



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 1 / 2016





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico



Numero 1 / 2016

Indice

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

Sintesi	4
1 Contesto esterno	7
2 Andamenti finanziari	10
3 Attività economica	11
4 Prezzi e costi	14
5 Moneta e credito	16

Riquadri

1 I fattori alla base del rallentamento economico in Brasile	20
2 Le differenze fra valore aggiunto lordo industriale e produzione industriale: un approfondimento	23
3 L'Eurosistema pubblica criteri più dettagliati per il riconoscimento delle agenzie di rating	27

Articolo

1 Andamenti recenti della composizione e del costo della provvista bancaria nell'area dell'euro	30
---	----

Statistiche

S1

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

Sintesi

La crescita mondiale rimane modesta e disomogenea. Mentre nelle economie avanzate l'attività continua a espandersi a un ritmo robusto, nei paesi emergenti gli andamenti restano complessivamente deboli e più eterogenei. Il commercio internazionale sta recuperando, seppur lentamente, dopo l'estrema debolezza della prima metà del 2015. L'inflazione complessiva a livello mondiale è rimasta contenuta e il recente calo ulteriore dei prezzi del petrolio e delle altre materie prime attenuerà ancor di più le spinte inflazionistiche.

L'acuita incertezza connessa agli andamenti in Cina e la nuova caduta delle quotazioni petrolifere hanno determinato una brusca correzione nei mercati azionari mondiali e rinnovate spinte verso il basso sui rendimenti delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro. I differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie e sovrane si sono lievemente ampliati. L'aumento dell'incertezza mondiale è stato accompagnato da un apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro.

La ripresa economica nell'area dell'euro sta proseguendo, in larga parte grazie alla dinamica dei consumi privati. Più di recente, tuttavia, è stata in parte frenata dal rallentamento delle esportazioni. Gli ultimi indicatori disponibili sono coerenti con un ritmo di crescita economica sostanzialmente invariato nel quarto trimestre del 2015. In prospettiva, la domanda interna dovrebbe essere ulteriormente sorretta dalle misure di politica monetaria della BCE e dal loro impatto favorevole sulle condizioni finanziarie, nonché dai precedenti progressi compiuti sul fronte del risanamento dei conti pubblici e delle riforme strutturali. Inoltre, il nuovo calo dei prezzi del petrolio dovrebbe fornire un sostegno ulteriore sia al reddito disponibile reale delle famiglie sia alla redditività delle imprese e di conseguenza ai consumi privati e agli investimenti. In aggiunta, l'orientamento fiscale nell'area dell'euro sta diventando lievemente espansivo, anche di riflesso alle misure in favore dei profughi. La ripresa nell'area dell'euro è tuttavia frenata dalle prospettive di crescita contenuta nei mercati emergenti, dalla volatilità nei mercati finanziari, dai necessari aggiustamenti dei bilanci in diversi settori e dalla lenta attuazione delle riforme strutturali. I rischi per le prospettive di crescita dell'area dell'euro restano orientati verso il basso e sono connessi in particolare

alle maggiori incertezze riguardo all'evoluzione dell'economia mondiale, oltre che a rischi geopolitici di più ampia portata.

A dicembre 2015 l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) nell'area dell'euro si è collocata allo 0,2 per cento, a fronte dello 0,1 di novembre. Il dato di dicembre è stato inferiore alle attese e ha riflesso principalmente la nuova caduta brusca dei corsi petroliferi, oltre che la minore inflazione dei prezzi dei beni alimentari e dei servizi. Dopo un rialzo nella prima metà del 2015, la gran parte delle misure dell'inflazione di fondo sono rimaste sostanzialmente stabili. I prezzi all'importazione dei prodotti non energetici hanno continuato a rappresentare la fonte principale dell'aumento complessivo dei prezzi, dato che le spinte sui prezzi interni si sono mantenute moderate. In base alle quotazioni correnti dei contratti future sul petrolio, che si collocano ben al di sotto del livello osservato alcune settimane fa, il profilo atteso dell'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC nel 2016 è ora significativamente più basso rispetto alle prospettive dei primi di dicembre 2015. Si prevede al momento che i tassi di inflazione rimangano estremamente contenuti o che passino in territorio negativo nei prossimi mesi, per recuperare solo nel prosieguo del 2016. Successivamente, grazie al sostegno delle misure di politica monetaria della BCE e alla ripresa economica, dovrebbero continuare ad aumentare, tuttavia saranno tenuti sotto stretta osservazione i rischi di effetti di secondo impatto derivanti dal nuovo calo dell'inflazione dei prezzi dei beni energetici.

L'espansione dell'aggregato monetario ampio si è mantenuta robusta in novembre, trainata principalmente dal basso costo opportunità di detenere le attività monetarie più liquide e dall'impatto del programma ampliato di acquisto di attività della BCE. In aggiunta, i prestiti al settore privato dell'area dell'euro hanno continuato a seguire un profilo di graduale ripresa, sorretti dall'allentamento dei criteri di affidamento e dalla crescita della domanda di credito. Tuttavia il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie rimane basso poiché la dinamica dei prestiti alle imprese continua a riflettere, con il consueto scarto temporale, la sua relazione con il ciclo economico, nonché il rischio di credito e gli aggiustamenti in atto nei bilanci dei settori finanziario e non finanziario.

