411,3	197,8	502,6	112,8
4° trim.	2.370,2	886,6	85,4	-	64,9	35,5	700,8	1.483,6	215,4	536,0	123,2
2014 1° trim. <sup>(p)</sup>	2.416,2	920,3	91,4	-	53,3	33,8	741,8	1.497,0	215,4	552,9	117,2
<b>Transazioni</b>											
2013 3° trim.	28,4	13,0	1,3	-	0,4	0,6	10,7	15,4	3,3	12,2	0,9
4° trim.	43,6	18,2	3,6	-	2,2	1,6	10,8	23,5	8,7	0,6	10,0
2014 1° trim. <sup>(p)</sup>	41,6	20,1	2,7	-	1,4	-0,5	16,6	21,5	4,8	21,9	0,3

**3. Quote dei fondi di investimento/fondi comuni monetari**

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
	Totale	IFM <sup>2)</sup>	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari <sup>2)</sup>	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze in essere</b>											
2013 2° trim.	1.018,4	880,2	86,8	-	793,4	-	-	138,3	31,4	46,0	0,6
3° trim.	1.064,0	923,8	86,2	-	837,5	-	-	140,3	33,8	47,6	0,5
4° trim.	1.117,4	970,8	85,1	-	885,7	-	-	146,6	36,6	49,3	0,5
2014 1° trim. <sup>(p)</sup>	1.178,2	1.013,0	87,9	-	925,1	-	-	165,2	40,6	61,9	0,4
<b>Transazioni</b>											
2013 3° trim.	28,7	27,0	-1,3	-	28,3	-	-	1,7	1,5	1,3	0,0
4° trim.	51,5	43,5	-0,3	-	43,8	-	-	8,0	3,9	2,0	0,0
2014 1° trim. <sup>(p)</sup>	19,9	18,0	1,4	-	16,6	-	-	1,9	0,5	1,5	0,0

Fonte: BCE.

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

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

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

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

### 1. Attività

	Totale	Depositi e prestiti	Prestiti cartolarizzati							Titoli non azionari	Altre attività cartolarizzate	Azioni e altri titoli di capitale	Altre attività
			Totale	Originati nell'area dell'euro				Originati all'esterno dell'area dell'euro					
				IFM	Altri intermediari finanziari, società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Amministrazioni pubbliche						
									Mantenuti nel bilancio delle IFM <sup>1)</sup>				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<b>Consistenze</b>													
2013 1° trim.	2.031,7	287,2	1.366,4	1.049,8	462,7	163,6	25,8	4,0	123,1	192,3	86,4	37,8	61,9
2° trim.	1.998,9	271,7	1.349,0	1.041,5	456,5	162,1	24,3	3,6	117,5	193,2	88,5	35,9	60,7
3° trim.	1.960,0	264,6	1.326,7	1.031,8	449,9	156,2	19,9	3,5	115,2	180,8	87,6	36,2	64,3
4° trim.	1.914,8	252,7	1.291,2	1.009,3	442,9	145,4	19,5	3,1	114,0	179,2	90,2	37,8	64,2
2014 1° trim.	1.881,6	253,9	1.253,2	974,7	430,4	150,4	14,1	3,1	110,9	164,0	103,5	44,2	63,4
<b>Transazioni</b>													
2013 1° trim.	-29,5	6,0	-30,6	-28,3	-	-0,7	-0,1	0,0	-1,5	-0,1	-1,5	0,1	-3,5
2° trim.	-32,5	-15,3	-16,5	-8,0	-	-1,5	-1,4	-0,4	-5,3	1,4	2,7	-1,7	-3,0
3° trim.	-40,2	-6,5	-22,1	-9,6	-	-5,8	-4,3	0,0	-2,3	-12,8	-0,7	0,5	1,3
4° trim.	-47,2	-11,6	-35,5	-22,7	-	-10,7	-0,6	-0,4	-1,1	-0,8	2,5	1,1	-2,8
2014 1° trim.	-39,3	0,5	-30,3	-28,5	-	-0,5	0,0	0,0	-1,3	-3,2	-3,5	-1,1	-1,7

### 2. Passività

	Totale	Prestiti e depositi ricevuti	Titoli di debito emessi			Capitale e riserve	Altre passività
			Totale	Fino a 2 anni	Oltre 2 anni		
<b>Consistenze</b>							
2013 1° trim.	2.031,7	141,5	1.631,3	56,1	1.575,2	31,2	227,8
2° trim.	1.998,9	129,1	1.615,5	56,2	1.559,3	29,4	225,0
3° trim.	1.960,0	123,9	1.580,9	56,1	1.524,8	28,8	226,3
4° trim.	1.914,8	117,2	1.540,3	59,8	1.480,6	29,0	228,4
2014 1° trim.	1.881,6	134,1	1.480,6	85,0	1.395,6	28,5	238,5
<b>Transazioni</b>							
2013 1° trim.	-29,5	1,9	-34,6	2,3	-36,9	-0,3	3,5
2° trim.	-32,5	-12,2	-15,0	0,0	-15,1	-1,6	-3,7
3° trim.	-40,2	-4,2	-35,5	-0,1	-35,4	-0,7	0,2
4° trim.	-47,2	-6,1	-40,9	3,5	-44,4	0,6	-0,8
2014 1° trim.	-39,3	-0,7	-43,1	-3,7	-39,4	0,0	4,4

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

	Prestiti cartolarizzati originati da IFM dell'area dell'euro							Titoli non azionari					
	Totale	Settore debitore dell'area dell'euro <sup>2)</sup>					Settore debitore esterno all'area dell'euro	Totale	Residenti nell'area dell'euro			Non residenti nell'area dell'euro	
		Famiglie	Società non azionarie	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche			Totale	IFM	Non IFM		
													Società veicolo finanziarie
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<b>Consistenze</b>													
2013 1° trim.	1.049,8	751,7	231,7	20,9	0,2	5,7	29,5	192,3	111,8	32,8	79,0	31,5	80,5
2° trim.	1.041,5	759,7	226,0	20,9	0,2	5,5	29,3	193,2	114,7	33,3	81,4	31,6	78,5
3° trim.	1.031,8	757,9	216,2	21,5	0,2	5,5	30,5	180,8	110,1	29,5	80,6	30,1	70,7
4° trim.	1.009,3	740,9	204,9	25,6	0,2	5,4	32,3	179,2	108,0	29,2	78,8	32,8	71,2
2014 1° trim.	974,7	725,4	192,4	23,7	0,2	5,2	27,7	164,0	99,9	26,9	73,0	33,4	64,1
<b>Transazioni</b>													
2013 1° trim.	-28,3	-20,6	-3,4	-2,4	0,0	0,0	-0,9	-0,1	-1,5	-1,3	-0,1	-0,4	1,4
2° trim.	-8,0	7,7	-5,6	0,2	0,0	-0,2	0,0	1,4	3,2	0,7	2,5	0,0	-1,8
3° trim.	-9,6	-2,1	-9,0	0,7	0,0	0,0	0,8	-12,8	-4,8	-4,0	-0,9	-1,5	-8,0
4° trim.	-22,7	-17,2	-11,2	4,1	0,0	-0,1	1,8	-0,8	-1,9	-0,1	-1,8	1,9	1,1
2014 1° trim.	-28,5	-15,1	-8,9	-0,7	0,0	-0,1	-3,7	-3,2	-2,5	-0,6	-1,9	-1,3	-0,5

Fonte: BCE.

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

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

**1. Attività**

	Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi comuni di investimento	Quote di fondi comuni monetari	Riserve premi e riserve sinistri	Altri conti attivi/passivi e strumenti derivati	Attività non finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2011 1° trim.	7.142,0	772,4	456,3	2.735,4	846,7	1.621,3	76,5	261,8	221,2	150,5
2° trim.	7.154,9	775,6	463,7	2.745,1	843,2	1.625,1	79,7	254,2	219,4	148,9
3° trim.	7.155,8	792,4	462,4	2.769,2	788,2	1.585,1	87,4	255,6	267,1	148,4
4° trim.	7.165,4	785,2	472,0	2.727,8	793,1	1.618,7	91,2	253,6	273,6	150,1
2012 1° trim.	7.451,6	797,5	470,8	2.870,9	806,0	1.715,6	103,2	258,2	280,9	148,4
2° trim.	7.475,1	786,3	470,0	2.884,1	801,3	1.719,6	107,0	261,4	296,3	149,2
3° trim.	7.689,5	785,8	479,0	2.999,0	819,1	1.798,7	109,1	263,0	286,4	149,4
4° trim.	7.776,2	788,5	477,9	3.045,2	817,2	1.840,0	110,4	261,8	283,9	151,3
2013 1° trim.	7.913,5	797,5	477,1	3.077,0	833,9	1.912,9	115,0	266,7	281,4	152,0
2° trim.	7.855,5	776,9	476,2	3.067,5	831,4	1.907,0	99,6	265,7	277,2	153,9
3° trim.	7.952,2	769,5	479,9	3.085,9	852,6	1.979,2	95,0	265,3	269,2	155,5
4° trim. <sup>(p)</sup>	8.022,6	756,1	481,1	3.144,2	867,3	2.013,6	85,7	263,4	255,0	156,2

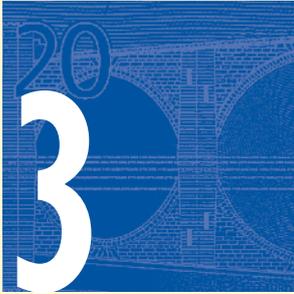
**2. Titoli non azionari**

	Totale	Emessi da residenti nell'area dell'euro					Emessi da non residenti nell'area dell'euro	
		Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazioni fondi comuni		Società non finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8
2011 1° trim.	2.735,4	2.318,3	624,9	1.286,3	236,1	17,2	153,7	417,1
2° trim.	2.745,1	2.328,2	629,8	1.289,2	235,1	16,7	157,4	416,8
3° trim.	2.769,2	2.350,3	635,9	1.311,4	227,3	16,8	158,9	418,9
4° trim.	2.727,8	2.304,7	634,3	1.266,3	223,6	16,4	164,2	423,1
2012 1° trim.	2.870,9	2.419,9	667,7	1.322,2	235,1	16,9	178,0	451,0
2° trim.	2.884,1	2.414,8	672,6	1.306,2	237,2	16,7	182,1	469,3
3° trim.	2.999,0	2.504,6	704,3	1.344,8	244,5	17,1	193,8	494,4
4° trim.	3.045,2	2.538,2	689,4	1.383,1	249,7	17,8	198,3	507,0
2013 1° trim.	3.077,0	2.584,2	714,3	1.389,2	253,9	17,4	209,5	492,8
2° trim.	3.067,5	2.565,0	681,5	1.402,7	255,0	17,4	208,4	502,4
3° trim.	3.085,9	2.575,1	680,6	1.407,2	259,1	17,7	210,4	510,8
4° trim. <sup>(p)</sup>	3.144,2	2.619,3	657,5	1.480,6	258,8	17,9	204,5	524,8

**3. Passività e ricchezza finanziaria netta**

	Totale	Prestiti ricevuti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Passività				Altri conti attivi/passivi e strumenti derivati	Ricchezza netta
					Totale	Riserve tecniche di assicurazione				
						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
2011 1° trim.	6.921,6	263,4	39,9	465,9	5.976,8	3.288,1	1.863,5	825,2	175,6	220,4
2° trim.	6.943,4	263,0	42,4	454,6	6.006,9	3.309,9	1.874,7	822,3	176,4	211,5
3° trim.	7.052,5	270,7	41,6	409,9	6.139,5	3.292,3	2.026,4	820,8	190,7	103,3
4° trim.	7.068,8	263,7	41,3	408,8	6.167,1	3.302,3	2.050,8	813,9	188,0	96,6
2012 1° trim.	7.227,3	271,3	43,4	440,1	6.282,0	3.336,7	2.111,6	833,7	190,5	224,3
2° trim.	7.292,2	280,8	42,2	421,5	6.349,1	3.334,0	2.178,2	836,8	198,6	182,9
3° trim.	7.365,7	292,0	44,1	452,6	6.388,4	3.379,5	2.173,6	835,4	188,7	323,8
4° trim.	7.467,6	266,4	49,0	480,7	6.459,9	3.412,9	2.218,0	828,9	211,6	308,6
2013 1° trim.	7.568,8	281,3	48,4	497,8	6.526,7	3.456,2	2.219,4	851,1	214,7	344,7
2° trim.	7.617,9	280,6	45,4	506,7	6.561,7	3.470,4	2.243,2	848,1	223,4	237,7
3° trim.	7.642,4	279,1	45,9	522,7	6.579,3	3.509,5	2.223,3	846,5	215,4	309,7
4° trim. <sup>(p)</sup>	7.722,1	268,9	46,4	550,3	6.645,0	3.555,3	2.247,1	842,7	211,5	300,5

Fonte: BCE.



## CONTI DELL'AREA DELL'EURO

### 3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale

(miliardi di euro)

Impieghi	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>4° trim. 2013</b>						
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						654
Saldo commerciale <sup>1)</sup>						-72
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	1.272	129	805	64	274	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	34	13	10	5	6	
Consumo di capitale fisso	383	103	218	11	52	
Margine operativo netto e reddito misto <sup>1)</sup>	519	269	226	27	-3	
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
Margine operativo lordo e reddito misto						8
Redditi da lavoro dipendente						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	608	31	236	268	72	108
Interessi	313	28	52	162	72	44
Altri redditi da capitale	294	3	185	106	0	63
Reddito nazionale netto <sup>1)</sup>	2.112	1.728	96	42	247	
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	348	268	68	12	0	2
Contributi sociali	490	490				1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	504	1	18	36	448	1
Altri trasferimenti correnti	210	75	28	51	56	12
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	47	34	11	1	1	2
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	48			48		1
Altro	114	40	16	2	55	9
Reddito netto disponibile <sup>1)</sup>	2.085	1.492	17	43	533	
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.962	1.399			564	
Spese per consumi individuali	1.743	1.399			345	
Spese per consumi collettivi	219				219	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	14	0	1	13	0	0
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero <sup>1)</sup>	123	108	16	30	-31	-80
<b>Conto capitale</b>						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	426	137	221	11	57	
Investimenti fissi lordi	452	137	247	11	57	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-26	0	-26	0	0	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0	-1	3	0	-2	0
Trasferimenti in conto capitale	48	11	2	1	34	11
Imposte in conto capitale	9	8	1	0	0	0
Altri trasferimenti in conto capitale	40	3	2	1	34	11
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) <sup>1)</sup>	89	74	33	32	-51	-89
Discrepanza statistica	0	-13	13	0	0	0

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

(miliardi di euro)

Risorse	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>4° trim. 2013</b>						
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						581
<i>Saldo commerciale</i>						
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	2.209	514	1.259	108	329	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	251					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) <sup>2)</sup>	2.460					
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Consumo di capitale fisso						
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i>						
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
Margine operativo lordo e reddito misto	519	269	226	27	-3	
Redditi da lavoro dipendente	1.276	1.276				4
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	300				300	-14
Redditi da capitale	624	213	106	283	22	91
Interessi	307	49	33	216	9	51
Altri redditi da capitale	317	164	73	66	13	40
<i>Reddito nazionale netto</i>						
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
Reddito nazionale netto	2.112	1.728	96	42	247	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	349				349	1
Contributi sociali	489	1	19	52	417	2
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	503	503				3
Altri trasferimenti correnti	183	94	16	49	25	38
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	48			48		1
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	46	36	9	1	0	2
Altro	89	58	6	0	24	35
<i>Reddito netto disponibile</i>						
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
Reddito netto disponibile	2.085	1.492	17	43	533	
Spese per consumi finali						
Spese per consumi individuali						
Spese per consumi collettivi						
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	14	14				0
<i>Risparmio netto/conto corrente verso l'estero</i>						
<b>Conto capitale</b>						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	123	108	16	30	-31	-80
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	383	103	218	11	52	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	57	11	25	3	18	2
Imposte in conto capitale	9				9	0
Altri trasferimenti in conto capitale	49	11	25	3	9	2
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>						
Discrepanza statistica						

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

(miliardi di euro)

Attività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>4° trim. 2013</b>								
<b>Bilancio di apertura: attività finanziarie</b>								
Totale delle attività finanziarie		20.210	18.054	32.535	18.078	7.647	4.509	18.688
Oro monetario e DSP				391				
Banconote, monete e depositi		7.143	2.077	9.850	2.206	792	786	3.039
Titoli di debito a breve termine		39	60	481	412	56	26	669
Titoli di debito a lungo termine		1.262	270	6.250	3.106	3.053	428	4.186
Prestiti		87	3.146	12.867	4.549	489	858	2.756
<i>di cui: a lungo termine</i>		66	2.017	10.139	3.420	369	776	.
Azioni e altre partecipazioni		4.757	8.654	1.927	7.357	2.863	1.597	7.199
Azioni quotate		837	1.237	441	2.388	426	264	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.468	7.057	1.201	3.765	440	1.134	.
Quote di fondi di investimento		1.452	360	285	1.204	1.997	199	.
Riserve tecniche di assicurazione		6.416	179	3	0	244	8	265
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		506	3.667	765	448	150	806	574
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie</b>								
Totale delle transazioni in attività finanziarie		87	139	-703	141	70	43	83
Oro monetario e DSP				0				0
Banconote, monete e depositi		82	89	-357	-103	-10	-81	-144
Titoli di debito a breve termine		-3	-4	-69	-23	0	8	-58
Titoli di debito a lungo termine		-27	-10	-127	74	48	-7	102
Prestiti		-1	-3	-110	-10	4	67	-33
<i>di cui: a lungo termine</i>		0	17	-44	6	5	48	.
Azioni e altre partecipazioni		-3	24	38	225	33	12	219
Azioni quotate		-5	-10	20	14	-2	-1	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		6	28	7	175	6	15	.
Quote di fondi di investimento		-4	6	10	36	29	-2	.
Riserve tecniche di assicurazione		43	-2	0	0	-1	0	8
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		-3	44	-77	-22	-3	44	-12
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Conto delle altre variazioni: attività finanziarie</b>								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		241	274	-37	30	28	11	-177
Oro monetario e DSP				-39				
Banconote, monete e depositi		-2	2	-18	-21	0	1	-23
Titoli di debito a breve termine		0	-1	0	-5	0	0	-8
Titoli di debito a lungo termine		-2	3	44	-21	5	1	-60
Prestiti		0	-10	-47	-9	0	11	-13
<i>di cui: a lungo termine</i>		0	-12	-11	-3	0	14	.
Azioni e altre partecipazioni		196	286	21	88	24	3	14
Azioni quotate		74	105	1	103	15	15	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		89	179	18	-41	-2	-16	.
Quote di fondi di investimento		33	1	3	26	11	4	.
Riserve tecniche di assicurazione		42	0	0	0	0	0	1
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		7	-5	2	-3	0	-6	-88
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Bilancio di chiusura: attività finanziarie</b>								
Totale delle attività finanziarie		20.538	18.468	31.795	18.249	7.745	4.563	18.595
Oro monetario e DSP				352				
Banconote, monete e depositi		7.224	2.168	9.476	2.082	781	706	2.873
Titoli di debito a breve termine		36	55	412	383	56	34	604
Titoli di debito a lungo termine		1.232	264	6.166	3.159	3.105	422	4.228
Prestiti		86	3.134	12.710	4.530	493	936	2.710
<i>di cui: a lungo termine</i>		66	2.023	10.085	3.423	374	837	.
Azioni e altre partecipazioni		4.950	8.964	1.985	7.670	2.920	1.612	7.433
Azioni quotate		906	1.332	462	2.505	439	278	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.563	7.264	1.225	3.899	443	1.133	.
Quote di fondi di investimento		1.481	367	298	1.266	2.038	200	.
Riserve tecniche di assicurazione		6.500	178	3	0	243	8	274
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		510	3.707	689	423	147	844	474
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								

Fonte: BCE.

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

(miliardi di euro)

Passività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assic- urazione e fondi pensione	Ammini- strazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>4° trim. 2013</b>								
<b>Bilancio di apertura: passività finanziarie</b>								
Totale delle passività		6.878	27.829	31.652	17.573	7.683	10.841	16.876
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			33	23.023	35	0	284	2.519
Titoli di debito a breve termine			91	583	111	2	680	276
Titoli di debito a lungo termine			992	4.300	3.151	50	6.913	3.148
Prestiti		6.165	8.480		4.144	295	2.291	3.378
<i>di cui: a lungo termine</i>		5.821	6.246		2.428	109	2.032	.
Azioni e altre partecipazioni		8	14.449	2.612	9.889	516	4	6.875
Azioni quotate			4.202	493	284	148	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		8	10.247	1.274	2.710	367	4	.
Quote di fondi di investimento				846	6.896			.
Riserve tecniche di assicurazione		37	351	70	1	6.656	1	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		668	3.433	1.063	241	165	667	679
<i>Ricchezza finanziaria netta<sup>1)</sup></i>	-1.422	13.332	-9.775	883	505	-36	-6.332	
<b>Conto finanziario, transazioni in passività</b>								
Totale delle transazioni in passività		26	93	-689	121	44	94	172
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0	-503	0	0	-4	-16
Titoli di debito a breve termine			-13	-76	-14	0	-52	8
Titoli di debito a lungo termine			29	-36	-14	2	64	7
Prestiti		-4	-14	-96	-96	-12	81	-40
<i>di cui: a lungo termine</i>		-2	8	-37	-37	1	65	.
Azioni e altre partecipazioni		0	68	-7	260	3	0	221
Azioni quotate			22	3	2	1	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	47	13	141	2	0	.
Quote di fondi di investimento				-23	117			.
Riserve tecniche di assicurazione		0	1	0	0	48	0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		30	22	-67	-15	4	5	-9
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta per transazioni<sup>1)</sup></i>	89	61	47	-14	20	26	-51	-89
<b>Conto delle altre variazioni: passività finanziarie</b>								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		-9	502	1	-60	68	31	-125
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0	-43	0	0	0	-19
Titoli di debito a breve termine			0	-3	-2	0	0	-8
Titoli di debito a lungo termine			-13	-10	-17	0	47	-37
Prestiti		-9	-4		-68	2	4	8
<i>di cui: a lungo termine</i>		-6	-6		-27	1	-1	.
Azioni e altre partecipazioni		0	501	72	52	21	0	-14
Azioni quotate			292	75	24	12	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	209	1	-66	9	0	.
Quote di fondi di investimento				-4	94			.
Riserve tecniche di assicurazione		0	0	0	0	42	0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		0	18	-16	-24	3	-19	-55
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria<sup>1)</sup></i>	12	249	-227	-38	89	-40	-20	-52
<b>Bilancio di chiusura: passività finanziarie</b>								
Totale delle passività finanziarie		6.895	28.423	30.964	17.634	7.796	10.966	16.923
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			33	22.477	35	0	280	2.484
Titoli di debito a breve termine			77	503	95	2	627	277
Titoli di debito a lungo termine			1.008	4.255	3.121	51	7.024	3.118
Prestiti		6.152	8.462		3.980	285	2.375	3.346
<i>di cui: a lungo termine</i>		5.813	6.248		2.364	110	2.096	.
Azioni e altre partecipazioni		8	15.018	2.678	10.201	540	5	7.083
Azioni quotate			4.515	570	310	161	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		8	10.503	1.288	2.785	378	4	.
Quote di fondi di investimento				819	7.107			.
Riserve tecniche di assicurazione		37	353	70	1	6.746	1	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		699	3.473	981	202	171	654	615
<i>Ricchezza finanziaria netta<sup>1)</sup></i>	-1.320	13.643	-9.955	831	614	-51	-6.402	

Fonte: BCE.

### 3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri)

Impieghi	2009	2010	2011	1° trim. 2012- 4° trim. 2012	2° trim. 2012- 1° trim. 2013	3° trim. 2012- 2° trim. 2013	4° trim. 2012- 3° trim. 2013	1° trim. 2013- 4° trim. 2013
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	4.449	4.510	4.622	4.673	4.678	4.683	4.693	4.709
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	88	85	99	128	126	128	126	129
Consumo di capitale fisso	1.388	1.419	1.462	1.496	1.503	1.509	1.516	1.523
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i> <sup>1)</sup>	2.089	2.187	2.245	2.175	2.167	2.173	2.191	2.203
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	2.969	2.804	3.017	2.878	2.819	2.767	2.731	2.702
Interessi	1.593	1.381	1.546	1.463	1.407	1.359	1.317	1.282
Altri redditi da capitale	1.376	1.423	1.472	1.415	1.412	1.407	1.413	1.420
<i>Reddito nazionale netto</i> <sup>1)</sup>	7.534	7.754	7.977	8.008	8.014	8.031	8.062	8.096
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.027	1.056	1.114	1.171	1.178	1.195	1.203	1.211
Contributi sociali	1.678	1.704	1.752	1.786	1.793	1.799	1.808	1.815
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.771	1.815	1.843	1.885	1.897	1.908	1.920	1.930
Altri trasferimenti correnti	773	776	781	790	794	801	810	816
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	181	181	182	184	184	185	186	186
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	182	182	183	186	186	187	188	188
Altro	410	413	415	419	423	430	437	442
<i>Reddito netto disponibile</i> <sup>1)</sup>	7.427	7.644	7.869	7.899	7.902	7.913	7.940	7.972
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	7.147	7.306	7.471	7.512	7.515	7.528	7.551	7.576
Spese per consumi individuali	6.380	6.537	6.699	6.741	6.742	6.754	6.774	6.796
Spese per consumi collettivi	767	769	772	770	773	775	777	780
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	61	56	58	58	57	56	57	57
<i>Risparmio netto</i> <sup>1)</sup>	280	338	398	387	387	385	390	396
<b>Conto capitale</b>								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	1.703	1.780	1.873	1.777	1.747	1.731	1.730	1.722
Investimenti fissi lordi	1.752	1.761	1.817	1.767	1.739	1.726	1.719	1.719
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	-50	19	56	10	8	5	12	3
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	1	1	1	9	2	0	0	2
Trasferimenti in conto capitale	183	221	173	193	199	206	201	166
Imposte in conto capitale	34	25	31	26	27	30	31	33
Altri trasferimenti in conto capitale	149	196	142	167	172	176	170	133
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> <sup>1)</sup>	-27	-15	-8	109	153	176	189	213

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	2009	2010	2011	1° trim. 2012- 4° trim. 2012	2° trim. 2012- 1° trim. 2013	3° trim. 2012- 2° trim. 2013	4° trim. 2012- 3° trim. 2013	1° trim. 2013- 4° trim. 2013
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	8.014	8.201	8.428	8.472	8.474	8.493	8.525	8.563
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	894	942	974	978	977	982	988	990
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) <sup>2)</sup>	8.908	9.143	9.402	9.450	9.451	9.476	9.514	9.553
Redditi da lavoro dipendente								
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti								
Consumo di capitale fisso								
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i>								
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>								
Margine operativo lordo e reddito misto	2.089	2.187	2.245	2.175	2.167	2.173	2.191	2.203
Redditi da lavoro dipendente	4.459	4.521	4.634	4.686	4.692	4.698	4.708	4.724
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	1.000	1.040	1.084	1.117	1.115	1.121	1.125	1.130
Redditi da capitale	2.956	2.809	3.031	2.908	2.860	2.805	2.769	2.741
Interessi	1.556	1.334	1.492	1.426	1.374	1.327	1.285	1.251
Altri redditi da capitale	1.400	1.475	1.539	1.482	1.487	1.479	1.485	1.490
<i>Reddito nazionale netto</i>								
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
Reddito nazionale netto	7.534	7.754	7.977	8.008	8.014	8.031	8.062	8.096
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.032	1.059	1.119	1.176	1.183	1.199	1.208	1.216
Contributi sociali	1.676	1.705	1.753	1.783	1.790	1.796	1.805	1.812
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.764	1.809	1.837	1.879	1.890	1.902	1.914	1.924
Altri trasferimenti correnti	668	669	673	683	685	688	693	696
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	182	182	183	186	186	187	188	188
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	178	176	177	179	179	180	181	182
Altro	308	310	313	318	319	322	324	326
<i>Reddito netto disponibile</i>								
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
Reddito netto disponibile	7.427	7.644	7.869	7.899	7.902	7.913	7.940	7.972
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	56	58	58	57	56	57	57
<i>Risparmio netto</i>								
<b>Conto capitale</b>								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	280	338	398	387	387	385	390	396
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.388	1.419	1.462	1.496	1.503	1.509	1.516	1.523
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	192	230	180	205	211	219	215	184
Imposte in conto capitale	34	25	31	26	27	30	31	33
Altri trasferimenti in conto capitale	158	205	148	179	184	190	184	151
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>								

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

### 3.3 Famiglie

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

	2009	2010	2011	1° trim. 2012- 4° trim. 2012	2° trim. 2012- 1° trim. 2013	3° trim. 2012- 2° trim. 2013	4° trim. 2012- 3° trim. 2013	1° trim. 2013- 4° trim. 2013
<b>Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta</b>								
Redditi da lavoro dipendente (+)	4.459	4.521	4.634	4.686	4.692	4.698	4.708	4.724
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.440	1.449	1.491	1.494	1.498	1.504	1.512	1.517
Interessi attivi (+)	234	202	228	222	217	213	207	203
Interessi passivi (-)	148	124	147	131	125	120	116	114
Altri redditi da capitali attivi (+)	729	721	748	745	737	728	732	739
Altri redditi da capitali passivi (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc. (-)	842	849	883	932	940	948	956	962
Contributi sociali netti (-)	1.673	1.699	1.747	1.781	1.788	1.795	1.803	1.810
Prestazioni sociali nette (+)	1.759	1.804	1.832	1.874	1.885	1.897	1.908	1.918
Trasferimenti correnti netti attivi (+)	70	70	68	71	74	74	73	74
<b>= Reddito lordo disponibile</b>	<b>6.019</b>	<b>6.083</b>	<b>6.214</b>	<b>6.238</b>	<b>6.240</b>	<b>6.240</b>	<b>6.255</b>	<b>6.280</b>
Spese per consumi finali (-)	5.157	5.290	5.441	5.474	5.471	5.478	5.491	5.507
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	61	55	58	57	56	56	57	57
<b>= Risparmio lordo</b>	<b>923</b>	<b>849</b>	<b>831</b>	<b>820</b>	<b>826</b>	<b>818</b>	<b>821</b>	<b>829</b>
Consumo di capitale fisso (-)	379	386	395	402	403	404	405	407
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	9	13	2	1	0	-1	-3	-4
Altre variazioni nella ricchezza netta (+)	-381	625	-295	-187	-593	-444	-216	-189
<b>= Variazioni nella ricchezza netta</b>	<b>171</b>	<b>1.101</b>	<b>143</b>	<b>233</b>	<b>-170</b>	<b>-30</b>	<b>198</b>	<b>229</b>
<b>Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta</b>								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	555	558	573	554	549	543	542	540
Consumo di capitale fisso (-)	379	386	395	402	403	404	405	407
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	1	43	124	192	173	167	135	97
Banconote, monete e depositi	121	118	118	224	228	218	189	130
Partecipazioni in fondi comuni monetari	-46	-59	-23	-31	-39	-30	-27	-15
Titoli di debito <sup>1)</sup>	-74	-16	29	-2	-16	-21	-28	-18
Attività a lungo	492	430	224	151	198	187	213	228
Depositi	82	58	54	12	7	8	24	53
Titoli di debito	0	24	57	-94	-109	-106	-112	-89
Azioni e altre partecipazioni	178	99	-3	101	151	130	135	89
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	126	93	44	63	70	42	46	27
Quote di fondi comuni di investimento	52	7	-47	38	81	88	89	62
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	232	249	116	132	149	156	166	175
Finanziamenti: principali componenti (-)								
Prestiti	107	114	88	14	-1	-12	-3	-20
di cui: da IFM dell'area dell'euro	65	147	81	25	21	1	7	-4
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Attività non finanziarie	-643	480	194	-773	-1.009	-953	-668	-717
Attività finanziarie	291	188	-405	525	337	434	389	473
Azioni e altre partecipazioni	87	54	-347	288	233	284	323	444
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	191	120	15	182	164	130	83	70
Flussi netti restanti (+)	-39	-98	-84	-1	-15	-17	-11	-5
<b>= Variazioni nella ricchezza netta</b>	<b>171</b>	<b>1.101</b>	<b>143</b>	<b>233</b>	<b>-170</b>	<b>-30</b>	<b>198</b>	<b>229</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività non finanziarie (+)	29.221	29.873	30.244	29.625	29.183	29.197	29.312	29.041
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	5.768	5.820	5.957	6.128	6.141	6.182	6.159	6.209
Banconote, monete e depositi	5.474	5.597	5.728	5.950	5.980	6.032	6.019	6.076
Partecipazioni in fondi comuni monetari	242	184	166	121	112	109	101	97
Titoli di debito <sup>1)</sup>	51	39	63	58	48	42	39	36
Attività a lungo	11.647	12.230	12.007	12.703	12.897	12.908	13.140	13.417
Depositi	970	1.027	1.082	1.096	1.103	1.113	1.125	1.148
Titoli di debito	1.443	1.447	1.394	1.358	1.276	1.311	1.262	1.232
Azioni e altre partecipazioni	4.109	4.261	3.907	4.310	4.485	4.444	4.656	4.853
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	2.982	3.060	2.823	3.068	3.176	3.134	3.305	3.469
Quote di fondi di investimento	1.127	1.201	1.083	1.242	1.309	1.310	1.351	1.384
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	5.125	5.494	5.625	5.939	6.034	6.039	6.098	6.184
Restanti attività finanziarie (+)	279	266	218	195	158	187	198	169
Passività (-)								
Prestiti	5.936	6.110	6.205	6.196	6.169	6.168	6.165	6.152
di cui: da IFM dell'area dell'euro	4.968	5.213	5.281	5.290	5.279	5.282	5.276	5.268
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>40.978</b>	<b>42.079</b>	<b>42.222</b>	<b>42.455</b>	<b>42.210</b>	<b>42.305</b>	<b>42.644</b>	<b>42.684</b>

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

**3.4 Società non finanziarie**

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

	2009	2010	2011	1° trim. 2012- 4° trim. 2012	2° trim. 2012- 1° trim. 2013	3° trim. 2012- 2° trim. 2013	4° trim. 2012- 3° trim. 2013	1° trim. 2013- 4° trim. 2013
<b>Reddito e risparmio</b>								
Valore aggiunto lordo (+)	4.520	4.663	4.823	4.846	4.842	4.852	4.870	4.893
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.790	2.834	2.932	2.977	2.979	2.984	2.990	2.999
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-)	44	36	45	53	53	54	54	56
= <b>Margine operativo lordo (+)</b>	1.686	1.793	1.846	1.815	1.810	1.814	1.826	1.838
Consumo di capitale fisso (-)	782	800	827	849	853	857	861	865
= <b>Margine operativo netto (+)</b>	904	993	1.019	966	957	957	965	972
Redditi da capitale attivi (+)	533	550	565	545	544	533	529	523
Interessi attivi	172	158	164	150	143	137	133	131
Altri redditi da capitale	361	392	401	396	402	396	396	392
Interest and rents payable (-)	296	257	286	270	259	249	240	234
= <b>Reddito lordo di impresa (+)</b>	1.140	1.286	1.298	1.242	1.243	1.241	1.254	1.261
Utili distribuiti (-)	932	923	977	954	946	938	944	944
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	151	169	192	201	200	205	204	206
Contributi sociali da riscuotere (+)	71	69	74	74	74	73	73	74
Prestazioni sociali da erogare (-)	68	69	70	70	70	70	70	70
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	47	45	48	49	49	51	52	51
= <b>Risparmio netto</b>	13	150	85	42	52	50	57	63
<b>Investimento, finanziamento e risparmio</b>								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	65	145	211	133	102	90	88	83
Investimenti fissi lordi (+)	899	927	982	964	945	939	936	939
Consumo di capitale fisso (-)	782	800	827	849	853	857	861	865
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	-52	19	55	18	11	8	13	10
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	95	34	-28	63	47	39	53	73
Banconote, monete e depositi	88	67	6	75	80	81	91	110
Partecipazioni in fondi comuni monetari	39	-32	-46	-7	-5	-15	-13	-10
Titoli di debito <sup>1)</sup>	-31	-1	12	-5	-27	-27	-25	-27
Attività a lungo	149	433	489	241	209	82	91	105
Depositi	-1	22	72	-4	-35	-32	-1	2
Titoli di debito	22	24	-28	7	6	-2	-5	-14
Azioni e altre partecipazioni	104	249	298	132	172	105	117	125
Altri prestiti (in prevalenza intragruppo)	24	138	147	106	67	11	-19	-8
Restanti attività nette (+)	82	5	-64	25	59	101	52	55
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Debito	31	164	238	160	123	35	-22	-6
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	-105	1	137	-136	-127	-158	-145	-126
di cui: titoli di debito	90	66	48	119	105	90	87	83
Azioni e altre partecipazioni	262	237	218	191	170	154	182	190
Azioni quotate	64	31	27	27	11	21	23	30
Azioni non quotate e altre partecipazioni	198	206	191	164	159	134	159	159
Trasferimenti netti di capitali attivi (-)	82	65	67	64	67	66	63	66
= <b>Risparmio netto</b>	13	150	85	42	52	50	57	63
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie								
Attività a breve	1.933	1.958	1.931	1.990	1.953	1.940	1.969	2.052
Banconote, monete e depositi	1.632	1.695	1.705	1.777	1.757	1.765	1.798	1.880
Partecipazioni in fondi comuni monetari	213	182	134	130	127	113	111	117
Titoli di debito <sup>1)</sup>	87	81	92	83	69	62	60	55
Attività a lungo	10.376	10.852	10.886	11.640	11.947	11.768	12.239	12.531
Depositi	161	174	236	283	269	263	280	287
Titoli di debito	236	253	240	267	281	261	270	264
Azioni e altre partecipazioni	7.234	7.544	7.360	7.962	8.257	8.103	8.542	8.846
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	2.745	2.880	3.049	3.128	3.140	3.142	3.146	3.134
Restanti attività nette	465	382	465	392	444	455	447	444
Passività								
Debito	9.460	9.709	9.864	9.991	9.979	9.936	9.914	9.899
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	4.684	4.659	4.698	4.474	4.446	4.403	4.360	4.289
di cui: titoli di debito	814	882	876	1.035	1.055	1.052	1.083	1.085
Azioni e altre partecipazioni	12.588	13.149	12.459	13.378	13.789	13.654	14.449	15.018
Azioni quotate	3.509	3.805	3.287	3.748	3.891	3.853	4.202	4.515
Azioni non quotate e altre partecipazioni	9.080	9.344	9.172	9.630	9.898	9.801	10.247	10.503

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)

	2009	2010	2011	1° trim. 2012- 4° trim. 2012	2° trim. 2012- 1° trim. 2013	3° trim. 2012- 2° trim. 2013	4° trim. 2012- 3° trim. 2013	1° trim. 2013- 4° trim. 2013
<b>Conto finanziario, transazioni finanziarie</b>								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	-41	-6	54	44	20	-18	-39	-66
Banconote, monete e depositi	-33	-9	14	15	11	8	3	-14
Partecipazioni in fondi comuni monetari	6	-8	16	32	10	-12	-19	-34
Titoli di debito <sup>1)</sup>	-14	11	24	-3	0	-13	-22	-18
Attività a lungo	293	294	131	187	176	210	244	301
Depositi	15	-5	9	-17	-19	-15	-18	-9
Titoli di debito	104	191	41	137	96	109	110	133
Prestiti	9	32	12	9	11	10	1	4
Azioni quotate	-49	-1	-11	-8	0	0	10	1
Azioni non quotate e altre partecipazioni	-14	12	13	2	2	1	6	11
Quote di fondi comuni di investimento	228	66	68	64	85	105	135	160
Restanti attività finanziarie (+)	17	7	-30	-43	-25	-28	-33	-2
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Titoli di debito	5	1	3	7	5	3	3	0
Prestiti	-4	7	11	-15	0	-7	-23	-5
Azioni e altre partecipazioni	5	6	4	1	2	2	1	5
Riserve tecniche di assicurazione	247	281	115	155	170	175	183	197
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	241	262	111	139	155	164	170	181
Riserve premi e riserve sinistri	6	19	4	16	15	12	13	16
<b>= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni</b>	<b>15</b>	<b>1</b>	<b>22</b>	<b>41</b>	<b>-6</b>	<b>-9</b>	<b>8</b>	<b>37</b>
<b>Conto delle altre variazioni</b>								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	197	119	-105	197	148	132	97	98
Altre attività nette	34	-6	14	236	133	94	3	-64
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	13	-1	-48	67	55	84	72	65
Riserve tecniche di assicurazione	169	136	16	190	168	130	82	69
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	197	125	19	188	165	129	81	68
Riserve premi e riserve sinistri	-28	11	-3	2	2	1	1	1
<b>= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</b>	<b>49</b>	<b>-22</b>	<b>-59</b>	<b>176</b>	<b>59</b>	<b>12</b>	<b>-54</b>	<b>-100</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	331	330	371	408	413	366	356	335
Banconote, monete e depositi	195	190	193	209	218	201	201	193
Partecipazioni in fondi comuni monetari	95	88	102	125	125	107	99	87
Titoli di debito <sup>1)</sup>	41	52	76	74	69	59	56	56
Attività a lungo	5.649	6.041	6.046	6.643	6.774	6.769	6.897	7.020
Depositi	612	605	611	594	595	596	591	589
Titoli di debito	2.467	2.638	2.660	3.000	3.030	3.031	3.053	3.105
Prestiti	436	469	481	491	490	487	489	493
Azioni quotate	397	422	377	404	413	410	426	439
Azioni non quotate e altre partecipazioni	412	417	421	433	435	435	440	443
Quote di fondi comuni di investimento	1.325	1.489	1.496	1.722	1.812	1.810	1.898	1.951
Restanti attività finanziarie (+)	225	247	262	252	249	240	230	219
Passività (-)								
Titoli di debito	42	43	46	55	55	52	52	53
Prestiti	281	292	301	284	302	300	295	285
Azioni e altre partecipazioni	441	447	403	471	491	499	516	540
Riserve tecniche di assicurazione	5.586	6.003	6.134	6.479	6.593	6.597	6.656	6.746
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	4.801	5.188	5.318	5.645	5.742	5.745	5.804	5.895
Riserve premi e riserve sinistri	785	815	816	834	851	851	852	851
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>-146</b>	<b>-168</b>	<b>-204</b>	<b>13</b>	<b>-5</b>	<b>-73</b>	<b>-36</b>	<b>-51</b>

Fonte: BCE.