Nella riunione del 21 gennaio 2016, sulla base della consueta analisi economica e monetaria e dopo la ricalibrazione delle misure di politica monetaria della BCE a dicembre 2015, il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE. Tali tassi dovrebbero mantenersi su un livello pari o inferiore a quello attuale per un prolungato periodo di tempo. Per quanto riguarda le misure non convenzionali di politica monetaria, gli acquisti di attività procedono in maniera regolare e continuano ad avere un impatto favorevole

sul costo e sulla disponibilità del credito a imprese e famiglie. Più in generale, e sulla scorta delle evidenze disponibili agli inizi del 2016, è chiaro che le misure di politica monetaria adottate dal Consiglio direttivo a partire dalla metà del 2014 stanno funzionando. Ne consegue che gli andamenti dell'economia reale, l'erogazione del credito e le condizioni di finanziamento hanno registrato un miglioramento e hanno rafforzato la capacità di tenuta dell'area dell'euro ai recenti shock sull'economia mondiale. La decisione adottata agli inizi di dicembre di prorogare gli acquisti mensili netti di attività per 60 miliardi di euro almeno sino alla fine di marzo 2017 e di reinvestire i proventi dei rimborsi in conto capitale dei titoli in scadenza fino a quando sarà necessario si tradurrà in una significativa immissione di liquidità nel sistema bancario e rafforzerà le indicazioni prospettiche (forward guidance) sui tassi di interesse.

Agli inizi del nuovo anno, tuttavia, il Consiglio direttivo ha ritenuto che i rischi verso il basso fossero tornati ad aumentare in presenza dell'acuita incertezza riguardo alle prospettive di crescita delle economie emergenti, della volatilità nei mercati finanziari e delle materie prime e di rischi geopolitici. In questo contesto, anche la dinamica dell'inflazione nell'area dell'euro rimane più debole del previsto. Il Consiglio direttivo dovrà pertanto rivedere ed eventualmente riconsiderare l'orientamento della politica monetaria della BCE agli inizi di marzo quando saranno disponibili le nuove proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema relative anche al 2018. Nel frattempo si lavorerà al fine di assicurare che sussistano tutte le condizioni tecniche affinché l'intera gamma di opzioni sul piano delle politiche sia disponibile per essere eventualmente applicata.

1 Contesto esterno

Gli indicatori congiunturali suggeriscono che la crescita mondiale è rimasta modesta e disomogenea al volgere dell'anno.

L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto è sceso da 53,6 a 52,9 nel dicembre 2015, sullo sfondo di un rallentamento del settore dei servizi e di quello manifatturiero (cfr. grafico 1). In termini trimestrali l'indice ha registrato un lieve calo nel quarto trimestre rispetto al periodo precedente. I dati segnalano uno slancio espansivo sostenuto nelle economie avanzate, con un aumento dei PMI nel Regno Unito e in Giappone, benché si osservi un leggero rallentamento negli Stati Uniti. Nell'insieme delle economie di mercato emergenti (EME) la dinamica permane complessivamente debole e più eterogenea; gli ultimi dati delle indagini PMI suggeriscono, infatti, per il quarto trimestre un certo rafforzamento in Cina, una decelerazione della crescita in India e in Russia e una protratta debolezza in Brasile.

La ripresa del commercio mondiale è proseguita, anche se a un ritmo lento.

Nonostante l'evoluzione molto debole nel primo semestre del 2015, l'interscambio ha successivamente mostrato un miglioramento. La crescita del volume delle importazioni globali di beni è diminuita leggermente in ottobre, portandosi all'1,8 per cento (sui tre mesi precedenti) dal 2,3 per cento di settembre. L'espansione delle importazioni ha acquisito slancio nei paesi avanzati, ma il contributo delle EME si è ridotto, soprattutto per effetto della contrazione del commercio in America latina. Nondimeno, i primi dati mensili a livello nazionale confermano una possibile nuova moderazione delle importazioni mondiali verso la fine dell'anno. L'indice PMI mondiale relativo ai nuovi ordinativi dall'estero è calato lievemente a dicembre (a 50,6) ma si è mantenuto in territorio positivo, indicando il proseguire di una modesta crescita dell'interscambio intorno al volgere dell'anno.

L'inflazione complessiva a livello mondiale è rimasta bassa.

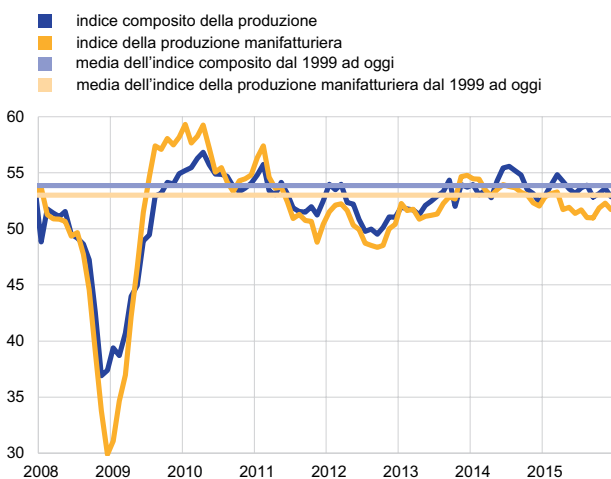
In novembre il minor contributo negativo dei prezzi dell'energia ha spinto leggermente al rialzo l'inflazione al consumo sui dodici mesi nell'area dell'OCSE, allo 0,7 per cento dallo 0,6 per cento del mese precedente. L'inflazione al netto dei beni alimentari ed energetici si è mantenuta invariata all'1,8 per cento. Ciò nonostante, il livello contenuto dell'inflazione mondiale misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) cela considerevoli differenze tra paesi. Se da un lato l'inflazione generale si è mantenuta su valori bassi nella maggioranza dei paesi avanzati e in Cina, dall'altro registra valori notevolmente superiori in alcune grandi economie, fra cui Russia, Brasile e Turchia.

Le recenti ulteriori diminuzioni del prezzo del petrolio e delle altre materie prime freneranno ancora le pressioni inflazionistiche.

In un mercato del petrolio caratterizzato da eccesso dell'offerta e indebolimento della domanda, le quotazioni del greggio

Grafico 1
PMI del prodotto mondiale

(indice di diffusione, 50 = nessuna variazione)



Fonti: Markit ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce a dicembre 2015.

di qualità Brent hanno rallentato ancora da metà ottobre 2015, fino a scendere a 29 dollari al barile il 20 gennaio 2016. Dal lato dell'offerta, la decisione dell'OPEC in dicembre di mantenere gli attuali livelli di produzione su valori record ha alimentato la dinamica al ribasso, mentre la produzione dei paesi non OPEC ha mostrato una tenuta superiore alle precedenti attese, poiché il calo della produzione statunitense di petrolio da scisti è stato compensato dall'offerta di Canada, Norvegia e Russia. In prospettiva, permane incertezza circa l'impatto della revoca delle sanzioni contro l'Iran sull'offerta petrolifera mondiale. Dal lato della domanda, le stime preliminari indicano per il quarto trimestre del 2015 un rallentamento della domanda mondiale di petrolio più brusco di quanto atteso in precedenza, a causa dell'inverno eccezionalmente mite in Europa, negli Stati Uniti e in Giappone, nonché per il più debole contesto congiunturale nei mercati emergenti (Cina, Brasile e Russia). Gli operatori di mercato continuano ad aspettarsi un aumento solo molto graduale dei corsi del greggio nei prossimi anni. Anche le quotazioni delle materie prime non petrolifere si sono ridotte leggermente, del 3 per cento, dalla fine di novembre, riflettendo soprattutto la flessione dei prezzi degli alimentari (-4 per cento).

La crescita dell'attività negli Stati Uniti sembra essersi attenuata nel quarto trimestre, sebbene i fondamentali macroeconomici restino solidi. Dopo la solida espansione del PIL in termini reali nel terzo trimestre, a un tasso annualizzato del 2,0 per cento, l'attività ha mostrato segni di decelerazione nel quarto trimestre. Il commercio al dettaglio e gli acquisti di veicoli hanno segnato un rallentamento; gli indicatori suggeriscono inoltre una certa debolezza dei settori industriali, come segnala il calo dell'indice dell'Institute of Supply Management relativo al comparto manifatturiero. In aggiunta, continuano a gravare sulle esportazioni fattori esterni avversi, in particolare la modesta crescita mondiale e l'apprezzamento del dollaro. Ciò nonostante, i continui forti miglioramenti nel mercato del lavoro suggeriscono che l'economia conserva il suo vigore di fondo e che la debolezza della domanda interna dovrebbe rivelarsi perlopiù temporanea. Il numero di impieghi nel settore non agricolo ha registrato un netto incremento a dicembre e il tasso di disoccupazione si è collocato al 5,0 per cento. L'inflazione complessiva si mantiene su valori bassi. Il tasso sui dodici mesi misurato sull'IPC è aumentato allo 0,5 per cento a novembre, dallo 0,2 per cento di ottobre, per effetto del minor contributo negativo dei prezzi dell'energia. Escludendo beni alimentari ed energetici, l'inflazione è leggermente salita portandosi al 2,0 per cento, sostenuta da un incremento dei prezzi dei servizi.

In Giappone la crescita è stata relativamente contenuta. La seconda stima preliminare ha rivisto al rialzo il PIL in termini reali per il terzo trimestre di 0,5 punti percentuali, allo 0,3 per cento su base trimestrale. Nondimeno, gli indicatori di breve periodo segnalano una crescita relativamente modesta nell'ultimo trimestre del 2015. A novembre, nonostante le esportazioni di beni in volume abbiano continuato a recuperare, si è osservato un calo delle vendite al dettaglio e della produzione industriale, indice di una dinamica interna più debole. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è rimasta invariata allo 0,3 per cento in novembre, ma quella al netto dei prodotti energetici e alimentari è aumentata allo 0,9 per cento.

Nel Regno Unito il PIL ha continuato a crescere a un ritmo moderato. Nel terzo trimestre del 2015 il prodotto reale è salito dello 0,4 per cento su base trimestrale, valore inferiore alle precedenti stime. L'espansione economica è stata

trainata dai robusti consumi delle famiglie, sorretti a loro volta da un incremento del reddito disponibile reale riconducibile ai bassi prezzi dell'energia. La crescita degli investimenti è rimasta positiva, pur avendo decelerato rispetto al trimestre precedente, mentre le esportazioni nette hanno fornito un contributo negativo alla crescita. Gli indicatori di breve periodo, in particolar modo i dati sulla produzione industriale e le indagini PMI, suggeriscono che il PIL si espanderà a un ritmo stabile nell'ultimo trimestre dell'anno. Il tasso di disoccupazione ha mostrato una tendenza al ribasso, scendendo al 5,1 per cento nei tre mesi fino a novembre; per contro, la crescita degli utili è diminuita al 2,0 per cento, a fronte del 3,0 per cento del terzo trimestre. A dicembre l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC si è collocata su livelli prossimi allo zero (0,2 per cento) riflettendo i prezzi contenuti di energia e beni alimentari, mentre l'inflazione al netto di queste componenti è salita all'1,4 per cento.