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



## MERCATI FINANZIARI

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

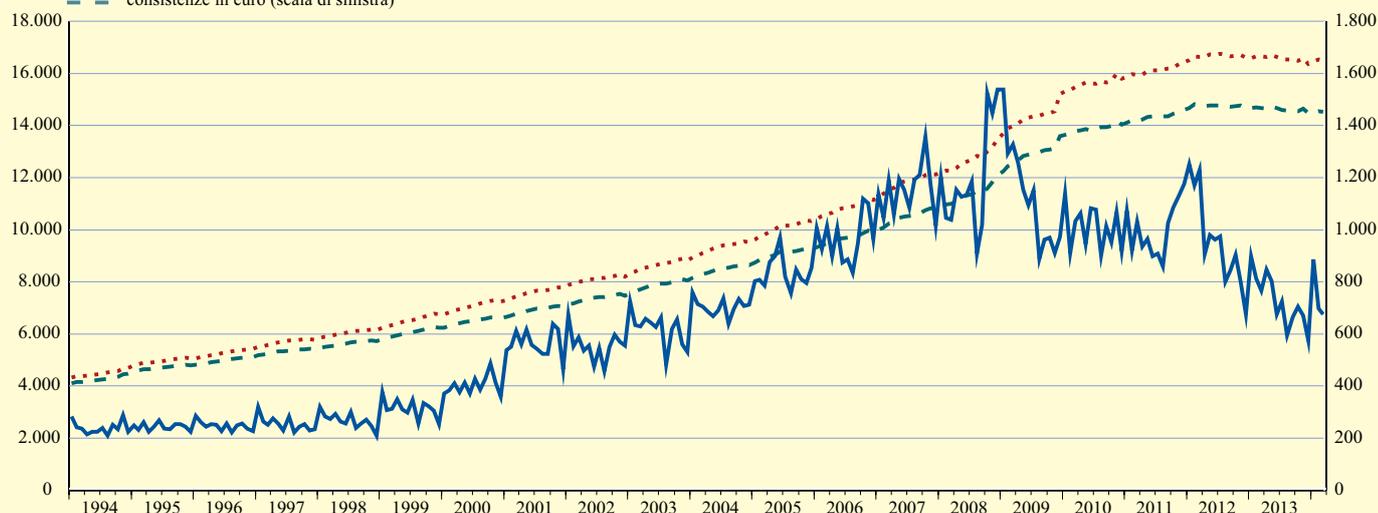
(miliardi di euro e tassi di crescita nel periodo; dati destagionalizzati; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	Totale in euro <sup>1)</sup>			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute			Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati <sup>2)</sup>	
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette		Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Totale</b>												
2013 mar.	16.895,9	686,2	-69,3	14.661,9	635,6	-24,5	16.645,9	767,4	-19,3	-0,2	-15,7	-1,1
apr.	16.887,9	757,6	-7,7	14.647,9	709,0	-13,6	16.622,5	847,1	-6,8	-0,3	-12,7	-1,4
mag.	16.955,2	710,0	68,5	14.720,7	664,0	74,0	16.710,9	803,1	92,6	0,0	13,3	-1,0
giu.	16.892,6	600,3	-62,2	14.669,1	557,6	-51,1	16.641,9	674,8	-62,3	-0,3	-23,7	-0,9
lug.	16.826,4	639,4	-66,0	14.596,3	590,7	-72,3	16.549,5	725,4	-79,9	-0,9	-57,2	-1,4
ago.	16.803,2	515,6	-23,4	14.571,5	482,0	-25,0	16.535,6	594,2	-17,1	-0,8	18,4	-0,9
set.	16.813,2	606,3	10,4	14.564,5	555,6	-6,5	16.522,8	666,5	-4,9	-0,7	41,5	-0,2
ott.	16.816,9	642,1	4,8	14.555,8	571,9	-7,5	16.491,6	705,0	-20,0	-1,0	-35,8	-0,5
nov.	16.927,1	597,6	110,4	14.637,3	538,8	81,7	16.578,4	670,0	85,5	-0,7	19,1	-0,5
dic.	16.753,7	515,5	-183,2	14.466,4	477,3	-180,7	16.362,4	575,2	-217,0	-1,2	-115,8	-1,6
2014 gen.	16.776,2	793,1	21,4	14.496,4	735,1	28,9	16.469,0	886,1	87,8	-0,7	67,1	-0,1
feb.	16.848,9	629,9	68,5	14.556,4	577,0	55,9	16.527,7	697,6	67,6	-0,6	7,1	-0,2
mar.	16.829,6	647,3	-19,2	14.524,8	578,3	-31,5	16.479,2	675,7	-48,6	-0,7	-46,3	-1,3
<b>A lungo termine</b>												
2013 mar.	15.566,8	246,9	-57,6	13.415,4	216,5	-2,6	15.143,9	249,6	1,4	0,8	7,0	-0,2
apr.	15.562,0	247,7	-4,4	13.399,7	217,2	-15,4	15.125,9	248,9	-3,0	0,8	-9,9	-0,7
mag.	15.629,4	254,5	68,6	13.473,3	223,3	74,9	15.209,9	260,9	88,4	1,0	20,5	-0,4
giu.	15.609,0	208,2	-19,8	13.467,1	181,6	-5,6	15.186,7	201,4	-17,4	0,7	-10,1	-0,2
lug.	15.537,4	204,7	-71,6	13.381,8	173,1	-85,0	15.082,1	195,3	-94,3	0,1	-54,8	-1,1
ago.	15.531,9	117,2	-5,7	13.372,8	97,6	-9,2	15.080,6	112,9	-5,6	0,2	37,3	-0,1
set.	15.548,5	223,7	17,0	13.378,5	190,6	6,1	15.086,9	216,7	15,7	0,2	56,5	0,5
ott.	15.577,6	249,1	29,3	13.389,2	199,0	10,8	15.082,9	228,2	5,1	0,0	-6,7	0,6
nov.	15.694,2	251,9	115,4	13.480,6	210,0	90,4	15.190,2	240,1	105,7	0,2	45,7	0,9
dic.	15.597,3	153,8	-97,5	13.392,0	132,9	-89,1	15.081,2	148,4	-100,4	0,1	-41,3	0,5
2014 gen.	15.562,4	275,2	-34,9	13.357,8	236,9	-34,2	15.089,7	289,9	-6,3	0,1	0,0	1,2
feb.	15.628,0	233,3	65,3	13.413,6	199,3	55,7	15.140,4	231,9	63,1	0,3	7,2	0,8
mar.	15.589,4	255,7	-38,4	13.370,8	207,9	-42,8	15.094,9	237,2	-45,6	0,0	-41,2	-0,5

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

(miliardi di euro)

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



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

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

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

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

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

### 1. Consistenze ed emissioni lorde

	Consistenze						Emissioni lorde <sup>1)</sup>					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	<b>Totale</b>											
2012	16.596	5.399	3.254	988	6.271	684	958	589	81	68	187	32
2013	16.362	4.887	3.189	1.060	6.554	674	728	385	64	64	187	29
2013 2° trim.	16.642	5.122	3.260	1.023	6.559	678	775	408	65	67	201	34
3° trim.	16.523	5.004	3.242	1.055	6.552	671	662	350	52	64	171	25
4° trim.	16.362	4.887	3.189	1.060	6.554	674	650	341	57	65	162	25
2014 1° trim.	16.479	4.829	3.192	1.083	6.694	681	753	371	71	69	201	41
2013 dic.	16.362	4.887	3.189	1.060	6.554	674	575	356	48	52	100	19
2014 gen.	16.469	4.925	3.211	1.084	6.579	669	886	467	67	84	228	40
feb.	16.528	4.892	3.215	1.080	6.659	681	698	333	60	60	199	44
mar.	16.479	4.829	3.192	1.083	6.694	681	676	311	86	64	175	39
	<b>A breve termine</b>											
2012	1.488	601	136	82	606	64	703	490	37	53	103	21
2013	1.281	474	110	75	570	52	511	315	26	48	102	21
2013 2° trim.	1.455	558	134	90	620	54	538	337	25	52	100	23
3° trim.	1.436	539	132	90	627	47	487	294	25	46	104	18
4° trim.	1.281	474	110	75	570	52	445	269	22	45	90	18
2014 1° trim.	1.384	530	136	83	579	56	500	289	34	50	99	27
2013 dic.	1.281	474	110	75	570	52	427	285	20	41	66	15
2014 gen.	1.379	533	119	87	587	53	596	372	22	57	115	29
feb.	1.387	544	124	85	581	52	466	260	35	48	100	23
mar.	1.384	530	136	83	579	56	438	234	46	45	83	29
	<b>A lungo termine<sup>2)</sup></b>											
2012	15.108	4.798	3.119	906	5.665	621	255	99	45	16	83	12
2013	15.081	4.413	3.078	985	5.983	622	217	69	38	17	85	8
2013 2° trim.	15.187	4.564	3.126	934	5.939	624	237	71	40	16	101	10
3° trim.	15.087	4.465	3.110	964	5.925	623	175	56	26	18	67	8
4° trim.	15.081	4.413	3.078	985	5.983	622	206	72	34	20	72	7
2014 1° trim.	15.095	4.299	3.056	1.000	6.115	624	253	82	37	19	102	14
2013 dic.	15.081	4.413	3.078	985	5.983	622	148	71	29	12	34	4
2014 gen.	15.090	4.392	3.093	997	5.992	616	290	95	45	26	113	11
feb.	15.140	4.348	3.091	995	6.078	629	232	74	25	12	100	21
mar.	15.095	4.299	3.056	1.000	6.115	624	237	77	40	19	92	9
	<b>di cui: a lungo termine con tasso fisso</b>											
2012	10.434	2.811	1.210	814	5.154	444	165	54	18	15	71	7
2013	10.681	2.648	1.316	883	5.382	452	144	36	18	14	69	6
2013 2° trim.	10.676	2.719	1.300	839	5.363	455	154	34	20	13	79	8
3° trim.	10.655	2.671	1.315	863	5.353	454	121	32	12	14	59	5
4° trim.	10.681	2.648	1.316	883	5.382	452	137	37	18	18	59	5
2014 1° trim.	10.754	2.570	1.311	894	5.517	461	183	46	20	16	90	11
2013 dic.	10.681	2.648	1.316	883	5.382	452	89	27	15	11	34	2
2014 gen.	10.686	2.633	1.316	892	5.396	448	211	59	24	23	97	8
feb.	10.745	2.603	1.314	890	5.477	461	170	39	9	11	93	18
mar.	10.754	2.570	1.311	894	5.517	461	168	39	27	15	79	7
	<b>di cui: a lungo termine con tasso variabile</b>											
2012	4.246	1.733	1.812	88	439	175	78	38	25	1	8	5
2013	3.987	1.562	1.658	98	501	169	61	28	17	2	11	2
2013 2° trim.	4.075	1.606	1.724	92	484	169	70	31	17	2	17	2
3° trim.	4.016	1.580	1.692	97	477	169	43	20	13	3	4	2
4° trim.	3.987	1.562	1.658	98	501	169	61	31	16	2	10	2
2014 1° trim.	3.927	1.533	1.629	101	501	163	57	31	14	2	8	3
2013 dic.	3.987	1.562	1.658	98	501	169	56	40	13	1	0	1
2014 gen.	3.994	1.558	1.664	101	504	167	67	31	18	4	11	3
feb.	3.981	1.546	1.661	100	507	168	47	29	12	0	4	3
mar.	3.927	1.533	1.629	101	501	163	58	33	11	3	8	2

Fonte: BCE.

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

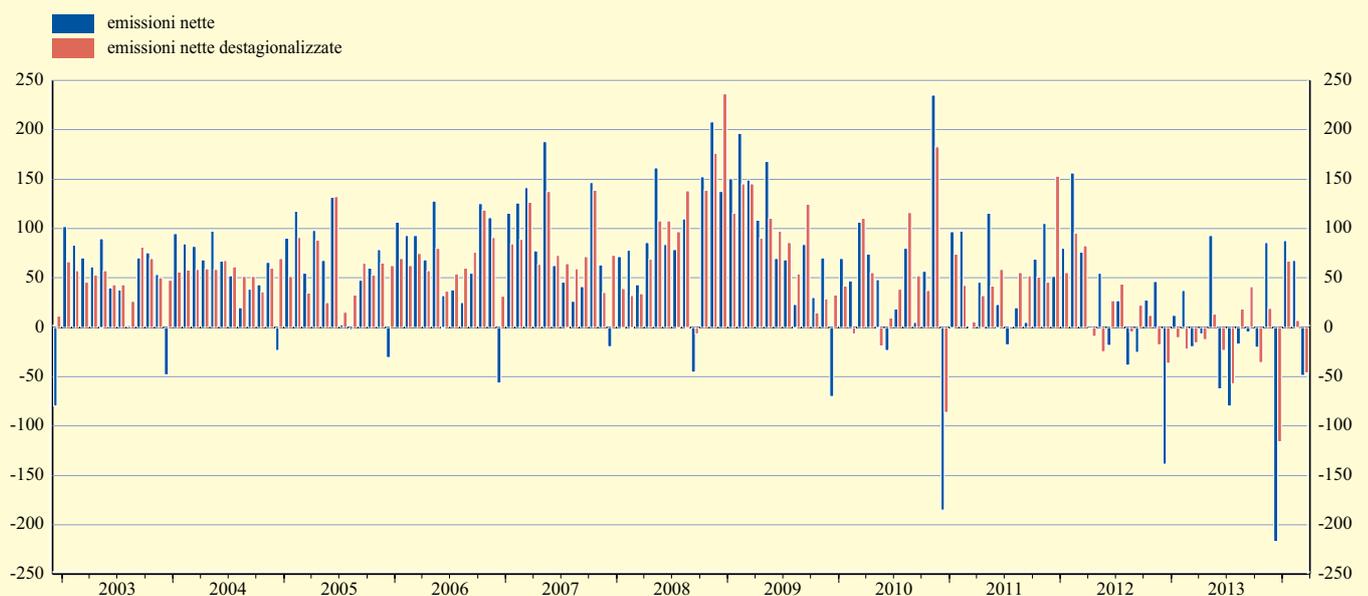
2) La differenza residua fra il totale dei titoli di debito a lungo termine e i titoli di debito a lungo termine con tasso fisso e variabile consiste in obbligazioni a cedola zero e in effetti di rivalutazione.

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

**2. Emissioni nette**

	Dati non destagionalizzati <sup>1)</sup>						Dati destagionalizzati <sup>1)</sup>					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	<b>Totale</b>											
2012	20,4	-8,1	1,9	10,5	13,0	3,1	-	-	-	-	-	-
2013	-16,7	-39,8	-6,9	6,7	24,0	-0,6	-	-	-	-	-	-
2013 2° trim.	7,8	-40,8	3,6	3,5	44,7	-3,3	-7,7	-39,7	2,9	2,4	29,7	-3,0
3° trim.	-34,0	-36,7	-4,8	11,2	-1,6	-2,1	0,9	-35,5	9,3	11,7	16,0	-0,6
4° trim.	-50,5	-35,5	-20,6	3,2	0,9	1,4	-44,2	-24,4	-41,1	6,0	14,5	0,9
2014 1° trim.	35,6	-20,8	-0,5	7,8	46,9	2,2	9,3	-34,1	6,7	5,4	30,2	1,1
2013 dic.	-217,0	-79,6	-61,7	-12,1	-63,3	-0,4	-115,8	-52,3	-80,1	-3,0	18,3	1,2
2014 gen.	87,8	27,7	19,2	22,0	24,1	-5,3	67,1	9,7	32,3	20,5	5,7	-1,2
feb.	67,6	-27,4	2,5	-1,7	81,3	12,8	7,1	-56,9	10,0	-5,1	47,6	11,5
mar.	-48,6	-62,8	-23,2	3,1	35,2	-0,8	-46,3	-55,1	-22,3	1,0	37,2	-7,1
	<b>A lungo termine</b>											
2012	30,4	0,5	0,0	10,4	15,4	4,2	-	-	-	-	-	-
2013	1,4	-29,4	-3,6	7,3	26,8	0,3	-	-	-	-	-	-
2013 2° trim.	22,7	-33,1	5,3	4,0	45,1	1,3	0,2	-39,1	5,4	3,0	31,0	-0,2
3° trim.	-28,1	-30,8	-4,1	10,9	-4,2	0,1	13,0	-27,6	6,8	11,5	19,9	2,5
4° trim.	3,5	-14,6	-9,8	8,3	19,8	-0,2	-0,8	-5,0	-27,6	9,0	22,2	0,6
2014 1° trim.	3,7	-38,5	-7,6	5,0	44,0	0,7	-11,4	-45,4	-0,9	4,7	31,2	-0,9
2013 dic.	-100,4	-40,6	-37,4	0,3	-21,4	-1,3	-41,3	-22,2	-49,5	3,9	25,2	1,2
2014 gen.	-6,3	-28,1	10,8	9,5	7,9	-6,4	0,0	-32,1	23,0	11,8	3,2	-5,9
feb.	63,1	-38,7	1,5	0,3	86,5	13,4	7,2	-62,6	6,6	-0,9	52,1	11,9
mar.	-45,6	-48,7	-35,2	5,3	37,8	-4,8	-41,2	-41,7	-32,2	3,1	38,4	-8,9

**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.

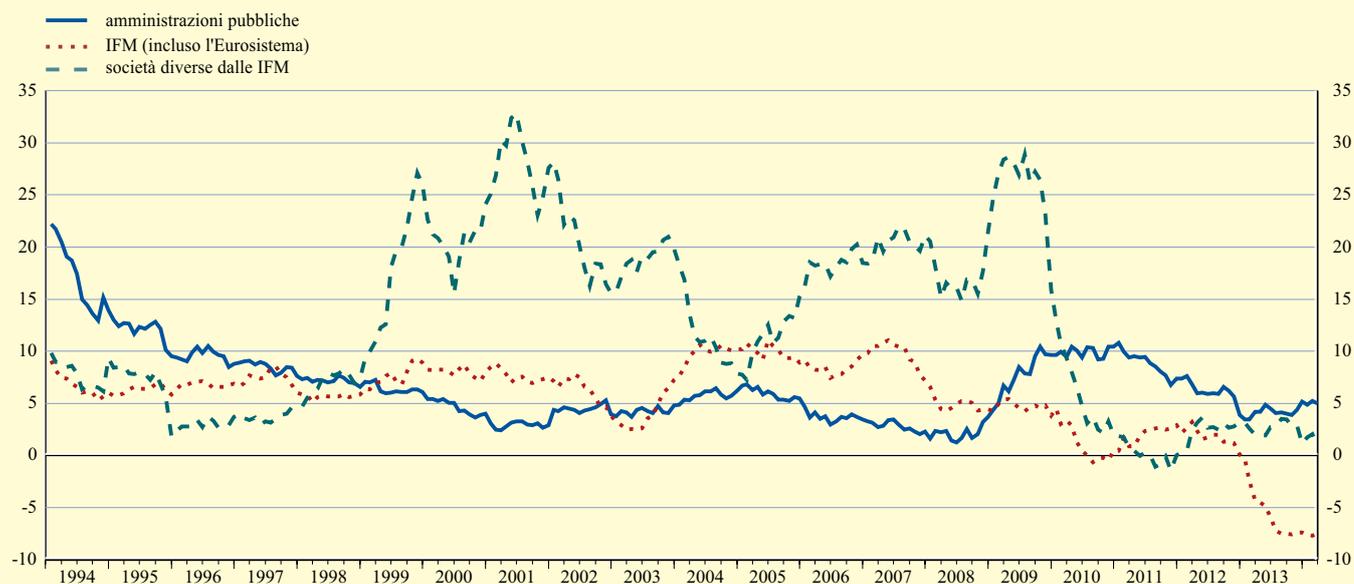
#### 4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Totale</b>												
2013 mar.	-0,2	-6,1	-0,8	13,1	3,6	-0,8	-1,1	-9,5	1,1	11,9	3,9	-4,7
apr.	-0,3	-6,2	-1,0	12,8	3,5	0,4	-1,4	-10,6	1,9	11,6	3,5	-2,7
mag.	0,0	-6,5	-0,8	11,2	4,4	-0,4	-1,0	-11,5	2,9	8,4	5,2	-2,9
giu.	-0,3	-7,3	0,2	10,3	4,3	-2,6	-0,9	-10,8	0,8	5,5	6,3	-2,1
lug.	-0,9	-8,7	0,5	10,1	4,1	-4,7	-1,4	-11,6	0,7	5,7	5,9	-5,6
ago.	-0,8	-9,2	1,3	10,7	4,1	-3,6	-0,9	-9,9	0,2	7,3	5,1	-1,4
set.	-0,7	-8,9	1,7	10,2	4,1	-3,8	-0,2	-8,4	2,3	8,5	4,3	-3,2
ott.	-1,0	-9,0	0,7	10,1	3,8	-4,1	-0,5	-7,4	-0,3	8,6	4,2	-5,0
nov.	-0,7	-8,8	0,7	10,2	4,0	-2,6	-0,5	-5,9	-1,4	12,0	2,8	-2,2
dic.	-1,2	-8,9	-2,6	8,2	4,6	-1,1	-1,6	-6,9	-5,8	10,7	2,8	0,2
2014 gen.	-0,7	-8,1	-1,6	9,6	4,4	-2,0	-0,1	-4,5	-3,9	13,7	3,0	2,0
feb.	-0,6	-7,8	-1,7	8,4	4,5	0,7	-0,2	-5,5	-3,6	9,5	3,9	2,9
mar.	-0,7	-7,7	-2,0	7,6	4,2	-0,8	-1,3	-6,9	-6,2	6,6	4,1	1,8
<b>A lungo termine</b>												
2013 mar.	0,8	-4,3	-1,1	13,7	4,3	2,9	-0,2	-6,7	0,1	12,8	3,6	-1,6
apr.	0,8	-4,5	-1,3	14,6	4,3	3,2	-0,7	-8,3	0,7	11,8	3,3	-0,1
mag.	1,0	-4,9	-1,0	13,3	5,1	2,9	-0,4	-10,0	2,0	7,7	5,5	-1,0
giu.	0,7	-5,9	0,1	12,6	4,8	1,6	-0,2	-10,4	1,3	5,9	7,1	-1,7
lug.	0,1	-7,2	0,2	12,1	4,5	0,3	-1,1	-11,9	0,9	5,7	6,5	-3,1
ago.	0,2	-7,5	1,1	12,4	4,5	0,7	-0,1	-10,0	1,9	8,4	5,8	0,3
set.	0,2	-7,5	1,2	11,2	4,4	0,3	0,5	-8,4	2,4	9,6	5,3	2,2
ott.	0,0	-7,5	0,6	10,9	4,2	0,8	0,6	-6,8	0,4	10,0	5,1	1,7
nov.	0,2	-7,4	0,6	10,9	4,8	0,4	0,9	-4,7	-0,8	14,2	4,2	1,7
dic.	0,1	-7,4	-1,4	9,7	5,7	0,6	0,5	-4,3	-4,0	13,6	4,3	3,0
2014 gen.	0,1	-7,6	-0,7	10,2	5,5	-1,1	1,2	-3,2	-2,3	14,9	4,4	1,2
feb.	0,3	-7,7	-0,2	9,7	5,6	1,8	0,8	-5,4	-2,3	11,2	5,4	3,3
mar.	0,0	-7,5	-1,6	9,2	5,4	0,9	-0,5	-6,7	-5,4	8,7	5,5	-0,3

#### 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)



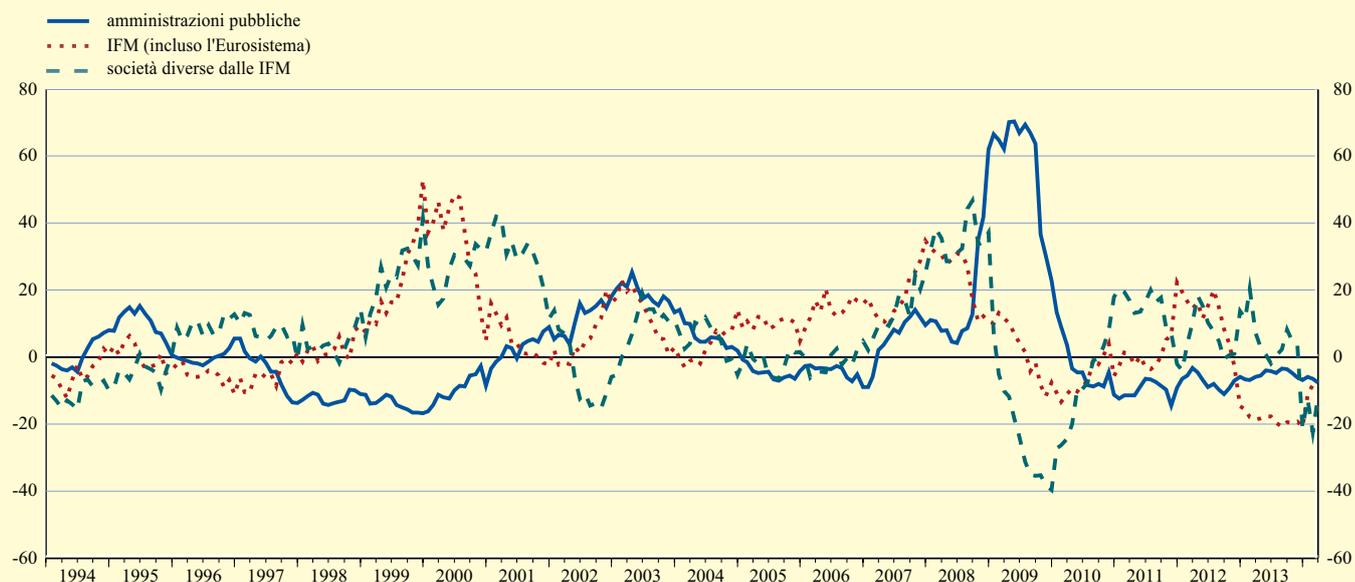
Fonte: BCE.

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 <sup>1)</sup> (continua)**  
(variazioni percentuali)

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
	Tutte le valute											
2012	5,3	4,1	1,9	10,6	5,9	7,3	-0,9	-0,3	-4,9	-0,4	6,6	23,3
2013	3,3	-3,2	6,7	13,6	4,6	4,1	-7,2	-7,5	-9,4	5,0	-1,3	-0,8
2013 2° trim.	3,7	-3,3	7,5	15,0	5,1	4,5	-7,5	-6,7	-10,7	2,0	-1,8	-0,8
3° trim.	3,0	-4,8	7,8	12,9	4,8	3,4	-8,0	-9,6	-8,9	6,9	-1,9	-5,4
4° trim.	2,3	-5,0	5,2	10,7	4,2	2,6	-6,5	-9,8	-7,8	11,7	6,5	-4,1
2014 1° trim.	1,8	-5,9	1,4	9,7	4,8	1,8	-4,9	-8,5	-6,9	12,6	12,8	-2,5
2013 ott.	2,4	-5,1	5,4	10,9	4,4	3,3	-7,4	-9,9	-7,7	11,2	-0,9	-4,9
nov.	2,1	-4,8	4,9	10,7	3,9	2,0	-5,6	-9,8	-7,3	12,8	13,2	-3,2
dic.	2,1	-5,1	3,7	9,5	4,5	2,2	-6,2	-9,3	-9,2	11,1	14,2	-2,9
2014 gen.	1,7	-5,8	2,0	10,0	4,6	0,0	-5,0	-8,8	-7,5	13,4	15,8	-3,0
feb.	1,8	-6,2	0,0	9,9	5,2	2,9	-4,1	-8,4	-5,0	12,5	10,5	-0,9
mar.	1,7	-6,4	0,6	8,8	5,0	3,0	-4,8	-7,2	-7,3	12,9	10,2	-4,3
	In euro											
2012	5,5	4,6	0,6	10,9	6,0	7,2	-0,6	2,0	-6,5	-1,4	6,3	22,9
2013	3,1	-4,0	4,1	14,7	4,6	4,1	-7,5	-7,2	-10,7	6,2	-1,8	-1,2
2013 2° trim.	3,4	-4,0	4,6	16,4	5,0	4,4	-7,7	-5,9	-12,0	4,0	-2,4	-1,4
3° trim.	2,7	-5,9	5,0	14,0	4,8	3,8	-8,4	-9,7	-9,9	8,4	-2,3	-5,8
4° trim.	2,0	-6,0	2,8	11,4	4,3	2,8	-7,0	-10,3	-8,7	12,8	6,4	-4,5
2014 1° trim.	1,6	-7,1	-1,2	9,6	4,9	1,7	-5,6	-9,3	-8,1	11,7	12,9	-2,8
2013 ott.	2,2	-6,0	2,7	11,5	4,5	3,6	-7,9	-10,4	-8,4	13,8	-1,4	-5,4
nov.	1,9	-5,8	2,7	11,7	3,9	2,2	-6,0	-10,3	-8,0	13,2	13,4	-3,5
dic.	2,0	-6,2	2,4	10,3	4,6	2,4	-6,8	-10,2	-10,4	11,2	14,1	-3,4
2014 gen.	1,4	-6,9	-1,4	9,7	4,6	0,0	-5,8	-9,6	-9,1	12,1	16,0	-3,1
feb.	1,6	-7,4	-2,7	9,7	5,2	2,7	-4,8	-9,2	-5,9	11,4	10,7	-1,5
mar.	1,5	-7,8	-1,4	8,4	5,0	2,6	-5,4	-8,1	-8,2	12,2	10,3	-4,1

**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 <sup>1)</sup>

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

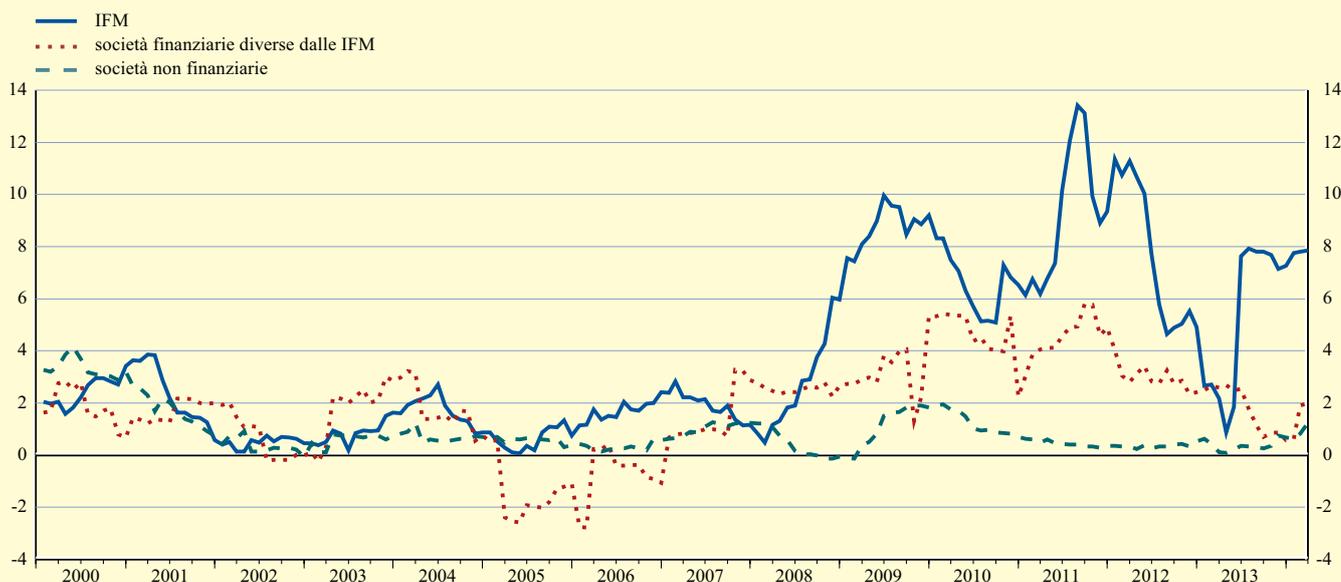
##### 1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 2008=100	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2012 mar.	4.245,4	106,4	1,5	373,0	11,3	311,4	2,8	3.561,0	0,3
apr.	4.071,1	106,5	1,4	327,2	10,7	292,3	3,1	3.451,6	0,2
mag.	3.765,4	106,6	1,5	280,8	10,0	265,5	3,4	3.219,1	0,4
giu.	3.928,0	106,7	1,1	317,6	7,7	285,0	2,8	3.325,4	0,3
lug.	4.054,1	106,8	1,0	309,9	5,8	292,1	2,7	3.452,1	0,3
ago.	4.178,8	106,8	0,9	349,6	4,6	309,4	3,2	3.519,7	0,3
set.	4.235,1	106,9	0,9	364,9	4,9	323,9	2,7	3.546,2	0,4
ott.	4.311,8	107,0	1,0	383,5	5,0	333,8	2,8	3.594,4	0,4
nov.	4.399,7	106,9	0,9	395,7	5,5	342,3	2,3	3.661,8	0,3
dic.	4.503,7	107,2	1,0	402,4	4,9	357,3	2,4	3.743,9	0,5
2013 gen.	4.658,5	107,3	0,9	441,5	2,7	370,7	2,5	3.846,3	0,6
feb.	4.643,2	107,1	0,8	416,1	2,7	364,5	2,7	3.862,6	0,4
mar.	4.645,2	106,9	0,5	380,3	2,2	369,0	2,6	3.895,9	0,1
apr.	4.747,4	106,8	0,3	410,4	0,9	394,9	2,7	3.942,1	0,1
mag.	4.864,1	107,1	0,5	440,2	1,9	408,0	2,5	4.016,0	0,2
giu.	4.663,9	107,9	1,2	413,5	7,6	394,5	2,5	3.855,9	0,4
lug.	4.903,7	108,0	1,1	446,6	7,9	418,7	1,8	4.038,5	0,3
ago.	4.892,0	107,9	1,1	461,5	7,8	416,1	1,1	4.014,5	0,3
set.	5.136,7	107,9	1,0	491,7	7,8	427,6	0,7	4.217,3	0,3
ott.	5.411,0	108,1	1,1	557,2	7,7	445,1	0,8	4.408,7	0,4
nov.	5.502,3	108,4	1,3	562,8	7,1	454,6	0,9	4.484,9	0,7
dic.	5.567,9	108,6	1,3	569,0	7,3	465,8	0,6	4.533,1	0,7
2014 gen.	5.485,2	108,7	1,3	597,7	7,8	456,1	0,6	4.431,4	0,6
feb.	5.757,5	108,8	1,5	637,8	7,8	475,3	1,9	4.644,4	0,8
mar.	5.809,2	108,9	1,9	642,6	7,8	477,1	2,0	4.689,5	1,2

#### 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)

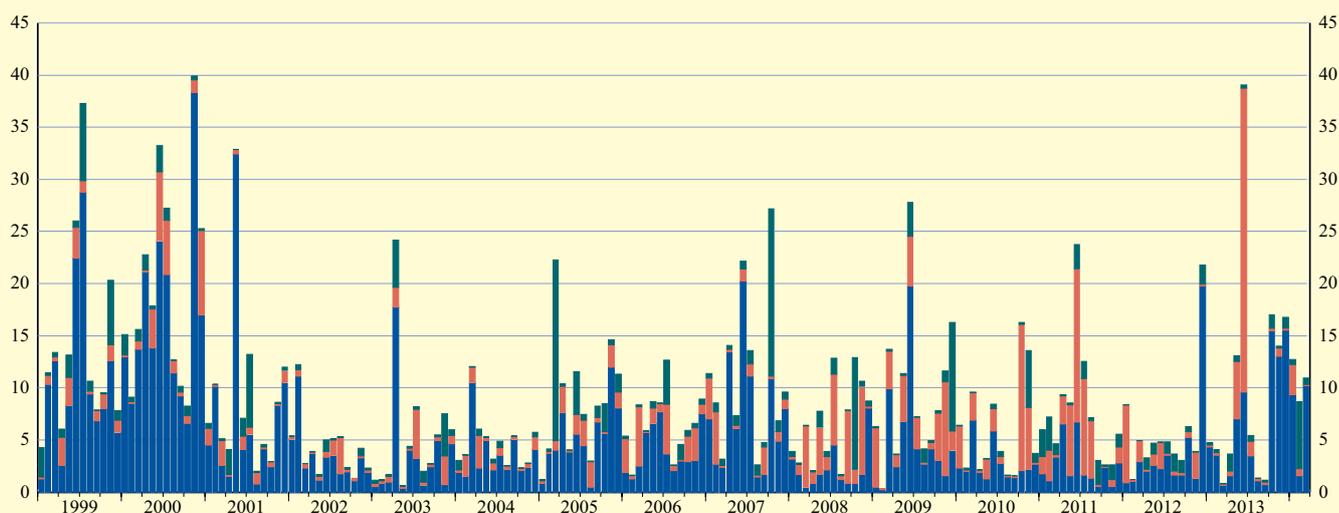
##### 2. Transazioni nel mese

	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
2012 mar.	4,9	0,7	4,3	2,0	0,0	2,0	0,0	0,1	-0,1	2,9	0,6	2,3
apr.	3,1	0,3	2,8	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	2,0	0,3	1,7
mag.	4,7	1,8	2,9	1,1	0,0	1,1	1,0	0,1	1,0	2,5	1,7	0,8
giu.	4,8	1,2	3,6	2,6	0,0	2,6	0,0	0,1	-0,1	2,2	1,1	1,1
lug.	4,8	0,3	4,5	0,2	0,0	0,2	1,1	0,0	1,1	3,6	0,3	3,2
ago.	3,7	1,8	1,8	0,4	0,0	0,4	1,6	0,1	1,5	1,6	1,7	-0,1
set.	2,9	0,5	2,3	0,1	0,0	0,1	1,2	0,1	1,0	1,7	0,4	1,3
ott.	6,3	1,8	4,5	0,5	0,0	0,5	0,5	0,1	0,4	5,3	1,7	3,6
nov.	3,9	5,9	-2,0	2,5	0,0	2,5	0,1	0,1	0,0	1,3	5,8	-4,5
dic.	21,6	11,4	10,2	0,0	0,5	-0,5	1,8	0,0	1,8	19,8	10,8	8,9
2013 gen.	4,6	0,3	4,3	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	4,3	0,2	4,1
feb.	4,1	11,4	-7,3	0,3	0,0	0,3	0,3	0,0	0,3	3,5	11,4	-7,8
mar.	0,7	10,6	-9,9	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,3	-0,3	0,6	10,1	-9,4
apr.	3,6	5,9	-2,3	0,4	5,2	-4,8	1,7	0,0	1,6	1,6	0,7	0,9
mag.	13,1	1,8	11,3	5,5	0,0	5,5	0,6	0,0	0,5	7,0	1,8	5,2
giu.	39,1	1,9	37,1	29,2	0,0	29,1	0,3	0,3	0,1	9,6	1,7	7,9
lug.	5,4	3,0	2,4	1,4	0,0	1,4	0,6	1,9	-1,4	3,5	1,1	2,4
ago.	1,1	2,3	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	-0,5	1,1	1,8	-0,7
set.	1,0	1,7	-0,7	0,1	0,0	0,1	0,1	0,6	-0,4	0,7	1,1	-0,4
ott.	16,9	7,5	9,4	0,1	0,0	0,1	1,3	0,1	1,2	15,5	7,4	8,1
nov.	14,0	2,1	11,9	0,8	0,0	0,8	0,2	0,1	0,1	13,0	2,0	11,0
dic.	16,6	7,0	9,6	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	15,6	7,0	8,6
2014 gen.	12,7	7,8	4,9	2,9	0,3	2,6	0,5	0,1	0,3	9,4	7,4	1,9
feb.	8,7	2,3	6,4	0,7	0,0	0,7	6,4	0,3	6,1	1,6	2,0	-0,4
mar.	10,8	2,5	8,3	0,0	0,0	0,0	0,6	0,6	0,0	10,2	1,9	8,3

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

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

■ società non finanziarie  
■ IFM



Fonte: BCE.