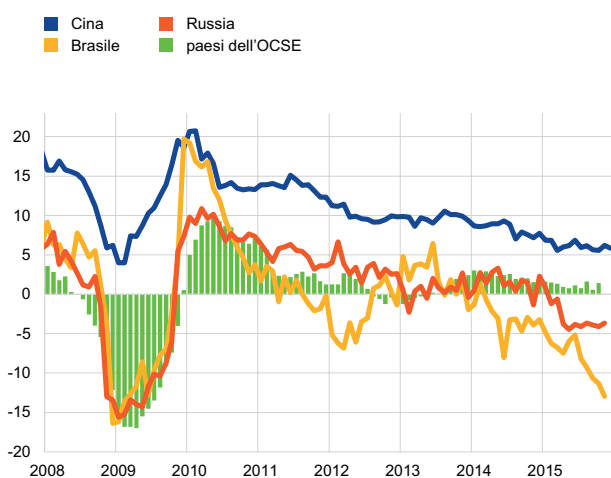
In Cina, la volatilità nei mercati finanziari ha generato ulteriore incertezza riguardo alle prospettive economiche, sebbene i dati macroeconomici permangano coerenti con un graduale rallentamento dell'attività. Il mercato

azionario cinese ha subito un brusco calo nelle prime settimane di gennaio, in vista dell'atteso scadere del divieto di vendita di azioni imposto per sei mesi ai grandi azionisti. I dati macroeconomici hanno tuttavia evidenziato una tenuta maggiore. Nel quarto trimestre del 2015 il paese ha registrato una crescita sul periodo precedente dell'1,6 per cento. Il PIL in termini reali è aumentato nel 2015 del 6,9 per cento sul periodo corrispondente, un livello prossimo all'obiettivo del governo. Gli indicatori di breve periodo restano coerenti con un graduale rallentamento dell'economia, in un contesto caratterizzato da un certo ribilanciamento verso servizi e consumi a fronte di un modesto prodotto industriale.

Grafico 2

Crescita della produzione industriale a livello mondiale

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: OCSE e fonti nazionali.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce a dicembre 2015 per la Cina, a novembre 2015 per il Brasile e la Russia e a ottobre 2015 per i paesi appartenenti all'OCSE.

La crescita rimane debole ed eterogenea tra le altre economie emergenti. Se da un lato l'attività

ha continuato a mostrare una tenuta maggiore nei paesi importatori di materie prime (tra cui India, Turchia e paesi dell'Europa centrale e orientale non appartenenti all'area dell'euro), dall'altro la crescita resta molto fiacca nei paesi esportatori. In particolare, i più recenti indicatori di breve periodo suggeriscono un intensificarsi del rallentamento economico in Brasile. Come evidenziato nel riquadro 1, i deboli fondamentali interni e il limitato sostegno fornito dai fattori esterni implicano che il Brasile resterà in recessione quest'anno. L'economia russa ha mostrato timidi segnali di miglioramento nel terzo trimestre del 2015 (cfr. grafico 2), ma vista la sua forte dipendenza dal petrolio è probabile che le prospettive a breve termine risentano dell'ulteriore calo del prezzo del greggio.

2 Andamenti finanziari

Le quotazioni azionarie internazionali sono diminuite notevolmente in un contesto di crescente incertezza riconducibile all'andamento dell'economia cinese e al netto calo del prezzo del petrolio.

L'indice azionario generale Euro Stoxx è sceso di circa il 16 per cento nell'arco del periodo in rassegna, compreso tra il 2 dicembre 2015 e il 20 gennaio 2016 (cfr. grafico 3). Riduzioni in qualche misura minori sono state osservate negli Stati Uniti, dove i corsi azionari, misurati dall'indice S&P 500, si sono contratti di circa il 12 per cento. I titoli del settore finanziario nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono scesi rispettivamente del 18 e del 13 per cento, evidenziando pertanto risultati leggermente inferiori rispetto ai titoli del settore non finanziario. Le misure della volatilità nei mercati azionari (indicatore del grado di incertezza nei mercati finanziari) sono aumentate in modo considerevole.

Le dinamiche del mercato petrolifero e di quello azionario mondiale hanno portato a una nuova spinta al ribasso sui rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro dopo l'incremento riscontrato all'inizio del periodo in esame.

I rendimenti delle obbligazioni sovrane sono cresciuti dopo la riunione del Consiglio direttivo della BCE di dicembre 2015, per poi diminuire nuovamente in lieve misura con l'acuirsi dell'incertezza a livello globale. Nell'arco del periodo in rassegna, il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è aumentato di circa 15 punti base, raggiungendo l'1,16 per cento il 20 gennaio. In generale, i paesi con rating più basso hanno registrato gli incrementi maggiori, con un conseguente ampliamento dei differenziali di rendimento delle rispettive obbligazioni sovrane in confronto alla Germania, evoluzione in parte connessa agli sviluppi politici e finanziari.

L'acuirsi dell'incertezza a livello internazionale ha provocato l'apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro.

La moneta unica si è notevolmente rafforzata in termini effettivi nella prima metà di dicembre 2015 per via dell'aumento dei rendimenti dopo la riunione del Consiglio direttivo dello stesso mese. Il tasso di cambio effettivo dell'euro ha evidenziato un profilo pressoché stabile nel periodo fino a metà gennaio, per poi salire di nuovo in presenza di una maggiore incertezza globale. Nel complesso, l'euro si è consolidato del 5,3 per cento su base ponderata per gli scambi commerciali nel corso del periodo in esame (cfr. grafico 4). In termini bilaterali, la moneta unica si è apprezzata su dollaro statunitense, sterlina britannica, renminbi cinese e rublo russo e sulle valute delle economie emergenti, in particolare il peso argentino dopo la decisione del nuovo governo argentino di revocare i controlli sui cambi. L'euro si è rafforzato anche contro le divise dei paesi esportatori di materie prime e quelle dei paesi dell'Europa centrale e orientale; per contro, si è indebolito rispetto allo yen giapponese, sostenuto dall'attenuarsi della propensione al rischio.