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

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

### 1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie						Operazioni di pronti contro termine
	A vista	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso <sup>2)</sup>		A vista	Con durata prestabilita					
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
2013 mag.	0,33	2,04	2,06	2,25	1,31	1,31	0,38	0,83	1,86	1,98	0,48		
giu.	0,32	1,88	1,88	2,12	1,30	1,28	0,38	0,83	1,65	1,77	0,72		
lug.	0,31	1,88	1,90	2,08	1,28	1,23	0,37	0,82	1,63	1,78	0,85		
ago.	0,30	1,81	1,87	2,05	1,15	1,21	0,37	0,70	1,57	1,85	0,51		
set.	0,30	1,71	1,86	2,06	1,15	1,17	0,35	0,81	1,68	1,87	0,56		
ott.	0,29	1,72	1,83	2,07	1,13	1,15	0,34	0,78	1,65	2,28	0,29		
nov.	0,29	1,60	1,76	2,02	1,12	1,11	0,34	0,75	1,57	1,73	0,47		
dic.	0,29	1,58	1,66	1,91	1,11	1,07	0,34	0,79	1,52	1,63	0,71		
2014 gen.	0,28	1,66	1,64	1,95	1,09	1,05	0,33	0,71	1,42	1,81	0,58		
feb.	0,28	1,60	1,62	1,93	1,10	1,03	0,33	0,63	1,42	1,75	0,83		
mar.	0,28	1,57	1,50	1,86	1,07	1,01	0,35	0,65	1,37	1,58	0,87		
apr.	0,27	1,56	1,44	1,83	1,06	0,99	0,34	0,72	1,24	1,60	0,28		

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

	Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Debiti da carte di credito revolving <sup>3)</sup>	Credito al consumo			(TAEG) <sup>4)</sup>	Prestiti per acquisto di abitazione				(TAEG) <sup>4)</sup>	Prestiti a imprese individuali e a società di persone		
			Periodo iniziale di determinazione del tasso				Periodo iniziale di determinazione del tasso					Periodo iniziale di determinazione del tasso		
			Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2013 mag.	7,90	17,08	5,62	6,12	7,81	7,20	2,87	3,09	2,95	3,22	3,32	3,32	4,11	3,14
giu.	7,84	17,03	5,51	6,06	7,65	7,07	2,82	3,00	2,87	3,15	3,25	3,10	4,07	3,01
lug.	7,75	16,96	5,63	6,12	7,63	7,13	2,84	2,97	2,90	3,17	3,28	3,19	3,75	3,18
ago.	7,74	17,01	5,62	6,15	7,64	7,15	2,80	3,01	2,97	3,18	3,31	3,00	4,06	3,15
set.	7,77	17,02	5,80	6,07	7,62	7,20	2,83	3,05	3,05	3,25	3,35	3,04	3,99	3,16
ott.	7,67	17,02	5,71	6,04	7,63	7,13	2,77	3,04	3,12	3,27	3,35	3,10	3,95	3,26
nov.	7,64	16,96	5,81	6,05	7,75	7,21	2,79	3,06	3,15	3,31	3,37	3,30	4,08	3,19
dic.	7,63	16,94	5,63	6,20	7,44	7,05	2,78	3,00	3,15	3,32	3,37	3,07	3,86	3,05
2014 gen.	7,69	17,08	5,73	6,08	7,73	7,34	2,76	3,01	3,12	3,31	3,36	3,24	3,81	3,01
feb.	7,65	17,08	5,87	6,01	7,68	7,38	2,79	2,95	3,09	3,27	3,35	3,29	3,98	3,08
mar.	7,65	17,08	5,83	5,95	7,55	7,29	2,78	2,90	3,03	3,23	3,29	3,29	4,03	3,11
apr.	7,60	17,24	5,66	5,83	7,51	7,18	2,72	2,91	3,00	3,24	3,29	3,10	3,87	3,07

### 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
2013 mag.	4,14	4,76	4,76	4,12	4,12	3,61	3,48	2,09	2,70	3,21	3,52	2,68	2,79
giu.	4,14	4,54	4,60	4,40	4,34	3,56	3,41	2,05	2,60	3,01	2,96	2,71	3,12
lug.	4,12	4,65	4,80	4,34	4,09	3,48	3,45	2,13	2,71	2,72	2,82	2,98	3,17
ago.	4,10	4,50	4,81	4,41	4,06	3,41	3,39	2,03	2,56	2,82	3,00	2,88	3,10
set.	4,13	4,53	4,67	4,39	4,16	3,41	3,42	2,08	2,54	2,86	2,75	2,89	3,28
ott.	4,14	4,60	4,83	4,39	4,14	3,51	3,50	2,19	2,64	3,14	2,86	3,28	3,38
nov.	4,08	4,56	4,71	4,34	4,29	3,56	3,50	2,23	2,62	2,96	2,90	2,98	3,10
dic.	4,12	4,53	4,49	4,20	4,19	3,43	3,41	2,17	2,73	2,67	2,81	2,82	3,13
2014 gen.	4,15	4,61	4,68	4,25	3,99	3,40	3,48	2,15	2,75	2,76	2,94	2,97	3,13
feb.	4,11	4,53	4,59	4,26	4,07	3,48	3,45	2,09	2,79	2,91	2,78	2,79	3,16
mar.	4,08	4,60	4,49	4,24	4,11	3,54	3,47	2,18	2,76	2,83	2,98	2,77	3,23
apr.	4,12	4,59	4,49	4,10	3,95	3,45	3,45	2,20	2,57	2,88	2,59	2,82	3,20

Fonte: BCE.

- I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 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.
- 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.
- Il tasso annuo effettivo globale (TAEG) copre il costo totale del prestito. Quest'ultimo comprende una componente relativa al tasso d'interesse e una componente relativa ad altre spese (accessorie) come i costi d'istruttoria, d'amministrazione, per la preparazione dei documenti, per le garanzie.

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

**4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)**

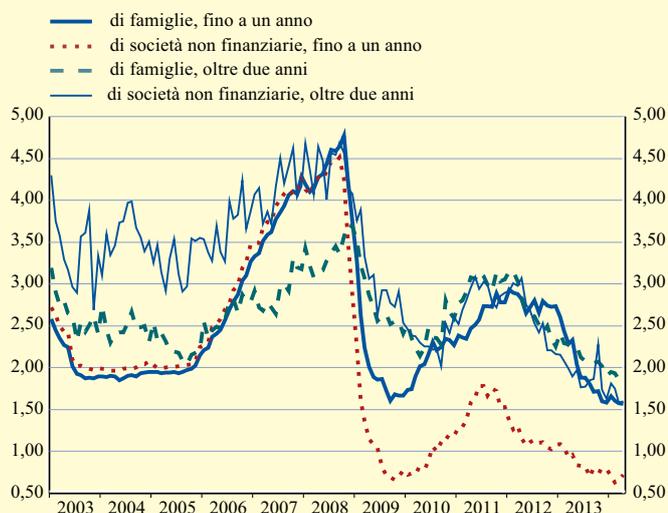
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso <sup>2)</sup>		A vista	Con durata prestabilita			
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2013 mag.	0,33	2,41	2,67	1,31	1,31	0,38	1,57	2,79	1,62	
giu.	0,32	2,36	2,67	1,30	1,28	0,38	1,52	2,80	1,73	
lug.	0,31	2,28	2,64	1,28	1,23	0,37	1,46	2,77	1,67	
ago.	0,30	2,22	2,63	1,15	1,21	0,37	1,44	2,82	1,50	
set.	0,30	2,16	2,63	1,15	1,17	0,35	1,41	2,84	1,66	
ott.	0,29	2,09	2,60	1,13	1,15	0,34	1,34	2,83	1,35	
nov.	0,29	2,02	2,60	1,12	1,11	0,34	1,32	2,84	1,34	
dic.	0,29	1,94	2,57	1,11	1,07	0,34	1,29	2,79	1,05	
2014 gen.	0,28	1,88	2,55	1,09	1,05	0,33	1,24	2,77	1,01	
feb.	0,28	1,84	2,59	1,10	1,03	0,33	1,23	2,78	1,08	
mar.	0,28	1,79	2,53	1,07	1,01	0,35	1,20	2,76	1,11	
apr.	0,27	1,75	2,52	1,06	0,99	0,34	1,18	2,73	1,02	

**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
2013 mag.	3,47	3,30	3,46	7,65	6,14	4,86	3,66	3,24	3,13
giu.	3,50	3,29	3,43	7,62	6,18	4,87	3,63	3,24	3,14
lug.	3,51	3,24	3,40	7,59	6,18	4,84	3,64	3,26	3,14
ago.	3,52	3,22	3,37	7,58	6,16	4,82	3,63	3,26	3,12
set.	3,55	3,22	3,37	7,64	6,16	4,83	3,65	3,24	3,13
ott.	3,50	3,20	3,35	7,61	6,10	4,80	3,62	3,27	3,12
nov.	3,51	3,22	3,34	7,52	6,11	4,79	3,59	3,28	3,12
dic.	3,59	3,24	3,33	7,49	6,08	4,77	3,61	3,29	3,14
2014 gen.	3,60	3,17	3,31	7,58	6,11	4,76	3,67	3,30	3,13
feb.	3,59	3,21	3,37	7,64	6,23	4,83	3,63	3,33	3,17
mar.	3,57	3,18	3,33	7,61	6,14	4,76	3,62	3,31	3,13
apr.	3,63	3,16	3,31	7,50	6,14	4,78	3,63	3,30	3,14

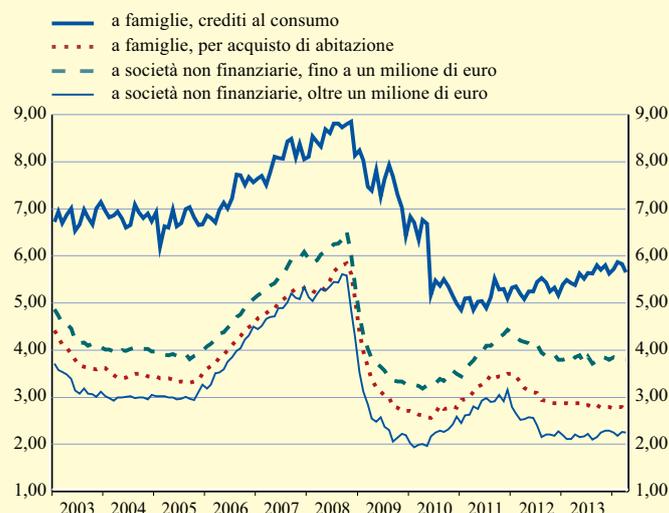
**F21 Nuovi depositi con durata prestabilita**

(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 <sup>1), 2)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 1	Depositi a un mese (Euribor) 2	Depositi a tre mesi (Euribor) 3	Depositi a sei mesi (Euribor) 4	Depositi a dodici mesi (Euribor) 5	Depositi a tre mesi (Libor) 6	Depositi a tre mesi (Libor) 7
2011	0,87	1,18	1,39	1,64	2,01	0,34	0,19
2012	0,23	0,33	0,58	0,83	1,11	0,43	0,19
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2013 1° trim.	0,07	0,12	0,21	0,34	0,57	0,29	0,16
2° trim.	0,08	0,12	0,21	0,31	0,51	0,28	0,16
3° trim.	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,26	0,15
4° trim.	0,12	0,16	0,24	0,35	0,53	0,24	0,14
2014 1° trim.	0,18	0,23	0,30	0,40	0,56	0,24	0,14
2013 mag.	0,08	0,11	0,20	0,30	0,48	0,27	0,16
giu.	0,09	0,12	0,21	0,32	0,51	0,27	0,15
lug.	0,09	0,13	0,22	0,34	0,53	0,27	0,16
ago.	0,08	0,13	0,23	0,34	0,54	0,26	0,15
set.	0,08	0,13	0,22	0,34	0,54	0,25	0,15
ott.	0,09	0,13	0,23	0,34	0,54	0,24	0,15
nov.	0,10	0,13	0,22	0,33	0,51	0,24	0,14
dic.	0,17	0,21	0,27	0,37	0,54	0,24	0,15
2014 gen.	0,20	0,22	0,29	0,40	0,56	0,24	0,14
feb.	0,16	0,22	0,29	0,39	0,55	0,24	0,14
mar.	0,19	0,23	0,31	0,41	0,58	0,23	0,14
apr.	0,25	0,25	0,33	0,43	0,60	0,23	0,14
mag.	0,25	0,26	0,32	0,42	0,59	0,23	0,14

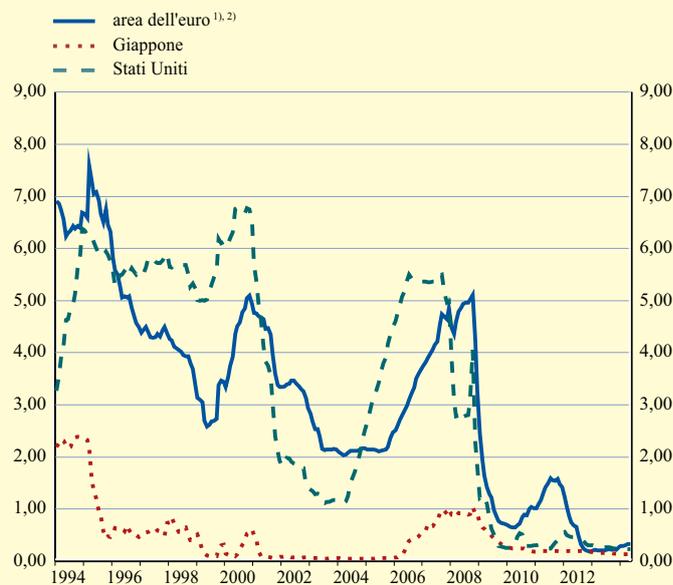
## F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro <sup>1), 2)</sup>

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



## F24 Tassi di interesse del mercato monetario a tre mesi

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



Fonte: BCE.

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

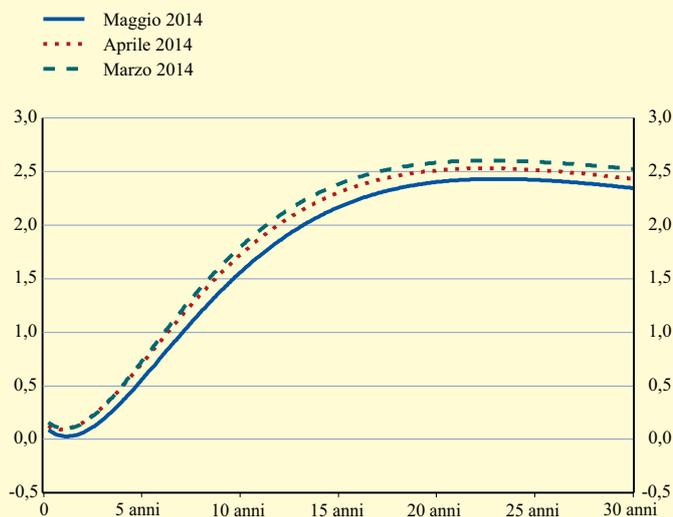
#### 4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

	Tassi a pronti								Tassi istantanei a termine			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	7 anni	10 anni	10 anni- 3 mesi (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
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
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,09	1,72	1,66	1,74	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2013 1° trim.	0,04	0,00	0,07	0,65	1,12	1,76	1,72	1,69	0,01	0,29	1,83	3,60
2° trim.	0,03	0,11	0,30	1,05	1,54	2,14	2,11	1,84	0,27	0,73	2,35	3,78
3° trim.	0,02	0,07	0,22	0,94	1,45	2,05	2,03	1,84	0,17	0,60	2,25	3,74
4° trim.	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2014 1° trim.	0,16	0,11	0,17	0,76	1,23	1,82	1,66	1,65	0,11	0,40	1,94	3,50
2013 mag.	0,02	0,03	0,13	0,75	1,22	1,84	1,82	1,71	0,08	0,41	1,95	3,62
giu.	0,03	0,11	0,30	1,05	1,54	2,14	2,11	1,84	0,27	0,73	2,35	3,78
lug.	0,01	0,04	0,18	0,88	1,36	1,95	1,95	1,77	0,14	0,54	2,14	3,59
ago.	0,02	0,09	0,27	1,06	1,58	2,17	2,16	1,90	0,23	0,71	2,43	3,78
set.	0,02	0,07	0,22	0,94	1,45	2,05	2,03	1,84	0,17	0,60	2,25	3,74
ott.	0,05	0,05	0,15	0,82	1,32	1,95	1,90	1,80	0,09	0,45	2,10	3,74
nov.	0,08	0,05	0,14	0,82	1,34	1,99	1,91	1,84	0,08	0,43	2,14	3,79
dic.	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2014 gen.	0,09	0,04	0,11	0,77	1,27	1,89	1,80	1,79	0,04	0,37	2,06	3,61
feb.	0,14	0,09	0,16	0,79	1,27	1,88	1,74	1,72	0,09	0,41	2,03	3,56
mar.	0,16	0,11	0,17	0,76	1,23	1,82	1,66	1,65	0,11	0,40	1,94	3,50
apr.	0,13	0,09	0,16	0,71	1,15	1,72	1,60	1,56	0,10	0,38	1,81	3,36
mag.	0,09	0,03	0,06	0,56	0,98	1,56	1,47	1,49	0,01	0,23	1,60	3,23

#### F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro <sup>2)</sup>

(valori percentuali su base annua; fine periodo)



#### F26 Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro <sup>2)</sup>

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



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

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

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

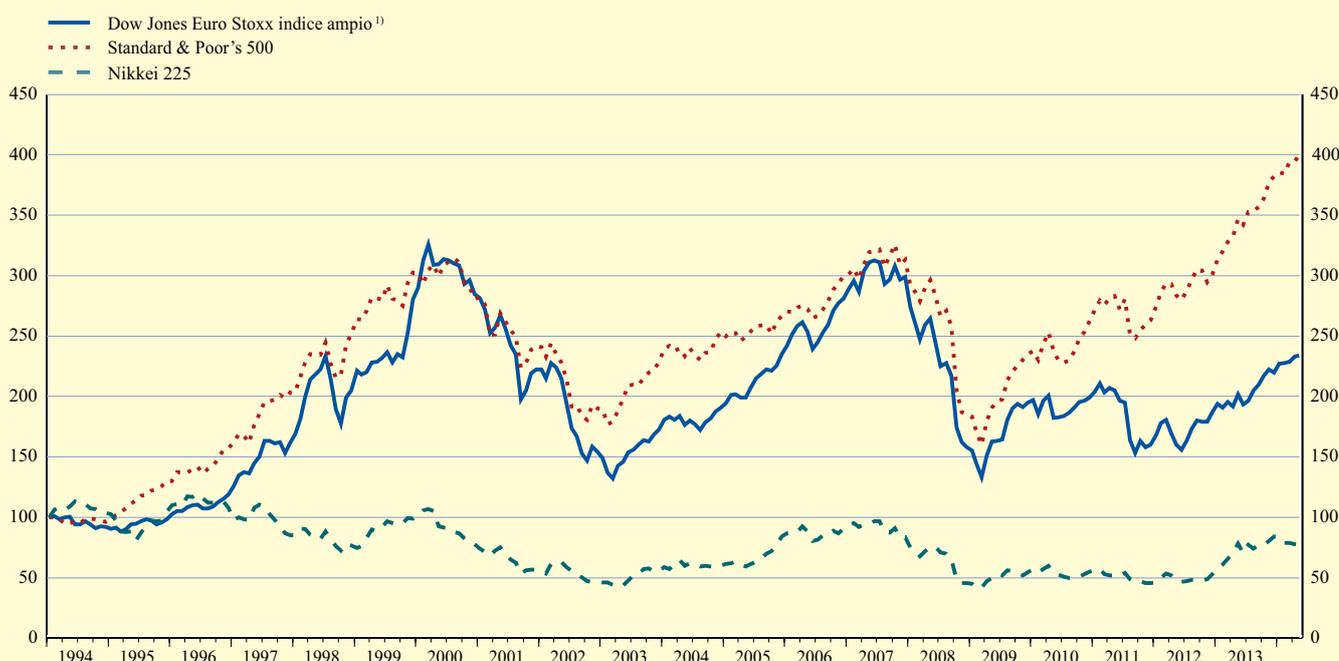
## 4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx <sup>1)</sup>												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliifero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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
2012	239,7	2.411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1.379,4	9.102,6
2013	281,9	2.794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1.643,8	13.577,9
2013 1° trim.	268,2	2.676,6	568,7	181,2	443,1	309,8	144,1	378,1	257,2	222,9	241,3	600,1	1.514,0	11.457,6
2° trim.	271,8	2.696,1	574,6	188,6	458,8	303,7	141,5	383,0	259,3	226,1	239,3	653,6	1.609,5	13.629,3
3° trim.	282,1	2.782,3	581,1	197,7	477,6	312,1	150,4	406,2	277,3	224,0	245,3	631,3	1.674,9	14.127,7
4° trim.	304,9	3.017,6	620,6	211,9	492,2	325,7	169,9	442,8	301,9	249,5	287,4	631,8	1.768,7	14.951,3
2014 1° trim.	315,9	3.090,8	639,0	218,7	500,1	323,4	182,2	461,0	306,3	262,3	293,9	640,7	1.834,9	14.958,9
2013 mag.	280,2	2.785,8	590,1	192,5	472,0	315,0	147,5	392,7	267,1	232,0	248,7	668,7	1.639,8	14.532,4
giu.	268,3	2.655,8	571,1	185,9	453,0	294,9	140,4	381,3	259,5	220,4	229,2	639,2	1.618,8	13.106,6
lug.	272,4	2.686,5	569,6	193,1	465,9	298,7	142,0	389,5	268,1	215,1	231,5	642,5	1.668,7	14.317,5
ago.	284,2	2.803,8	581,8	198,2	482,8	314,9	153,2	407,0	276,1	223,8	245,6	636,8	1.670,1	13.726,7
set.	290,6	2.864,6	592,8	202,3	485,0	323,9	156,8	423,6	288,6	234,1	260,0	613,1	1.687,2	14.372,1
ott.	301,4	2.988,9	602,2	210,0	487,3	329,2	168,4	436,3	293,4	249,6	290,6	616,5	1.720,0	14.329,0
nov.	308,7	3.056,0	630,5	214,1	498,7	330,9	171,1	448,8	306,1	253,7	289,1	646,6	1.783,5	14.931,7
dic.	304,7	3.010,2	631,3	211,7	490,9	316,3	170,3	443,9	307,2	245,0	282,0	633,9	1.807,8	15.655,2
2014 gen.	314,7	3.092,4	640,7	217,4	497,9	318,8	181,3	462,3	308,2	251,3	297,4	647,6	1.822,4	15.578,3
feb.	315,9	3.085,9	643,7	219,2	502,0	318,9	183,0	460,0	304,3	261,1	291,9	638,3	1.817,0	14.617,6
mar.	317,0	3.094,0	632,7	219,5	500,7	332,4	182,5	460,6	306,2	275,0	292,2	635,8	1.863,5	14.694,8
apr.	323,2	3.171,5	637,8	219,9	518,8	348,9	185,8	470,5	304,1	278,7	298,6	642,4	1.864,3	14.475,3
mag.	324,7	3.197,4	660,9	217,7	521,7	362,3	181,9	470,2	300,4	280,6	315,0	657,2	1.889,8	14.343,1

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

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

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

# PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

## 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)<sup>1)</sup>

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati <sup>2)</sup>		
	Indice 2005 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
		Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici												
in perc. del totale nel 2014	100,0	100,0	81,7	57,2	42,8	100,0	12,3	7,5	26,7	10,8	42,8	87,3	12,7	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,7	
2011	112,8	2,7	1,7	3,3	1,8	-	-	-	-	-	-	2,6	3,5	
2012	115,6	2,5	1,8	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3	3,8	
2013	117,2	1,4	1,3	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1	
2013 1° trim.	116,4	1,9	1,5	2,0	1,7	0,4	0,5	0,5	0,1	1,0	0,4	1,7	3,2	
2° trim.	117,5	1,4	1,3	1,5	1,3	0,1	0,5	1,6	0,1	-1,8	0,2	1,3	2,3	
3° trim.	117,3	1,3	1,3	1,3	1,4	0,4	0,7	0,4	0,0	1,0	0,5	1,3	1,8	
4° trim.	117,6	0,8	1,0	0,5	1,2	-0,1	0,3	-1,2	0,1	-1,1	0,1	0,7	1,4	
2014 1° trim.	117,2	0,7	1,0	0,3	1,2	0,2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,3	0,5	2,0	
2013 dic.	117,9	0,8	0,9	0,7	1,0	0,1	0,1	0,8	0,0	0,6	-0,1	0,8	1,4	
2014 gen.	116,6	0,8	1,0	0,5	1,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,6	2,0	
feb.	116,9	0,7	1,1	0,3	1,3	0,1	0,0	-0,3	0,1	0,1	0,2	0,5	2,0	
mar.	118,0	0,5	0,9	0,0	1,1	0,0	0,1	-0,5	-0,1	-0,3	0,1	0,2	2,0	
apr.	118,2	0,7	1,1	0,1	1,6	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,5	2,3	
mag. <sup>3)</sup>	118,1	0,5			1,1					-0,1				

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici		Di locazione				
in perc. del totale nel 2014	19,8	12,3	7,5	37,5	26,7	10,8	10,5	6,2	7,3	3,1	14,7	7,2
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
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
2012	3,1	3,1	3,0	3,0	1,2	7,6	1,8	1,5	2,9	-3,2	2,2	2,0
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,5	2,4	-4,2	2,2	0,7
2013 1° trim.	2,9	2,3	3,9	1,5	0,8	3,2	1,8	1,5	3,1	-4,6	2,8	0,7
2° trim.	3,1	2,1	4,8	0,6	0,8	0,3	1,6	1,3	2,5	-4,5	2,0	0,9
3° trim.	3,1	2,5	4,2	0,3	0,4	0,1	1,8	1,7	2,3	-4,0	2,2	0,8
4° trim.	1,8	2,1	1,3	-0,1	0,3	-0,9	1,7	1,4	1,8	-3,5	2,0	0,4
2014 1° trim.	1,4	1,8	0,7	-0,3	0,3	-1,9	1,8	1,4	1,6	-2,7	1,3	1,2
2013 dic.	1,8	2,0	1,5	0,2	0,3	0,0	1,7	1,4	1,4	-3,4	1,5	0,5
2014 gen.	1,7	2,0	1,3	-0,2	0,2	-1,2	1,7	1,4	1,6	-3,2	1,4	1,3
feb.	1,5	1,8	0,9	-0,4	0,4	-2,3	1,8	1,4	1,8	-2,4	1,5	1,2
mar.	1,0	1,7	-0,1	-0,5	0,2	-2,1	1,8	1,4	1,3	-2,4	1,1	1,2
apr.	0,7	1,6	-0,7	-0,3	0,1	-1,2	1,8	1,4	2,5	-2,6	2,0	1,3
mag. <sup>3)</sup>	0,1				0,0	0,0						

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Queste statistiche a carattere sperimentale forniscono solo una misura approssimata dei prezzi amministrati dato che le variazioni dei prezzi amministrati non possono essere completamente depurate da altri influssi. Si prega di consultare all'indirizzo Eurostat <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/introduction> una nota esplicativa sulla metodologia utilizzata nella compilazione di questo indicatore.
- 3) Stime basate su dati nazionali provvisori che di norma coprono il 95 per cento dell'area dell'euro, nonché su anticipazioni relative ai prezzi dei beni energetici.

## 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 2. Prezzi dei prodotti industriali, delle costruzioni e degli immobili residenziali

in perc. del totale nel 2010	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni										Prezzi delle costruzioni <sup>1),2)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>1),3)</sup>	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali <sup>1),3)</sup>
	Totale (indice 2010 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia							Beni energetici			
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo						
							Totale	Durevoli	Non durevoli				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	2,3	20,3	27,9				
2010	100,0	2,7	3,3	1,7	3,6	0,2	0,4	0,7	0,4	6,1	1,9	0,9	-0,3
2011	105,7	5,7	5,3	3,8	5,8	1,5	3,3	1,9	3,5	10,9	3,3	1,1	2,9
2012	108,6	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	1,6	2,6	6,6	1,6	-1,8	-0,2
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	0,7	1,8	-1,6	0,6	-2,1	.
2013 1° trim.	109,3	1,2	0,8	1,2	0,8	0,8	2,2	0,8	2,4	0,9	0,9	-2,8	-1,5
2° trim.	108,3	-0,1	-0,1	0,5	-0,5	0,6	1,9	0,8	2,1	-2,0	0,4	-2,5	-1,8
3° trim.	108,3	-0,6	-0,3	0,3	-1,1	0,6	1,8	0,6	2,0	-2,7	0,4	-1,5	-1,6
4° trim.	108,0	-1,1	-0,9	-0,3	-1,7	0,5	0,9	0,6	1,0	-2,8	0,6	-1,5	.
2014 1° trim.	107,6	-1,5	-1,1	-0,5	-1,8	0,4	0,6	0,8	0,5	-4,0	.	.	.
2013 nov.	107,9	-1,2	-0,9	-0,4	-1,7	0,5	0,9	0,6	0,9	-3,1	-	-	-
dic.	108,1	-0,7	-0,6	-0,3	-1,7	0,6	0,8	0,6	0,9	-1,8	-	-	-
2014 gen.	107,8	-1,3	-0,9	-0,4	-1,7	0,4	0,7	0,9	0,6	-3,5	-	-	-
feb.	107,6	-1,7	-1,3	-0,5	-1,8	0,3	0,5	0,8	0,5	-4,4	-	-	-
mar.	107,3	-1,6	-1,2	-0,5	-1,9	0,3	0,5	0,8	0,4	-4,3	-	-	-
apr.	107,2	-1,2	-0,5	-0,3	-1,5	0,3	0,7	0,8	0,7	-3,3	-	-	-

### 3. Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

in perc. del totale	Prezzo del petrolio <sup>4)</sup> (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche						Deflatori del PIL							
		Ponderati in base alle importazioni <sup>5)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>6)</sup>			Totale (destagionalizzato; indice 2000=100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni <sup>7)</sup>	Importazioni <sup>7)</sup>
		Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2010	60,7	44,6	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	108,1	0,8	1,5	1,6	0,8	0,8	3,0	5,0
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,8	20,7	7,5	109,4	1,2	2,0	2,4	0,8	1,5	3,6	5,8
2012	86,6	0,5	1,1	0,3	2,6	6,4	-0,3	110,9	1,3	1,6	2,1	1,0	1,1	1,6	2,4
2013	81,7	-8,2	-10,5	-7,0	-7,3	-7,3	-7,3	112,5	1,4	1,1	1,2	1,2	0,3	-0,3	-1,3
2013 1° trim.	85,0	-3,0	-2,4	-3,3	-1,6	0,0	-2,8	112,1	1,6	1,4	1,4	1,7	0,5	0,3	-0,3
2° trim.	79,0	-5,2	-4,1	-5,8	-4,3	-2,1	-6,2	112,5	1,6	1,1	1,2	1,0	0,2	0,0	-1,2
3° trim.	82,5	-12,7	-18,7	-9,4	-12,0	-14,4	-10,0	112,6	1,4	1,0	1,4	1,1	0,2	-0,6	-1,6
4° trim.	80,3	-11,8	-15,8	-9,7	-11,1	-11,8	-10,5	112,7	1,1	0,7	0,9	1,1	0,2	-0,9	-2,0
2014 1° trim.	78,6	-8,4	-6,9	-9,1	-7,5	-3,9	-10,3	113,2	0,9	0,5	0,8	0,6	0,3	-0,8	-1,9
2013 dic.	80,8	-11,4	-13,5	-10,4	-11,2	-10,6	-11,7	-	-	-	-	-	-	-	-
2014 gen.	78,8	-9,3	-11,4	-8,3	-8,9	-8,2	-9,5	-	-	-	-	-	-	-	-
feb.	79,4	-7,8	-6,1	-8,6	-7,2	-3,6	-10,0	-	-	-	-	-	-	-	-
mar.	77,8	-8,2	-3,4	-10,5	-6,3	0,3	-11,6	-	-	-	-	-	-	-	-
apr.	78,2	-4,1	0,9	-6,6	-2,9	2,6	-7,3	-	-	-	-	-	-	-	-
mag.	79,4	-3,2	-1,0	-4,3	-1,3	2,7	-4,7	-	-	-	-	-	-	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE sulla base di dati Eurostat (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), elaborazioni della BCE basate su dati IPD e fonti nazionali (colonna 13 nella tavola 2 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) I dati si riferiscono agli Euro 18.

2) Prezzi degli input delle costruzioni residenziali.

3) 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>).

4) Qualità Brent (per consegne a termine di un mese).

5) Si riferisce a prezzi espressi in euro. Ponderati in base alla struttura delle importazioni dell'area dell'euro nel periodo 2004-2006.

6) 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>).

7) 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 <sup>1)</sup>

(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 2008 = 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, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>2)</sup></b>												
2012	112,7	1,9	4,3	2,7	2,6	2,0	3,1	1,0	0,6	2,5	0,6	2,3
2013	114,0	1,2	0,9	1,7	1,1	0,7	2,1	1,2	-1,3	1,0	1,2	1,2
2013 1° trim.	114,0	1,8	3,0	2,5	0,8	1,9	2,2	0,3	-1,7	2,5	1,2	2,0
2° trim.	113,9	1,2	1,6	2,0	1,2	1,2	1,6	0,7	-1,4	1,2	0,8	1,4
3° trim.	114,2	1,2	1,3	2,6	2,2	0,2	2,9	0,7	-0,9	0,4	1,1	0,7
4° trim.	114,0	0,5	-1,7	-0,7	0,2	-0,7	1,4	3,2	-1,1	0,0	1,9	0,7
<b>Redditi per occupato</b>												
2012	116,6	1,9	1,1	2,5	3,1	1,9	2,5	1,1	1,7	2,5	1,1	1,6
2013	118,5	1,6	2,2	2,5	1,6	1,0	1,1	1,4	1,2	1,7	1,6	1,0
2013 1° trim.	118,1	1,7	3,1	2,5	1,1	1,2	1,4	1,7	1,2	2,1	1,8	0,8
2° trim.	118,5	1,7	2,1	2,6	2,1	1,3	1,2	1,1	2,4	2,2	1,3	1,1
3° trim.	119,0	1,8	3,0	3,2	2,9	1,1	1,2	1,1	0,8	1,6	1,5	1,1
4° trim.	119,0	1,5	1,0	2,1	1,4	0,6	0,6	1,9	0,7	1,2	2,2	1,3
<b>Produttività del lavoro per occupato <sup>3)</sup></b>												
2012	103,5	0,0	-3,1	-0,2	0,5	-0,1	-0,6	0,1	1,1	-0,1	0,5	-0,6
2013	103,9	0,4	1,2	0,8	0,5	0,3	-1,0	0,2	2,5	0,7	0,4	-0,3
2013 1° trim.	103,6	0,0	0,1	0,0	0,4	-0,7	-0,8	1,4	3,0	-0,4	0,6	-1,2
2° trim.	104,0	0,5	0,5	0,6	0,9	0,1	-0,4	0,4	3,9	1,0	0,5	-0,4
3° trim.	104,2	0,6	1,6	0,6	0,7	0,8	-1,7	0,4	1,7	1,2	0,4	0,3
4° trim.	104,4	1,0	2,7	2,8	1,2	1,3	-0,8	-1,3	1,8	1,2	0,3	0,6
<b>Redditi per ora lavorata</b>												
2012	119,3	2,6	2,9	3,6	4,9	2,6	3,1	1,6	1,9	2,6	1,2	2,6
2013	121,6	1,9	2,0	2,2	2,3	1,5	1,3	1,5	1,8	2,1	1,9	1,3
2013 1° trim.	121,9	3,1	4,5	4,3	4,2	2,3	2,1	2,7	1,6	2,7	2,6	2,6
2° trim.	121,5	1,6	1,9	1,6	1,8	1,6	0,9	1,2	2,4	2,3	1,3	1,2
3° trim.	122,0	1,8	2,1	2,2	2,5	1,4	1,8	1,2	2,2	2,1	1,7	1,3
4° trim.	122,0	1,3	0,0	1,0	1,3	0,7	0,7	1,6	1,0	1,5	2,1	0,8
<b>Produttività per ora lavorata <sup>3)</sup></b>												
2012	106,5	0,8	-2,1	0,9	2,0	0,7	0,1	0,5	1,9	0,2	0,7	0,1
2013	107,2	0,7	0,6	0,6	1,0	0,7	-0,7	0,3	3,1	1,1	0,6	0,1
2013 1° trim.	107,5	1,2	-0,3	1,8	2,9	0,3	-0,1	2,5	3,9	0,5	1,4	0,7
2° trim.	107,2	0,4	-0,5	-0,3	0,3	0,4	-0,7	0,4	3,9	0,9	0,4	-0,2
3° trim.	107,3	0,7	0,9	-0,3	0,3	1,3	-1,0	0,6	2,6	1,6	0,5	0,5
4° trim.	107,6	0,8	2,3	1,8	1,0	1,2	-0,9	-1,6	2,1	1,5	0,2	0,3

### 5. Indicatori del costo del lavoro <sup>4)</sup>

	Totale (indice dest.) 2008 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <sup>5)</sup>
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
in perc. del totale nel 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	8
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	108,6	1,8	1,9	1,7	2,4	2,3	2,1	2,2
2013	110,2	1,4	1,7	0,6	2,1	0,6	1,1	1,8
2013 2° trim.	114,1	1,2	1,5	0,3	1,8	0,7	1,0	1,7
3° trim.	107,2	1,1	1,3	0,5	1,6	-0,1	1,0	1,7
4° trim.	116,6	1,4	1,9	0,0	1,7	0,3	0,9	1,7
2014 1° trim.								2,0

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat (tavola 4 della sezione 5.1) ed elaborazioni della BCE (colonna 8 nella tavola 5 della sezione 5.1).

1) I dati si riferiscono agli Euro 18.

2) Rapporto tra i redditi (a prezzi correnti) per occupato e la produttività del lavoro per occupato.

3) PIL totale e valore aggiunto per branca di attività economica (volumi) per input di lavoro (in termini di occupati o di ore lavorate).

4) Costo orario del lavoro nell'intera economia, al netto di agricoltura, silvicoltura e pesca. A causa della diversa definizione dei settori compresi, le stime delle componenti potrebbero non essere coerenti con il totale.

5) Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

## 5.2 Produzione e domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

### 1. PIL e componenti della domanda

	PIL								
	Totale	Domanda interna					Bilancia commerciale <sup>1)</sup>		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>									
2010	9.185,8	9.064,9	5.282,7	2.019,9	1.741,2	21,1	120,8	3.793,9	3.673,1
2011	9.444,0	9.315,1	5.427,3	2.032,6	1.796,6	58,7	128,8	4.186,7	4.057,9
2012	9.505,4	9.259,4	5.464,4	2.041,9	1.744,8	8,3	246,0	4.362,7	4.116,7
2013	9.602,6	9.271,4	5.496,0	2.068,9	1.698,3	8,2	331,2	4.410,5	4.079,3
2013 1° trim.	2.385,4	2.311,5	1.367,7	516,2	422,8	4,8	73,9	1.085,1	1.011,2
2° trim.	2.400,9	2.311,8	1.371,5	516,9	422,8	0,7	89,1	1.107,8	1.018,7
3° trim.	2.406,5	2.326,4	1.377,8	519,3	425,7	3,6	80,2	1.105,3	1.025,1
4° trim.	2.415,2	2.325,2	1.380,2	516,7	430,6	-2,3	90,0	1.118,6	1.028,6
2014 1° trim.	2.429,0	2.341,6	1.384,5	520,5	432,0	4,5	87,4	1.120,6	1.033,1
<i>in percentuale del PIL</i>									
2013	100,0	96,6	57,2	21,5	17,7	0,1	3,4	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2013 1° trim.	-0,2	-0,2	-0,2	0,2	-1,6	-	-	-0,8	-0,8
2° trim.	0,3	-0,1	0,2	0,0	0,2	-	-	2,4	1,6
3° trim.	0,1	0,5	0,1	0,2	0,5	-	-	0,0	0,9
4° trim.	0,3	-0,1	0,0	-0,4	0,9	-	-	1,4	0,7
2014 1° trim.	0,2	0,4	0,1	0,3	0,3	-	-	0,3	0,8
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2010	1,9	1,2	1,0	0,6	-0,4	-	-	11,6	10,0
2011	1,6	0,7	0,3	-0,1	1,6	-	-	6,5	4,5
2012	-0,7	-2,2	-1,3	-0,6	-4,0	-	-	2,5	-0,9
2013	-0,4	-0,9	-0,7	0,1	-2,9	-	-	1,4	0,4
2013 1° trim.	-1,1	-2,0	-1,4	-0,2	-5,2	-	-	0,2	-1,6
2° trim.	-0,6	-1,3	-0,7	0,0	-3,4	-	-	1,7	0,1
3° trim.	-0,3	-0,4	-0,4	0,5	-2,4	-	-	0,9	0,7
4° trim.	0,5	0,2	0,1	0,1	-0,1	-	-	2,9	2,5
2014 1° trim.	0,9	0,8	0,4	0,2	1,9	-	-	4,1	4,1
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>									
2013 1° trim.	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	-0,3	0,2	-0,1	-	-
2° trim.	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,4	-	-
3° trim.	0,1	0,5	0,1	0,1	0,1	0,3	-0,4	-	-
4° trim.	0,3	-0,1	0,0	-0,1	0,2	-0,2	0,3	-	-
2014 1° trim.	0,2	0,4	0,1	0,1	0,1	0,2	-0,2	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>									
2010	1,9	1,2	0,6	0,1	-0,1	0,6	0,7	-	-
2011	1,6	0,7	0,2	0,0	0,3	0,3	0,9	-	-
2012	-0,7	-2,2	-0,8	-0,1	-0,8	-0,5	1,5	-	-
2013	-0,4	-0,9	-0,4	0,0	-0,5	0,0	0,5	-	-
2013 1° trim.	-1,1	-2,0	-0,8	0,0	-1,0	-0,1	0,8	-	-
2° trim.	-0,6	-1,3	-0,4	0,0	-0,6	-0,3	0,7	-	-
3° trim.	-0,3	-0,4	-0,3	0,1	-0,4	0,2	0,1	-	-
4° trim.	0,5	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	-	-
2014 1° trim.	0,9	0,8	0,3	0,0	0,3	0,1	0,1	-	-

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) Include le acquisizioni nette di oggetti di valore.