Grafico 3

Indici dei prezzi azionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti

(1° gennaio 2014 = 100)

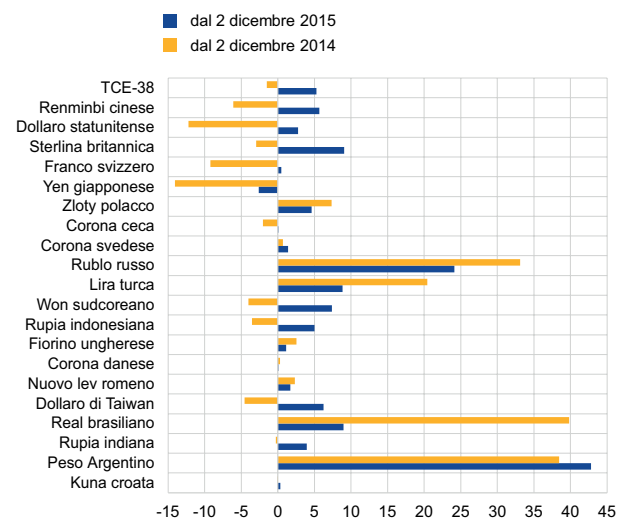


Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce a gennaio 2016.

Grafico 4

Variazioni del tasso di cambio dell'euro

(valute indicate rispetto all'euro; valori percentuali)



Fonte: BCE.

Note: variazioni percentuali al 20 gennaio 2016. Il TCE-38 è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro calcolato rispetto alle divise dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro.

L'aumento dell'incertezza su scala mondiale ha portato altresì a una crescita dei differenziali sulle obbligazioni societarie, con gli incrementi maggiori riscontrati per i titoli a elevato rendimento con rating più basso. Tuttavia, i differenziali sia delle obbligazioni investment grade sia di quelle a elevato rendimento sono di gran lunga inferiori nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti. Questo dato è perlopiù attribuibile al livello molto alto dei differenziali nel settore energetico statunitense per effetto dei prezzi contenuti del greggio.

Il tasso Eonia è diminuito durante il periodo in rassegna a seguito della decisione assunta dal Consiglio direttivo di ridurre il tasso sui depositi presso la banca centrale dello 0,10 per cento, al -0,30 per cento, e per via della prolungata crescita di liquidità in eccesso. L'Eonia si è mantenuto su valori compresi tra -22 e -25 punti base per gran parte del periodo in esame; alla fine dell'anno è salito temporaneamente a circa -13 punti base a causa della maggiore domanda di liquidità. Nell'arco del periodo, la

liquidità in eccesso è aumentata di 62,5 miliardi di euro, collocandosi a 639,9 miliardi, sospinta dal protrarsi degli acquisti dell'Eurosistema nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività, nonché dall'aggiudicazione di un importo di 18,3 miliardi di euro nella sesta operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine l'11 dicembre 2015.

3 Attività economica

La ripresa economica nell'area dell'euro sta proseguendo, principalmente grazie all'andamento dei consumi privati. Nel terzo trimestre del 2015 il PIL

è cresciuto in termini reali dello 0,3 per cento sul periodo precedente, dopo l'incremento dello 0,4 per cento nel secondo (cfr. figura 5).¹ Gli indicatori economici più recenti segnalano una prosecuzione di questa crescita tendenziale nel quarto trimestre del 2015. Sebbene il prodotto abbia registrato un andamento crescente negli ultimi due anni e mezzo, il PIL reale dell'area dell'euro rimane ancora inferiore al massimo antecedente la crisi registrato nel primo trimestre del 2008.

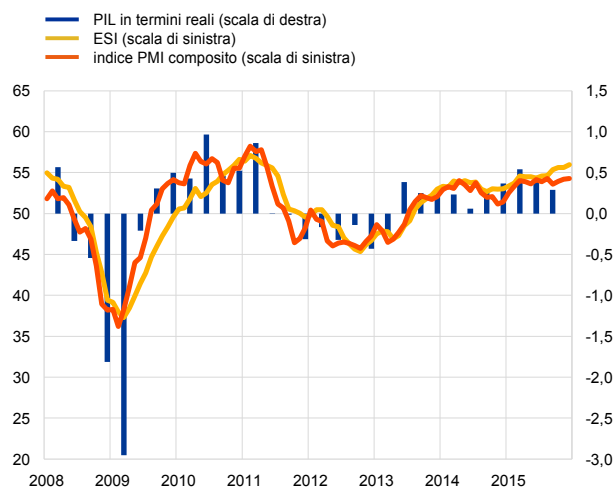
I consumi privati continuano a essere la determinante principale della ripresa in corso. La spesa per consumi ha beneficiato dell'aumento del reddito disponibile delle famiglie che riflette il calo dei prezzi del petrolio e l'aumento dell'occupazione. Nel 2015 le quotazioni del greggio in euro sono scese di oltre il 35 per cento rispetto all'anno precedente, mentre l'occupazione nell'area dell'euro è salita dell'1 per cento (sulla base dei dati disponibili fino al terzo trimestre). In aggiunta al calo dei prezzi

¹ Nella seconda stima dei dati di contabilità nazionale dell'area dell'euro pubblicata dall'Eurostat, la crescita è stata rivista al rialzo di 0,1 punti percentuali sia per il primo che per il secondo trimestre del 2015.

Grafico 5

PIL in termini reali, indice del clima economico (ESI) e indice composito dei responsabili degli acquisti (PMI) nell'area dell'euro

(variazione percentuale sul trimestre precedente; indice; indice di diffusione)



Fonti: Eurostat, Commissione europea, Markit e BCE.

Note: l'indice del clima economico (ESI) è normalizzato con la media e la deviazione standard dell'indice dei responsabili degli acquisti (PMI). Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2015 per l'andamento del PIL in termini reali e a dicembre 2015 per l'indice del clima economico e per l'indice dei responsabili degli acquisti.

del petrolio, un ampio numero di fattori, indicativi di un'economia interna più forte, favorisce i consumi privati. Si sono gradualmente ridotti i vincoli sui bilanci delle famiglie e la fiducia dei consumatori è rimasta sostenuta. Con riferimento alle prospettive di breve termine, i dati recenti sul commercio al dettaglio e le immatricolazioni di nuove autovetture indicano un certo indebolimento della spesa per consumi. Si stima tuttavia che il rallentamento sia temporaneo, in quanto potrebbe riflettere l'effetto frenante sul commercio al dettaglio delle condizioni climatiche miti, nonché il contributo negativo delle vendite al dettaglio francesi a seguito degli attentati terroristici del novembre 2015 a Parigi. Di fatto, i dati ricavati dalle indagini sulla fiducia dei consumatori e sulla situazione finanziaria delle famiglie indicano il persistere di un andamento positivo dei consumi privati.

La crescita degli investimenti, invece, è stata debole nel 2015, anche se vi sono segnali di un miglioramento delle condizioni per gli investimenti diversi dalle costruzioni. Le condizioni d'investimento sono migliorate nell'ultimo trimestre del 2015. Secondo la Commissione europea, la fiducia nel settore

dei beni di investimento è aumentata e la bassa domanda è divenuta un fattore meno vincolante per la produzione. Inoltre, i dati disponibili a livello nazionale e quelli sui beni di investimento e sulla produzione nel settore delle costruzioni prefigurano una crescita modesta nell'ultimo trimestre del 2015. In un'ottica di più lungo periodo, ci si attende una ripresa ciclica degli investimenti, sostenuta da un rafforzamento della domanda, da margini di profitto in aumento e da una riduzione della capacità produttiva inutilizzata. Le condizioni di finanziamento sono parimenti in miglioramento. Il ricorso delle imprese al finanziamento esterno è tornato ad aumentare, i dati più recenti dell'indagine sull'accesso ai mercati finanziari e di quella sul credito bancario nell'area dell'euro evidenziano come le condizioni finanziarie dovrebbero avere un minore impatto negativo sugli investimenti. Tuttavia, la necessità di un ulteriore ridimensionamento della leva finanziaria delle imprese in alcuni paesi, e le ridotte aspettative di crescita a lungo termine da parte degli investitori, potrebbero rallentare la ripresa degli investimenti.

La crescita delle esportazioni nell'area dell'euro rimane complessivamente modesta. Stando ai dati mensili sul commercio di ottobre e novembre, le esportazioni hanno iniziato a riprendersi verso la fine del 2015 superando in questi ultimi due mesi dello 0,4 per cento il livello medio del terzo trimestre. La crescita delle esportazioni è stata probabilmente trainata dal rafforzamento della dinamica di espansione nelle economie avanzate, mentre alcune economie emergenti hanno ancora fornito contributi negativi. Indicatori più tempestivi, come quelli delle indagini qualitative, segnalano lievi miglioramenti della domanda estera e degli ordinativi al di fuori dell'area dell'euro nel breve periodo. Inoltre, il deprezzamento del tasso

di cambio effettivo dell'euro nella prima metà del 2015 continua a sostenere le esportazioni.

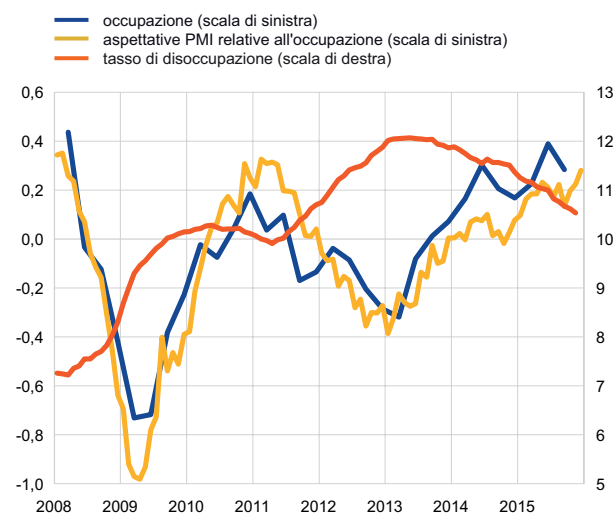
Nel complesso, gli indicatori pubblicati più di recente sono coerenti con una crescita economica nell'ultimo trimestre del 2015 a un ritmo sostanzialmente pari a quello del terzo. Benché in calo dello 0,7 per cento sul mese precedente, a novembre (dopo un aumento dello 0,8 per cento a ottobre), la produzione industriale (escluse le costruzioni) ha comunque superato dello 0,1 per cento il livello medio del terzo trimestre 2015, quando era salita dello 0,2 per cento sul trimestre precedente (il riquadro 2 analizza più dettagliatamente le differenze tra la produzione industriale e il valore aggiunto nell'industria). Inoltre, sia l'indice di fiducia della Commissione europea (Economic Sentiment Indicator, ESI) sia l'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) sono migliorati tra il terzo e il quarto trimestre dell'anno (cfr. figura 5). In dicembre entrambi gli indicatori hanno segnato un rialzo, rimanendo su livelli superiori alle rispettive medie di lungo periodo.