## 5.2 Produzione e domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

### 2. Valore aggiunto per branca di attività economica

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministr. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2010	8.242,3	137,1	1.581,8	499,2	1.552,3	370,8	438,7	919,2	827,5	1.615,1	300,6	943,4
2011	8.468,0	142,0	1.643,3	502,0	1.593,2	374,5	440,1	965,5	859,6	1.639,7	308,1	975,9
2012	8.525,3	144,6	1.643,8	492,1	1.606,2	370,0	433,8	982,2	877,3	1.661,6	313,6	980,2
2013	8.610,6	143,9	1.660,8	478,1	1.622,3	358,1	439,9	1.004,8	895,7	1.686,8	320,3	992,0
2013 1° trim.	2.139,7	36,1	412,3	120,2	402,3	90,4	109,0	249,1	220,8	420,5	79,2	245,6
2° trim.	2.150,3	36,3	415,4	119,0	404,8	90,1	110,7	250,2	223,4	420,8	79,7	250,6
3° trim.	2.157,9	35,7	415,8	119,4	407,5	88,9	110,4	251,8	225,4	422,3	80,8	248,6
4° trim.	2.168,1	36,0	420,0	120,0	408,9	88,8	110,0	253,7	226,4	423,4	81,0	247,1
2014 1° trim.	2.176,6	36,7	418,0	120,5	410,0	88,5	112,4	254,5	226,7	427,6	81,7	252,5
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2013	100,0	1,7	19,3	5,6	18,8	4,2	5,1	11,7	10,4	19,6	3,7	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2013 1° trim.	-0,2	0,3	0,3	-1,3	-0,2	-0,2	-1,3	-0,1	0,4	-0,4	-0,4	-0,5
2° trim.	0,3	0,2	0,5	-0,9	0,6	0,2	-0,4	0,1	0,9	0,1	0,1	0,5
3° trim.	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3	-0,7	0,6	0,3	0,3	0,1	0,1	-0,2
4° trim.	0,3	1,3	0,6	0,1	0,3	0,1	-0,6	0,4	0,2	0,4	-0,1	-0,3
2014 1° trim.	0,1	1,8	-0,3	0,5	0,4	0,1	0,7	-0,2	0,1	0,1	0,2	0,7
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2010	2,0	-2,9	9,5	-5,6	0,7	1,5	0,1	-0,1	2,6	1,1	0,4	1,4
2011	1,8	0,3	3,0	-1,6	1,7	3,6	1,6	2,1	2,7	0,9	0,4	0,1
2012	-0,5	-4,9	-1,1	-4,2	-0,9	0,6	-0,3	0,7	0,7	0,2	0,0	-1,9
2013	-0,3	-0,4	-0,6	-4,0	-0,5	-0,7	-0,6	0,8	1,0	0,1	-0,5	-1,4
2013 1° trim.	-1,0	-2,8	-1,6	-5,2	-1,9	-0,5	0,3	0,8	-0,1	0,1	-1,0	-2,8
2° trim.	-0,5	-0,9	-0,9	-4,9	-0,9	-0,3	-0,7	0,8	1,2	0,0	-0,3	-1,2
3° trim.	-0,2	0,5	-1,0	-3,6	-0,1	-1,3	0,0	0,8	1,3	0,2	-0,1	-0,9
4° trim.	0,6	1,9	1,5	-1,9	1,0	-0,5	-1,6	0,7	1,9	0,3	-0,2	-0,5
2014 1° trim.	0,9	3,4	0,9	-0,1	1,6	-0,3	0,4	0,6	1,6	0,7	0,4	0,6
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2013 1° trim.	-0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-
2° trim.	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
3° trim.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
4° trim.	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2014 1° trim.	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2010	2,0	0,0	1,7	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0	-
2011	1,8	0,0	0,6	-0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,3	0,2	0,0	-
2012	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2013	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2013 1° trim.	-1,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,4	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
2° trim.	-0,5	0,0	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
3° trim.	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
4° trim.	0,6	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2014 1° trim.	0,9	0,1	0,2	0,0	0,3	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 5.2 Produzione e domanda

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 3. Produzione industriale

in perc. del totale nel 2010	Totale		Industria escluse le costruzioni									Costruzioni			
	1	2	Totale (dest.; indice 2010 = 100)	Totale			Industria escluse le costruzioni e i beni energetici						Beni energetici	11	12
				3	4	5	6	7	Beni di consumo						
									Totale	Durevoli	Non durevoli				
	100,0	79,4	79,4	68,3	67,7	26,7	23,2	17,8	2,3	15,5	11,7	20,6			
2011	2,2	103,5	3,4	4,7	4,8	4,2	8,5	1,0	0,7	1,0	-4,5	-2,4			
2012	-3,1	100,9	-2,5	-2,7	-2,8	-4,5	-1,1	-2,4	-4,9	-2,1	-0,4	-5,4			
2013	-1,1	100,2	-0,7	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,5	-3,6	0,0	-0,8	-2,8			
2013 2° trim.	-1,5	100,2	-1,1	-1,0	-1,1	-2,1	-0,3	-0,7	-3,9	-0,2	-1,0	-3,6			
3° trim.	-1,1	100,2	-1,1	-1,1	-0,9	-0,7	-1,3	-0,8	-3,7	-0,4	-2,1	-1,0			
4° trim.	1,0	100,7	1,5	1,9	2,1	2,5	2,7	0,4	-2,7	1,0	-1,3	-1,1			
2014 1° trim.	2,5	100,9	1,1	2,9	3,0	3,1	3,9	1,5	0,4	1,6	-8,8	8,4			
2013 nov. dic.	2,0 1,3	101,3 101,0	2,8 1,4	3,0 1,8	3,2 2,1	3,0 3,3	4,3 2,2	1,5 -0,2	-1,4 -1,6	2,1 0,1	0,3 -1,5	-1,3 0,3			
2014 gen. feb. mar.	2,8 2,7 0,7	100,9 101,1 100,8	1,7 1,7 -0,1	3,2 3,7 1,9	3,2 3,7 2,1	3,3 3,9 2,2	5,3 4,0 2,6	0,5 3,0 1,1	1,9 0,5 -0,9	0,3 3,3 1,3	-5,8 -8,8 -11,9	7,5 7,5 5,2			
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>															
2013 nov. dic.	1,2 0,0	- -	1,4 -0,3	1,2 0,1	1,2 0,0	0,6 0,5	2,2 -0,6	0,5 0,0	1,6 0,8	0,3 0,0	2,5 -3,0	0,1 1,6			
2014 gen. feb. mar.	0,3 0,0 -0,6	- - -	-0,1 0,2 -0,3	0,3 0,5 -0,6	0,3 0,4 -0,7	0,3 0,4 -0,8	0,5 0,0 -0,3	0,5 0,7 -0,6	2,1 -0,8 0,0	0,3 0,7 -0,5	-1,9 -1,3 -0,4	1,2 0,4 -0,6			

### 4. Nuovi ordinativi e fatturato nell'industria, vendite al dettaglio e immatricolazioni di nuove autovetture

in perc. del totale nel 2010	Indicatore dei nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio (incluso il carburante per autoveicoli)								Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	A prezzi costanti							Totale (migliaia dest.)	Totale
	Totale (dest.; indice 2010 = 100)	Totale	Totale (dest.; indice 2010 = 100)	Totale	Totale	Totale (dest.; indice 2010 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari			Carburante		
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	108,6	8,6	109,3	9,2	1,7	99,3	-0,7	-1,1	-0,3	-1,4	-0,3	-3,3	840	-0,9
2012	104,4	-3,8	108,8	-0,4	0,5	97,6	-1,7	-1,3	-1,6	-2,5	-2,8	-5,0	745	-11,1
2013	104,3	-0,1	107,3	-1,4	-0,4	96,7	-0,9	-1,0	-0,7	-1,4	-2,6	-1,0	713	-4,4
2013 2° trim.	103,3	-1,6	106,8	-1,9	-0,4	96,6	-1,1	-1,7	-0,5	0,0	-2,8	-0,6	710	-7,2
3° trim.	105,1	1,1	107,5	-1,5	-0,1	97,2	-0,5	-0,6	-0,4	-0,4	-2,5	0,0	709	-2,2
4° trim.	106,1	2,7	107,8	0,3	0,0	96,7	0,1	-0,3	0,6	0,4	-1,0	0,2	744	5,3
2014 1° trim.	107,1	4,3	108,7	1,5	0,5	97,4	0,9	-0,3	1,9	3,7	0,5	0,8	724	5,0
2013 dic.	107,5	4,3	108,3	0,5	-0,4	96,3	-0,4	-1,4	0,3	-0,8	-1,5	0,0	774	6,9
2014 gen. feb. mar. apr.	107,3 107,2 106,9 -	5,1 4,5 3,3 -	109,0 108,8 108,3 -	2,0 2,2 0,5 -	0,5 0,6 0,5 -	97,2 97,4 97,5 -	0,7 1,0 1,0 -	-0,4 0,0 -0,5 -	1,3 1,8 2,7 -	2,4 2,5 6,5 -	0,1 1,1 0,3 -	1,3 0,2 0,9 -	706 735 731 747	5,5 6,0 4,0 5,1
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>														
2013 dic.	-	1,5	-	0,1	-1,2	-	-1,2	-1,5	-0,9	-2,7	-1,3	-0,1	-	5,6
2014 gen. feb. mar. apr.	- - - -	-0,2 -0,1 -0,3 -	- - - -	0,6 -0,2 -0,5 -	0,9 0,0 0,1 -	- - - -	1,0 0,2 0,1 -	0,7 0,3 0,3 -	0,9 0,7 0,0 -	1,4 0,8 -0,5 -	1,7 0,1 -0,7 -	0,3 -1,4 0,7 -	- - - -	-8,8 4,2 -0,6 2,2

Fonti: Eurostat, eccetto le colonne 1 e 2 nella tavola 4 (che riportano elaborazioni sperimentali della BCE basate su dati nazionali) e le colonne 13 e 14 nella tavola 4 (che riportano elaborazioni della BCE basate sui dati di fonte ACEA, Associazione europea dei costruttori di automobili).

- Per ulteriori dettagli, cfr. de Bondt, G.J., Dieden, H.C., Muzikarova, S. e Vincze, I., "Introducing the ECB indicator on euro area industrial new orders", *Occasional Paper Series*, n. 149, BCE Francoforte sul Meno, giugno 2013.
- I dati annuali e trimestrali sono medie di quelli mensili nel periodo considerato.

## 5.2 Produzione e domanda

(saldi percentuali<sup>1)</sup>, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

### 5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico <sup>2)</sup> (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera					Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia				Capacità utilizzata <sup>3)</sup> (in perc.)	Totale <sup>4)</sup>	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale <sup>4)</sup>	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010	101,4	-4,5	-24,2	1,0	11,6	77,0	-14,1	-5,2	-12,3	31,1	-8,0
2011	102,2	0,2	-6,4	2,3	9,4	80,6	-14,3	-7,3	-18,0	23,0	-9,0
2012	90,8	-11,7	-24,4	6,8	-3,9	78,6	-22,1	-11,1	-27,4	38,1	-11,7
2013	93,8	-9,3	-26,0	4,7	2,8	78,3	-18,6	-8,9	-20,1	34,4	-11,2
2013 1° trim.	90,5	-12,2	-29,6	5,4	-1,6	77,5	-23,5	-11,3	-27,2	42,3	-13,1
2° trim.	90,2	-12,7	-30,9	6,2	-0,9	77,9	-20,8	-10,1	-24,8	35,7	-12,6
3° trim.	95,3	-8,3	-24,9	4,6	4,4	78,4	-15,9	-7,9	-16,7	29,6	-9,2
4° trim.	99,1	-4,1	-18,6	2,8	9,1	79,3	-14,4	-6,3	-11,6	29,8	-9,8
2014 1° trim.	101,6	-3,5	-16,5	2,8	8,8	79,8	-11,2	-4,6	-7,0	23,8	-9,6
2013 dic.	100,4	-3,4	-16,7	1,7	8,3	-	-13,5	-5,7	-9,8	29,0	-9,5
2014 gen.	101,0	-3,8	-16,7	3,0	8,2	80,1	-11,7	-4,9	-7,6	24,6	-9,5
feb.	101,2	-3,5	-16,3	2,4	8,3	-	-12,7	-4,8	-8,7	26,3	-11,0
mar.	102,5	-3,3	-16,6	3,0	9,8	-	-9,3	-4,0	-4,6	20,4	-8,2
apr.	102,0	-3,5	-15,3	3,2	8,2	79,5	-8,6	-4,1	-3,5	18,4	-8,6
mag.	102,7	-3,0	-14,6	3,3	9,0	-	-7,1	-3,4	-2,5	15,1	-7,4

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale <sup>4)</sup>	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale <sup>4)</sup>	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale <sup>4)</sup>	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
2010	-28,5	-39,3	-17,6	-4,0	-6,5	7,2	1,6	3,9	1,4	3,0	7,3
2011	-25,2	-33,1	-17,2	-5,3	-5,4	11,2	0,6	5,3	2,2	5,4	8,3
2012	-27,6	-34,3	-21,0	-15,1	-18,5	14,4	-12,4	-6,8	-11,8	-7,6	-1,0
2013	-30,0	-38,2	-21,7	-12,5	-18,9	9,3	-9,2	-6,1	-9,9	-8,6	0,2
2013 1° trim.	-28,7	-36,8	-20,7	-16,1	-24,0	10,8	-13,5	-7,7	-12,6	-8,9	-1,8
2° trim.	-31,5	-38,5	-24,3	-16,5	-24,5	11,2	-13,9	-9,9	-14,5	-13,3	-1,9
3° trim.	-31,0	-39,7	-22,3	-10,4	-16,4	8,7	-6,1	-5,3	-8,2	-8,6	0,8
4° trim.	-28,6	-37,7	-19,5	-6,8	-10,5	6,6	-3,5	-1,3	-4,2	-3,4	3,6
2014 1° trim.	-29,0	-39,6	-18,5	-3,0	-5,6	5,6	2,3	3,4	1,0	1,9	7,2
2013 dic.	-26,4	-34,8	-18,0	-5,0	-9,1	6,4	0,3	0,4	-2,1	-0,4	3,6
2014 gen.	-29,8	-41,3	-18,4	-3,4	-8,1	5,9	3,7	2,4	-0,6	-0,2	8,0
feb.	-28,5	-37,5	-19,5	-3,0	-4,3	6,0	1,3	3,3	0,5	2,4	7,0
mar.	-28,7	-39,9	-17,6	-2,5	-4,3	4,9	1,8	4,5	3,2	3,5	6,7
apr.	-30,4	-40,0	-20,7	-2,5	-5,8	6,1	4,4	3,5	2,3	1,5	6,7
mag.	-30,0	-40,4	-19,7	-2,5	-3,1	7,7	3,4	3,8	3,2	2,1	6,0

Fonte: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari).

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata a partire dal 1990.
- 3) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dalle medie trimestrali.
- 4) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

## 5.3 Mercato del lavoro <sup>1), 2)</sup>

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

### 1. Occupazione

	Per status occupazionale			Per settore di attività									
	Totale	Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Ammin. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Persone occupate</b>													
<i>livelli (migliaia)</i>													
2013	145.835	124.672	21.163	4.965	22.786	9.116	35.874	4.079	4.044	1.280	18.389	34.475	10.827
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2013	100,0	85,5	14,5	3,4	15,6	6,3	24,6	2,8	2,8	0,9	12,6	23,6	7,4
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2011	0,3	0,4	-0,2	-2,0	0,1	-3,7	0,7	1,3	-0,4	0,6	2,5	0,3	0,1
2012	-0,6	-0,7	-0,1	-1,9	-0,9	-4,7	-0,8	1,2	-0,4	-0,4	0,7	-0,3	0,6
2013	-0,8	-0,8	-0,8	-1,6	-1,4	-4,5	-0,8	0,3	-0,8	-1,7	0,3	-0,3	-0,2
2013 1° trim.	-1,1	-1,1	-1,3	-2,9	-1,5	-5,5	-1,3	0,3	-1,1	-2,1	0,3	-0,5	0,1
2° trim.	-1,0	-1,1	-0,8	-1,5	-1,4	-5,7	-1,0	0,0	-1,2	-3,0	0,2	-0,4	0,1
3° trim.	-0,9	-0,9	-0,7	-1,1	-1,6	-4,3	-0,9	0,4	-0,4	-0,9	0,1	-0,2	-0,4
4° trim.	-0,5	-0,4	-0,7	-0,8	-1,2	-3,0	-0,3	0,3	-0,3	-1,1	0,7	0,0	-0,8
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2013 1° trim.	-0,5	-0,5	-0,6	-1,3	-0,4	-1,4	-0,5	-0,4	-0,1	-1,0	-0,6	-0,3	-0,4
2° trim.	0,0	-0,1	0,1	1,6	-0,4	-1,0	0,1	0,1	-0,2	0,1	0,3	-0,1	0,1
3° trim.	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,4	-0,4	-0,1	0,0	0,0	0,7	0,7	0,1	-0,1
4° trim.	0,1	0,1	0,0	-0,5	-0,1	-0,4	0,2	0,5	0,0	-0,9	0,2	0,3	-0,4
<b>Ore lavorate</b>													
<i>livelli (milioni)</i>													
2013	228.788	184.181	44.606	9.972	35.887	15.806	59.436	6.528	6.370	1.962	28.574	49.089	15.164
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2013	100,0	80,5	19,5	4,4	15,7	6,9	26,0	2,9	2,8	0,9	12,5	21,5	6,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2011	0,3	0,5	-0,7	-3,0	0,8	-3,8	0,4	1,4	-0,2	1,3	2,7	0,5	0,1
2012	-1,4	-1,4	-1,3	-2,9	-2,0	-6,1	-1,6	0,6	-0,9	-1,2	0,5	-0,5	-0,1
2013	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,2	-4,9	-1,3	0,0	-0,9	-2,3	0,0	-0,5	-0,6
2013 1° trim.	-2,3	-2,4	-2,2	-2,5	-3,3	-7,8	-2,2	-0,4	-2,2	-3,0	-0,6	-1,3	-1,7
2° trim.	-0,9	-1,0	-0,6	-0,5	-0,6	-5,2	-1,3	0,3	-1,1	-3,0	0,3	-0,3	-0,1
3° trim.	-1,0	-0,9	-1,2	-0,4	-0,7	-3,9	-1,4	-0,3	-0,6	-1,8	-0,3	-0,4	-0,6
4° trim.	-0,3	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-2,8	-0,2	0,4	0,0	-1,3	0,4	0,1	-0,5
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2013 1° trim.	-0,9	-0,9	-0,9	-0,2	-1,0	-2,1	-0,8	-0,2	-0,2	-0,6	-0,9	-1,0	-0,6
2° trim.	0,6	0,6	0,8	0,8	1,2	0,5	0,6	0,5	0,3	0,4	0,7	0,4	0,5
3° trim.	0,0	0,0	0,1	-0,4	-0,1	-0,6	0,1	-0,4	0,0	-0,4	0,6	0,1	0,0
4° trim.	0,0	0,1	-0,4	-0,6	-0,3	-0,7	0,0	0,6	-0,1	-0,7	0,0	0,6	-0,4
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>													
<i>livelli (migliaia)</i>													
2013	1.569	1.477	2.108	2.008	1.575	1.734	1.657	1.600	1.575	1.533	1.554	1.424	1.401
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2011	0,0	0,2	-0,5	-1,0	0,6	-0,1	-0,3	0,2	0,2	0,8	0,2	0,2	0,0
2012	-0,8	-0,7	-1,2	-1,0	-1,1	-1,5	-0,8	-0,7	-0,4	-0,8	-0,3	-0,2	-0,8
2013	-0,3	-0,3	-0,3	0,6	0,2	-0,5	-0,4	-0,3	-0,1	-0,6	-0,3	-0,2	-0,4
2013 1° trim.	-1,2	-1,3	-0,9	0,4	-1,8	-2,5	-0,9	-0,7	-1,1	-0,9	-0,9	-0,8	-1,8
2° trim.	0,1	0,1	0,2	1,0	0,8	0,6	-0,3	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2
3° trim.	-0,1	0,0	-0,5	0,7	0,9	0,4	-0,5	-0,7	-0,2	-0,9	-0,4	-0,2	-0,1
4° trim.	0,2	0,2	0,3	0,4	1,0	0,2	0,1	0,2	0,3	-0,3	-0,3	0,1	0,3
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2013 1° trim.	-0,4	-0,5	-0,2	1,1	-0,7	-0,7	-0,3	0,2	-0,2	0,4	-0,3	-0,7	-0,2
2° trim.	0,7	0,7	0,7	-0,8	1,6	1,5	0,5	0,4	0,6	0,3	0,4	0,5	0,4
3° trim.	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	-0,2	0,2	-0,4	0,0	-1,2	-0,1	-0,1	0,1
4° trim.	-0,1	0,0	-0,4	-0,1	-0,2	-0,4	-0,3	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,3	0,0

Fonte: elaborazioni della BCE basate sui dati Eurostat.

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

2) I dati si riferiscono agli Euro 18.

**5.3 Mercato del lavoro**

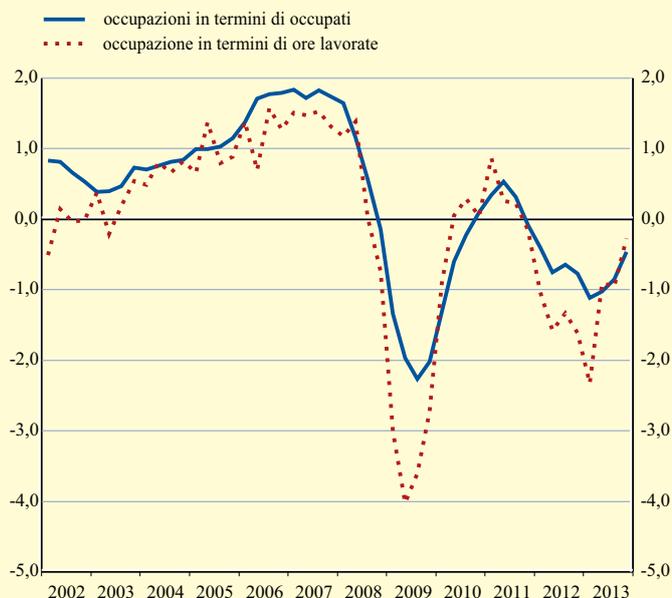
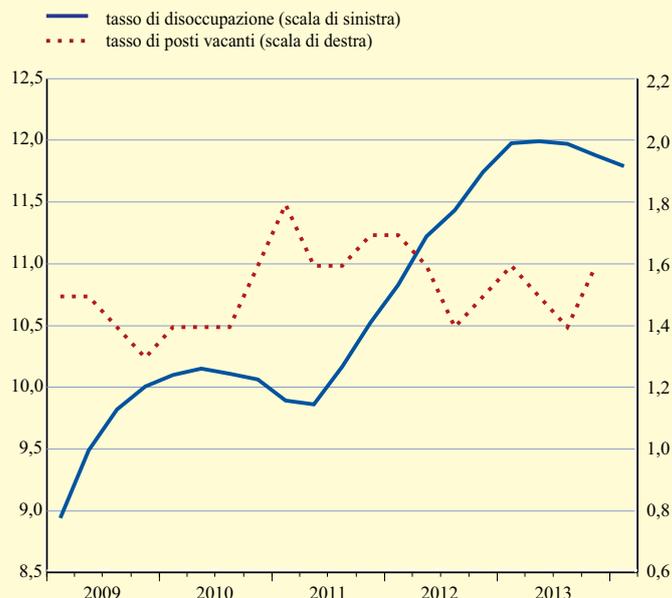
(dati destagionalizzati salvo diversa indicazione)

**2. Disoccupazione e posti vacanti<sup>1)</sup>**

	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti <sup>2),3)</sup> in perc. del totale dei posti di lavoro
	Totale		Per età <sup>4)</sup>				Per genere <sup>5)</sup>				
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
in perc. del totale nel 2010	100,0		79,3		20,7		54,2		45,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010	15,999	10,1	12,692	8,9	3,307	21,0	8,671	10,0	7,328	10,2	1,5
2011	16,060	10,1	12,830	8,9	3,230	20,9	8,595	9,9	7,465	10,4	1,7
2012	18,094	11,3	14,585	10,1	3,508	23,1	9,746	11,2	8,348	11,4	1,6
2013	19,152	12,0	15,598	10,7	3,554	23,9	10,311	11,9	8,841	12,0	1,5
2013 1° trim.	19,180	12,0	15,566	10,7	3,614	24,0	10,352	11,9	8,828	12,0	1,6
2° trim.	19,222	12,0	15,656	10,8	3,566	23,9	10,347	11,9	8,875	12,1	1,5
3° trim.	19,190	12,0	15,641	10,7	3,548	24,0	10,367	11,9	8,823	12,0	1,4
4° trim.	19,016	11,9	15,528	10,7	3,488	23,8	10,179	11,7	8,836	12,0	1,6
2014 1° trim.	18,864	11,8	15,425	10,6	3,439	23,7	10,123	11,7	8,741	11,9	.
2013 nov.	19,057	11,9	15,565	10,7	3,492	23,8	10,200	11,8	8,857	12,1	-
dic.	18,919	11,8	15,453	10,6	3,466	23,7	10,121	11,7	8,798	12,0	-
2014 gen.	18,908	11,8	15,435	10,6	3,472	23,8	10,121	11,7	8,786	12,0	-
feb.	18,858	11,8	15,429	10,6	3,429	23,6	10,134	11,7	8,723	11,9	-
mar.	18,827	11,8	15,410	10,6	3,417	23,6	10,114	11,7	8,713	11,9	-
apr.	18,751	11,7	15,370	10,6	3,381	23,5	10,104	11,7	8,646	11,8	-

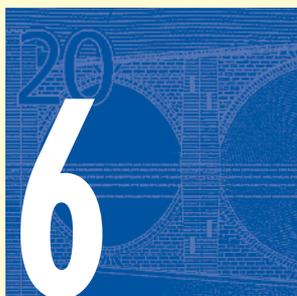
**F28 Occupazione: occupati e ore lavorate<sup>2)</sup>**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)


**F29 Tasso<sup>2)</sup> di disoccupazione e tasso<sup>2)</sup> di posti vacanti<sup>3)</sup>**


Fonte: Eurostat.

- 1) I dati di disoccupazione si riferiscono a persone e sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.
- 2) I dati si riferiscono agli Euro 18.
- 3) Industria, costruzioni e servizi (ad esclusione di famiglie in veste di datori di lavoro, enti e organismi extraterritoriali); dati non destagionalizzati.
- 4) 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.
- 5) I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di genere.



## FINANZA PUBBLICA

### 6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo <sup>1)</sup> (in percentuale del PIL)

#### 1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
		Imposte dirette		Imprese	Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE		Contributi sociali	Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti	Vendite di beni e servizi		Imposte in conto capitale	
		Famiglie												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2005	44,8	44,3	11,7	8,6	3,0	13,3	0,3	15,4	8,1	4,4	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	4,4	2,3	0,3	0,3	41,3
2007	45,3	45,0	12,7	8,9	3,6	13,3	0,3	15,0	8,0	4,3	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	4,4	2,3	0,2	0,3	40,9
2009	44,9	44,6	11,6	9,2	2,3	12,8	0,3	15,8	8,3	4,5	2,5	0,3	0,4	40,5
2010	44,8	44,6	11,5	8,9	2,5	13,0	0,3	15,7	8,2	4,5	2,6	0,2	0,3	40,5
2011	45,3	45,0	11,9	9,1	2,7	13,1	0,3	15,7	8,2	4,5	2,6	0,3	0,3	40,9
2012	46,2	46,0	12,4	9,5	2,7	13,3	0,3	15,9	8,3	4,6	2,6	0,2	0,3	41,8
2013	46,7	46,4	12,7	9,7	2,8	13,3	0,3	15,9	8,3	4,7	2,6	0,3	0,3	42,3

#### 2. Area dell'euro: spese

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale				Per memoria: spese primarie <sup>3)</sup>	
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE			
												A carico delle istituzioni dell'UE		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,0	42,2	10,1	5,0	3,0	24,1	21,4	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,0
2008	47,2	43,3	10,3	5,2	3,0	24,8	21,9	1,6	0,4	3,9	2,6	1,3	0,0	44,2
2009	51,2	47,0	11,1	5,7	2,9	27,3	24,3	1,8	0,4	4,3	2,8	1,4	0,0	48,4
2010	51,0	46,6	10,9	5,7	2,8	27,2	24,2	1,8	0,4	4,4	2,6	1,9	0,0	48,2
2011	49,5	45,9	10,6	5,5	3,0	26,8	23,8	1,7	0,4	3,5	2,4	1,2	0,0	46,4
2012	49,9	46,2	10,5	5,5	3,1	27,0	24,2	1,6	0,4	3,7	2,1	1,6	0,1	46,8
2013	49,8	46,5	10,5	5,5	2,9	27,6	24,6	1,6	0,4	3,3	2,1	1,3	0,1	46,8

#### 3. Area dell'euro: disavanzo/avanzo, disavanzo/avanzo primario e consumi pubblici

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo primario (+)	Consumi pubblici <sup>4)</sup>							Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
	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)			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2005	-2,5	-2,3	-0,3	-0,2	0,2	0,5	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,3	8,0	12,5	
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	20,1	10,1	5,0	5,2	1,9	2,3	7,7	12,3	
2008	-2,1	-2,3	-0,2	-0,2	0,5	0,9	20,6	10,3	5,2	5,4	2,0	2,3	8,0	12,7	
2009	-6,4	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,4	11,1	5,7	5,9	2,1	2,5	8,6	13,7	
2010	-6,2	-5,1	-0,7	-0,3	-0,1	-3,4	22,0	10,9	5,7	5,8	2,1	2,6	8,4	13,6	
2011	-4,1	-3,3	-0,7	-0,2	0,1	-1,1	21,5	10,6	5,5	5,8	2,1	2,6	8,2	13,3	
2012	-3,7	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6	21,5	10,5	5,5	5,8	2,1	2,6	8,2	13,3	
2013	-3,0	-2,6	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	21,6	10,5	5,5	5,9	2,1	2,6	8,2	13,4	

#### 4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+) <sup>5)</sup>

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LV	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	18
2010	-3,8	-4,2	0,2	-30,6	-10,9	-9,6	-7,0	-4,5	-5,3	-8,2	-0,8	-3,5	-5,1	-4,5	-9,8	-5,9	-7,5	-2,5
2011	-3,8	-0,8	1,1	-13,1	-9,6	-9,6	-5,2	-3,7	-6,3	-3,5	0,2	-2,7	-4,3	-2,5	-4,3	-6,4	-4,8	-0,7
2012	-4,1	0,1	-0,2	-8,2	-8,9	-10,6	-4,9	-3,0	-6,4	-1,3	0,0	-3,3	-4,1	-2,6	-6,4	-4,0	-4,5	-1,8
2013	-2,6	0,0	-0,2	-7,2	-12,7	-7,1	-4,3	-3,0	-5,4	-1,0	0,1	-2,8	-2,5	-1,5	-4,9	-14,7	-2,8	-2,1

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al disavanzo/avanzo dei singoli paesi.

- 1) 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 regolamenti collegati agli accordi sui tassi swap e a termine.

## 6.2 Debito <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro: per strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				Altri creditori <sup>3)</sup>
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>2)</sup>			Altri settori	
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	69,6	2,2	12,2	4,7	50,5	38,7	19,4	11,2	8,1	30,9
2005	70,5	2,4	12,3	4,4	51,4	37,0	18,8	11,3	7,0	33,5
2006	68,6	2,5	11,9	3,8	50,5	34,9	18,9	9,3	6,7	33,7
2007	66,3	2,2	11,3	3,9	48,8	32,7	17,6	8,6	6,5	33,6
2008	70,1	2,3	11,6	6,5	49,7	33,4	18,4	7,9	7,1	36,7
2009	80,0	2,5	12,8	8,3	56,5	37,4	21,6	9,2	6,6	42,6
2010	85,5	2,5	15,5	7,3	60,2	41,4	24,3	10,6	6,5	44,1
2011	87,4	2,5	15,5	7,4	62,0	43,3	24,5	11,4	7,4	44,0
2012	90,7	2,6	17,4	6,8	63,9	46,2	26,4	12,6	7,2	44,5
2013	92,6	2,6	16,9	6,3	66,8	47,1	26,5	13,5	7,1	45,5

### 2. Area dell'euro: per emittente, scadenza e valuta di denominazione

	Totale	Emesso da <sup>4)</sup>				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
2004	69,6	56,6	6,6	5,1	1,3	7,6	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	4,5	14,8	25,8	29,9	69,4	1,1
2006	68,6	55,4	6,5	5,4	1,4	7,2	61,5	4,3	14,3	24,2	30,1	67,9	0,7
2007	66,3	53,4	6,3	5,3	1,4	7,2	59,1	4,2	14,5	23,6	28,2	65,7	0,5
2008	70,1	56,8	6,7	5,3	1,3	10,1	60,1	4,9	17,7	23,4	29,0	69,2	1,0
2009	80,0	64,8	7,7	5,8	1,7	12,1	67,9	5,0	19,5	27,3	33,2	78,8	1,2
2010	85,5	69,3	8,4	5,9	1,9	13,1	72,4	5,2	21,3	29,3	34,9	84,3	1,2
2011	87,4	70,7	8,6	5,9	2,2	12,6	74,8	6,2	20,8	30,4	36,1	85,7	1,7
2012	90,7	73,6	8,9	6,0	2,3	11,8	78,9	7,3	20,1	32,2	38,4	88,7	2,0
2013	92,6	75,9	8,5	6,0	2,2	10,8	81,8	7,4	20,3	32,7	39,6	90,7	1,9

### 3. Paesi dell'area dell'euro

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LV	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	18
2010	96,6	82,5	6,7	91,2	148,3	61,7	82,7	119,3	61,3	44,5	19,5	66,0	63,4	72,5	94,0	38,7	41,0	48,8
2011	99,2	80,0	6,1	104,1	170,3	70,5	86,2	120,7	71,5	42,0	18,7	68,8	65,7	73,1	108,2	47,1	43,6	49,3
2012	101,1	81,0	9,8	117,4	157,2	86,0	90,6	127,0	86,6	40,8	21,7	70,8	71,3	74,4	124,1	54,4	52,7	53,6
2013	101,5	78,4	10,0	123,7	175,1	93,9	93,5	132,6	111,7	38,1	23,1	73,0	73,5	74,5	129,0	71,7	55,4	57,0

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al debito dei singoli paesi.

- 1) 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 <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro: per fonte, strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Fonte della variazione			Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori <sup>6)</sup>
		Fabbisogno <sup>2)</sup>	Effetti di rivalutazione <sup>3)</sup>	Altre variazioni in volume <sup>4)</sup>	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>5)</sup>	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	3,3	3,1	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,4	0,0	0,5	3,7
2006	1,6	1,5	0,1	0,0	0,2	0,3	-0,4	1,6	-0,3	1,1	-1,4	1,9
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3	1,0	-0,4	-0,4	-0,3	1,6
2008	5,4	5,2	0,1	0,0	0,1	0,6	2,7	2,0	1,5	1,2	-0,5	3,9
2009	7,3	7,5	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,9	2,7	2,5	1,0	4,6
2010	7,6	7,8	-0,1	0,0	0,1	3,1	-0,7	5,2	5,0	3,3	1,6	2,6
2011	4,2	4,0	0,1	0,0	0,0	0,4	0,2	3,5	3,0	0,9	1,1	1,2
2012	3,9	5,3	-1,4	0,0	0,1	2,0	-0,5	2,2	3,1	2,1	1,2	0,7
2013	2,8	2,8	-0,1	0,1	0,0	-0,3	-0,5	3,6	1,3	0,3	1,1	1,5

### 2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

Variazione del debito	Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Raccordo disavanzo-debito <sup>7)</sup>											Altro <sup>8)</sup>	
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume		
			Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli <sup>9)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2005	3,3	-2,5	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	5,4	-2,1	3,2	3,1	0,8	0,7	0,7	0,9	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0
2009	7,3	-6,4	1,0	1,0	0,3	0,0	0,3	0,5	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,1
2010	7,6	-6,2	1,4	1,8	0,0	0,5	1,0	0,2	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,2
2011	4,2	-4,1	0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2
2012	3,9	-3,7	0,2	1,2	0,3	0,4	-0,1	0,6	-0,2	0,3	-1,4	0,0	0,0	0,4
2013	2,8	-3,0	-0,2	-0,5	-0,5	-0,3	-0,2	0,4	-0,1	0,4	-0,1	0,0	0,1	0,3

Fonte: BCE.

- 1) Dati 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) Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- 8) Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
- 9) Esclusi gli strumenti finanziari derivati.

**6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali <sup>1)</sup>**  
(in percentuale del PIL)

**1. Area dell'euro: entrate trimestrali**

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2007 4° trim.	49,1	48,5	14,7	13,8	15,7	2,5	1,0	0,6	0,3	44,5
2008 1° trim.	42,5	42,2	10,9	12,4	14,8	2,2	1,1	0,3	0,2	38,3
2° trim.	45,3	44,9	12,9	12,3	15,0	2,3	1,5	0,4	0,3	40,6
3° trim.	43,4	43,0	12,1	12,1	15,0	2,3	0,8	0,4	0,3	39,4
4° trim.	48,7	48,1	13,8	13,3	16,3	2,6	1,1	0,5	0,3	43,8
2009 1° trim.	42,6	42,5	10,5	12,0	15,6	2,4	1,1	0,1	0,2	38,4
2° trim.	45,3	44,8	11,8	12,5	15,7	2,5	1,4	0,6	0,5	40,5
3° trim.	42,8	42,5	10,9	12,1	15,5	2,4	0,7	0,3	0,3	38,7
4° trim.	48,5	47,7	12,9	13,6	16,4	2,7	1,0	0,8	0,5	43,4
2010 1° trim.	42,5	42,4	10,2	12,4	15,5	2,4	0,9	0,2	0,3	38,4
2° trim.	45,2	44,8	11,9	12,7	15,4	2,6	1,3	0,4	0,3	40,3
3° trim.	43,1	42,7	10,9	12,6	15,3	2,5	0,7	0,3	0,3	39,0
4° trim.	48,3	47,6	13,1	13,2	16,4	2,8	1,0	0,7	0,3	43,0
2011 1° trim.	43,2	42,9	10,7	12,6	15,3	2,4	1,0	0,3	0,3	38,9
2° trim.	45,3	45,0	12,1	12,7	15,4	2,5	1,5	0,3	0,3	40,4
3° trim.	43,7	43,4	11,4	12,6	15,3	2,5	0,8	0,3	0,3	39,5
4° trim.	49,0	47,9	13,3	13,2	16,6	2,8	1,0	1,1	0,4	43,6
2012 1° trim.	43,7	43,5	11,0	12,9	15,4	2,4	1,0	0,3	0,2	39,5
2° trim.	46,2	45,9	12,6	12,9	15,6	2,6	1,4	0,3	0,3	41,3
3° trim.	44,6	44,2	11,9	12,7	15,5	2,5	0,7	0,4	0,3	40,4
4° trim.	50,2	49,5	14,0	13,6	16,9	2,9	1,0	0,7	0,3	44,9
2013 1° trim.	44,3	44,0	11,3	12,8	15,6	2,4	1,0	0,2	0,3	40,0
2° trim.	47,4	46,9	13,1	13,0	15,7	2,6	1,5	0,4	0,4	42,2
3° trim.	45,1	44,6	12,1	12,7	15,5	2,5	0,7	0,5	0,4	40,7
4° trim.	50,2	49,5	14,2	13,7	16,9	2,8	0,9	0,7	0,3	45,1

**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		Investimenti	Trasferimenti in conto capitale			
							Sussidi						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2007 4° trim.	49,2	44,7	10,8	5,9	2,9	25,0	21,2	1,5	4,5	2,8	1,7	-0,1	2,8
2008 1° trim.	45,3	41,8	9,8	4,5	3,0	24,4	20,7	1,2	3,6	2,3	1,2	-2,9	0,1
2° trim.	45,9	42,3	10,3	5,0	3,3	23,8	20,7	1,1	3,6	2,6	1,0	-0,7	2,6
3° trim.	45,7	42,0	9,8	5,0	3,0	24,3	21,1	1,2	3,7	2,7	1,0	-2,4	0,6
4° trim.	51,3	46,7	11,3	6,3	2,9	26,3	22,2	1,4	4,6	3,0	1,6	-2,7	0,2
2009 1° trim.	49,3	45,4	10,7	5,1	2,8	26,9	22,9	1,3	3,9	2,6	1,2	-6,7	-3,9
2° trim.	50,7	46,5	11,1	5,5	3,0	26,8	23,3	1,3	4,2	2,8	1,3	-5,3	-2,3
3° trim.	50,0	46,0	10,6	5,5	2,8	27,1	23,5	1,3	4,1	2,9	1,1	-7,2	-4,4
4° trim.	54,6	49,8	11,8	6,8	2,8	28,4	24,0	1,5	4,9	3,0	1,8	-6,1	-3,3
2010 1° trim.	50,4	46,5	10,7	5,1	2,7	27,9	23,6	1,4	3,9	2,4	1,5	-7,9	-5,1
2° trim.	49,6	46,1	11,0	5,5	3,0	26,7	23,2	1,3	3,5	2,6	1,1	-4,5	-1,5
3° trim.	50,5	45,2	10,3	5,4	2,7	26,8	23,1	1,3	5,3	2,6	2,6	-7,4	-4,7
4° trim.	53,5	48,8	11,5	6,7	2,9	27,7	23,6	1,5	4,7	2,7	2,0	-5,2	-2,3
2011 1° trim.	48,4	45,3	10,3	5,0	2,9	27,1	23,1	1,3	3,1	2,2	1,0	-5,2	-2,4
2° trim.	48,5	45,3	10,7	5,3	3,2	26,1	22,8	1,2	3,3	2,3	0,9	-3,2	0,0
3° trim.	48,0	44,5	10,1	5,3	2,9	26,3	22,9	1,2	3,5	2,3	1,1	-4,3	-1,4
4° trim.	52,7	48,7	11,3	6,6	3,2	27,7	23,6	1,5	4,0	2,5	1,8	-3,8	-0,6
2012 1° trim.	48,1	45,4	10,2	4,9	3,0	27,3	23,2	1,2	2,7	1,9	0,8	-4,3	-1,4
2° trim.	49,2	45,9	10,6	5,3	3,3	26,7	23,2	1,1	3,3	2,1	1,2	-2,9	0,4
3° trim.	48,4	44,9	10,1	5,3	2,9	26,7	23,3	1,2	3,5	2,2	1,3	-3,8	-0,9
4° trim.	53,9	48,7	11,1	6,5	3,2	27,9	24,0	1,4	5,2	2,4	2,8	-3,7	-0,5
2013 1° trim.	48,8	46,2	10,3	5,0	2,8	28,1	23,8	1,2	2,7	1,8	1,0	-4,6	-1,8
2° trim.	49,5	46,1	10,5	5,4	3,1	27,2	23,5	1,1	3,4	2,0	1,4	-2,2	0,9
3° trim.	48,5	45,3	10,0	5,3	2,8	27,2	23,5	1,2	3,2	2,1	1,0	-3,4	-0,6
4° trim.	52,2	48,6	11,1	6,3	2,9	28,3	24,2	1,5	3,6	2,3	1,4	-2,1	0,9

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

- 1) 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.  
2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

## 6.5 Debito e variazione del debito trimestrali <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario

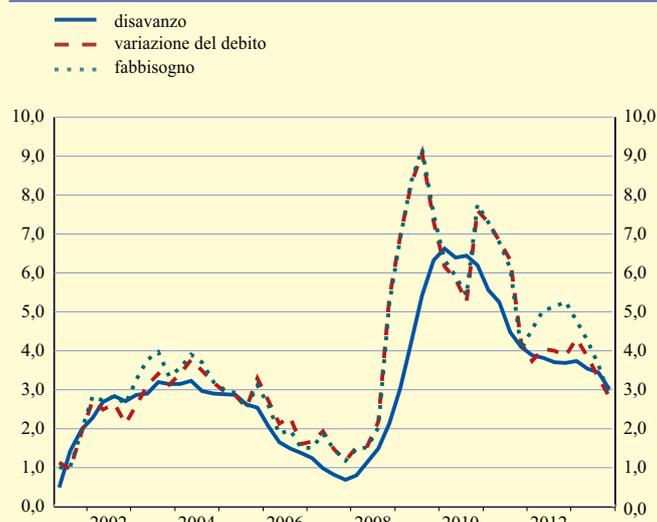
	Totale	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
	1	2	3	4	5
2011 1° trim.	86,4	2,5	15,4	7,4	61,1
2° trim.	87,2	2,5	15,1	7,5	62,2
3° trim.	86,9	2,5	15,3	7,8	61,3
4° trim.	87,4	2,5	15,5	7,4	62,0
2012 1° trim.	88,3	2,6	15,9	7,6	62,3
2° trim.	90,0	2,5	16,8	7,3	63,3
3° trim.	90,1	2,6	16,7	7,2	63,6
4° trim.	90,7	2,6	17,4	6,8	63,9
2013 1° trim.	92,4	2,6	17,1	7,0	65,7
2° trim.	93,5	2,5	17,0	6,9	67,0
3° trim.	92,7	2,6	16,8	6,9	66,5
4° trim.	92,6	2,6	16,9	6,3	66,8

### 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
2011 1° trim.	6,9	-5,2	1,7	0,8	2,1	-0,8	-0,6	0,0	0,2	0,7	6,7
2° trim.	5,9	-3,2	2,7	2,5	2,8	0,6	-0,3	-0,5	0,2	0,0	5,7
3° trim.	0,9	-4,3	-3,4	-3,8	-3,7	-0,4	0,1	0,2	0,5	-0,1	0,3
4° trim.	3,3	-3,8	-0,5	-0,6	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	-0,2	0,3	3,5
2012 1° trim.	5,0	-4,3	0,6	3,4	4,1	-0,2	-0,5	0,0	-3,8	1,0	8,8
2° trim.	7,1	-2,9	4,2	4,0	1,8	1,0	0,5	0,7	-0,5	0,7	7,6
3° trim.	0,7	-3,8	-3,1	-2,1	-2,1	0,5	-0,6	0,1	-0,1	-0,9	0,7
4° trim.	2,7	-3,7	-1,0	-0,4	-2,4	0,3	0,2	1,5	-1,3	0,7	4,0
2013 1° trim.	6,8	-4,6	2,2	1,6	1,5	-0,6	-0,2	0,9	0,0	0,6	6,8
2° trim.	5,2	-2,2	3,1	3,7	3,2	0,2	0,0	0,3	-0,3	-0,3	5,5
3° trim.	1,4	-3,4	-4,8	-4,3	-3,4	-0,9	0,0	0,0	0,3	-0,7	-1,7
4° trim.	0,8	-2,1	-1,3	-2,7	-3,1	0,2	-0,3	0,5	-0,1	1,6	0,9

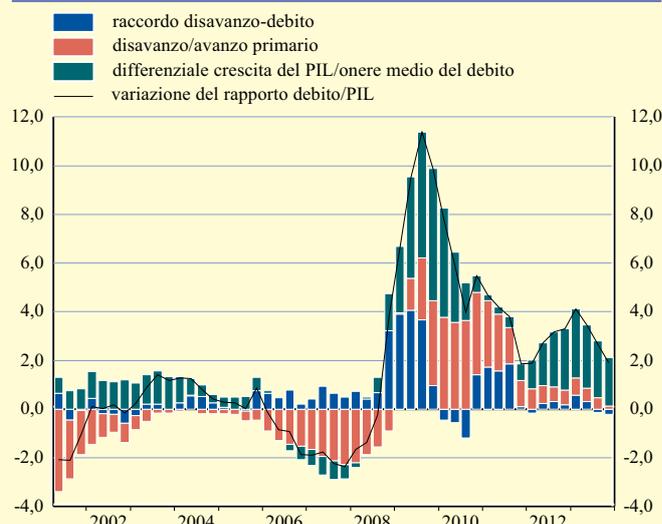
### F30 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito

(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) I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati.



## TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

### 7.1 Bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; transazioni nette)

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario						Errori e omissioni
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	12,1	0,9	77,9	39,6	-106,3	10,7	22,7	-50,9	-101,7	238,6	-5,6	-172,0	-10,3	28,2
2012	133,1	89,0	95,0	56,3	-107,3	6,5	139,6	-165,0	-71,6	95,4	5,3	-179,3	-15,0	25,5
2013	227,7	165,2	113,2	70,3	-121,1	20,1	247,8	-246,9	-24,9	105,8	18,2	-341,7	-4,4	-0,9
2013 1° trim.	28,6	29,3	19,0	22,3	-42,0	2,1	30,7	-23,2	-25,2	2,4	8,2	-8,6	-0,1	-7,5
2° trim.	60,1	49,9	30,3	10,0	-30,0	5,6	65,6	-72,2	22,0	44,0	-1,9	-135,1	-1,2	6,6
3° trim.	51,4	38,1	33,5	14,0	-34,1	4,6	56,0	-55,9	-12,7	4,9	7,6	-52,9	-2,9	-0,1
4° trim.	87,6	48,0	30,5	24,0	-14,9	7,9	95,5	-95,6	-9,1	54,6	4,3	-145,1	-0,3	0,2
2014 1° trim.	41,6	35,1	25,0	21,4	-39,8	5,6	47,2	-41,5	-0,4	38,3	1,1	-78,7	-1,8	-5,7
2013 mar.	24,3	21,8	7,7	7,6	-12,9	0,7	25,1	-16,0	-15,5	-9,1	1,0	5,4	2,3	-9,1
apr.	15,7	16,0	8,3	1,8	-10,4	1,8	17,4	-22,1	-7,5	-6,4	-5,6	-2,5	0,0	4,7
mag.	13,3	16,5	9,5	-3,0	-9,7	2,7	16,0	-19,3	43,7	24,7	-8,6	-78,5	-0,6	3,3
giu.	31,1	17,4	12,5	11,2	-10,0	1,1	32,2	-30,8	-14,3	25,7	12,4	-54,0	-0,6	-1,4
lug.	25,7	18,7	13,1	5,1	-11,2	2,5	28,3	-28,6	6,9	-31,3	-2,0	-2,6	0,2	0,4
ago.	10,2	6,7	8,1	6,9	-11,6	1,5	11,7	-6,8	-0,3	18,8	6,7	-30,0	-2,0	-5,0
set.	15,5	12,7	12,2	1,9	-11,3	0,5	16,0	-20,4	-19,3	17,4	2,9	-20,3	-1,1	4,5
ott.	26,3	17,7	10,0	6,6	-8,1	3,0	29,3	-18,8	20,4	-6,4	3,8	-37,5	0,9	-10,4
nov.	28,4	17,6	9,0	6,5	-4,7	2,3	30,7	-30,3	-19,8	57,0	-1,3	-66,4	0,2	-0,5
dic.	32,9	12,7	11,4	10,9	-2,1	2,6	35,5	-46,5	-9,7	3,9	1,8	-41,3	-1,3	11,0
2014 gen.	7,0	0,7	8,8	7,5	-10,0	1,0	8,0	-4,7	-9,1	19,3	-0,1	-12,1	-2,7	-3,3
feb.	13,8	15,5	9,0	6,5	-17,3	2,7	16,5	-12,2	30,8	26,6	2,7	-73,1	0,8	-4,3
mar.	20,9	18,9	7,2	7,4	-12,5	1,9	22,8	-24,6	-22,2	-7,6	-1,5	6,5	0,1	1,9
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2014 mar.	240,7	171,0	119,2	69,3	-118,9	23,6	264,3	-265,2	-0,1	141,7	11,1	-411,8	-6,2	0,9
<i>flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>														
2014 mar.	2,5	1,8	1,2	0,7	-1,2	0,2	2,7	-2,7	0,0	1,5	0,1	-4,3	-0,1	0,0

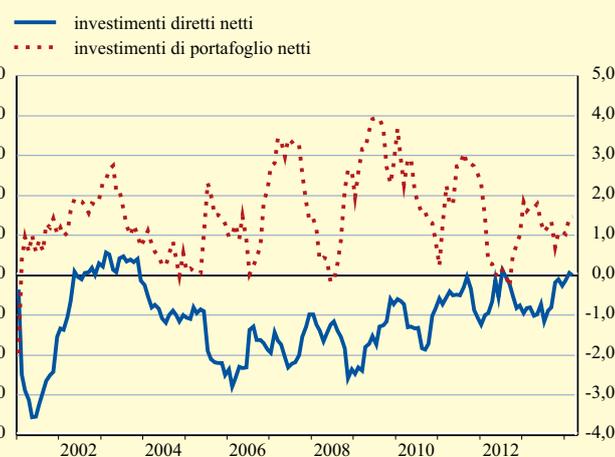
### F32 B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente

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



### F33 B.d.p. dell'area dell'euro: investimenti diretti e di portafoglio

(flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



Fonte:

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

## 7.2 Conto corrente e conto capitale

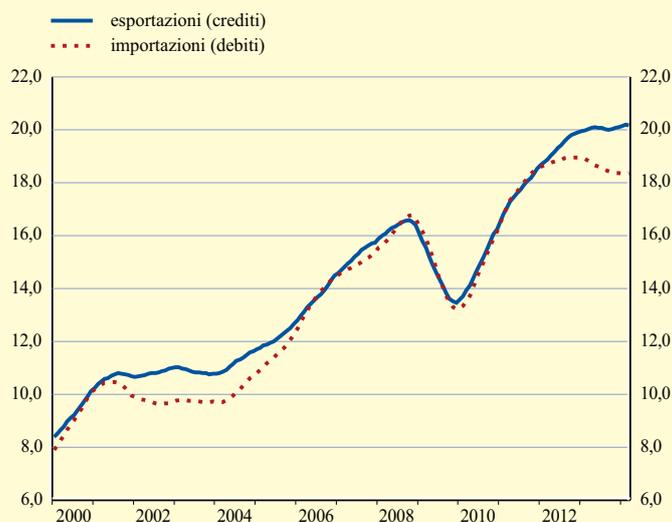
(miliardi di euro; transazioni)

### 1. Conto corrente e conto capitale: principali voci

	Conto corrente														Conto capitale	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti				Crediti	Debiti	
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti		Debiti				
											Rimesse dei lavoratori		Rimesse dei lavoratori			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
2011	3.028,7	3.016,6	12,1	1.792,9	1.792,1	590,8	512,9	549,1	509,5	95,8	6,5	202,1	27,1	25,8	15,1	
2012	3.222,8	3.089,7	133,1	1.921,5	1.832,5	633,6	538,5	569,1	512,8	98,6	6,8	205,9	26,0	30,6	24,1	
2013	3.247,0	3.019,3	227,7	1.935,8	1.770,6	662,9	549,7	548,6	478,3	99,7	6,7	220,8	24,4	32,4	12,3	
2013 1° trim.	777,4	748,8	28,6	470,6	441,3	146,5	127,5	132,5	110,2	27,7	1,6	69,7	5,9	6,2	4,1	
2° trim.	824,8	764,8	60,1	489,6	439,8	166,5	136,2	148,9	139,0	19,8	1,8	49,8	6,1	7,9	2,3	
3° trim.	807,2	755,7	51,4	479,6	441,5	176,8	143,3	133,2	119,2	17,6	1,7	51,7	6,3	6,7	2,2	
4° trim.	837,6	750,1	87,6	496,0	448,0	173,2	142,7	133,9	109,8	34,6	1,7	49,5	6,1	11,6	3,7	
2014 1° trim.	786,4	744,8	41,6	476,7	441,6	156,1	131,1	125,0	103,6	28,6	-	68,5	-	8,0	2,4	
2014 gen.	256,0	249,0	7,0	152,6	151,9	53,0	44,3	39,8	32,3	10,5	-	20,5	-	1,7	0,7	
feb.	257,9	244,2	13,8	157,1	141,6	49,7	40,7	39,5	33,0	11,6	-	28,9	-	3,3	0,6	
mar.	272,5	251,6	20,9	166,9	148,1	53,3	46,2	45,7	38,3	6,5	-	19,0	-	3,0	1,1	
	Dati destagionalizzati															
2013 3° trim.	808,5	758,6	49,9	480,2	442,6	166,7	137,2	136,7	123,3	24,9	-	55,5	-	-	-	
4° trim.	819,1	752,8	66,3	491,7	445,5	169,9	138,7	132,5	115,6	25,0	-	53,0	-	-	-	
2014 1° trim.	817,3	751,3	66,0	489,8	444,8	171,2	139,6	130,5	112,7	25,8	-	54,2	-	-	-	
2014 gen.	273,2	247,8	25,4	164,3	148,6	57,5	45,9	42,9	35,7	8,5	-	17,6	-	-	-	
feb.	273,5	251,7	21,8	164,6	149,1	57,5	45,9	43,0	38,2	8,4	-	18,4	-	-	-	
mar.	270,6	251,8	18,8	160,9	147,1	56,2	47,8	44,6	38,8	8,8	-	18,1	-	-	-	
	flussi cumulati sui 12 mesi															
2014 mar.	3.261,9	3.018,0	244,0	1.948,0	1.773,7	673,5	554,1	540,6	472,0	99,8	-	218,1	-	-	-	
	flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL															
2014 mar.	33,8	31,3	2,5	20,2	18,4	7,0	5,7	5,6	4,9	1,0	-	2,3	-	-	-	

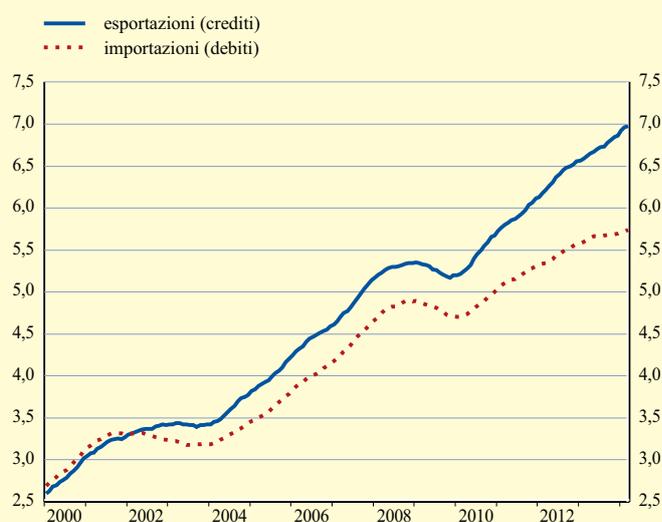
### F34 B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei beni

(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			
			Crediti	Debiti	Su azioni e altre partecipazioni		Su debito		Dividendi		Interessi		Crediti	Debiti		
					Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2011	27,4	12,8	521,7	496,7	269,2	58,8	171,1	57,3	40,4	35,2	36,2	99,5	98,2	121,9	77,7	69,0
2012	30,1	13,5	539,0	499,3	281,2	44,2	158,5	19,3	50,2	64,0	42,4	104,6	99,7	115,1	65,6	57,1
2013	29,9	13,9	518,6	464,3	268,2	46,0	143,2	36,7	45,8	58,8	44,8	104,4	99,2	107,9	60,6	49,9
2012 4° trim.	8,5	3,4	133,6	117,0	72,0	5,6	37,7	-11,5	13,6	17,9	7,9	20,7	24,8	27,3	15,3	13,5
2013 1° trim.	7,3	2,6	125,3	107,6	66,1	25,6	35,8	15,8	11,4	14,4	7,8	17,7	24,6	27,3	15,4	12,5
2° trim.	7,5	3,6	141,4	135,3	72,5	1,9	35,6	2,8	11,6	14,4	15,0	44,1	25,1	27,3	17,2	14,0
3° trim.	7,4	4,1	125,8	115,2	63,8	17,0	37,6	16,1	11,1	14,6	12,3	24,6	24,8	27,0	13,9	11,5
4° trim.	7,8	3,6	126,1	106,3	65,9	1,5	34,3	2,0	11,7	15,5	9,7	18,1	24,7	26,4	14,1	12,0

### 3. Scomposizione per area geografica

(transazioni cumulate)

dal 1° trim. 2013 al 4° trim. 2013	Totale	Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro						Brasile	Canada	Cina	India	Giappone	Russia	Svizzera	Stati Uniti	Altri
	1	Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE	8	9	10	11	12	13	14	15	16
		2	3	4	5	6	7									
		Crediti														
<b>Conto corrente</b>	3.247,0	1.012,9	55,9	100,4	490,7	301,3	64,6	66,0	47,8	161,6	38,3	69,0	124,6	274,2	443,0	1.009,7
Beni	1.935,8	601,0	36,4	58,9	267,8	237,6	0,2	34,0	24,4	121,3	27,5	43,7	86,7	128,1	224,2	644,8
Servizi	662,9	204,1	12,8	21,1	127,8	35,5	6,8	10,8	11,0	24,8	8,3	15,1	22,0	64,4	101,6	200,9
Redditi	548,6	143,7	5,7	18,2	83,7	24,8	11,4	20,8	11,7	14,8	2,2	9,3	15,0	72,2	110,7	148,2
da capitale	518,6	135,8	4,8	18,1	81,9	24,1	6,9	20,8	11,6	14,7	2,2	9,2	15,0	56,5	109,2	143,6
Trasferimenti correnti	99,7	64,1	1,0	2,2	11,4	3,3	46,2	0,5	0,7	0,8	0,2	1,0	0,9	9,4	6,6	15,7
<b>Conto capitale</b>	32,4	27,7	0,0	0,0	1,2	0,2	26,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	1,1	0,4	2,9
		Debiti														
<b>Conto corrente</b>	3.019,3	947,6	48,1	95,3	407,2	278,7	118,3	40,4	30,4	-	35,1	91,1	156,7	230,1	397,1	-
Beni	1.770,6	501,7	31,0	52,1	198,1	220,6	0,0	26,2	14,6	197,2	26,0	43,3	140,1	106,2	150,9	564,4
Servizi	549,7	160,3	8,3	16,5	92,8	42,4	0,3	5,3	7,3	16,2	7,3	8,9	10,9	51,2	112,2	170,1
Redditi	478,3	151,1	7,6	24,8	104,4	9,8	4,6	7,6	6,7	-	0,9	38,1	4,5	63,0	127,2	-
da capitale	464,3	143,7	7,5	24,7	102,8	4,2	4,6	7,5	6,5	-	0,7	38,0	4,3	62,6	126,1	-
Trasferimenti correnti	220,8	134,5	1,3	1,9	11,9	5,9	113,4	1,3	1,9	2,6	0,9	0,7	1,1	9,8	6,9	61,1
<b>Conto capitale</b>	12,3	5,2	0,0	0,0	4,4	0,5	0,3	0,2	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1	0,7	0,5	4,8
		Saldo														
<b>Conto corrente</b>	227,7	65,3	7,8	5,2	83,5	22,5	-53,7	25,6	17,3	-	3,1	-22,1	-32,1	44,0	45,9	-
Beni	165,2	99,3	5,4	6,9	69,8	17,1	0,2	7,8	9,8	-75,9	1,6	0,4	-53,4	21,9	73,3	80,4
Servizi	113,2	43,8	4,6	4,6	35,0	-6,9	6,5	5,4	3,7	8,6	1,0	6,2	11,0	13,3	-10,6	30,9
Redditi	70,3	-7,4	-1,9	-6,6	-20,7	14,9	6,8	13,2	5,0	-	1,3	-28,9	10,5	9,2	-16,5	-
da capitale	54,3	-7,9	-2,7	-6,6	-21,0	20,0	2,4	13,3	5,1	-	1,5	-28,8	10,6	-6,1	-16,9	-
Trasferimenti correnti	-121,1	-70,4	-0,3	0,3	-0,5	-2,6	-67,2	-0,8	-1,2	-1,8	-0,7	0,2	-0,2	-0,4	-0,3	-45,4
<b>Conto capitale</b>	20,1	22,6	0,0	0,0	-3,2	-0,3	26,1	-0,2	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,3	-0,1	-1,9

Fonte: BCE.

## 7.3 Conto finanziario

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

### 1. Conto finanziario: principali voci

	Totale <sup>1)</sup>			Totale in perc. del PIL			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero)</b>														
2010	15.183,6	16.453,3	-1.269,7	165,3	179,1	-13,8	4.928,8	3.895,5	4.901,4	7.429,6	-45,0	4.807,2	5.128,2	591,2
2011	15.986,5	17.440,9	-1.454,4	169,3	184,7	-15,4	5.708,5	4.414,6	4.738,4	7.741,7	-54,8	4.927,3	5.284,5	667,1
2012	16.920,5	18.174,3	-1.253,8	178,0	191,2	-13,2	6.125,7	4.634,2	5.254,8	8.423,6	-46,9	4.897,5	5.116,5	689,4
2013 2° trim.	17.005,4	18.309,3	-1.303,9	178,5	192,2	-13,7	6.230,1	4.739,6	5.351,8	8.539,6	-50,4	4.909,5	5.030,0	564,3
3° trim.	16.961,7	18.238,3	-1.276,7	177,3	190,7	-13,3	6.181,1	4.719,8	5.453,6	8.680,2	-41,5	4.781,8	4.838,3	586,8
4° trim.	16.970,8	18.135,2	-1.164,4	176,7	188,9	-12,1	6.266,8	4.764,7	5.537,9	8.801,1	-38,1	4.662,1	4.569,5	542,1
<b>Variazioni nelle consistenze</b>														
2010	1.447,9	1.226,4	221,6	15,8	13,4	2,4	518,3	359,3	557,8	585,9	-26,7	269,7	281,2	128,8
2011	802,9	987,6	-184,7	8,5	10,5	-2,0	779,7	519,1	-163,0	312,2	-9,7	120,0	156,4	75,9
2012	934,0	733,4	200,6	9,8	7,7	2,1	417,2	219,5	516,3	681,9	7,9	-29,7	-168,0	22,3
2013	50,4	-39,0	89,4	0,5	-0,4	0,9	141,1	130,5	283,2	377,4	8,7	-235,4	-547,0	-147,3
2013 3° trim.	-43,7	-70,9	27,2	-1,8	-3,0	1,1	-49,1	-19,8	101,7	140,6	8,9	-127,7	-191,7	22,4
4° trim.	9,2	-103,1	112,3	0,4	-4,2	4,5	85,8	44,9	84,4	120,9	3,4	-119,7	-268,9	-44,7
<b>Transazioni</b>														
2010	639,5	626,1	13,4	7,0	6,8	0,1	352,0	274,6	131,4	211,6	-10,2	155,8	139,9	10,5
2011	660,8	609,9	50,9	7,0	6,5	0,5	500,9	399,1	-53,7	184,9	5,6	197,8	25,8	10,3
2012	579,1	414,1	165,0	6,1	4,4	1,7	410,1	338,6	194,3	289,7	-5,3	-34,9	-214,2	15,0
2013	498,1	251,2	246,9	5,2	2,6	2,6	324,2	299,2	250,2	356,0	-18,2	-62,4	-404,0	4,4
2013 3° trim.	32,4	-23,5	55,9	1,3	-1,0	2,3	50,4	37,7	69,1	74,1	-7,6	-82,4	-135,3	2,9
4° trim.	177,6	82,0	95,6	7,2	3,3	3,9	151,9	142,8	50,4	104,9	-4,3	-20,6	-165,7	0,3
2014 1° trim.	171,2	129,7	41,5	7,2	5,5	1,8	-21,6	-22,0	45,9	84,2	-1,1	146,2	67,5	1,8
2013 nov.	71,8	41,5	30,3	-	-	-	24,5	4,7	19,1	76,2	1,3	27,0	-39,4	-0,2
dic.	-131,3	-177,9	46,5	-	-	-	-31,0	-40,7	20,6	24,5	-1,8	-120,4	-161,7	1,3
2014 gen.	173,3	168,6	4,7	-	-	-	25,0	16,0	17,6	36,9	0,1	127,8	115,7	2,7
feb.	11,8	-0,4	12,2	-	-	-	-46,5	-15,7	14,6	41,2	-2,7	47,3	-25,8	-0,8
mar.	-13,9	-38,6	24,6	-	-	-	-0,1	-22,2	13,6	6,0	1,5	-28,8	-22,3	-0,1
<b>Altre variazioni</b>														
2009	571,4	503,0	68,4	6,4	5,6	0,8	146,5	29,8	417,6	552,1	1,1	-86,8	-78,9	93,0
2010	808,4	600,3	208,1	8,8	6,5	2,3	166,3	84,6	426,4	374,3	-16,5	113,9	141,4	118,3
2011	142,1	377,7	-235,7	1,5	4,0	-2,5	278,8	120,0	-109,3	127,2	-15,3	-77,8	130,5	65,6
2012	354,9	319,3	35,6	3,7	3,4	0,4	7,1	-119,1	322,1	392,2	13,2	5,2	46,2	7,3
<b>Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio</b>														
2009	-49,2	-56,2	6,9	-0,6	-0,6	0,1	-5,3	5,3	-29,8	-34,3	.	-11,5	-27,2	-2,7
2010	477,9	325,2	152,7	5,2	3,5	1,7	143,4	35,0	160,0	128,7	.	161,3	161,5	13,3
2011	214,1	176,0	38,1	2,3	1,9	0,4	70,5	18,1	72,9	66,6	.	63,2	91,3	7,5
2012	-87,8	-91,6	3,8	-0,9	-1,0	0,0	-23,0	-6,0	-41,1	-37,1	.	-17,0	-48,5	-6,6
<b>Altre variazioni dovute ad altre rettifiche</b>														
2009	618,1	491,5	126,6	6,9	5,5	1,4	147,5	29,4	423,6	462,1	1,2	.	.	45,8
2010	304,1	150,1	154,0	3,3	1,6	1,7	33,2	-0,8	185,5	150,9	-16,2	.	.	101,7
2011	-127,9	-253,3	125,4	-1,4	-2,7	1,3	-38,1	7,1	-133,7	-260,4	-15,3	.	.	59,3
2012	265,3	590,2	-324,9	2,8	6,2	-3,4	39,6	-6,5	195,6	596,7	13,2	.	.	16,9
<b>Altre variazioni dovute ad altre rettifiche</b>														
2009	1,4	68,3	-66,9	0,0	0,8	-0,7	3,4	-4,6	24,0	124,5	.	-75,6	-51,6	49,7
2010	26,3	125,3	-99,1	0,3	1,4	-1,1	-10,6	50,7	80,9	95,0	.	-47,4	-20,3	3,4
2011	59,0	433,2	-374,2	0,6	4,6	-4,0	247,0	94,9	-45,7	299,3	.	-141,0	39,0	-1,2
2012	177,4	-157,3	334,7	1,9	-1,7	3,5	-9,5	-106,5	167,6	-145,7	.	22,3	94,9	-2,9
<b>Tassi di crescita delle consistenze</b>														
2009	-0,7	-0,5	-	.	.	.	8,8	8,8	2,4	5,7	.	-9,9	-12,5	-1,3
2010	4,5	4,0	-	.	.	.	7,7	7,5	2,9	3,0	.	3,4	2,8	2,0
2011	4,4	3,7	-	.	.	.	10,2	10,2	-1,2	2,5	.	4,2	0,6	1,6
2012	3,6	2,4	-	.	.	.	7,2	7,7	4,0	3,7	.	-0,7	-4,0	2,2
2013 3° trim.	1,9	0,4	-	.	.	.	4,4	4,2	5,6	5,1	.	-3,9	-9,9	1,1
4° trim.	3,0	1,4	-	.	.	.	5,3	6,5	4,8	4,2	.	-1,3	-7,9	0,7
2014 1° trim.	2,8	1,2	-	.	.	.	4,1	5,4	3,5	3,9	.	0,9	-7,1	1,1

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)														
2011	5.708,5	4.281,3	283,1	3.998,2	1.427,2	13,3	1.413,9	4.414,6	3.135,2	101,6	3.033,6	1.279,5	11,3	1.268,2
2012	6.125,7	4.562,5	288,8	4.273,8	1.563,1	12,0	1.551,1	4.634,2	3.231,7	109,2	3.122,5	1.402,5	11,3	1.391,2
2013 3° trim.	6.181,1	4.584,5	275,1	4.309,4	1.596,6	12,2	1.584,4	4.719,8	3.279,8	110,4	3.169,5	1.439,9	12,0	1.427,9
4° trim.	6.266,8	4.686,1	273,1	4.413,0	1.580,7	12,6	1.568,1	4.764,7	3.357,2	109,5	3.247,7	1.407,5	12,3	1.395,2
Transazioni														
2011	500,9	430,1	25,1	405,0	70,7	-3,2	73,9	399,1	361,9	10,5	351,4	37,3	0,6	36,6
2012	410,1	275,7	-3,1	278,8	134,4	-0,3	134,7	338,6	253,1	8,0	245,2	85,4	0,1	85,4
2013	324,2	290,7	6,7	284,1	33,4	0,9	32,5	299,2	288,8	7,5	281,2	10,5	1,3	9,2
2013 3° trim.	50,4	53,7	1,1	52,6	-3,3	0,1	-3,4	37,7	36,2	1,8	34,4	1,5	-0,1	1,6
4° trim.	151,9	180,3	4,0	176,3	-28,4	0,5	-28,9	142,8	163,8	2,2	161,7	-21,0	0,5	-21,5
2014 1° trim.	-21,6	-38,8	3,3	-42,1	17,2	1,0	16,1	-22,0	-25,8	2,2	-28,0	3,8	-3,6	7,4
2013 nov.	24,5	6,4	0,8	5,6	18,0	-0,1	18,1	4,7	66,0	1,3	64,7	-61,3	-0,2	-61,1
dic.	-31,0	2,4	3,4	-1,0	-33,4	0,6	-34,0	-40,7	23,6	0,6	23,0	-64,3	0,7	-65,0
2014 gen.	25,0	19,3	-0,4	19,8	5,7	0,4	5,2	16,0	14,9	1,2	13,7	1,1	-3,1	4,2
feb.	-46,5	-50,8	4,2	-55,0	4,3	0,5	3,8	-15,7	-18,1	0,5	-18,6	2,4	-0,2	2,7
mar.	-0,1	-7,3	-0,4	-6,9	7,2	0,1	7,1	-22,2	-22,6	0,4	-23,1	0,4	-0,2	0,6
Tassi di crescita														
2011	10,2	11,2	9,4	11,4	6,5	-20,1	6,9	10,2	12,3	10,9	12,3	3,8	0,9	3,8
2012	7,2	6,4	-1,1	7,0	9,5	-2,5	9,6	7,7	8,2	7,9	8,2	6,7	0,4	6,7
2013 3° trim.	4,4	3,6	0,7	3,8	7,0	4,1	7,0	4,2	5,4	6,1	5,4	1,3	1,9	1,3
4° trim.	5,3	6,4	2,4	6,7	2,1	7,5	2,0	6,5	9,0	7,0	9,1	0,7	11,5	0,6
2014 1° trim.	4,1	4,5	4,1	4,5	2,8	6,8	2,8	5,4	7,2	6,5	7,2	1,2	-25,4	1,4

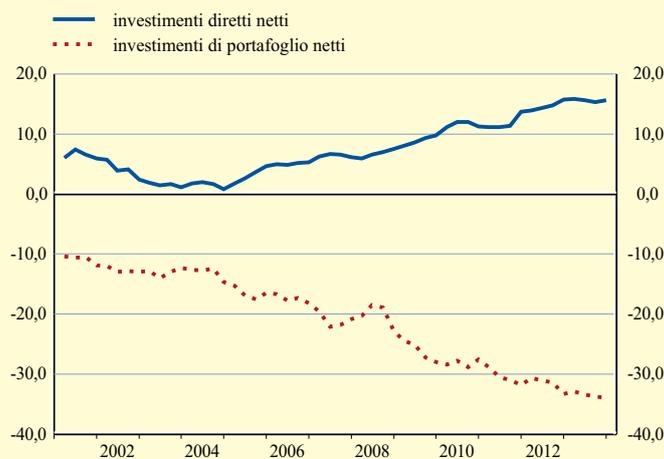
#### F36 Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro

(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											
		Totale	IFM	Euro-sistema		non IFM	Obbligazioni e notes					Strumenti di mercato monetario						
				Euro-sistema	Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Euro-sistema		non IFM	Amministrazioni pubbliche	Totale	IFM	Euro-sistema		non IFM	Amministrazioni pubbliche
									Totale	Amministrazioni pubbliche					Totale	IFM		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16			
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>																		
2011	4.738,4	1.703,8	59,3	2,6	1.644,5	39,4	2.569,1	721,4	16,1	1.847,7	96,0	465,5	302,5	58,8	163,1	0,5		
2012	5.254,8	1.952,0	70,1	2,8	1.881,8	42,5	2.840,7	674,2	15,6	2.166,5	97,8	462,1	288,0	53,8	174,1	1,4		
2013 3° trim.	5.453,6	2.172,4	114,1	3,1	2.058,2	48,5	2.817,9	617,0	16,5	2.200,8	94,2	463,3	290,0	58,4	173,3	0,1		
4° trim.	5.537,9	2.284,3	123,0	3,4	2.161,3	48,3	2.803,8	601,9	17,0	2.201,9	89,1	449,9	288,5	55,0	161,4	0,0		
<b>Transazioni</b>																		
2011	-53,7	-66,3	-10,7	-0,2	-55,6	-7,3	-21,8	-60,6	0,1	38,8	-2,8	34,4	26,2	10,4	8,2	0,2		
2012	194,3	58,0	3,0	0,1	55,0	0,2	133,9	-38,5	-1,0	172,4	-8,4	2,4	-18,0	2,3	20,4	0,1		
2013	250,2	163,4	39,8	0,5	123,6	3,6	78,9	-47,7	1,7	126,6	-6,6	7,9	13,3	14,8	-5,4	-0,7		
2013 3° trim.	69,1	45,9	16,4	0,0	29,5	0,1	21,0	-13,0	0,7	34,0	-1,6	2,2	8,5	-2,4	-6,3	0,0		
4° trim.	50,4	39,4	5,7	0,3	33,7	-0,8	12,6	-10,3	0,6	22,9	-4,1	-1,7	5,7	2,0	-7,3	-0,1		
2014 1° trim.	45,9	8,8	-17,0	-0,2	25,8	.	26,2	3,9	0,5	22,2	.	10,9	-3,3	1,0	14,2	.		
2013 nov.	19,1	9,2	5,3	0,3	3,9	.	10,9	-3,7	0,3	14,6	.	-1,0	2,2	5,2	-3,2	.		
dic.	20,6	14,5	-1,6	0,0	16,1	.	-0,3	-4,4	0,2	4,0	.	6,4	12,0	2,5	-5,6	.		
2014 gen.	17,6	6,8	-1,2	0,0	8,1	.	2,9	3,8	0,1	-0,9	.	7,9	3,0	2,1	4,9	.		
feb.	14,6	-4,1	-19,8	-0,1	15,7	.	9,7	2,4	0,1	7,3	.	9,0	-1,2	-1,7	10,2	.		
mar.	13,6	6,1	4,0	-0,2	2,1	.	13,6	-2,3	0,3	15,9	.	-6,0	-5,2	0,6	-0,9	.		
<b>Tassi di crescita</b>																		
2011	-1,2	-3,9	-15,2	-7,2	-3,4	-15,9	-0,9	-7,7	-0,2	2,2	-2,9	8,4	8,6	25,5	8,0	120,3		
2012	4,0	3,2	5,0	3,0	3,1	0,1	5,1	-5,4	-6,3	9,0	-8,1	0,5	-5,5	3,7	12,6	29,8		
2013 3° trim.	5,6	9,7	73,5	5,8	7,6	13,0	4,1	-4,6	10,8	6,8	-6,0	-1,9	-4,0	37,6	2,3	-56,3		
4° trim.	4,8	8,2	54,2	16,1	6,4	8,4	2,8	-7,2	11,3	5,9	-6,8	1,7	4,7	29,3	-3,2	-90,8		
2014 1° trim.	3,5	5,2	11,0	4,6	4,9	.	2,5	-4,1	7,2	4,5	.	2,5	1,8	30,2	3,7	.		

### 4. Investimenti di portafoglio: passività

	Totale	Azioni e altre partecipazioni			Strumenti di debito							
		Totale	IFM	non IFM	Obbligazioni e notes					Strumenti di mercato monetario		
					Totale	IFM	non IFM	Amministrazioni pubbliche	Totale	IFM	non IFM	
												Totale
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>												
2011	7.741,7	3.074,9	562,0	2.512,9	4.222,4	1.254,8	2.967,6	1.722,8	444,4	92,4	352,0	306,8
2012	8.423,6	3.524,4	543,2	2.981,1	4.446,3	1.202,4	3.243,9	1.930,5	452,9	91,7	361,2	286,2
2013 3° trim.	8.680,2	3.809,0	535,2	3.273,8	4.352,4	1.119,7	3.232,7	1.924,6	518,9	130,4	388,5	314,7
4° trim.	8.801,1	3.964,7	536,8	3.427,9	4.368,4	1.104,1	3.264,3	1.954,0	468,0	116,6	351,4	284,2
<b>Transazioni</b>												
2011	184,9	64,4	18,9	45,5	165,3	-15,9	181,2	101,1	-44,8	-4,5	-40,3	-42,1
2012	289,7	164,9	-16,3	181,3	128,8	-78,9	207,6	163,6	-4,0	5,9	-10,0	-27,4
2013	356,0	236,6	-21,3	257,9	80,6	-48,5	129,1	99,1	38,8	30,9	7,9	15,2
2013 3° trim.	74,1	44,4	11,2	33,2	-14,2	-22,0	7,9	6,3	43,8	23,5	20,2	20,5
4° trim.	104,9	58,4	-7,0	65,3	90,4	9,8	80,5	62,2	-43,8	-11,0	-32,8	-29,6
2014 1° trim.	84,2	54,8	14,4	40,5	30,4	-16,2	46,5	.	-1,0	10,3	-11,3	.
2013 nov.	76,2	20,2	1,4	18,8	55,7	2,9	52,8	.	0,3	0,9	-0,6	.
dic.	24,5	41,5	2,0	39,5	8,4	-4,0	12,3	.	-25,3	-10,6	-14,7	.
2014 gen.	36,9	14,8	9,7	5,1	-4,5	-7,3	2,7	.	26,7	23,2	3,5	.
feb.	41,2	9,3	7,6	1,7	52,1	-4,5	56,6	.	-20,2	-6,9	-13,3	.
mar.	6,0	30,7	-2,9	33,7	-17,2	-4,5	-12,7	.	-7,5	-6,0	-1,4	.
<b>Tassi di crescita</b>												
2011	2,5	2,0	3,0	1,6	4,5	-1,2	7,2	6,5	-8,7	1,0	-10,2	-12,4
2012	3,7	5,2	-3,0	6,8	3,0	-6,3	7,0	9,5	-0,8	6,2	-2,7	-8,7
2013 3° trim.	5,1	7,4	-4,3	9,7	1,3	-5,5	3,8	4,4	25,4	60,2	16,8	14,9
4° trim.	4,2	6,6	-3,9	8,5	1,8	-4,0	4,0	5,2	8,4	32,2	2,1	5,1
2014 1° trim.	3,9	6,1	0,3	7,1	2,5	-4,3	5,0	.	-0,8	19,5	-7,0	.

Fonte: BCE.