La situazione del mercato del lavoro continua a migliorare gradualmente. Nel terzo trimestre del 2015 l'occupazione è aumentata di un ulteriore 0,3 per cento sul periodo precedente, il che rappresenta il nono incremento trimestrale consecutivo (cfr. grafico 6). Di conseguenza, l'occupazione è stata superiore dell'1,1 per cento rispetto all'anno precedente, segnando il maggior rialzo annuale dal secondo trimestre 2008. Il tasso di disoccupazione per l'area dell'euro, che aveva iniziato a ridursi dalla metà del 2013, ha proseguito la sua flessione a novembre, raggiungendo il 10,5 per cento. I dati più recenti ricavati dai risultati delle indagini campionarie evidenziano un ulteriore graduale miglioramento del mercato del lavoro per il prossimo futuro.

Grafico 6

Occupazione, PMI relativo alle aspettative di occupazione e tasso di disoccupazione nell'area dell'euro

(variazione percentuale sul trimestre precedente; indice di diffusione; percentuale della forza lavoro)



Fonti: Eurostat, Markit e BCE.

Note: il *Purchasing Managers' Index* (PMI) è espresso come deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2015 per l'occupazione, a dicembre 2015 per l'indice PMI e a novembre 2015 per la disoccupazione.

In prospettiva, la ripresa economica dovrebbe continuare.

La domanda interna dovrebbe essere ulteriormente sostenuta dalle misure di politica monetaria e dal loro impatto favorevole sulle condizioni finanziarie, nonché dai progressi compiuti in precedenza sul fronte del risanamento dei conti pubblici e delle riforme strutturali. Inoltre, il nuovo calo dei prezzi del petrolio dovrebbe favorire ulteriormente il reddito disponibile reale delle famiglie e la redditività delle imprese, fornendo un ulteriore sostegno ai consumi privati e agli investimenti. Inoltre, l'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro sta diventando lievemente espansivo, grazie tra l'altro a misure di sostegno ai rifugiati. Tuttavia, la ripresa economica nell'area dell'euro risente delle deboli prospettive di crescita nei mercati emergenti, di mercati finanziari volatili, dei necessari aggiustamenti di bilancio in diversi settori e della lenta attuazione delle riforme strutturali. I rischi per le prospettive di crescita nell'area dell'euro rimangono orientati al ribasso e riguardano, in particolare, le maggiori incertezze relative all'andamento dell'economia mondiale nonché quelli

geopolitici più generali. I risultati delle ultime Survey of Professional Forecasters della BCE, condotte all'inizio di gennaio, mostrano delle previsioni di crescita del PIL del settore privato sostanzialmente invariate rispetto alle indagini precedenti condotte all'inizio di ottobre (<http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>).

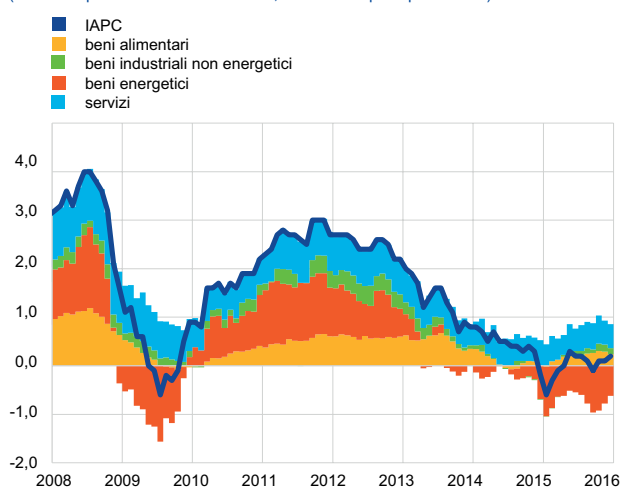
4 Prezzi e costi

L'inflazione complessiva ha risentito di nuove spinte al ribasso riconducibili all'ulteriore contrazione delle quotazioni petrolifere. Secondo le previsioni, gli effetti base positivi connessi alla flessione dei prezzi dei beni energetici alla fine del 2014 avrebbero esercitato un forte impatto sull'inflazione generale². Tali effetti sono stati in larga misura controbilanciati dagli ulteriori recenti ribassi del greggio e dai minori rincari dei beni alimentari, dato che le condizioni climatiche miti hanno contribuito al calo dei prezzi degli alimentari freschi. Di conseguenza, l'inflazione complessiva è aumentata solo lievemente, dallo 0,1 allo 0,2 per cento tra novembre e dicembre.

Grafico 7

Contributi delle componenti all'inflazione complessiva IAPC nell'area dell'euro

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2015.

Quasi tutte le misure dell'inflazione di fondo sono visibilmente aumentate rispetto al periodo a cavallo tra il 2014 e il 2015 ma non hanno registrato ulteriori incrementi dall'estate del 2015. Ad esempio, l'inflazione armonizzata al netto di beni alimentari ed energetici, dopo aver continuato a oscillare tra lo 0,9 e l'1,1 per cento da agosto, è rimasta invariata allo 0,9 per cento in dicembre. Quasi tutte le altre misure dell'inflazione di fondo hanno seguito andamenti sostanzialmente simili. L'inflazione dei servizi è scesa in dicembre per il secondo mese consecutivo, in parte per gli effetti indiretti dei ribassi del petrolio sui prezzi delle attività connesse ai trasporti. L'inflazione dei beni industriali non energetici, dopo essere salita in novembre al livello massimo dalla metà del 2013, è rimasta invariata allo 0,5 per cento. Questa stabilità ha celato la prolungata crescita dell'inflazione dei beni durevoli allo 0,9 per cento in dicembre, in linea con gli effetti del deprezzamento dell'euro e il

rafforzamento dei consumi di beni durevoli. Tale crescita è stata controbilanciata da un rallentamento dei prezzi dei beni semidurevoli, in particolare dell'abbigliamento, forse in ragione delle condizioni climatiche miti.