### 7.3 Conto finanziario

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

#### 5. Altri investimenti: attività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2011	4.927,3	36,2	35,5	0,7	3.069,9	3.008,1	61,8	162,5	6,8	116,1	30,2	1.658,7	248,5	1.217,4	520,9
2012	4.897,5	40,9	40,2	0,7	2.926,0	2.855,7	70,3	168,0	5,3	121,4	29,2	1.762,7	254,0	1.306,6	567,8
2013 3° trim.	4.781,8	25,2	24,5	0,7	2.848,5	2.764,3	84,3	149,1	5,0	101,9	22,7	1.759,0	246,6	1.259,1	543,1
4° trim.	4.662,1	16,1	15,5	0,6	2.754,5	2.723,4	31,1	156,6	4,1	109,4	26,9	1.734,9	246,3	1.259,4	538,0
Transazioni															
2011	197,8	-3,1	-3,1	0,1	51,7	21,7	29,9	4,3	-0,3	4,0	10,3	145,0	8,6	112,2	41,4
2012	-34,9	5,2	5,2	0,0	-121,0	-128,1	7,1	6,2	-1,5	6,3	-1,0	74,5	8,3	38,2	5,0
2013	-62,4	-19,8	-19,8	0,0	-53,1	-69,8	16,7	-10,7	-1,3	-11,8	-2,4	21,2	3,2	-20,7	5,9
2013 3° trim.	-82,4	6,2	6,2	0,0	-65,5	-88,4	22,9	-1,7	-0,1	-1,8	-1,2	-21,4	-2,2	-20,4	-12,1
4° trim.	-20,6	-8,3	-8,3	0,0	-12,8	-7,8	-5,0	5,9	-0,9	5,7	4,2	-5,4	1,3	-9,6	-10,8
2014 1° trim.	146,2	-6,7	.	.	144,3	.	.	0,5	.	.	5,2	8,1	.	.	25,1
2013 nov.	27,0	-5,1	.	.	2,8	.	.	5,1	.	.	3,9	24,2	.	.	24,1
dic.	-120,4	1,2	.	.	-92,6	.	.	-0,6	.	.	-1,7	-28,4	.	.	-34,4
2014 gen.	127,8	-3,3	.	.	134,0	.	.	-2,0	.	.	-0,2	-0,9	.	.	7,8
feb.	47,3	0,1	.	.	30,8	.	.	1,5	.	.	4,2	14,9	.	.	13,7
mar.	-28,8	-3,5	.	.	-20,5	.	.	1,0	.	.	1,2	-5,9	.	.	3,7
Tassi di crescita															
2011	4,2	-6,3	-6,4	8,8	1,9	0,9	76,8	2,9	-3,3	4,1	51,5	9,1	4,0	9,0	9,8
2012	-0,7	13,0	13,2	1,0	-3,9	-4,2	12,2	4,0	-22,2	5,7	-3,3	4,5	3,4	3,2	1,1
2013 3° trim.	-3,9	-13,1	-13,4	3,3	-5,0	-5,6	19,1	2,3	-5,7	0,2	-9,5	-2,3	-0,3	-4,8	-7,4
4° trim.	-1,3	-49,5	-50,4	3,2	-1,8	-2,5	23,7	-6,3	-24,0	-9,7	-8,1	1,2	1,3	-1,6	0,8
2014 1° trim.	0,9	-64,4	.	.	2,8	.	.	0,0	.	.	33,1	-0,9	.	.	1,5

#### 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
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2011	5.284,5	410,3	407,5	2,8	3.221,8	3.154,9	66,9	229,3	0,1	222,3	6,9	1.423,2	227,2	1.014,5	181,5
2012	5.116,5	423,9	423,0	0,9	2.976,1	2.893,4	82,8	231,6	0,1	224,0	7,5	1.484,8	229,7	1.023,8	231,3
2013 3° trim.	4.838,3	360,7	359,2	1,6	2.740,9	2.659,9	81,0	229,6	0,2	222,8	6,6	1.507,1	229,3	1.006,6	271,3
4° trim.	4.569,5	340,6	340,1	0,6	2.531,2	2.512,9	18,4	222,5	0,2	215,1	7,3	1.475,1	230,5	1.003,8	240,7
Transazioni															
2011	25,8	134,8	135,0	-0,2	-289,9	-328,6	38,6	74,2	0,0	74,2	0,0	106,8	10,6	75,9	20,3
2012	-214,2	18,4	20,2	-1,8	-232,8	-250,0	17,2	2,5	0,0	1,5	1,0	-2,3	7,3	-10,0	0,4
2013	-404,0	-78,8	-78,4	-0,4	-321,6	-322,7	1,0	-4,4	0,0	-4,2	-0,2	0,8	5,2	0,2	-4,7
2013 3° trim.	-135,3	-10,2	-10,3	0,2	-102,0	-124,4	22,4	5,3	0,0	5,1	0,1	-28,3	0,6	-28,3	-0,7
4° trim.	-165,7	-17,6	-16,6	-1,0	-126,5	-123,5	-3,0	-8,9	0,0	-9,0	0,1	-12,6	2,3	-2,4	-12,5
2014 1° trim.	67,5	-30,1	.	.	77,7	.	.	2,0	.	.	.	18,0	.	.	.
2013 nov.	-39,4	-9,4	.	.	-28,3	.	.	-0,7	.	.	.	-1,1	.	.	.
dic.	-161,7	1,4	.	.	-149,3	.	.	-4,6	.	.	.	-9,3	.	.	.
2014 gen.	115,7	-6,5	.	.	112,6	.	.	0,7	.	.	.	8,9	.	.	.
feb.	-25,8	-13,3	.	.	-17,3	.	.	1,2	.	.	.	3,5	.	.	.
mar.	-22,3	-10,4	.	.	-17,6	.	.	0,0	.	.	.	5,5	.	.	.
Tassi di crescita															
2011	0,6	50,4	51,0	.	-8,3	-9,6	90,6	48,8	.	50,9	-0,6	9,0	5,2	8,9	14,0
2012	-4,0	4,6	5,1	.	-7,2	-7,9	25,8	1,1	.	0,7	15,6	0,0	3,2	-0,9	1,4
2013 3° trim.	-9,9	-15,1	-15,2	.	-12,8	-13,3	9,2	-0,8	.	-0,9	1,6	-4,2	1,7	-4,5	-8,6
4° trim.	-7,9	-18,5	-18,5	.	-10,9	-11,2	1,8	-2,0	.	-2,0	-1,3	0,1	2,3	0,0	-0,9
2014 1° trim.	-7,1	-20,2	.	.	-8,1	.	.	-0,8	.	.	.	-2,9	.	.	.

Fonte: BCE.

## 7.3 Conto finanziario

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

### 7. Riserve ufficiali<sup>1)</sup>

	Riserve ufficiali													Per memoria			
	Totale	Oro monetario		DSP	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera							Altre attività	Altre attività in valuta estera	Deflussi previsti netti a breve termine di valuta estera	Assegnazione di DSP	
		in miliardi di euro	in milioni di once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli								Strumenti finanziari derivati
							Presso autorità monetarie e la BRI	Presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>																	
2010	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	155,0	7,7	16,0	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5
2011	667,1	422,1	346,846	54,0	30,2	160,9	5,3	7,8	148,1	0,8	134,1	13,3	-0,4	0,0	97,4	-86,0	55,9
2012	689,4	437,2	346,693	52,8	31,9	166,8	6,1	8,8	151,3	0,2	130,9	20,2	0,6	0,6	32,8	-35,0	55,0
2013 2° trim.	564,3	315,9	346,672	51,3	31,5	164,7	5,3	7,8	151,6	0,2	133,8	17,6	0,0	0,8	27,3	-31,0	54,2
3° trim.	586,8	340,5	346,674	50,5	30,5	164,3	5,1	9,3	149,7	0,2	134,0	15,5	0,2	0,9	21,5	-29,4	53,6
4° trim.	542,0	301,9	346,566	50,1	28,9	160,0	6,6	5,7	147,4	0,2	135,8	11,4	0,3	1,0	22,5	-30,1	52,7
2014 mar.	570,2	324,9	346,792	50,2	28,2	165,9	6,1	7,7	152,0	0,3	139,5	12,1	0,1	1,0	22,9	-31,1	52,8
apr.	568,0	322,6	346,790	50,4	28,8	165,2	5,2	8,0	151,9	0,3	135,4	16,2	0,1	1,0	24,2	-32,2	52,8
<b>Transazioni</b>																	
2011	10,3	0,0	-	-1,6	13,0	-1,2	-2,3	-8,3	9,3	0,1	15,9	-6,8	0,1	0,0	-	-	-
2012	15,0	0,0	-	-0,3	2,1	12,5	1,8	1,2	9,1	-0,4	0,4	9,1	0,4	0,7	-	-	-
2013	4,4	0,0	-	-0,6	-1,7	6,3	0,2	-2,6	9,6	0,0	15,8	-6,2	-1,0	0,4	-	-	-
2013 3° trim.	2,9	0,0	-	-0,2	-0,6	3,6	-0,2	1,7	2,2	0,0	4,0	-1,7	-0,1	0,0	-	-	-
4° trim.	0,3	0,0	-	0,4	-1,2	1,0	1,5	-3,3	2,9	0,0	6,1	-3,3	-0,1	0,1	-	-	-
2014 1° trim.	1,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Tassi di crescita</b>																	
2010	2,0	0,0	-	-0,1	46,7	3,7	-43,3	75,9	3,5	-5,2	10,2	-24,6	-	-	-	-	-
2011	1,6	0,0	-	-3,0	83,3	-1,3	-30,0	-52,7	6,8	27,4	14,2	-45,3	-	-	-	-	-
2012	2,2	0,0	-	-0,5	7,1	8,0	41,6	15,2	6,3	-53,5	0,2	82,5	-	-	-	-	-
2013 3° trim.	1,1	0,0	-	-1,3	-6,2	5,8	-13,6	22,4	6,2	0,0	7,1	-0,6	-	-	-	-	-
4° trim.	0,7	0,0	-	-1,1	-5,5	3,8	2,2	-29,6	6,5	0,1	12,3	-33,1	-	-	-	-	-
2014 1° trim.	1,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

### 8. Debito estero lordo

	Totale	Per strumento					Per settore (esclusi gli investimenti diretti)				
		Prestiti, banconote, monete e depositi	Strumenti di mercato monetario	Obbligazioni e notes	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
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>											
2010	10.848,6	4.724,7	441,4	3.756,0	203,3	200,2	1.523,0	2.067,8	270,3	4.751,7	2.235,8
2011	11.972,5	4.799,2	444,4	4.222,4	227,3	258,0	2.021,1	2.258,8	410,3	4.569,0	2.713,2
2012	12.245,7	4.564,1	452,9	4.446,3	229,8	322,5	2.230,0	2.448,4	423,9	4.270,2	2.873,3
2013 2° trim.	12.211,3	4.451,7	483,8	4.406,0	230,5	347,8	2.291,5	2.454,0	374,2	4.134,7	2.956,9
3° trim.	11.982,3	4.248,5	518,9	4.352,4	229,4	360,4	2.272,7	2.468,8	360,7	3.991,0	2.889,0
4° trim.	11.625,6	4.071,9	468,0	4.368,4	230,7	266,9	2.219,8	2.460,8	340,6	3.751,9	2.852,6
<b>Consistenze (in percentuale del PIL)</b>											
2010	118,2	51,5	4,8	40,9	2,2	2,2	16,6	22,5	2,9	51,8	24,4
2011	126,8	50,8	4,7	44,7	2,4	2,7	21,4	23,9	4,3	48,4	28,7
2012	128,8	48,0	4,8	46,8	2,4	3,4	23,5	25,8	4,5	44,9	30,2
2013 2° trim.	128,0	46,7	5,1	46,2	2,4	3,6	24,0	25,7	3,9	43,3	31,0
3° trim.	125,2	44,4	5,4	45,5	2,4	3,8	23,7	25,8	3,8	41,7	30,2
4° trim.	121,0	42,4	4,9	45,5	2,4	2,8	23,1	25,6	3,5	39,0	29,7

Fonte: BCE.

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

### 7.3 Conto finanziario

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

#### 9. Scomposizione geografica

	Totale	Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro						Canada	Cina	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>2012</b>	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
<b>Investimenti diretti</b>	1.491,5	395,5	-12,0	14,7	106,8	287,3	-1,2	107,0	80,2	-23,3	165,7	178,3	-243,2	-0,2	831,6
All'estero	6.125,7	1.724,5	33,4	173,5	1.181,7	335,9	0,1	217,3	101,6	78,8	629,1	1.434,9	627,7	0,1	1.311,5
Azioni/utili reinvestiti	4.562,5	1.281,2	26,8	104,2	889,3	260,9	0,0	169,9	83,3	56,5	476,9	1.016,9	512,3	0,1	965,5
Debito	1.563,1	443,4	6,6	69,2	292,5	75,0	0,1	47,4	18,4	22,2	152,3	418,0	115,5	0,0	346,0
Nell'area dell'euro	4.634,2	1.329,1	45,5	158,8	1.074,9	48,6	1,3	110,3	21,4	102,0	463,4	1.256,7	871,0	0,3	479,9
Azioni/utili reinvestiti	3.231,7	1.034,9	36,6	142,8	821,9	32,3	1,3	88,1	7,8	88,7	280,9	951,7	443,1	0,1	336,3
Debito	1.402,5	294,2	8,9	16,0	253,0	16,2	0,0	22,2	13,6	13,3	182,5	304,9	427,9	0,2	143,7
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	5.254,8	1.679,6	99,5	227,4	1.046,3	118,6	187,7	102,0	61,2	215,5	131,4	1.638,6	433,5	33,2	959,8
Azioni	1.952,0	394,6	17,2	48,8	314,2	14,2	0,1	39,6	57,2	106,1	117,1	621,7	237,0	0,9	377,6
Strumenti di debito	3.302,8	1.284,9	82,3	178,6	732,1	104,4	187,5	62,4	4,0	109,4	14,3	1.016,8	196,6	32,3	582,2
Obbligazioni e notes	2.840,7	1.133,8	75,6	148,2	620,1	103,5	186,4	58,1	2,6	36,7	11,3	855,4	184,8	31,7	526,4
Strumenti di mercato monetario	462,1	151,1	6,6	30,4	112,0	0,9	1,2	4,3	1,3	72,7	3,0	161,4	11,8	0,6	55,8
<b>Altri investimenti</b>	218,9	-247,6	11,3	-26,9	-48,9	44,9	-228,0	1,9	-15,2	5,1	-33,9	58,1	49,0	-77,5	41,2
Attività	4.897,5	2.194,5	78,1	87,2	1.847,7	162,2	19,4	28,2	49,4	81,8	268,2	684,6	541,3	37,3	1.012,3
Amministrazioni pubbliche	168,0	65,5	1,0	4,6	43,4	1,6	14,9	1,8	3,1	0,9	1,5	11,0	3,3	30,7	50,3
IFM	2.966,9	1.530,1	58,4	50,8	1.293,2	125,3	2,2	16,4	24,3	65,9	147,1	396,0	393,1	5,2	388,7
Altri settori	1.762,7	599,0	18,7	31,8	511,0	35,3	2,2	10,0	21,9	15,0	119,6	277,6	144,9	1,4	573,3
Passività	5.116,5	2.442,1	66,8	114,1	1.896,5	117,3	247,3	26,3	64,6	76,8	302,0	626,5	492,3	114,8	971,1
Amministrazioni pubbliche	231,6	110,5	0,3	0,9	26,3	0,2	82,8	0,1	0,0	0,1	1,1	29,6	1,2	83,7	5,2
IFM	3.400,1	1.647,7	56,3	88,7	1.309,1	89,6	104,0	17,1	38,3	50,7	239,4	338,7	392,7	28,3	647,2
Altri settori	1.484,8	683,9	10,2	24,6	561,1	27,5	60,5	9,1	26,3	25,9	61,6	258,2	98,3	2,8	318,7
<b>dal 1° trim. 2013 al 4° trim. 2013</b>	Transazioni cumulate														
<b>Investimenti diretti</b>	24,9	24,3	2,9	-14,5	36,9	-1,0	0,0	1,3	7,6	-2,7	21,4	-135,0	63,2	0,0	44,8
All'estero	324,2	16,5	4,7	-10,4	18,8	3,4	0,0	1,2	10,9	1,8	25,8	161,4	30,2	0,0	76,5
Azioni/utili reinvestiti	290,7	23,3	6,5	1,1	11,4	4,3	0,0	14,6	9,0	1,2	6,0	172,2	15,8	0,0	48,5
Debito	33,4	-6,9	-1,9	-11,5	7,4	-0,9	0,0	-13,4	1,9	0,6	19,8	-10,9	14,3	0,0	28,0
Nell'area dell'euro	299,2	-7,8	1,7	4,1	-18,1	4,5	0,0	-0,1	3,3	4,5	4,3	296,4	-33,0	0,0	31,7
Azioni/utili reinvestiti	288,8	-1,7	0,8	1,3	-5,6	1,8	0,0	3,6	4,0	5,2	7,0	265,7	-17,5	0,0	22,5
Debito	10,5	-6,1	0,9	2,8	-12,5	2,7	0,0	-3,7	-0,7	-0,7	-2,7	30,7	-15,5	0,0	9,2
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	250,2	31,4	-5,4	7,3	6,0	4,3	19,3	7,9	6,6	38,8	8,7	72,4	6,8	1,2	76,3
Azioni	163,4	35,7	1,2	4,5	29,6	0,5	0,0	1,2	4,6	36,0	6,5	61,1	6,8	0,0	11,5
Strumenti di debito	86,8	-4,3	-6,6	2,8	-23,6	3,8	19,3	6,7	1,9	2,9	2,2	11,3	0,0	1,2	64,8
Obbligazioni e notes	78,9	13,1	-5,7	7,6	-11,4	2,2	20,4	5,3	0,5	-3,6	1,0	8,7	-9,3	1,1	61,9
Strumenti di mercato monetario	7,9	-17,4	-0,9	-4,8	-12,2	1,5	-1,1	1,3	1,4	6,5	1,2	2,6	9,3	0,1	2,9
<b>Altri investimenti</b>	341,7	67,9	14,1	9,6	48,0	-5,1	1,4	-2,2	22,4	39,4	25,9	16,5	97,7	-9,2	83,4
Attività	62,4	-231,0	1,8	3,8	-229,0	-8,6	1,0	-1,8	11,4	38,0	11,2	24,2	56,7	1,6	27,2
Amministrazioni pubbliche	10,7	-1,3	-0,3	-1,5	0,0	-0,6	1,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	-4,4	-0,7	0,2	-4,0
IFM	72,9	-220,8	-2,0	-0,4	-209,1	-8,9	-0,3	1,7	11,5	33,3	2,7	21,9	61,3	1,1	14,3
Altri settori	21,2	-8,9	4,2	5,7	-19,9	1,0	0,1	-3,5	0,0	5,0	8,5	6,8	-3,9	0,3	16,8
Passività	404,0	-298,9	-12,2	-5,8	-277,1	-3,5	-0,4	0,4	-11,0	-1,3	-14,7	7,7	-40,9	10,9	-56,2
Amministrazioni pubbliche	4,4	-4,1	0,2	0,3	-6,5	0,0	1,9	0,0	0,0	0,0	0,4	-8,5	-0,2	8,7	-0,6
IFM	400,4	-264,7	-12,4	-6,5	-236,0	-6,0	-3,7	0,0	-12,0	-0,3	-16,5	-2,2	-46,8	2,4	-60,5
Altri settori	0,8	-30,1	-0,1	0,5	-34,6	2,6	1,4	0,4	1,0	-1,1	1,4	18,4	6,0	-0,2	4,9

Fonte: BCE.

## 7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup>

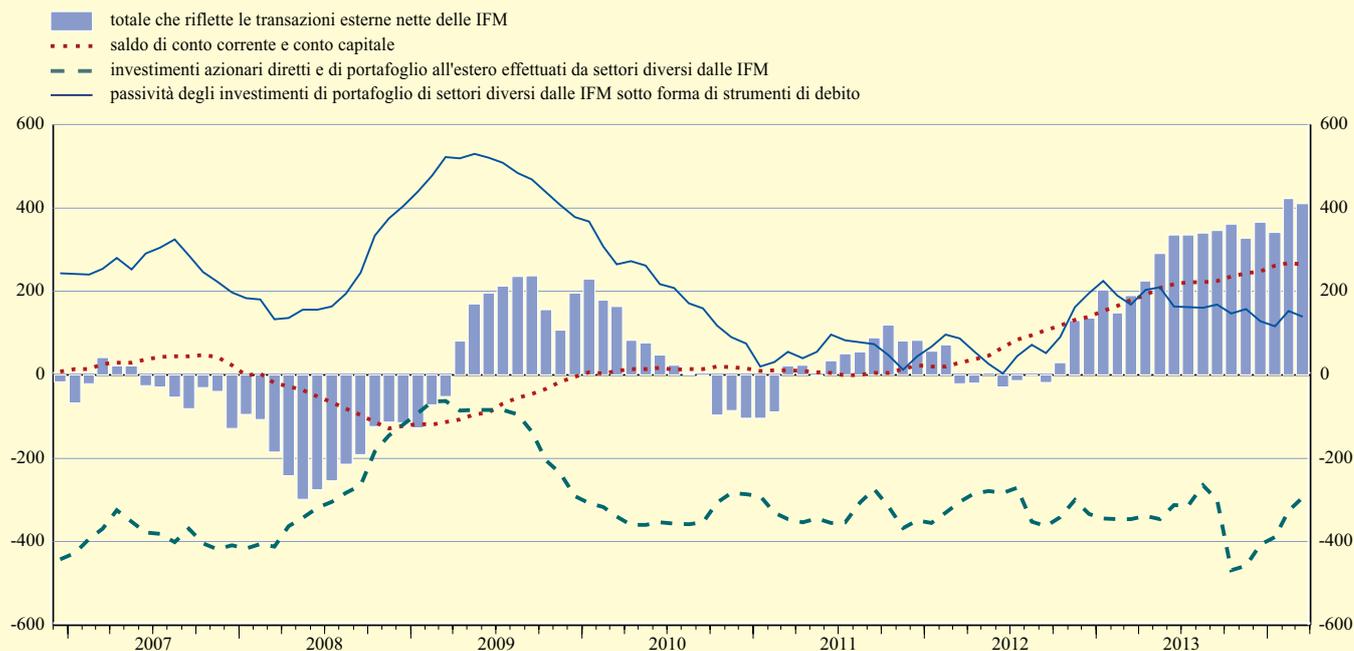
(miliardi di euro; transazioni)

Voci di bilancia dei pagamenti che riflettono le transazioni nette delle IFM

	Totale	Saldo di conto corrente e conto capitale	Transazioni di istituzioni diverse dalle IFM								Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni		
			Investimenti diretti				Investimenti di portafoglio						Altri investimenti	
			All'estero da residenti	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività		Passività		Attività	Passività				
					Azioni	Strumenti di debito	Azioni	Strumenti di debito						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2011	82,6	22,6	-479,1	387,4	55,7	-47,0	44,7	44,6	-149,3	180,7	-5,6	27,8		
2012	136,4	139,9	-413,5	330,2	-55,0	-193,4	181,4	196,0	-81,2	1,4	5,2	25,5		
2013	365,2	248,5	-316,6	290,0	-123,6	-121,3	258,9	128,5	-10,7	-3,3	18,1	-3,3		
2013 1° trim.	27,7	30,8	-52,4	23,6	-50,1	-55,2	76,0	24,8	-34,8	63,7	8,3	-6,9		
2° trim.	148,9	65,9	-67,6	90,5	-10,3	-22,8	84,7	27,3	1,6	-22,5	-1,9	3,8		
3° trim.	53,8	56,3	-49,2	35,9	-29,5	-27,7	32,8	28,1	22,9	-23,0	7,6	-0,4		
4° trim.	134,8	95,4	-147,4	140,0	-33,7	-15,6	65,4	48,4	-0,4	-21,5	4,1	0,2		
2014 1° trim.	72,9	47,2	26,0	-20,6	-25,8	-36,4	40,5	35,3	-8,6	20,0	1,1	-5,7		
2013 mar.	25,3	25,0	-20,9	4,0	-14,8	-6,2	35,2	-0,8	-3,0	13,9	1,1	-8,1		
apr.	9,0	17,6	-21,7	14,5	-18,4	-27,2	16,0	30,4	-19,6	20,3	-5,6	2,8		
mag.	84,7	16,0	-13,0	56,4	-6,4	-10,1	30,6	30,9	-10,0	-5,0	-8,7	4,0		
giu.	55,2	32,3	-32,8	19,6	14,5	14,5	38,1	-34,0	31,2	-37,7	12,4	-2,9		
lug.	12,5	28,5	-7,5	12,7	-13,2	-12,7	-0,6	9,5	10,3	-12,3	-2,0	-0,4		
ago.	28,3	11,8	-28,0	28,0	2,2	-1,1	9,2	0,9	8,2	-4,6	6,7	-5,0		
set.	13,0	16,1	-13,8	-4,8	-18,6	-13,9	24,1	17,7	4,4	-6,1	2,9	5,0		
ott.	21,6	29,2	-158,7	178,6	-13,7	-5,7	7,1	-1,8	-0,2	-5,9	3,8	-11,1		
nov.	33,8	30,7	-23,7	3,4	-3,9	-11,5	18,8	52,4	-29,3	-1,7	-1,4	-0,1		
dic.	79,5	35,4	35,0	-42,1	-16,1	1,5	39,6	-2,3	29,1	-13,8	1,8	11,3		
2014 gen.	9,2	8,0	-25,0	17,9	-8,1	-4,0	5,1	6,2	2,9	9,6	-0,1	-3,3		
feb.	50,3	16,5	51,2	-16,0	-15,7	-17,4	1,7	43,3	-16,4	4,8	2,7	-4,3		
mar.	13,3	22,8	-0,2	-22,5	-2,1	-15,0	33,7	-14,2	4,9	5,6	-1,5	1,9		
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>														
2014 mar.	410,4	264,8	-238,3	245,9	-99,3	-102,5	223,3	139,0	15,6	-47,0	10,9	-2,0		

## F38 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

## 7.5 Commercio di beni

### 1. Esportazioni e importazioni in valore e in volume, per categoria merceologica<sup>1)</sup> (dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)						
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Settore manifatturiero	Totale			Per memoria: Settore mani- fatturiero	Petrolio			
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)														
2012	7,6	1,9	1.879,4	933,8	386,0	516,6	1.522,8	1.796,8	1.151,9	247,9	371,2	1.092,8	360,9	
2013	1,0	-3,3	1.896,0	932,2	384,7	532,0	1.536,8	1.736,5	1.097,1	236,0	373,6	1.075,6	336,3	
2013 2° trim.	1,8	-3,2	474,8	232,5	97,2	132,2	384,7	433,7	275,6	58,9	91,9	267,6	84,9	
3° trim.	0,3	-2,0	472,1	231,6	95,1	133,4	383,1	436,1	275,1	60,1	94,2	270,2	84,3	
4° trim.	1,0	-2,6	473,8	231,5	96,2	133,7	386,3	429,6	267,8	57,8	95,4	270,5	80,0	
2014 1° trim.	1,0	-0,1	478,4	.	.	.	388,7	434,6	.	.	.	275,6	.	
2013 ott.	1,4	-3,1	158,5	78,1	32,4	45,0	129,3	145,1	91,6	19,4	31,6	90,9	27,9	
nov.	-1,9	-5,1	158,5	77,3	32,2	44,7	128,8	142,6	87,9	19,7	32,1	90,1	26,0	
dic.	3,9	0,8	156,7	76,0	31,6	44,0	128,2	141,9	88,2	18,8	31,7	89,5	26,1	
2014 gen.	1,0	-2,6	158,6	78,9	31,4	45,5	128,1	145,0	91,7	19,8	31,2	91,4	26,5	
feb.	3,0	0,1	160,3	79,0	31,7	45,8	131,3	145,3	90,1	20,2	31,9	92,7	24,9	
mar.	-0,7	2,5	159,5	.	.	.	129,4	144,3	.	.	.	91,5	.	
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)														
2012	3,5	-3,1	111,8	110,1	116,9	111,7	111,9	99,7	100,8	99,6	96,2	99,1	99,6	
2013	1,3	-0,8	113,2	111,2	115,6	114,7	113,0	98,9	99,9	95,1	97,0	98,4	98,1	
2013 1° trim.	0,1	-4,4	113,3	111,9	116,3	115,2	112,8	98,2	99,3	94,8	96,0	97,5	98,2	
2° trim.	1,6	-1,3	113,1	110,6	116,2	114,1	112,9	98,8	100,8	93,6	95,4	97,4	101,6	
3° trim.	1,7	1,7	113,1	111,1	114,2	115,3	113,0	99,4	100,2	97,2	97,8	99,0	98,0	
4° trim.	1,7	1,0	113,2	111,2	115,5	114,4	113,2	99,2	99,5	94,7	98,9	99,5	94,6	
2013 set.	4,6	5,2	114,1	111,4	114,6	115,9	113,9	99,1	98,5	95,9	100,3	99,9	93,5	
ott.	2,4	0,7	113,8	112,6	117,4	115,5	114,0	100,1	101,6	94,2	98,8	100,2	97,5	
nov.	-1,4	-1,6	113,7	111,5	116,1	114,8	113,3	99,1	98,3	98,2	99,7	99,8	94,0	
dic.	4,6	4,2	112,2	109,5	113,0	112,8	112,4	98,3	98,5	91,9	98,2	98,6	92,2	
2014 gen.	1,3	-1,1	113,7	113,8	113,3	116,2	112,2	99,7	101,0	97,3	96,8	100,8	95,1	
feb.	3,5	1,6	115,3	114,2	115,0	117,9	115,6	99,7	99,3	97,4	99,2	102,2	88,6	

### 2. Prezzi<sup>2)</sup> (variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (f.o.b.) <sup>3)</sup>							Prezzi all'importazione dei prodotti industriali (c.i.f.)						
	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Settore mani- fatturiero	Totale (indice 2005=100)	Totale				Settore mani- fatturiero		
		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			
in perc. del totale	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	106,1	2,2	0,9	1,8	2,3	9,4	2,2	111,2	3,4	0,2	1,6	3,2	8,0	2,1
2013	105,0	-1,0	-1,5	-0,2	0,8	-7,9	-0,9	108,2	-2,7	-2,4	-1,9	0,0	-5,5	-1,7
2013 3° trim.	105,0	-1,4	-1,8	-0,6	0,5	-9,3	-1,3	108,1	-3,3	-3,2	-2,6	-0,8	-5,3	-2,5
4° trim.	104,3	-1,4	-2,1	-0,4	0,4	-8,2	-1,3	106,8	-3,2	-3,1	-2,1	-0,8	-5,6	-2,3
2014 1° trim.	104,1	-1,6	-1,8	-0,3	0,0	-9,2	-1,3	106,0	-3,6	-3,1	-2,3	-0,4	-7,3	-2,2
2013 ott.	104,4	-1,6	-2,1	-0,5	0,5	-11,4	-1,4	106,8	-3,6	-3,1	-2,6	-0,8	-6,6	-2,7
nov.	104,3	-1,4	-2,1	-0,4	0,3	-8,3	-1,3	107,0	-3,2	-3,3	-1,9	-0,8	-5,9	-2,3
dic.	104,2	-1,2	-2,0	-0,4	0,4	-4,6	-1,0	106,7	-2,7	-3,1	-1,8	-0,8	-4,2	-2,0
2014 gen.	104,2	-1,4	-1,6	-0,2	0,0	-7,9	-1,1	106,4	-3,0	-2,8	-1,9	-0,2	-5,9	-1,9
feb.	104,2	-1,5	-1,6	0,0	0,2	-11,0	-1,2	106,3	-3,4	-2,7	-1,8	0,0	-7,7	-1,9
mar.	103,9	-1,8	-2,2	-0,6	-0,2	-8,8	-1,5	105,2	-4,3	-3,7	-3,0	-0,8	-8,5	-2,8

Fonte: Eurostat.

- I raggruppamenti dei prodotti seguono la classificazione per destinazione economica (Broad Economic Categories - BEC). A differenza dei raggruppamenti della tavola 2, i beni intermedi e i beni di consumo comprendono i prodotti agricoli ed energetici.
- I raggruppamenti di prodotti seguono la classificazione dei "Raggruppamenti principali di industrie". A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e di consumo non includono i prodotti agricoli ed energetici. Il settore manifatturiero ha una composizione diversa rispetto ai dati indicati nelle colonne 7 e 12 della tavola 1. I dati riportati sono indici dei prezzi che indicano variazioni pure dei prezzi per un paniere di prodotti e non sono semplici rapporti dei valori e dei volumi indicati nella tavola 1, i quali risentono delle variazioni della composizione e della qualità dei beni scambiati. Questi indici differiscono dai deflatori del PIL per le importazioni e le esportazioni (cfr. tavola 3 della sezione 5.1), poiché questi ultimi comprendono tutti i beni e i servizi nonché anche il commercio transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro.
- I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono agli scambi diretti tra produttori interni e clienti non nazionali. A differenza dei dati riportati nella tavola 1 per i valori e i volumi, non sono incluse le esportazioni da parte di grossisti e le reimportazioni.

## 7.5 Commercio di beni

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

### 3. Scomposizione per area geografica

	Totale	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia		Africa	America Latina	Altri paesi	
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Esportazioni (f.o.b.)</b>															
2012	1.879,4	34,2	59,5	230,0	249,3	92,1	116,3	59,5	223,3	440,1	120,5	44,6	126,4	97,4	151,3
2013	1.896,0	35,2	59,4	239,2	254,8	88,7	110,7	60,3	221,4	443,8	122,0	43,9	130,3	97,6	154,4
2012 4° trim.	469,0	8,6	14,5	58,1	61,7	23,1	28,5	15,2	53,7	110,7	28,9	11,2	32,5	24,8	37,7
2013 1° trim.	475,3	8,7	14,6	58,2	62,8	23,6	28,0	15,5	55,4	110,7	29,5	11,0	34,5	24,8	38,4
2° trim.	474,8	8,8	14,7	59,1	62,7	22,9	27,4	15,6	55,1	110,5	30,0	10,8	33,1	24,8	40,2
3° trim.	472,1	8,9	15,0	60,0	64,2	21,6	27,8	14,7	55,4	110,2	31,2	11,1	31,7	24,6	38,2
4° trim.	473,8	8,8	15,1	61,9	65,2	20,7	27,5	14,6	55,5	112,4	31,3	11,0	31,0	23,5	37,6
2014 1° trim.	478,4	.	.	.	.	20,3	26,8	14,7	57,9	111,9	32,0	11,0	32,8	23,5	.
2013 ott.	158,5	2,9	5,2	20,6	22,0	7,1	9,4	4,7	18,6	37,3	10,4	3,6	10,2	8,2	12,2
nov.	158,5	3,0	5,1	20,9	21,8	6,9	9,2	5,1	18,7	37,7	10,6	3,7	10,3	7,7	12,2
dic.	156,7	2,9	4,9	20,4	21,5	6,6	8,8	4,7	18,2	37,4	10,3	3,7	10,5	7,7	13,1
2014 gen.	158,6	3,1	5,1	20,7	22,8	6,9	9,3	5,0	18,7	37,1	10,7	3,9	10,6	7,8	11,5
feb.	160,3	3,0	5,0	21,6	22,7	6,8	8,9	4,9	19,5	37,7	10,8	3,7	11,3	8,1	10,9
mar.	159,5	.	.	.	.	6,6	8,6	4,8	19,7	37,1	10,5	3,5	10,9	7,6	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2013	100,0	1,9	3,1	12,6	13,4	4,7	5,8	3,2	11,7	23,4	6,4	2,3	6,9	5,1	8,1
<b>Importazioni (c.i.f.)</b>															
2012	1.796,8	29,0	53,1	167,4	232,7	144,8	82,3	34,1	151,2	540,8	213,9	49,1	157,5	92,6	111,2
2013	1.736,5	30,0	53,7	163,8	238,9	144,8	81,8	35,8	149,1	509,6	204,3	43,6	141,1	80,3	107,7
2012 4° trim.	441,5	7,2	12,9	41,6	58,1	36,6	20,2	8,7	35,9	131,0	51,4	11,4	40,4	22,3	26,6
2013 1° trim.	437,1	7,6	13,3	41,7	58,6	37,4	20,0	8,9	35,5	127,6	52,3	11,1	37,7	20,5	28,3
2° trim.	433,7	7,4	13,5	41,1	58,8	35,7	20,6	8,8	37,3	126,9	50,2	10,9	36,3	20,1	27,4
3° trim.	436,1	7,8	13,7	40,8	60,5	36,5	20,7	8,9	38,0	127,7	50,7	10,7	34,6	20,1	26,9
4° trim.	429,6	7,3	13,3	40,3	61,0	35,3	20,4	9,1	38,2	127,4	51,1	10,9	32,5	19,7	25,1
2014 1° trim.	434,6	.	.	.	.	35,0	21,1	9,1	36,9	130,7	53,7	10,6	32,5	19,3	.
2013 ott.	145,1	2,5	4,5	13,3	20,4	11,9	6,9	3,0	13,1	43,0	16,6	3,6	11,4	6,7	8,5
nov.	142,6	2,4	4,5	13,4	20,5	11,3	6,8	3,1	12,8	42,0	16,9	3,6	10,5	6,4	8,9
dic.	141,9	2,4	4,3	13,6	20,1	12,1	6,7	3,1	12,3	42,4	17,5	3,7	10,6	6,6	7,8
2014 gen.	145,0	2,6	4,6	13,3	20,8	11,8	6,7	3,1	12,3	43,3	17,4	3,6	11,1	6,5	8,8
feb.	145,3	2,5	4,4	13,4	20,9	11,6	7,1	3,0	12,4	43,0	17,9	3,5	10,7	6,3	9,8
mar.	144,3	.	.	.	.	11,6	7,2	3,0	12,1	44,4	18,4	3,5	10,7	6,5	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2013	100,0	1,7	3,1	9,4	13,8	8,3	4,7	2,1	8,6	29,3	11,8	2,5	8,1	4,6	6,2
<b>Saldo</b>															
2012	82,7	5,2	6,4	62,6	16,6	-52,7	34,0	25,3	72,1	-100,7	-93,4	-4,6	-31,1	4,8	40,1
2013	159,5	5,2	5,8	75,4	16,0	-56,1	29,0	24,5	72,4	-65,8	-82,3	0,3	-10,9	17,3	46,8
2012 4° trim.	27,5	1,4	1,6	16,5	3,6	-13,5	8,2	6,5	17,8	-20,3	-22,4	-0,2	-7,9	2,4	11,1
2013 1° trim.	38,2	1,2	1,3	16,5	4,2	-13,8	8,0	6,6	19,9	-16,9	-22,7	0,0	-3,2	4,2	10,2
2° trim.	41,0	1,4	1,2	18,1	3,9	-12,8	6,9	6,8	17,8	-16,4	-20,2	-0,2	-3,2	4,7	12,8
3° trim.	36,0	1,1	1,3	19,2	3,7	-14,9	7,1	5,7	17,4	-17,5	-19,5	0,5	-2,9	4,5	11,3
4° trim.	44,2	1,5	1,9	21,6	4,2	-14,6	7,0	5,4	17,3	-15,0	-19,8	0,1	-1,5	3,8	12,4
2014 1° trim.	43,9	.	.	.	.	-14,7	5,8	5,5	21,0	-18,8	-21,7	0,4	0,3	4,2	.
2013 ott.	13,4	0,4	0,7	7,3	1,6	-4,7	2,5	1,8	5,5	-5,7	-6,2	0,0	-1,2	1,5	3,7
nov.	15,9	0,6	0,6	7,5	1,3	-4,5	2,4	2,0	5,8	-4,3	-6,3	0,1	-0,2	1,3	3,4
dic.	14,8	0,5	0,6	6,8	1,4	-5,4	2,1	1,6	5,9	-5,0	-7,2	0,0	-0,1	1,0	5,4
2014 gen.	13,7	0,5	0,5	7,4	2,0	-4,9	2,6	1,9	6,4	-6,2	-6,7	0,3	-0,5	1,3	2,7
feb.	15,0	0,5	0,6	8,1	1,8	-4,8	1,8	1,9	7,1	-5,3	-7,1	0,2	0,5	1,8	1,1
mar.	15,2	.	.	.	.	-5,0	1,4	1,7	7,6	-7,2	-7,9	0,0	0,2	1,1	.

Fonte: Eurostat.



## TASSI DI CAMBIO

### 8.1 Tassi di cambio effettivi <sup>1)</sup>

(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	TCE-20						TCE-39	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM <sup>2)</sup> reale	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2011	103,4	100,7	97,5	95,1	106,0	96,7	112,2	97,7
2012	97,9	95,6	93,2	89,8	100,6	91,4	107,1	92,9
2013	101,7	98,9	96,7	93,2	102,5	94,6	112,0	96,2
2013 1° trim.	100,7	98,3	96,1	92,5	102,8	94,3	110,2	95,0
2° trim.	100,8	98,3	96,0	92,9	102,2	94,2	110,6	95,0
3° trim.	101,9	99,2	96,9	93,3	102,8	94,7	112,9	96,8
4° trim.	103,1	100,0	97,8	94,1	102,4	95,4	114,7	97,8
2014 1° trim.	103,9	100,7	98,2	-	-	-	116,6	99,1
2013 mag.	100,5	98,0	95,7	-	-	-	110,0	94,6
giu.	101,6	98,9	96,6	-	-	-	112,0	96,1
lug.	101,5	98,9	96,5	-	-	-	112,0	96,2
ago.	102,2	99,5	97,1	-	-	-	113,4	97,3
set.	102,0	99,1	96,9	-	-	-	113,3	97,0
ott.	102,8	99,7	97,6	-	-	-	114,2	97,4
nov.	102,6	99,5	97,4	-	-	-	114,2	97,3
dic.	103,9	100,7	98,5	-	-	-	115,8	98,6
2014 gen.	103,4	100,3	97,8	-	-	-	115,9	98,6
feb.	103,6	100,5	97,9	-	-	-	116,3	98,9
mar.	104,6	101,4	98,8	-	-	-	117,5	99,7
apr.	104,5	101,2	98,5	-	-	-	117,0	99,1
mag.	103,8	100,4	97,8	-	-	-	116,1	98,1
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2014 mag.	-0,7	-0,7	-0,8	-	-	-	-0,8	-1,0
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2014 mag.	3,3	2,4	2,1	-	-	-	5,5	3,7

### F39 Tassi di cambio effettivi

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)

— TCE-20 nominale  
 - - - TCE-20 deflazionato sulla base dell'IPC reale



### F40 Tassi di cambio bilaterali

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)

— USD/EUR  
 - - - JPY/EUR  
 - - - GBP/EUR



Fonte: BCE.

- 1) Per la definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.
- 2) Le serie deflazionate sulla base del CLUPM sono disponibili solo per il gruppo di partner commerciali del TCE-19.

## 8.2 Tassi di cambio bilaterali

(medie nel periodo indicato; unità di valuta nazionale per euro)

	Lev bulgaro 1	Corona ceca 2	Corona danese 3	Kuna croata 4	Litas lituano 5	Fiorino ungherese 6	Zloty polacco 7	Nuovo leu romeno 8	Corona svedese 9	Sterlina britannica 10	Nuova lira turca 11
2011	1,9558	24,590	7,4506	7,4390	3,4528	279,37	4,1206	4,2391	9,0298	0,86788	2,3378
2012	1,9558	25,149	7,4437	7,5217	3,4528	289,25	4,1847	4,4593	8,7041	0,81087	2,3135
2013	1,9558	25,980	7,4579	7,5786	3,4528	296,87	4,1975	4,4190	8,6515	0,84926	2,5335
2013 3° trim.	1,9558	25,853	7,4580	7,5459	3,4528	297,96	4,2477	4,4410	8,6798	0,85453	2,6092
4° trim.	1,9558	26,658	7,4593	7,6290	3,4528	297,43	4,1853	4,4506	8,8575	0,84074	2,7537
2014 1° trim.	1,9558	27,442	7,4625	7,6498	3,4528	307,93	4,1843	4,5023	8,8569	0,82787	3,0372
2013 nov. dic.	1,9558 1,9558	26,927 27,521	7,4587 7,4602	7,6326 7,6365	3,4528 3,4528	297,68 300,24	4,1887 4,1760	4,4452 4,4635	8,8802 8,9597	0,83780 0,83639	2,7316 2,8276
2014 gen. feb. mar. apr. mag.	1,9558 1,9558 1,9558 1,9558 1,9558	27,485 27,444 27,395 27,450 27,437	7,4614 7,4622 7,4638 7,4656 7,4641	7,6353 7,6574 7,6576 7,6267 7,5952	3,4528 3,4528 3,4528 3,4528 3,4528	302,48 310,20 311,49 307,37 304,58	4,1799 4,1741 4,1987 4,1853 4,1800	4,5205 4,4918 4,4933 4,4620 4,4237	8,8339 8,8721 8,8666 9,0329 9,0298	0,82674 0,82510 0,83170 0,82520 0,81535	3,0297 3,0184 3,0629 2,9393 2,8736
variazione percentuale sul mese precedente											
2014 mag.	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,0	-0,9	-0,1	-0,9	0,0	-1,2	-2,2
variazione percentuale sull'anno precedente											
2014 mag.	0,0	6,0	0,1	0,4	0,0	4,2	0,0	2,0	5,3	-4,0	21,0
	Dollaro australiano 12	Real brasiliano 13	Dollaro canadese 14	Yuan renminbi cinese 15	Dollaro di Hong Kong 16	Rupia indiana <sup>1)</sup> 17	Rupia indonesiana 18	Shekel israeliano 19	Yen giapponese 20	Ringgit malese 21	
2011	1,3484	2,3265	1,3761	8,9960	10,8362	64,8859	12,206,51	4,9775	110,96	4,2558	
2012	1,2407	2,5084	1,2842	8,1052	9,9663	68,5973	12,045,73	4,9536	102,49	3,9672	
2013	1,3777	2,8687	1,3684	8,1646	10,3016	77,9300	13,857,50	4,7948	129,66	4,1855	
2013 3° trim.	1,4465	3,0304	1,3760	8,1111	10,2696	82,3565	14,115,14	4,7459	131,02	4,2904	
4° trim.	1,4662	3,0931	1,4275	8,2903	10,5522	84,4048	15,682,97	4,7994	136,48	4,3633	
2014 1° trim.	1,5275	3,2400	1,5107	8,3576	10,6287	84,5794	16,179,21	4,7892	140,80	4,5184	
2013 nov. dic.	1,4473 1,5243	3,0959 3,2133	1,4145 1,4580	8,2221 8,3248	10,4604 10,6254	84,4990 84,7631	15,575,06 16,455,73	4,7711 4,8019	134,97 141,68	4,3176 4,4517	
2014 gen. feb. mar. apr. mag.	1,5377 1,5222 1,5217 1,4831 1,4755	3,2437 3,2581 3,2187 3,0864 3,0512	1,4884 1,5094 1,5352 1,5181 1,4951	8,2368 8,3062 8,5332 8,5984 8,5658	10,5586 10,6012 10,7283 10,7107 10,6456	84,5099 84,9503 84,2990 83,3624 81,4318	16,471,94 16,270,18 15,785,89 15,801,66 15,830,12	4,7569 4,8043 4,8087 4,8010 4,7600	141,47 139,35 141,48 141,62 139,74	4,5005 4,5194 4,5361 4,4989 4,4337	
variazione percentuale sul mese precedente											
2014 mag.	-0,5	-1,1	-1,5	-0,4	-0,6	-2,3	0,2	-0,9	-1,3	-1,4	
variazione percentuale sull'anno precedente											
2014 mag.	12,4	15,5	12,8	7,5	5,6	13,9	24,9	0,8	6,6	13,1	
	Peso messicano 22	Dollaro neozelandese 23	Corona norvegese 24	Peso filippino 25	Rublo russo 26	Dollaro di Singapore 27	Rand sudafricano 28	Won sudcoreano 29	Franco svizzero 30	Baht thailandese 31	Dollaro statunitense 32
2011	17,2877	1,7600	7,7934	60,260	40,8846	1,7489	10,0970	1,541,23	1,2326	42,429	1,3920
2012	16,9029	1,5867	7,4751	54,246	39,9262	1,6055	10,5511	1,447,69	1,2053	39,928	1,2848
2013	16,9641	1,6206	7,8067	56,428	42,3370	1,6619	12,8330	1,453,91	1,2311	40,830	1,3281
2013 3° trim.	17,1005	1,6612	7,9303	57,813	43,4394	1,6795	13,2329	1,469,03	1,2348	41,675	1,3242
4° trim.	17,7331	1,6439	8,2375	59,354	44,2920	1,7006	13,8224	1,445,53	1,2294	43,151	1,3610
2014 1° trim.	18,1299	1,6371	8,3471	61,468	48,0425	1,7379	14,8866	1,465,34	1,2237	44,722	1,3696
2013 nov. dic.	17,6340 17,8278	1,6327 1,6659	8,2055 8,4053	58,811 60,552	44,1581 45,0628	1,6833 1,7244	13,7626 14,2234	1,434,06 1,446,99	1,2316 1,2245	42,695 44,323	1,3493 1,3704
2014 gen. feb. mar. apr. mag.	17,9964 18,1561 18,2447 18,0485 17,7620	1,6450 1,6466 1,6199 1,6049 1,5957	8,3927 8,3562 8,2906 8,2506 8,1513	61,263 61,238 61,901 61,646 60,258	46,0304 48,2554 49,9477 49,2978 47,8403	1,7327 1,7295 1,7513 1,7345 1,7189	14,8242 14,9820 14,8613 14,5815 14,2995	1,453,94 1,462,51 1,479,99 1,441,28 1,407,13	1,2317 1,2212 1,2177 1,2189 1,2204	44,822 44,568 44,765 44,657 44,686	1,3610 1,3659 1,3823 1,3813 1,3732
variazione percentuale sul mese precedente											
2014 mag.	-1,6	-0,6	-1,2	-2,3	-3,0	-0,9	-1,9	-2,4	0,1	0,1	-0,6
variazione percentuale sull'anno precedente											
2014 mag.	11,2	1,2	7,8	12,2	17,6	6,0	17,4	-2,6	-1,7	15,6	5,8

Fonte: BCE.



## 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	Croazia	Lituania	Ungheria	Polonia	Romania	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>IACP</b>										
2012	2,4	3,5	2,4	3,4	3,2	5,7	3,7	3,4	0,9	2,8
2013	0,4	1,4	0,5	2,3	1,2	1,7	0,8	3,2	0,4	2,6
2013 4° trim.	-1,0	1,1	0,4	0,6	0,5	0,7	0,6	1,3	0,3	2,1
2014 1° trim.	-1,8	0,3	0,4	0,1	0,3	0,4	0,6	1,3	0,0	1,8
2014 feb.	-2,1	0,3	0,3	-0,2	0,3	0,3	0,7	1,3	0,1	1,7
mar.	-2,0	0,3	0,2	-0,1	0,4	0,2	0,6	1,3	-0,4	1,6
apr.	-1,3	0,2	0,5	-0,1	0,3	-0,2	0,3	1,6	0,3	1,8
<b>Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL</b>										
2011	-2,0	-3,2	-1,9	-7,8	-5,5	4,3	-5,1	-5,5	0,2	-7,6
2012	-0,8	-4,2	-3,8	-5,0	-3,2	-2,1	-3,9	-3,0	-0,6	-6,1
2013	-1,5	1,5	-0,8	-4,9	-2,2	-2,2	-4,3	-2,3	-1,1	-5,8
<b>Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL</b>										
2011	16,3	41,4	46,4	52,0	38,3	82,1	56,2	34,7	38,6	84,3
2012	18,4	46,2	45,4	55,9	40,5	79,8	55,6	38,0	38,3	89,1
2013	18,9	46,0	44,5	67,1	39,4	79,2	57,0	38,4	40,6	90,6
<b>Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno; media nel periodo</b>										
2013 nov.	3,64	2,18	1,80	4,97	3,99	5,82	4,38	5,29	2,30	2,31
dic.	3,43	2,20	1,89	5,10	3,69	5,78	4,42	5,29	2,39	2,50
2014 gen.	3,56	2,43	1,86	5,11	3,42	5,60	4,42	5,22	2,37	2,48
feb.	3,58	2,28	1,67	4,78	3,33	6,03	4,47	5,35	2,23	2,37
mar.	3,54	2,20	1,61	4,51	3,33	5,83	4,25	5,31	2,16	2,34
apr.	3,44	2,00	1,57	4,41	3,26	5,56	4,10	5,15	2,06	2,30
<b>Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno; media nel periodo</b>										
2013 nov.	0,97	0,40	0,25	1,35	0,40	3,33	2,65	2,44	1,16	0,52
dic.	0,97	0,38	0,26	1,01	0,40	3,00	2,67	2,33	1,01	0,52
2014 gen.	0,96	0,37	0,28	0,95	0,41	2,99	2,70	1,88	0,95	0,52
feb.	0,89	0,37	0,27	0,88	0,41	2,99	2,71	3,29	0,94	0,52
mar.	0,83	0,37	0,29	0,86	0,41	3,24	2,71	2,83	0,93	0,52
apr.	0,83	0,37	0,31	0,83	0,41	2,94	2,72	2,74	0,91	0,53
<b>PIL a prezzi costanti</b>										
2012	0,6	-1,0	-0,4	-1,9	3,7	-1,7	2,0	0,5	0,9	0,3
2013	0,9	-0,9	0,4	-1,0	3,3	1,1	1,6	3,5	1,6	1,7
2013 3° trim.	0,9	-1,0	0,9	-0,7	2,4	1,8	2,0	4,2	0,6	1,8
4° trim.	1,2	1,1	0,5	-0,9	3,4	2,9	2,5	5,1	3,0	2,7
2014 1° trim.	1,2	2,5	1,5	.	3,0	3,2	3,5	3,8	1,8	3,1
<b>Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL</b>										
2012	0,5	0,0	6,0	0,2	2,0	3,5	-1,5	-3,0	5,8	-3,6
2013	3,1	0,5	7,3	1,3	3,7	6,5	1,0	1,2	6,0	-4,1
2013 3° trim.	11,5	1,2	8,6	25,0	3,0	7,2	0,2	1,2	6,5	-6,1
4° trim.	-2,7	1,1	8,8	-6,7	3,8	7,7	1,5	0,5	4,9	-4,8
2014 1° trim.	0,9	9,7	4,2	.	0,7	6,3	0,7	5,0	5,8	.
<b>Debito estero lordo in percentuale del PIL</b>										
2011	94,3	59,6	183,3	103,4	77,4	150,0	72,3	77,1	200,0	419,6
2012	94,6	62,0	181,8	102,2	75,4	129,6	71,0	75,3	191,2	390,6
2013 2° trim.	93,8	65,6	175,1	106,4	70,5	128,6	73,7	73,5	197,6	395,1
3° trim.	93,9	64,6	174,3	102,6	69,5	121,5	72,8	71,9	196,9	363,5
4° trim.	93,5	71,0	176,7	104,9	67,1	118,9	69,8	68,6	196,4	354,2
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>										
2012	4,4	3,3	1,5	1,1	1,9	2,5	1,5	4,5	2,9	2,6
2013	5,2	-0,1	1,2	.	3,8	3,9	.	2,5	0,8	1,4
2013 3° trim.	3,8	1,4	0,8	0,5	4,9	3,4	1,5	1,4	1,4	2,0
4° trim.	1,9	.	1,1	.	2,9	3,2	.	0,9	-0,8	.
2014 1° trim.	1,4	.	0,3	.	.	.	.	.	1,1	.
<b>Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)</b>										
2012	12,3	7,0	7,5	15,9	13,4	10,9	10,1	7,1	8,0	7,9
2013	12,9	7,0	7,0	17,2	11,8	10,2	10,3	7,3	8,0	7,5
2013 4° trim.	13,1	6,7	6,8	17,4	11,0	9,2	10,0	7,3	8,0	7,1
2014 1° trim.	13,0	6,6	.	17,3	11,7	8,0	9,9	7,2	8,1	.
2014 feb.	13,0	6,6	6,9	17,4	11,7	7,9	9,9	7,2	8,1	6,6
mar.	13,0	6,6	6,6	17,2	11,9	7,8	9,8	7,2	8,1	.
apr.	12,8	6,5	6,5	16,8	11,2	.	9,7	7,1	8,2	.

Fonti: BCE, Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

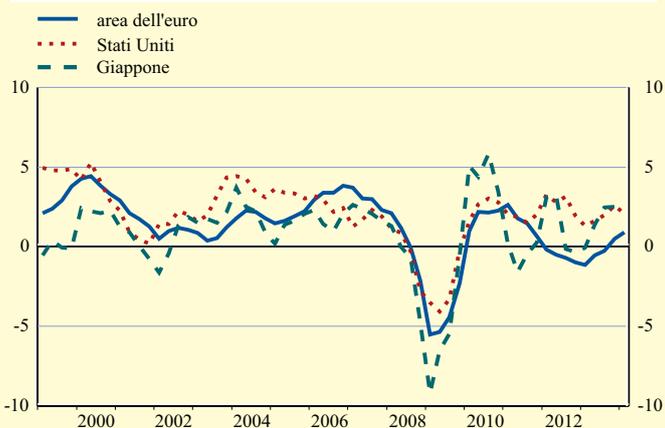
## 9.2 Indicatori economici e finanziari negli Stati Uniti e in Giappone

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup>	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione, in percentuale della forza lavoro <sup>2)</sup> (dest.)	Aggregato monetario ampio <sup>3)</sup>	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi <sup>4)</sup>	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero; <sup>5)</sup> dati di fine periodo	Tasso di cambio <sup>6)</sup> (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) pubblico in percentuale del PIL	Debito pubblico <sup>6)</sup> in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2010	1,6	-1,2	2,5	6,6	9,6	2,5	0,34	3,57	1,3257	-12,2	79,2
2011	3,2	2,0	1,8	3,6	8,9	7,3	0,34	2,10	1,3920	-10,7	83,1
2012	2,1	1,1	2,8	4,4	8,1	8,6	0,43	1,88	1,2848	-9,3	86,5
2013	1,5	1,1	1,9	2,9	7,4	6,8	0,27	3,27	1,3275	-6,4	88,2
2013 1° trim.	1,7	1,7	1,3	3,2	7,7	7,3	0,29	2,09	1,3206	-7,2	88,0
2° trim.	1,4	2,0	1,6	2,7	7,5	7,1	0,28	2,82	1,3062	-5,7	87,2
3° trim.	1,6	1,9	2,0	2,7	7,2	6,6	0,26	2,91	1,3242	-7,0	86,9
4° trim.	1,2	-1,1	2,6	3,2	7,0	6,1	0,24	3,27	1,3638	-5,7	88,2
2014 1° trim.	1,4	0,9	2,0	2,5	6,7	6,0	0,24	2,97	1,3696	-6,1	-
2014 gen.	1,6	-	-	1,8	6,6	5,5	0,24	2,93	1,3610	-	-
feb.	1,1	-	-	2,6	6,7	6,4	0,24	2,90	1,3659	-	-
mar.	1,5	-	-	3,2	6,7	6,0	0,23	2,97	1,3823	-	-
apr.	2,0	-	-	3,1	6,3	6,2	0,23	2,87	1,3813	-	-
mag.	-	-	-	-	-	-	0,23	2,69	1,3732	-	-
Giappone											
2010	-0,7	-4,8	4,7	15,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-8,3	186,7
2011	-0,3	0,8	-0,4	-2,8	4,6	2,7	0,19	1,00	110,96	-8,8	202,9
2012	0,0	-1,4	1,4	0,6	4,4	2,5	0,19	0,84	102,49	-8,7	211,0
2013	0,4	-0,8	1,6	-0,8	4,0	3,6	0,15	0,95	129,53	-	-
2013 1° trim.	-0,6	0,0	-0,1	-7,8	4,2	2,9	0,16	0,70	121,80	-	-
2° trim.	-0,3	-0,6	1,4	-3,1	4,0	3,5	0,16	1,02	129,07	-	-
3° trim.	0,9	-1,9	2,5	2,2	4,0	3,8	0,15	0,88	131,02	-	-
4° trim.	1,4	-1,0	2,5	5,9	3,9	4,3	0,14	0,95	137,01	-	-
2014 1° trim.	1,5	-	2,7	8,3	3,6	3,9	0,14	0,84	140,80	-	-
2014 gen.	1,4	-	-	10,6	3,7	4,3	0,14	0,82	141,47	-	-
feb.	1,5	-	-	7,1	3,6	4,0	0,14	0,81	139,35	-	-
mar.	1,6	-	-	7,4	3,6	3,6	0,14	0,84	141,48	-	-
apr.	3,4	-	-	4,1	3,6	3,4	0,14	0,81	141,62	-	-
mag.	-	-	-	-	-	-	0,14	0,75	139,74	-	-

### F41 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



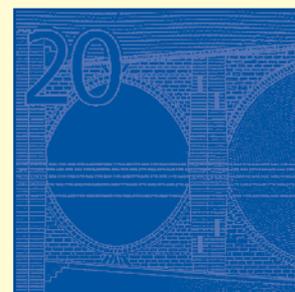
### F42 Indici dei prezzi al consumo

(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).

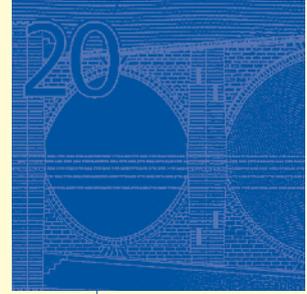
- 1) Dati destagionalizzati. I dati per gli Stati Uniti si riferiscono al settore delle imprese private non agricole
- 2) I dati riferiti al Giappone nel periodo da marzo ad agosto 2011 includono le tre prefetture che più hanno risentito del terremoto che ha colpito il paese. Il rilevamento dei dati è stato ristabilito 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) Il debito pubblico, costituito da depositi, titoli non azionari e prestiti in essere al valore nominale, è consolidato nel settore delle amministrazioni pubbliche (fine periodo).
- 7) L'IPC si riferisce alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.



## LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S14
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche	S16
F8	Prestiti a non residenti nell'area dell'euro	S16
F9	Depositi totali per settore ( <i>intermediari finanziari</i> )	S17
F10	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ( <i>intermediari finanziari</i> )	S17
F11	Depositi totali per settore ( <i>società non finanziarie e famiglie</i> )	S18
F12	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ( <i>società non finanziarie e famiglie</i> )	S18
F13	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F14	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F15	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S35
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati stagionalizzati e non stagionalizzati	S37
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S38
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S39
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S41
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	S43
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S43
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S44
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S44
F25	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	S45
F26	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:

$$(a) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

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:

$$(b) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

### 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  $D = D_1 + D_2 + \dots + D_i$ , il tasso annualizzato applicabile è calcolato come:

$$(c) \quad R_{ORLT} = \frac{D_1 R_{1,ORP} + D_2 R_{2,ORP} + \dots + D_i R_{i,ORP}}{D}$$

### SEZIONI DA 2.1 A 2.6

#### CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

Le transazioni mensili sono calcolate come differenze mensili nelle consistenze corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Indicando con  $L_t$  le consistenze alla fine del mese  $t$ , con  $C_t^M$  la correzione dovuta a riclassificazione alla fine del mese  $t$ , con  $E_t^M$  la correzione per la variazione del tasso di cambio e con  $V_t^M$  gli aggiustamenti per le ulteriori rivalutazioni, le transazioni  $F_t^M$  nel mese  $t$  sono definite come:

$$(d) \quad F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Analogamente, le transazioni trimestrali  $F_t^Q$  per il trimestre che termina nel mese  $t$  sono definite come:

$$(e) \quad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

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:

$$(f) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Attualmente, l'indice (per le serie non destagionalizzate) è calcolato con base dicembre 2010 = 100. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione "Monetary and financial statistics" della sezione "Statistics".

Il tasso di crescita sui dodici mesi  $a_t$  – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese  $t$  – può essere calcolato utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(g) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(h) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (h) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2001.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della formula (h). Ad esempio, il tasso di crescita sul mese precedente  $a_t^M$  può essere calcolato come:

$$(i) \quad a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$  dove  $a_t$  è definito come nelle precedenti formule (g) oppure (h).

### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo  $F_t^Q$  e  $L_{t-3}$  come in precedenza, l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese  $t$  è definito come:

$$(j) \quad I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese  $t$  (cioè  $a_t$ ), può essere calcolato utilizzando la formula (h).

## DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO<sup>1)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA<sup>2)</sup>. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette<sup>3)</sup>. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

### SEZIONI DA 3.1 A 3.5

#### UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella sezione 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per le transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle 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).

- 1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione "Statistics" del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione "Monetary and financial statistics".
- 2) Per ulteriori dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual e*, Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia model-based di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall Programs *TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.
- 3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ovvero dicembre 2010) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

Anche il reddito netto disponibile è definito solo per i settori residenti ed è pari al reddito nazionale netto più imposte correnti nette sul reddito e sul patrimonio (risorse meno impieghi) più i contributi sociali netti (risorse meno impieghi) più le prestazioni sociali nette diverse dai trasferimenti sociali in natura (risorse meno impieghi) più gli altri trasferimenti correnti netti (risorse meno impieghi).

Il risparmio netto è definito per i settori residenti ed è calcolato come il reddito netto disponibile più la correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione (risorse meno impieghi) meno le spese per consumi finali (impieghi). Per il resto del mondo, il conto corrente verso l'estero viene compilato come somma del saldo commerciale più tutti i redditi netti (risorse meno impieghi).

L'accreditamento netto/indebitamento netto viene calcolato a partire dal conto capitale come risparmio netto più trasferimenti netti in conto capitale (risorse meno impieghi) meno gli investimenti fissi lordi meno le acquisizioni al netto delle cessioni di attività non finanziarie non prodotte (impieghi) più il consumo di capitale fisso (risorse). Esso può risultare anche dal conto finanziario come saldo fra totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle passività (noto anche come variazione della ricchezza finanziaria netta dovuta a transazioni). Per i settori delle famiglie e delle società non finanziarie esiste una discrepanza statistica fra i saldi calcolati a partire dal conto capitale e dal conto finanziario.

Le variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni sono calcolate come totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno totale delle transazioni nelle passività, laddove le altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono calcolate come il totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle altre variazioni nelle passività.

La ricchezza finanziaria netta è calcolata come differenza fra il totale delle attività finanziarie e il totale delle passività, laddove le variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono pari alla somma delle variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazione (accreditamento/indebitamento netto dal conto finanziario) e delle altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta.

Le variazioni nella ricchezza netta sono calcolate come variazioni nella ricchezza netta dovute a risparmi e a trasferimenti di capitale più altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta e altre variazioni nelle attività non finanziarie.

Per le famiglie, la ricchezza netta è calcolata come somma delle attività non finanziarie e della ricchezza finanziaria netta.

#### SEZIONI 4.3 E 4.4

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze nozionali. Indicando con  $N_t^M$  le transazioni (emissioni nette) nel mese  $t$  e con  $L_t$  il livello delle consistenze nozionali alla fine del mese  $t$ , l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette nel mese  $t$  è definito come:

$$(k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2008. Il tasso di crescita  $a_t$  per il mese  $t$  – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese  $t$  – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(l) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(m) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza intende indicare che il metodo utilizzato per ottenere le “emissioni nette” nelle statistiche sulle emissioni di titoli differisce da quello impiegato per calcolare le equivalenti “transazioni” nel caso degli aggregati monetari.

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese  $t$  è calcolato come:

$$(n) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-12-i} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove  $I_t$  è l'indice delle consistenze nozionali al mese  $t$ . Analogamente, per l'anno che termina nel mese  $t$ , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(o) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-12-i} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono riclassificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

#### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione per le emissioni totali di titoli è effettuata in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dei fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione “Statistics” del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione “Monetary and financial statistics”.

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 essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(p) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(q) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

#### TAVOLA 1 DELLA SEZIONE 5.1

##### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industriali non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

#### TAVOLA 2 DELLA SEZIONE 7.1

##### DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA oppure TRAMO-SEATS a seconda della voce. I dati grezzi sui beni, sui servizi, sui redditi e sui trasferimenti correnti vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. La correzione per il numero di giornate lavorative nel conto corrente dei beni e in quello dei servizi tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. La destagionalizzazione di queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del conto corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali (e quelli relativi alle giornate lavorative) vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.

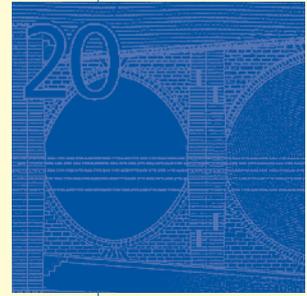
#### SEZIONE 7.3

##### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI E ANNUALI

Il tasso di crescita sui dodici mesi per il trimestre  $t$  si calcola sulla base delle posizioni ( $L_t$ ) e delle transazioni trimestrali ( $F_t$ ), utilizzando la seguente formula:

$$(r) \quad a_t = \left( \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Il tasso di crescita per le serie annuali equivale al tasso di crescita dell'ultimo trimestre dell'anno.



## NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie storiche più dettagliate e più estese, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)). È possibile consultare i dati nello *Statistical Data Warehouse* della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), predisposto con strumenti di ricerca e di download. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di file compressi in formato Comma Separated Value (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu).

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 4 giugno 2014.

Tutte le serie si riferiscono al gruppo dei 18 paesi membri dell'area dell'euro (gli Euro 18) 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; l'adesione dell'Estonia nel 2011 ha dato vita agli Euro 17. Da ottobre 2012 le statistiche dell'area dell'euro includono il Meccanismo europeo di stabilità, un'istituzione finanziaria internazionale residente nell'area dell'euro a fini statistici.

### 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 18 per tutti gli anni, indipendentemente dal fatto che l'area dell'euro abbia questa composizione solo da gennaio 2014. 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 le statistiche che si basano sui bilanci del settore delle IFM ("statistiche monetarie"), i tassi di variazione sono compilati sulla base di indici concatenati, per i quali la nuova composizione ottenuta mediante il fattore di concatenamento decorre dal momento in cui il nuovo

paese accede all'area dell'euro. Pertanto, qualora l'accesso di un paese avvenga a gennaio di un determinato anno, i fattori che contribuiscono agli indici concatenati si riferiscono alla precedente composizione dell'area dell'euro, fino a dicembre dell'anno precedente incluso, e per i mesi successivi alla composizione più ampia. Per ulteriori dettagli, cfr. *Manual on MFI balance sheet statistics* nella sezione "Statistics" del sito della BCE.

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – originariamente espressi nelle monete nazionali dei paesi partecipanti e convertiti in ECU utilizzando i tassi di cambio correnti – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche monetarie, i dati anteriori al 1999<sup>1)</sup> sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

Laddove necessario, sono stati utilizzati metodi di aggregazione e/o consolidamento (compreso il consolidamento tra paesi).

I dati più recenti sono in molti casi provvisori e potranno essere rivisti in futuro. Eventuali discrepanze tra i totali e la somma delle loro componenti possono derivare da arrotondamenti.

Il gruppo "Altri Stati membri dell'UE" è costituito da: Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, Croazia, 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.

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>).

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 concessi da IFM diverse dall'Eurosistema (ovvero il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente.

La sezione 2.7 presenta una scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM.

Le sezioni da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni.

Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche sono state raccolte e compilate sulla base di vari regolamenti della BCE relativi al bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie. Dal mese di luglio 2010 raccolta e compilazione vengono effettuate sulla base del Regolamento BCE/2008/32 <sup>2)</sup>. Definizioni dettagliate sul settore sono contenute nella terza edizione della pubblicazione *Monetary Financial institutions and market statistics sector manual - Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, marzo 2007).

La sezione 2.8 riporta le consistenze in essere e le transazioni relative al bilancio dei fondi di investimento dell'area dell'euro (esclusi i fondi comuni monetari, che sono ricompresi nelle statistiche sui bilanci delle IFM). I fondi di investimento sono organismi che investono il capitale raccolto tra il pubblico in attività finanziarie e/o non finanziarie. Una lista completa dei fondi di investimento dell'area dell'euro è disponibile sul sito Internet della BCE. Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le attività le quote/partecipazioni emesse da altri fondi di investimento. Le quote/partecipazioni emesse dai fondi di investimento sono anche disaggregate per strategia d'investimento (fondi obbligazionari, fondi azionari, fondi misti, fondi immobiliari, hedge fund e altri fondi) e per tipo (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.9 fornisce ulteriori dettagli sui principali tipi di attività detenute dai fondi comuni di investimento dell'area dell'euro. La sezione riporta una scomposizione geografica degli emittenti dei titoli di debito detenuti dai fondi d'investimento, nonché una disaggregazione per settore economico degli emittenti residenti nell'area dell'euro.

2) G.U. L. 15 del 20.1.2009, pag. 14.

Da dicembre 2008 l'informazione statistica armonizzata è raccolta e compilata sulle base del Regolamento BCE/2007/8<sup>3)</sup> relativo alle statistiche sulle attività e passività dei fondi di investimento. Ulteriori informazioni sulle statistiche relative ai fondi di investimento sono disponibili nel *Manual on investment fund statistics* (BCE, maggio 2009).

La sezione 2.10 presenta il bilancio aggregato delle società veicolo finanziarie (SVF) residenti nell'area dell'euro. Le SVF sono società costituite per effettuare operazioni di cartolarizzazione. La cartolarizzazione consiste tipicamente nel trasferimento di una attività o di un insieme di attività ad una SVF che iscrive tali attività nel proprio bilancio come prestiti cartolarizzati, titoli non azionari, altre attività cartolarizzate. Il rischio di credito collegato a una attività o a un insieme di attività può venir trasferito a una SVF anche mediante l'uso di credit default swaps, garanzie o altri meccanismi simili. Il collaterale detenuto dalle SVF a fronte di tali esposizioni è costituito da depositi presso le IFM oppure da titoli diversi dalle azioni. Le SVF di norma cartolarizzano prestiti originati dal settore delle IFM. Le SVF devono segnalare tali prestiti nel bilancio o, indipendentemente dalla facoltà prevista per le IFM dalle regole contabili di cancellare il prestito dal proprio bilancio. Trovano separata indicazione i dati relativi ai prestiti cartolarizzati dalle SVF che rimangono iscritti nei bilanci delle IFM (e sono quindi segnalati nelle statistiche di quest'ultime). Da dicembre 2009 la raccolta dei dati trimestrali viene effettuata sulla base del Regolamento BCE/2008/30<sup>4)</sup>.

La sezione 2.11 riporta il bilancio aggregato delle società di assicurazione e dei fondi pensione residenti nell'area dell'euro. Le società di assicurazione includono sia il settore assicurativo sia quello riassicurativo, mentre tra i fondi pensione rientrano solo i fondi che hanno autonomia decisionale e sono tenuti a mantenere una contabilità completa (fondi pensione autonomi). Questa sezione presenta una suddivisione geografica e settoriale delle controparti emittenti titoli non azionari, detenuti dalle società di assicurazione e dai fondi pensione.

## CONTI DELL'AREA DELL'EURO

Nella Sezione 3.1 vengono riportati i conti trimestrali aggregati per l'area dell'euro. Questi forniscono informazioni esaustive sull'attività economica di famiglie (incluse le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie), società non finanziarie e pubbliche amministrazioni nonché sulle interazioni fra tali settori, l'area dell'euro e il resto del mondo. I dati riportati, non destagionalizzati e a prezzi correnti, si riferiscono all'ultimo trimestre disponibile e vengono presentati in base ad una sequenza semplificata di conti conforme al quadro di riferimento metodologico del Sistema europeo dei conti 1995.

In breve, la sequenza di conti (transazioni) include: 1) la formazione del conto dei redditi che mostra come l'attività produttiva si traduca in varie categorie di reddito; 2) l'allocatione del conto dei redditi primari, che registra entrate e spese relative a varie forme di reddito da capitale (per l'economia nel suo insieme, il saldo del conto dei redditi primari e il reddito nazionale); 3) la distribuzione secondaria del conto dei redditi, che illustra come il reddito nazionale di un settore istituzionale subisca variazioni a causa dei trasferimenti correnti; 4) l'utilizzo del conto dei redditi, che dà conto di come il reddito disponibile viene speso per consumi o risparmiato; 5) il conto capitale, che presenta come i risparmi e i trasferimenti netti di capitale vengano spesi nell'acquisizione di attività non finanziarie (il saldo del conto capitale è l'accreditamento netto/indebitamento netto); 6) il conto finanziario che registra le

3) G.U. L. 211 dell'11.8.2007, pag.8.

4) G.U. L. 15 del 20.1.2009, pag.1.

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'accredito 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 17 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 tasso fisso e variabile nella tavola 1 della sezione 4.2 è attribuibile alle obbligazioni a zero coupon e ad effetti di rivalutazione.

La sezione 4.3 riporta i tassi di crescita sui dodici mesi, corretti e non corretti per la stagionalità, per i titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro (suddivisi per scadenza, tipo di strumento, settore emittente e valuta di denominazione). Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto istituzionale contrae o redime una passività. I tassi di crescita sui dodici mesi, dunque, non includono riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni. I tassi di crescita corretti sono stati annualizzati a scopo di presentazione. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.4 riporta, alle colonne 1, 4, 6 e 8, le consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. I dati mensili per le azioni quotate emesse da società non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella sezione 3.4 (bilancio finanziario e azioni quotate).

Alle colonne 3, 5, 7 e 9 della tavola 1 della sezione 4.4 sono riportati i tassi di crescita sui dodici mesi delle consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto emittente emette o rimborsa azioni per cassa, ad esclusione degli investimenti in azioni proprie. Il calcolo dei tassi di crescita sui dodici mesi non tiene conto di riclassificazioni, rivalutazioni, e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

La sezione 4.5 presenta statistiche su tutti i tassi di interesse che le IFM residenti nell'area dell'euro applicano sui depositi e sui prestiti denominati in euro alle famiglie e alle società non finanziarie residenti nell'area. I tassi di interesse delle IFM dell'area dell'euro sono calcolati come media ponderata (in base al relativo volume di attività) dei tassi di interesse dei paesi dell'area dell'euro per ciascuna categoria.

Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono distinte per tipo di operazioni, per settore, per categoria e scadenza dello strumento, per periodo di preavviso o per periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sostituiscono le dieci serie statistiche transitorie sui tassi di interesse al dettaglio nell'area dell'euro pubblicate nel Bollettino mensile dal gennaio 1999.

La sezione 4.6 riporta i tassi di interesse del mercato monetario per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Per l'area dell'euro è coperta un'ampia gamma di tassi di interesse del mercato monetario, da quelli sui depositi a vista a quelli sui depositi a dodici mesi. Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Ad eccezione del tasso overnight precedente a gennaio 1999, i dati mensili, trimestrali e annuali sono medie nel periodo indicato. I tassi sui depositi a vista sono rappresentati dai tassi di interesse di fine periodo del mercato interbancario fino a dicembre 1998 incluso e successivamente da medie di periodo dell'Eonia (euro overnight index average). I tassi sui depositi a uno, tre, sei e dodici mesi sono rappresentati dai tassi interbancari lettera (Euribor) dal gennaio 1999; fino al dicembre 1998, dai tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (Libor), laddove disponibili. Per gli Stati Uniti e il Giappone i tassi di interesse sui depositi a tre mesi sono rappresentati dal Libor.

La sezione 4.7 presenta i tassi di fine periodo stimati sulla base della curva dei rendimenti nominali a breve dei titoli di debito denominati in euro con rating AAA emessi dalle amministrazioni centrali dell'area dell'euro. Le curve dei rendimenti sono stimate sulla base del modello di Svensson<sup>5)</sup>. Sono disponibili anche gli spread tra i tassi a dieci anni e i tassi a tre mesi e a due anni. Ulteriori curve dei rendimenti (pubblicate giornalmente e corredate di figure e tavole) sono 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

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.

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 tavola comprende anche dati sullo IAPC destagionalizzato, compilati dalla BCE, e indici provvisori dei prezzi amministrati basati sullo IAPC.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n. 1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine<sup>6)</sup>. A partire da gennaio 2009, per la produzione di statistiche di breve termine è stata utilizzata la 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<sup>7)</sup>. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE Rev. 2 sezioni da B a E) dei "Raggruppamenti principali di industrie", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 656/2007 del 14 giugno 2007<sup>8)</sup>. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi ex fabrica e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I due indici dei prezzi delle materie prime non energetiche presentati nella tavola 3, sezione 5.1 sono redatti utilizzando lo stesso insieme di materie prime, ma avvalendosi di due diversi schemi di ponderazione: uno basato sulle rispettive importazioni di materie prime dell'area dell'euro (colonne 2-4) e l'altro (colonne 5-7) basato su una stima della domanda interna dell'area dell'euro, o "utilizzo", tenendo conto delle informazioni sulle importazioni, esportazioni e della produzione interna di ciascuna materia prima (ignorando, per semplificare, le scorte ritenute relativamente stabili nel periodo osservato). L'indice dei prezzi delle materie prime ponderato in base alle importazioni è adeguato all'analisi degli sviluppi esterni, mentre quello ponderato in base all'utilizzo è adatto allo scopo specifico dell'analisi delle pressioni internazionali dei prezzi delle materie prime sull'inflazione dell'area dell'euro. Gli indici delle materie prime ponderati in base all'utilizzo rappresentano dati sperimentali. Per maggiori dettagli sulla compilazione degli indici dei prezzi delle 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

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.

2003 concernente l'indice del costo del lavoro<sup>9)</sup> e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003<sup>10)</sup>. Una scomposizione degli indicatori di costo del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. la colonna "per memoria" della tavola 5 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 (tavola 1 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95<sup>11)</sup>. Il SEC 95 è stato modificato dal Regolamento (UE) della Commissione del 10 agosto 2010<sup>12)</sup> che ha adottato la revisione della classificazione statistica delle attività economiche, NACE Revisione2. La pubblicazione dei conti nazionali dell'area dell'euro, sulla base della nuova classificazione, è stata avviata a dicembre 2011.

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) e includono il 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 degli obblighi di segnalazione statistica previsti dall'Indirizzo della Banca centrale europea del 31 luglio 2009 sulle statistiche sulle finanze pubbliche (BCE/2009/20)<sup>13)</sup>. I dati annuali sui disavanzi e sul debito per gli aggregati dell'area dell'euro possono pertanto differire da quelli pubblicati dalla Commissione europea. Gli aggregati trimestrali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni 6.4 e 6.5, sono compilati dalla BCE sulla base di dati forniti dall'Eurostat e di dati nazionali.

Nella sezione 6.1 vengono presentati i dati annuali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, in base alle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000<sup>14)</sup>, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle

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.

13) G.U. L. 228 dell'1.9.2009, pag. 2514.

14) G.U. L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

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 i dati relativi al debito pubblico e ai disavanzi/avanzi per i singoli paesi dell'area dell'euro trasmessi alla Commissione, come previsto dal regolamento (UE) n. 679/2010 del Consiglio, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. 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 non stagionalizzati sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002 sui conti trimestrali non finanziari delle amministrazioni pubbliche<sup>15)</sup>. Nella sezione 6.5 vengono presentati i dati trimestrali sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche, sul raccordo disavanzo-debito e sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Queste statistiche vengono compilate utilizzando i dati forniti dagli Stati membri in base ai Regolamenti (CE) n. 501/2004 e n. 222/2004 e quelli forniti dalle BCN.

## TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5<sup>a</sup> edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)<sup>16)</sup>, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)<sup>17)</sup>. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/ international investment position statistical methods* (maggio 2007) e nei rapporti delle *Task Force Portfolio Investment Collection Systems* (giugno 2002), *Portfolio Investment Income* (agosto 2003) e *Foreign Direct Investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)) il rapporto della Task Force congiunta BCE/Commissione europea (Eurostat) che analizza la qualità delle statistiche su bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p/p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della Task Force e sui principi di base dell'*ECB Statistics Quality Framework* di aprile 2008, è disponibile sul sito Internet della BCE.

Il 9 dicembre il Consiglio direttivo ha adottato l'Indirizzo BCE/2011/23<sup>18)</sup> 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.

15) G.U. L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.

16) G.U. L. 354 del 30.11.2004, pag. 34.

17) G.U. L. 159 del 20.6.2007, pag. 48.

18) G.U. L. 65 del 3.3.2012, pag. 1.

Le tavole delle sezioni 7.1 e 7.4 seguono le convenzioni del Manuale dell’FMI sulla bilancia dei pagamenti: avanzi nel conto corrente e nel conto capitale sono riportati con un segno positivo, mentre nel conto finanziario un segno positivo indica un incremento delle passività o un decremento delle attività. Nelle tavole della sezione 7.2 sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo. Inoltre, a partire dal numero di febbraio 2008 di questo Bollettino, la struttura delle tavole della sezione 7.3 è stata modificata al fine di consentire una presentazione contestuale dei dati sulla bilancia dei pagamenti, della posizione patrimoniale sull’estero e dei relativi tassi di crescita; nelle nuove tavole, le transazioni in attività e passività che producono un incremento delle posizioni sono indicate con un segno positivo.

Le statistiche sulla b.d.p. dell’area dell’euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell’uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di 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 e delle organizzazioni internazionali (le quali, a parte la BCE e il Meccanismo europeo di stabilità vengono trattate statisticamente come poste al di fuori dell’area dell’euro a prescindere dalla loro collocazione fisica), nonché dei centri offshore. Le transazioni e le posizioni relative alle passività negli investimenti di portafoglio, ai derivati finanziari o alle riserve ufficiali non sono incluse nella scomposizione. Non sono inoltre riportati dati separati per i redditi da capitale che fanno capo al Brasile, alla Cina continentale, all’India o alla Russia. Un’introduzione alla scomposizione geografica viene riportata nell’articolo *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull’estero dell’area dell’euro: principali controparti* nel numero di febbraio 2005 di questo Bollettino.

Le statistiche relative alla b.d.p. e alla p.p.e. dell’area dell’euro nella sezione 7.3 sono redatte sulla base delle transazioni e delle posizioni nei confronti dei non residenti dell’area dell’euro, considerando l’area dell’euro come una singola entità economica (cfr., in questo Bollettino, il riquadro 9 del numero di dicembre 2002, il riquadro 5 del gennaio 2007 e il riquadro 6 del gennaio 2008). La p.p.e. è valutata ai prezzi di mercato correnti, con l’eccezione delle consistenze degli investimenti diretti, per le quali si utilizzano prevalentemente i valori di bilancio per le azioni non quotate e altri investimenti (ad esempio, prestiti e depositi). La p.p.e. trimestrale viene compilata sulla base dello stesso schema metodologico utilizzato per quella annuale. Dato che alcune fonti di dati non sono disponibili a cadenza trimestrale (oppure disponibili in ritardo), la p.p.e. trimestrale viene parzialmente stimata sulla base delle transazioni finanziarie e degli andamenti delle attività e dei tassi di cambio.

La tavola 1 nella sezione 7.3 fornisce una sintesi della p.p.e. e delle transazioni finanziarie per la bilancia dei pagamenti dell’area dell’euro. La scomposizione della variazione nella p.p.e. annuale si ottiene applicando un modello statistico alle variazioni della p.p.e., diverse dalle transazioni, sulla base di informazioni derivate dalla scomposizione geografica, dalla composizione valutaria delle attività e delle passività, nonché dagli indici dei prezzi delle diverse attività finanziarie. Le colonne

5 e 6 di questa tavola si riferiscono agli investimenti diretti da parte di unità residenti all'estero e all'investimento diretto da unità non residenti nell'area dell'euro.

Nella tavola 5 della sezione 7.3 la scomposizione in "prestiti" e "banconote, monete e depositi" è basata sul settore della controparte non residente, ovvero le attività nei confronti di banche non residenti vengono classificate come depositi mentre le attività nei confronti di altri settori non residenti vengono classificate come prestiti. Questa scomposizione segue la distinzione già effettuata in altre statistiche, come il bilancio consolidato delle IFM, ed è conforme al Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella tavola 7 della sezione 7.3. Tali dati non sono pienamente confrontabili con quelli della valutazione finanziaria settimanale dell'Eurosistema, a causa di differenze nella copertura e nella classificazione. I dati contenuti nella tavola 7 sono conformi allo schema di riferimento sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. Le attività incluse nelle riserve ufficiali dell'Eurosistema tengono conto, per definizione, della composizione evolutiva dell'area dell'euro. Nel periodo precedente all'entrata di un paese nell'area dell'euro, le attività detenute dalla banca centrale nazionale del paese sono incluse alla voce investimenti di portafoglio (se si tratta di titoli) oppure altri investimenti (nel caso di attività di altra natura). Le variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini del Central Bank Gold Agreement (Accordo tra le banche centrali sull'oro) del 26 settembre 1999, che è stato aggiornato il 27 settembre 2009. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE *Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves* (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

Le statistiche sul debito estero lordo dell'area dell'euro riportate nella tavola 8 della sezione 7.3 indicano la consistenza effettiva (e non quella potenziale) delle passività nei confronti di non residenti nell'area dell'euro che comportano il pagamento di capitale e/o interessi da parte del debitore in uno o successivi istanti futuri. La tavola 8 presenta una scomposizione del debito estero lordo per strumento e settore istituzionale.

La sezione 7.4 contiene una presentazione monetaria della b.d.p dell'area dell'euro, nella quale vengono riportate le transazioni delle istituzioni diverse dalle IFM che riflettono le transazioni esterne nette delle IFM. Le transazioni delle istituzioni diverse dalle IFM includono transazioni di b.d.p. per le quali non è disponibile una scomposizione per settore. Tali transazioni sono relative al conto corrente e al conto capitale (colonna 2) e agli strumenti finanziari derivati (colonna 11). Una nota metodologica aggiornata sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE. Si veda anche il riquadro 1 nel numero di giugno 2003 di questo Bollettino.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La fonte dei dati è l'Eurostat. I dati in valore e gli indici di volume sono stagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della tavola 1 nella sezione 7.5 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic categories – BEC) e corrisponde alla classificazione elementare dei beni nel Sistema dei conti nazionali. Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 4. Nella scomposizione geografica (tavola 3 nella sezione 7.5) sono riportati

i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali. La Cina non comprende Hong Kong. Per effetto di differenze riguardanti definizioni, classificazione, copertura e tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio estero, e in particolare alle importazioni, non sono del tutto confrontabili con la voce “beni” delle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. sezioni 7.1 e 7.2). Una parte della discrepanza è attribuibile, nei dati relativi al commercio estero, all’inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi ai beni importati.

I prezzi all’importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell’industria per le esportazioni (o prezzi industriali dell’output per il mercato non interno) riportati nella tavola 2, sezione 7.5 sono stati introdotti dal Regolamento (CE) n. 1158/2005 del Parlamento europeo e del Consiglio del 6 luglio 2005 che modifica il regolamento (CE) n. 1165/98 del Consiglio, e che rappresenta il principale riferimento normativo per le statistiche a breve termine. L’indice dei prezzi all’importazione dei beni industriali include i beni industriali importati dall’esterno dell’area dell’euro inclusi nelle sezioni da B a E della Classificazione statistica dei prodotti associata alle attività nella Comunità economica europea e tutti i settori istituzionali degli importatori, fatta eccezione per le famiglie, le pubbliche amministrazioni e le istituzioni senza scopo di lucro. L’indice riflette il prezzo di costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell’importatore al netto di dazi e imposte, e si riferisce alle effettive transazioni in euro registrate una volta trasferita la proprietà dei beni. I prezzi alla produzione nell’industria per le esportazioni si riferiscono a tutti i prodotti industriali esportati direttamente da produttori dell’area dell’euro verso il mercato esterno all’area dell’euro inclusi nelle sezioni da B a E del NACE Rev. 2. Non sono incluse le esportazioni e le riesportazioni da parte di grossisti. Gli indici riflettono il prezzo f.o.b. (free on board) espresso in euro e calcolato ai confini dell’area dell’euro, incluso le imposte indirette e fatta eccezione per l’IVA e altre imposte deducibili. I prezzi all’importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell’industria per le esportazioni seguono la classificazione dei Raggruppamenti principali di industrie (RPI) definiti nel Regolamento (CE) della Commissione n. 656/2007 del 14 giugno 2007. Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 11 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

## TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati gli indici dei tassi di cambio effettivi (TCE) dell’euro, reali e nominali, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali nei confronti delle valute di alcuni partner commerciali dell’area dell’euro. Una variazione positiva indica un apprezzamento dell’euro. I pesi sono basati sul commercio di beni manufatti con i paesi partner commerciali nei periodi 1995-1997, 1998-2000, 2001-2003, 2004-2006, 2007-2009, e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando gli indici basati su ciascuno dei cinque set di pesi al termine di ciascun periodo triennale. L’indice TCE risultante ha come periodo base il primo trimestre 1999. Il gruppo di partner commerciali del TCE-20 è composto dai 10 Stati membri non appartenenti all’area dell’euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-19 non include la Croazia. Il gruppo del TCE-39 comprende quelli del TCE-20 e i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Cile, 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. I TCE deflazionati con i costi del lavoro per unità di prodotto nell’industria manifatturiera sono disponibili solo per il gruppo TCE-19.

Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. la nota metodologica e l'Occasional Paper della BCE n. 134 (*Revisiting the effective exchange rates of the euro* di Martin Schmitz, Maarten De Clercq, Michael Fidora, Bernadette Lauro e Cristina Pinheiro, giugno 2012), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

I tassi di cambio bilaterali riportati nella sezione 8.2 sono medie mensili di quelli pubblicati giornalmente come tassi di riferimento per queste valute. Il tasso di cambio più recente relativo alla corona islandese è pari a 290,0 per euro e si riferisce al 3 dicembre 2008.

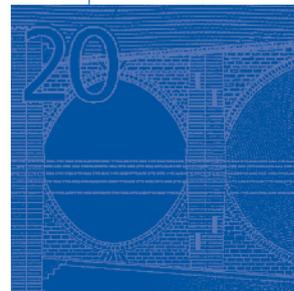
### EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

Le statistiche sugli altri Stati membri dell'UE (cfr. sezione 9.1) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. Tuttavia i dati sul conto corrente e sul conto capitale e sul debito estero lordo riportati nella tavola seguono criteri nazionali e non includono le società veicolo (special-purpose vehicles). I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.



## ALLEGATI

# CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA <sup>1)</sup>



### 12 GENNAIO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente.

### 9 FEBBRAIO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente. Inoltre, approva criteri di idoneità e misure di controllo del rischio specifici nazionali ai fini dell'ammissione temporanea in alcuni paesi di crediti aggiuntivi come garanzia nelle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema.

### 8 MARZO, 4 APRILE E 3 MAGGIO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

### 6 GIUGNO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento. Ha inoltre deciso, per quanto riguarda le procedure d'asta e le modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 15 gennaio 2013, di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

### 5 LUGLIO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base allo 0,75 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento 11 luglio 2012. Decide inoltre di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente all'1,50 e allo 0,00 per cento, entrambi con effetto dall'11 luglio 2012.

### 2 AGOSTO 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 allo 0,75, all'1,50 e allo 0,00 per cento.

### 6 SETTEMBRE 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

<sup>1)</sup> La cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2011 è consultabile, per ciascun anno di tale periodo, nel rispettivo Rapporto annuale della BCE.

rimarranno invariati rispettivamente allo 0,75, all'1,50 e allo 0,00 per cento. Decide inoltre sulle modalità per intraprendere operazioni definitive monetarie (ODM) sui mercati secondari delle obbligazioni sovrane nell'area dell'euro.

#### **4 OTTOBRE E 8 NOVEMBRE 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 allo 0,75, all'1,50 e allo 0,00 per cento.

#### **6 DICEMBRE 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 allo 0,75, all'1,50 e allo 0,00 per cento. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 9 luglio 2013, decidendo in particolare di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

#### **10 GENNAIO, 7 FEBBRAIO, 7 MARZO E 4 APRILE 2013**

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 allo 0,75, all'1,50 e allo 0,00 per cento.

#### **2 MAGGIO 2013**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base allo 0,50 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento 8 maggio 2013. Decide inoltre di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 50 punti base all'1,00 per cento con effetto dall'8 maggio 2013 e di lasciare invariato il tasso sui depositi presso la banca centrale allo 0,00 per cento. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino all'8 luglio 2014, decidendo in particolare di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

#### **6 GIUGNO, 4 LUGLIO, 1° AGOSTO, 5 SETTEMBRE E 2 OTTOBRE 2013**

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 allo 0,50, all'1,00 e allo 0,00 per cento.

#### **7 NOVEMBRE 2013**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base allo 0,25 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento 13 novembre 2013. Decide inoltre di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 25 punti base allo 0,75 per cento con effetto dal 13 novembre 2013 e di lasciare invariato il tasso sui depositi presso la banca centrale allo 0,00 per cento. Stabilisce inoltre i dettagli

relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 7 luglio 2015, decidendo in particolare di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

#### **5 DICEMBRE 2013, 9 GENNAIO, 6 FEBBRAIO, 6 MARZO, 3 APRILE E 8 MAGGIO 2014**

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 allo 0,25, allo 0,75 e allo 0,00 per cento.

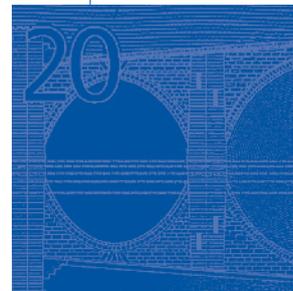
#### **5 GIUGNO 2014**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) di 10 punti base, allo 0,15 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento 11 giugno 2014. In aggiunta, decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 35 punti base, allo 0,40 per cento, e il tasso sui depositi presso la banca centrale di 10 punti base a -0,10 per cento, a decorrere dall'11 giugno 2014. Decide inoltre di adottare ulteriori misure non convenzionali, in particolare di: (a) condurre una serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) con scadenza settembre 2018 per sostenere i prestiti bancari a favore del settore privato non finanziario, a tasso di interesse fisso per l'intera durata di ciascuna operazione, pari al tasso applicabile alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema in essere al momento dell'erogazione del finanziamento, con l'aggiunta di un differenziale fisso di 10 punti base; (b) continuare a condurre ORP con procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione almeno fino alla fine del periodo di mantenimento delle riserve che scade a dicembre 2016; (c) condurre le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a tre mesi aggiudicate prima del periodo di mantenimento delle riserve che scade a dicembre 2016, mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi; (d) sospendere le operazioni settimanali di fine-tuning per sterilizzare la liquidità immessa attraverso il Programma per il mercato dei titoli finanziari (Securities Markets Programme, SMP); (e) intensificare i lavori preparatori relativi agli acquisti definitive nel mercato delle ABS.





# IL SISTEMA TARGET (SISTEMA TRANS-EUROPEO AUTOMATIZZATO DI TRASFERIMENTO ESPRESSO CON REGOLAMENTO LORDO IN TEMPO REALE)



Target2<sup>1)</sup> 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. Target2 è accessibile a un ampio numero di partecipanti. Più di 1000 istituti di credito in Europa utilizzano Target2 per effettuare pagamenti per conto proprio, per conto di altri partecipanti (indiretti) o per conto della clientela. Considerando le filiali e le controllate, quasi 57.000 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

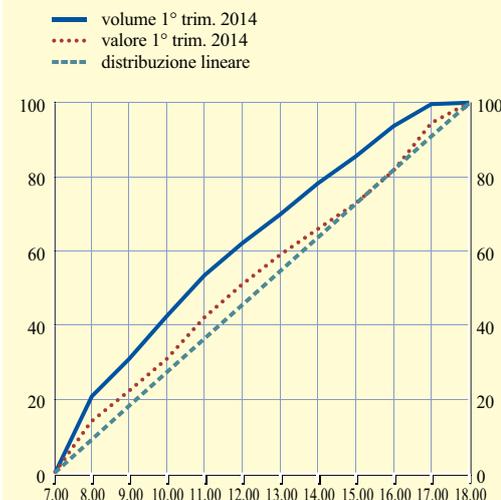
Nel primo trimestre 2014 su Target2 sono state regolate 22.839.642 operazioni, per un valore totale di 123.842 miliardi di euro, che corrispondono, in termini di media giornaliera, a 362.534 operazioni per un valore medio giornaliero di 1.966 miliardi di euro. Il picco di traffico del trimestre si è registrato il 31 marzo, giorno in cui sono stati trattati 504.852 pagamenti. Con una quota di mercato del 61 per cento in termini di volume e del 91 per cento in termini di valore, Target2 ha mantenuto la propria posizione di predominio nel mercato dei sistemi di pagamento di importo rilevante in euro. Le dimensioni della quota di mercato di Target2 confermano il forte interesse delle banche per il regolamento in moneta di banca centrale. I pagamenti interbancari rappresentano il 39 per cento dei pagamenti totali in termini di volume e il 91 per cento in termini di valore. Per i pagamenti interbancari trattati il valore medio è ammontato a 12,6 milioni di euro, mentre per i pagamenti per la clientela è stato pari a 0,8 milioni di euro. Per il 67 per cento dei pagamenti l'importo unitario è risultato inferiore a 50.000 euro e il 13 per cento superiore a 1 milione di euro. Su base media giornaliera, 215 pagamenti hanno superato il valore di 1 miliardo di euro. I dati rilevati sono simili a quelli registrati nel trimestre precedente.

## 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 2014. In termini di volume, la curva è ampiamente al di sopra della distribuzione lineare, con il 70 per cento del volume già scambiato entro le 13.00

### Andamento infragiornaliero

(percentuali)



Fonte: BCE.

1) Target 2, operativo dal 2007, è il sistema di seconda generazione subentrato a Target.

**Tavola 1 Pagamenti gestiti da Target2 e da Euro1: volume delle transazioni**

(numero dei pagamenti)	2013 1° trim.	2013 2° trim.	2013 3° trim.	2013 4° trim.	2014 1° trim.
<b>Target2</b>					
Volume totale	22.321.754	23.600.140	22.827.447	23.840.793	22.839.642
Media giornaliera	360.028	374.605	345.870	372.512	368.381
<b>Euro1 (EBA Clearing)</b>					
Volume totale	15.800.866	16.614.190	15.919.832	15.802.209	14.491.603
Media giornaliera	254.853	263.717	241.210	246.910	233.736

Note: a gennaio 2013 è stata adottata una nuova metodologia per la raccolta e la segnalazione dei dati, per migliorare la qualità di Target2. La modifica ha avuto come effetto una riduzione degli indicatori in termini di valore. Di tale variazione si deve tener conto se si effettuano confronti tra i dati raccolti prima o dopo la data di adozione della nuova metodologia.

**Tavola 2 Pagamenti gestiti da Target2 e da Euro1: valore delle transazioni**

(miliardi di euro)	2013 1° trim.	2013 2° trim.	2013 3° trim.	2013 4° trim.	2014 1° trim.
<b>Target2</b>					
Valore totale	122.916	125.266	121.184	124.076	123.842
Media giornaliera	1.983	1.988	1.836	1.939	1.966
<b>Euro1 (EBA)</b>					
Valore totale	12.794	12.514	11.676	11.695	11.757
Media giornaliera	206	199	177	183	187

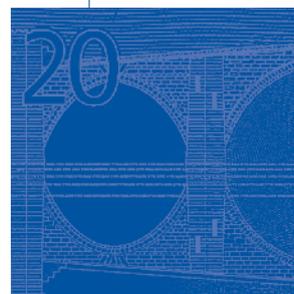
Nota: cfr. le note della tavola 1.

(ora dell'Europa centrale) e il 99,6 per cento un'ora prima della chiusura di Target2. In termini di valore la curva è prossima alla linea di distribuzione fino a metà giornata, con circa il 59 per cento del valore scambiato entro le 13.00 (ora dell'Europa centrale). Successivamente, la curva si sposta appena sotto la linea di distribuzione, a indicare che i pagamenti di importo superiore erano stati regolati verso l'orario di chiusura di Target2.

#### DISPONIBILITÀ OPERATIVA E PERFORMANCE DI TARGET2

Nel primo trimestre 2014 Target2 ha registrato una disponibilità del 100 per cento. Gli unici malfunzionamenti 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. Tutti i pagamenti che devono essere regolati normalmente perché siano soddisfatti i livelli di servizio previsti<sup>2)</sup> sono stati elaborati in meno di cinque minuti, soddisfacendo quindi appieno le aspettative riposte nel sistema.

2) I pagamenti che derivano da procedure di regolamento dell'interfaccia dedicata ai sistemi ancillari sono esclusi dalla misurazione della performance. Maggiori dettagli sugli indicatori di performance sono disponibili all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/paym/t2/professional/indicators/html/index.en.html>



## PUBBLICAZIONI PRODOTTE DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA

La BCE produce numerose pubblicazioni che forniscono informazioni sulle sue competenze principali: la politica monetaria, le statistiche, i sistemi di pagamento e di regolamento, la stabilità finanziaria e la vigilanza, la cooperazione europea e internazionale, e le questioni giuridiche.

### PUBBLICAZIONI STATUTARIE

- Rapporto annuale
- Rapporto sulla convergenza
- Bollettino mensile

### LAVORI DI RICERCA

- *Legal Working Paper Series*
- *Occasional Paper Series*
- *Research Bulletin*
- *Working Paper Series*

### ALTRE PUBBLICAZIONI

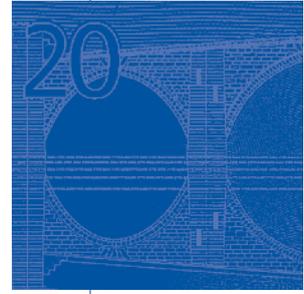
- *Enhancing monetary analysis*
- *Financial integration in Europe*
- *Financial Stability Review*
- *Statistics Pocket Book*
- *La Banca centrale europea: storia, ruolo e funzioni*
- *The international role of the euro*
- *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro ("General Documentation")*
- *La politica monetaria della BCE*
- *The payment system*

La BCE pubblica anche brochure e materiale informativo su un'ampia varietà di tematiche, ad esempio le banconote e le monete in euro, nonché atti di seminari e conferenze.

Per una lista completa dei documenti (in formato PDF) pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, predecessore della BCE dal 1994 al 1998, si prega di visitare il sito Internet della BCE all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. I codici della lingua indicano in quali versioni ciascuna pubblicazione è disponibile.

Salvo diversa indicazione, le copie a stampa possono essere ottenute a titolo gratuito singolarmente o in abbonamento, fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo e-mail [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).





## GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)).

**Altri investimenti [other investment]:** voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti, altri conti attivi e passivi.

**Amministrazioni pubbliche [general government]:** in base alla definizione del SEC 95, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato, fruibili dal singolo individuo e dalla collettività, e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

**Area dell'euro [euro area]:** l'area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato sul funzionamento dell'Unione europea

**Asta a tasso fisso [fixed rate tender]:** procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

**Asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo [fixed rate full allotment tender procedure]:** procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito dalla banca centrale (tasso fisso) e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi a quel tasso, sapendo in anticipo che tutte le richieste saranno soddisfatte (piena aggiudicazione dell'importo).

**Asta a tasso variabile [variable rate tender]:** procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

**Attività nette sull'estero delle IFM [MFI net external assets]:** le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

**Azioni [equities]:** titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria, come ad esempio le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

**Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [balance of payments (b.o.p.):** prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo.

**Bilancio consolidato del settore delle IFM [consolidated balance sheet of the MFI sector]:** bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri

soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

**Cancellazione [write-off]:** rimozione del valore di un prestito dal bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto interamente irrecuperabile.

**Cartolarizzazione [securitisation]:** operazione o insieme di operazioni mediante le quali una attività o un pool di attività che producono flussi di cassa, prevalentemente crediti (mutui ipotecari, prestiti al consumo, ecc.), vengono trasferiti da un originator (di norma un ente creditizio) a una società veicolo finanziaria (SVF). La SVF di fatto converte queste attività in titoli negoziabili, emettendo strumenti di debito nei quali il servizio del capitale e degli interessi viene effettuato mediante i flussi di cassa prodotti dal pool di attività sottostanti.

**Commercio con l'estero in beni [external trade in goods]:** esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

**Conti capitale [capital accounts]:** parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che riporta le variazioni nette della ricchezza, del risparmio, dei trasferimenti in conto capitale e delle acquisizioni nette di attività non finanziarie.

**Conto capitale [capital account]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutti i trasferimenti di capitale e le acquisizioni/dismissioni di attività non prodotte e non finanziarie fra residenti e non residenti.

**Conto corrente [current account]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a beni e servizi, redditi e trasferimenti correnti fra residenti e non residenti.

**Conto dei redditi [income account]:** un conto della b.d.p. che ricomprende due tipi di transazioni nei confronti dei non residenti: (a) quelle che riguardano le retribuzioni da lavoro dipendente corrisposte a lavoratori non residenti (ad esempio, i transfrontalieri, gli stagionali e altri lavoratori a breve termine); (b) quelle che riguardano gli introiti e gli esborsi per investimenti su attività o passività finanziarie sull'estero, inclusi gli introiti e gli esborsi su investimenti diretti, di portafoglio e altri investimenti, nonché gli introiti sulle riserve valutarie.

**Conto dei trasferimenti correnti [current transfers account]:** un conto tecnico della b.d.p. sul quale vengono registrati il valore di risorse reali o finanziarie qualora queste vengano trasferite senza ricevere alcuna contropartita. I trasferimenti correnti ricomprendono tutti i trasferimenti diversi da quelli di capitale.

**Conti finanziari [financial accounts]:** parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che presenta le posizioni finanziarie (consistenze o bilanci), le transazioni finanziarie e altre variazioni dei diversi settori istituzionali di un'economia per tipologia di attività finanziaria.

**Conto finanziario [financial account]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono le transazioni fra residenti e non residenti relative a investimenti diretti e di portafoglio, altri investimenti, prodotti finanziari derivati e attività di riserva.

**Costo del lavoro per unità di prodotto [unit labour costs]:** indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e la produttività del lavoro (definita come PIL, in volume, a prezzi costanti per persona occupata).

**Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [MFI credit to euro area residents]:** prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (ivi incluse le amministrazioni pubbliche e il settore privato) e i titoli detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

**Curva dei rendimenti [yield curve]:** rappresentazione grafica della relazione esistente, a una certa data, fra il tasso di interesse o il rendimento e la vita residua di titoli di debito con pari rischio di credito ma con differenti scadenze. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse o rendimenti per coppie di scadenze.

**Debito (conti finanziari) [debt (financial accounts)]:** i prestiti alle famiglie, nonché i prestiti, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo.

**Debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [debt (general government)]:** il debito lordo (banconote, monete e depositi, prestiti e titoli di debito) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

**Debito estero lordo [gross external debt]:** consistenze delle passività correnti effettive (ossia non potenziali) di un'economia che implicano, in una data futura, il pagamento del capitale o degli interessi a non residenti.

**Deflazione [deflation]:** un calo marcato e persistente dei prezzi di un insieme molto ampio di beni e servizi di consumo che viene incorporato nelle aspettative degli operatori.

**Depositi presso la banca centrale [deposit facility]:** operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messe a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti idonee possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso la propria BCN. Tali depositi sono remunerati a un tasso di interesse prestabilito, che di norma rappresenta il limite minimo dei tassi di interesse del mercato overnight.

**Disavanzo (riferito alle amministrazioni pubbliche) [deficit (general government)]:** l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche.

**Disinflazione [disinflation]:** processo di rallentamento dell'inflazione che può condurre a tassi di inflazione temporaneamente negativi.

**Eonia [EONIA (euro overnight index average)]:** misura del tasso di interesse effettivo prevalente nel mercato interbancario overnight dell'euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di

interesse sulle operazioni di prestito overnight non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

**Euribor [EURIBOR (euro interbank offered rate)]**: tasso applicato ai prestiti denominati in euro tra banche considerate di primario standing; viene calcolato quotidianamente, per scadenze varie, non superiori ai dodici mesi, sulla base dei tassi di un campione di banche selezionate.

**Eurosistema [Eurosystem]**: il sistema di banche centrali costituito dalla BCE e dalle BCN degli Stati membri dell'UE la cui moneta è l'euro.

**Fabbisogno (riferito alle amministrazioni pubbliche) [borrowing requirement (general government)]**: assunzione netta di debito da parte delle amministrazioni pubbliche.

**Fattori autonomi di liquidità [autonomous liquidity factors]**: fattori di liquidità quali, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale, che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria.

**Fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari) [investment funds (except money market funds)]**: istituzioni finanziarie che gestiscono collettivamente portafogli di capitale raccolto tra il pubblico, investendolo in attività finanziarie e non finanziarie. Cfr. anche **IFM**.

**Forze di lavoro [labour force]**: il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

**Garanzie [collateral]**: attività costituite in pegno o trasferite in altra forma a garanzia del rimborso di un finanziamento, nonché attività cedute nell'ambito di operazioni pronti contro termine. I titoli conferiti in garanzia nell'ambito delle operazioni temporanee dell'Eurosistema devono soddisfare alcuni requisiti di idoneità.

**IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [MFIs (monetary financial institutions)]**: istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Esse includono: (a) l'Eurosistema; (b) gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione dell'UE) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o altre forme di raccolta equiparabili ai depositi da enti diversi dalle IFM e, per proprio conto (almeno in termini economici), nel concedere credito e/o investire in titoli, nonché le istituzioni di moneta elettronica che sono che operano principalmente nell'intermediazione finanziaria sotto forma di emissione di moneta elettronica; (d) i fondi comuni monetari, ovvero società di investimento collettivo che investono in strumenti a breve termine e a basso rischio.

**Impieghi disponibili [job vacancies]**: termine collettivo che comprende i nuovi impieghi, gli impieghi liberi e quelli che si renderanno disponibili a breve scadenza, per i quali il datore di lavoro ha cercato attivamente e di recente di trovare un candidato idoneo.

**Indagini della Commissione europea [European Commission surveys]**: indagini armonizzate del clima di fiducia delle imprese e/o dei consumatori, condotte per conto della Commissione europea in ciascuno degli Stati membri dell'UE. Le indagini si basano su questionari e sono rivolte ai dirigenti di aziende del settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi nonché ai consumatori. Da ciascuna indagine mensile sono calcolati degli indicatori compositi che riassumono in un unico indicatore le risposte date a diverse domande (indicatori del clima di fiducia).

**Indagine sul credito bancario [Bank lending survey (BLS)]:** indagine trimestrale sulle politiche di erogazione del credito, condotta dall'Eurosistema a partire da gennaio 2003. Nell'ambito di tale indagine vengono poste, a un campione predefinito di banche dell'area dell'euro, alcune domande qualitative riguardanti i criteri per la concessione del credito, i termini e le condizioni praticate e la domanda di prestiti, con riferimento sia alle imprese sia alle famiglie.

**Indagini presso i responsabili degli acquisti nell'area dell'euro [Eurozone purchasing managers' surveys]:** indagini sulle condizioni dei settori manifatturiero e dei servizi condotte in diversi paesi dell'area dell'euro e i cui risultati vengono utilizzati per compilare degli indici. L'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero (Manufacturing Purchasing Managers' Index – PMI) dell'area dell'euro è un indicatore ponderato calcolato in base agli indici di produzione, nuovi ordinativi, occupazione, tempi di consegna dei fornitori e scorte di prodotti acquistati. L'indagine presso il settore dei servizi consiste in questionari riguardanti l'attività corrente, le aspettative di attività futura, l'ammontare di attività inevasa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli input e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi.

**Indicazioni prospettiche sulla politica monetaria [Forward guidance]:** comunicazione di una banca centrale sull'orientamento condizionale della politica monetaria con riferimento all'andamento futuro dei tassi di interesse.

**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 notes, 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").

**Liquidità in eccesso [Excess liquidity]:** ammontare di liquidità detenuta dalle banche sotto forma di riserve presso la banca centrale eccedente il fabbisogno aggregato del sistema bancario, quale determinato dagli obblighi di riserva e dai fattori autonomi.

**M1:** aggregato monetario ristretto che include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

**M2:** aggregato monetario intermedio. Comprende M1, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore a due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza), detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali.

**M3:** aggregato monetario ampio che si compone di M2 più gli strumenti negoziabili, in particolare operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito con scadenza non superiore a due anni emessi dalle IFM.

**Misure di maggiore sostegno al credito [enhanced credit support]:** misure non convenzionali adottate dalla BCE/Eurosistema durante la crisi finanziaria, intese a garantire condizioni di finanziamento e flussi creditizi migliori rispetto ai risultati ottenibili con la sola riduzione dei tassi di riferimento della BCE.

**Nuovi accordi europei di cambio AEC II [ERM II (exchange rate mechanism II)]:** accordi che definiscono l'assetto per la cooperazione nel settore delle politiche del cambio tra i paesi dell'area dell'euro e gli Stati membri dell'UE non partecipanti alla Terza fase dell'UEM.

**Operazione di assorbimento della liquidità [liquidity-absorbing operation]:** operazione mediante la quale l'Eurosistema assorbe liquidità per ridurre la liquidità in eccesso o creare un fabbisogno di liquidità. Tali operazioni vengono condotte mediante emissione di certificati di debito o depositi a tempo determinato.

**Operazione di mercato aperto [open market operation]:** operazione effettuata su iniziativa della banca centrale nei mercati finanziari. Può assumere la forma di operazioni temporanee, operazioni definitive, emissioni di depositi a tempo determinato, certificati di debito o operazioni di swap in valuta. Le operazioni di mercato aperto sono utilizzate per fornire o assorbire liquidità.

**Operazione di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) [longer-term refinancing operation (LTRO)]:** operazioni di credito con scadenza superiore alla settimana eseguite dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le regolari operazioni mensili hanno scadenza tre mesi. Nella fase di turbolenza dei mercati finanziari iniziata nell'agosto 2007 sono state condotte operazioni aggiuntive con frequenza variabile e durata compresa tra un periodo di mantenimento delle riserve e 36 mesi.

**Operazione di rifinanziamento marginale [marginal lending facility]:** operazione attivabile su iniziativa delle controparti messa a disposizione dall'Eurosistema, avente la forma di operazione temporanea mediante la quale controparti idonee possono ottenere dalla propria BCN, a un tasso di interesse predefinito, credito overnight. Il tasso dei prestiti concessi nell'ambito di tali operazioni rappresenta il limite superiore dei tassi di interesse del mercato overnight.

**Operazione di rifinanziamento principale (ORP) [main refinancing operation (MRO)]:** regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento principali sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

**Operazione temporanea [reverse transaction]:** operazione mediante la quale una BCN acquista o vende attività a pronti con patto di vendita/riacquisto a termine, ovvero eroga credito a fronte di una garanzia.

**Parità centrale (o tasso centrale) [central parity (or central rate)]:** tassi di cambio di ciascuna valuta partecipante agli AEC II nei confronti dell'euro, rispetto ai quali sono definiti i margini di oscillazione previsti dagli AEC II.

**Parità di potere d'acquisto (p.p.a.) [purchasing power parity (P.P.P.):** tasso di conversione di una valuta in un'altra tale da rendere identico il potere d'acquisto delle due divise, eliminando le differenze dovute al livello dei prezzi prevalente in ciascun paese. Nella sua forma più semplice, la p.p.a. rappresenta il rapporto di prezzo in valuta nazionale dello stesso bene o servizio in diversi paesi.

**Passività finanziarie a lungo termine delle IFM [MFI longer-term financial liabilities]:** depositi con durata prestabilita superiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi, titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza originaria superiore a due anni nonché capitale e riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

**Posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) [international investment position (i.i.p.):** valore e composizione delle consistenze di attività (o passività) finanziarie nette detenute da un'economia nei confronti del resto del mondo.

**Prezzi alla produzione nell'industria [industrial producer prices]:** i prezzi di fabbrica (i costi di trasporto non sono inclusi) di tutti i prodotti venduti dall'industria, escluse le costruzioni, sul mercato interno dei paesi dell'area dell'euro, al netto delle importazioni.

**Prodotto interno lordo (PIL) [gross domestic product (GDP)]:** il valore della produzione totale di beni e servizi di un'economia al netto dei consumi intermedi, più le imposte nette sui prodotti e sulle importazioni. Il PIL può essere scomposto per componenti di prodotto, di spesa e di reddito. I principali aggregati di spesa che compongono il PIL sono i consumi finali delle famiglie, i consumi finali collettivi, gli investimenti fissi lordi, la variazione delle scorte e le importazioni ed esportazioni di beni e servizi (compreso il commercio fra i paesi dell'area dell'euro).

**Produttività del lavoro [labour productivity]:** la produzione che può essere ottenuta con un dato input di lavoro. Essa si può misurare in diversi modi, ma di solito la misurazione viene effettuata dividendo il PIL (in volume) a prezzi costanti o per l'occupazione totale oppure per il totale delle ore lavorate.

**Produzione industriale [industrial production]:** il valore aggiunto lordo creato dall'industria a prezzi costanti.

**Raccordo disavanzo-debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [deficit-debt adjustment (general government)]:** la differenza tra il disavanzo e la variazione del debito delle amministrazioni pubbliche.

**Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [debt-to-GDP ratio (general government)]:** il rapporto tra il debito pubblico e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 126, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo.

**Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [deficit ratio (general government)]:** il rapporto tra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 126, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo. Viene anche definito rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

**Redditi per occupato o per ora lavorata [compensation per employee or per hour worked]:** la remunerazione totale, in denaro o in altra natura, che è pagabile dai datori di lavoro agli occupati, vale a dire i salari e gli stipendi lordi nonché le gratifiche, il pagamento degli straordinari e i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro, divisa per il numero totale degli occupati o per il numero totale di ore lavorate.

**Riserva obbligatoria [reserve requirement]:** obbligo che impone agli enti creditizi di detenere un ammontare minimo a titolo di riserva presso la banca centrale in un periodo di mantenimento predefinito. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri nel periodo di mantenimento.

**Riserve ufficiali [international reserves]:** attività sull'estero con disponibilità immediata e sotto il controllo delle autorità monetarie allo scopo di finanziare e regolare direttamente squilibri nei pagamenti attraverso interventi sui mercati dei cambi. Le riserve ufficiali dell'area dell'euro comprendono i crediti verso non residenti denominati in valuta diversa dall'euro, le riserve auree nonché i diritti speciali di prelievo e le posizioni di riserva presso il Fondo monetario internazionale detenuti dall'Eurosistema.

**Saldo di bilancio strutturale delle amministrazioni pubbliche [Structural fiscal balance]:** saldo di bilancio corretto in modo da tener conto dei fattori ciclici (ovvero, saldo corretto per gli effetti del ciclo) e delle misure una tantum.

**Società di assicurazione e fondi pensione [insurance corporations and pension funds]:** le società e le quasi-società finanziarie la cui funzione principale consiste nel fornire servizi di intermediazione finanziaria derivanti dalla trasformazione di rischi individuali in rischi collettivi.

**Società veicolo finanziaria (SVF) [financial vehicle corporation (FVC)]:** entità la cui attività principale è l'effettuazione di cartolarizzazioni. Le SVF emettono, tipicamente, titoli negoziabili che sono offerti al pubblico o collocati presso privati. Tali titoli sono garantiti da un portafoglio di attività (generalmente prestiti) che sono detenute dalla SVF. In alcuni casi, un'operazione di cartolarizzazione può coinvolgere più SVF, dove una di esse a detiene le attività cartolarizzate mentre un'altra provvede a emettere i titoli garantiti da tali attività.

**Stabilità dei prezzi [price stability]:** è definita dal Consiglio direttivo come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Il Consiglio ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo.

**Survey of Professional Forecasters (SPF):** indagine trimestrale condotta dalla BCE sin dal 1999 presso un gruppo selezionato di esperti appartenenti a organismi del settore finanziario e non finanziario aventi sede nell'UE, finalizzata alla raccolta di previsioni macroeconomiche sull'inflazione, sulla crescita del PIL in termini reali e sulla disoccupazione nell'area dell'euro.

**Svalutazione [write-down]:** correzione al ribasso del valore di un prestito registrato nel bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto parzialmente irrecuperabile.

**Tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro (nominali/reali) [effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)]:** medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dell'area. Gli indici del TCE dell'euro sono calcolati rispetto a diversi gruppi di paesi partner: il TCE-20 (comprendente i dieci Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e dieci partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-40 (composto dal TCE-20 più altri 20 paesi). I coefficienti di ponderazione riflettono la quota di ciascun partner nel commercio di prodotti manifatturieri dell'area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. I TCE reali si ottengono dai TCE nominali corretti per la differenza tra l'andamento di un indice ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo.

**Tassi di interesse delle IFM [MFI interest rates]:** i tassi di interesse praticati dagli enti creditizi residenti e da altre IFM, escluse le banche centrali e i fondi comuni monetari, sui depositi denominati in euro e sui prestiti nei confronti delle famiglie e delle società non finanziarie residenti nell'area dell'euro.

**Tassi di interesse di riferimento della BCE [key ECB interest rates]:** tassi di interesse fissati dal Consiglio direttivo, che riflettono l'orientamento di politica monetaria della BCE. Attualmente comprendono il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi presso la banca centrale.

**Tasso di inflazione di pareggio [break-even inflation rate]:** il differenziale tra il rendimento di una obbligazione nominale e quello di una obbligazione indicizzata all'inflazione, le cui scadenze siano uguali o quanto più possibile simili.

**Tasso massimo di offerta [Maximum bid rate]:** limite superiore fissato per i tassi di interesse a cui le controparti possono presentare le proprie offerte nelle operazioni di assorbimento della liquidità condotte mediante procedura d'asta a tasso variabile.

**Tasso minimo di offerta [Minimum bid rate]:** limite inferiore fissato per i tassi di interesse a cui le controparti possono presentare le proprie offerte nelle operazioni di immissione della liquidità mediante procedura d'asta a tasso variabile.

**Titoli di stato indicizzati all'inflazione [inflation-indexed government bonds]:** titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche; i pagamenti delle cedole e del capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

**Titolo di debito [debt security]:** promessa da parte dell'emittente (prenditore) a effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. I titoli di debito con scadenza originaria superiore a un anno sono classificati come titoli a lungo termine.

**Valore di riferimento per la crescita di M3 [reference value for M3 growth]:** tasso di crescita sui dodici mesi di M3, considerato coerente con la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

**Volatilità [volatility]:** grado di oscillazione di una variabile.

**Volatilità implicita [implied volatility]:** la volatilità attesa (cioè la deviazione standard) dei tassi di variazione dei prezzi di un'attività (ad es., un'azione o un'obbligazione). Può essere desunta dal prezzo dell'attività, dalla data di scadenza e dal prezzo di esercizio delle relative opzioni, nonché da un rendimento privo di rischio, utilizzando un modello per il calcolo dei prezzi delle opzioni, quale il modello Black-Scholes.