I prezzi all'importazione permangono la principale fonte dell'aumento delle pressioni interne. Il tasso di crescita tendenziale dei prezzi all'importazione dei beni di consumo non alimentari è salito al 3,9 per cento in novembre, dal 3,1 in ottobre. Tuttavia, le pressioni interne sui prezzi sono rimaste deboli, riflettendo i minori

² Cfr. il riquadro *Il ruolo degli effetti base nelle proiezioni sull'inflazione al consumo* nel numero 8/2015 di questo Bollettino.

costi degli input delle materie prime e il protrarsi di incrementi salariali moderati. La dinamica dei prezzi alla produzione sul mercato interno dei beni di consumo non alimentari è rimasta invariata allo 0,2 per cento in novembre e si è mantenuta tra lo 0,0 e lo 0,2 per cento da aprile. Ai primi stadi della catena di formazione dei prezzi, il tasso di variazione tendenziale dei prezzi alla produzione per i beni intermedi è sceso ancora in novembre, al -2,0 per cento, il minimo dal dicembre 2009. Anche i dati delle indagini sui prezzi di input e output fino a dicembre segnalano la protratta debolezza delle spinte inflazionistiche interne.

L'incremento delle retribuzioni continua a essere moderato, a fronte di una crescita più vigorosa dei margini di profitto. Il tasso di crescita dei redditi per occupato è diminuito dall'1,3 all'1,1 per cento tra il secondo e il terzo trimestre del 2015. A causa della flessione più modesta della produttività, il tasso di incremento del costo del lavoro per unità di prodotto è sceso lievemente. È probabile che la dinamica salariale sia stata frenata da una serie di fattori, fra cui il perdurare di un considerevole margine di capacità inutilizzata nel mercato del lavoro, l'espansione relativamente debole della produttività e il protrarsi degli effetti delle riforme del mercato del lavoro adottate negli scorsi anni in vari paesi dell'area dell'euro. Il deflatore del PIL, un indicatore generale sintetico delle pressioni interne sui prezzi, è rimasto sostanzialmente stabile in termini tendenziali nel terzo trimestre perché il rallentamento del costo del lavoro per unità di prodotto è stato controbilanciato da un forte incremento della crescita dei margini di profitto. Andando oltre i singoli risultati trimestrali, la dinamica del deflatore del PIL è aumentata gradualmente dalla metà del 2014.

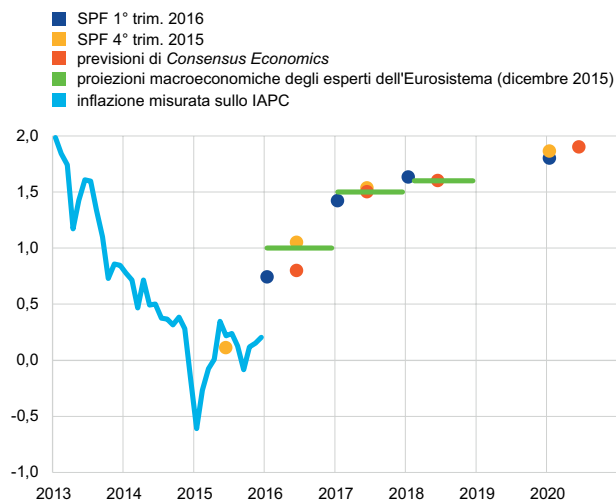
Guardando al futuro, in base ai prezzi correnti dei contratti future sul greggio, l'andamento atteso per l'inflazione tendenziale nel 2016 è ora sensibilmente inferiore a quello prefigurato dagli esperti dell'Eurosistema nelle proiezioni macroeconomiche del dicembre 2015 per l'area dell'euro. L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC dovrebbe rimanere su livelli molto bassi o negativi nei prossimi mesi e aumentare solo successivamente nel 2016, sostenuta dall'impatto delle misure di politica monetaria e dall'attesa ripresa economica.

Gli indicatori delle aspettative di inflazione sono diminuiti dall'inizio di dicembre sullo sfondo della contrazione delle quotazioni petrolifere. Dopo la riunione del Consiglio direttivo di dicembre, gli indicatori di mercato delle aspettative di inflazione sono diminuiti decisamente allorché i mercati hanno annullato i forti rialzi fatti segnare nei giorni precedenti la riunione. Il nuovo brusco calo dei corsi petroliferi in gennaio ha determinato ulteriori flessioni, considerando che le quotazioni sono tornate prevalentemente sui livelli di inizio ottobre. Più in particolare, il tasso swap indicizzato all'inflazione a cinque anni su un orizzonte a cinque anni, è sceso dall'1,79 all'1,57 per cento tra il 2 dicembre 2015 e il 20 gennaio 2016. Nonostante il calo dell'inflazione effettiva e degli indicatori di inflazione basati sul mercato, il rischio di deflazione sul mercato è ancora molto limitato e sensibilmente inferiore ai livelli osservati alla fine del 2014 e agli inizi del 2015. Secondo l'ultima Survey of Professional Forecasters (SPF) della BCE, il tasso di inflazione atteso su un orizzonte quinquennale è sceso dall'1,9 all'1,8 per cento (cfr. grafico 8). Il peggioramento delle aspettative è stato più marcato nel breve periodo, rispecchiando l'impatto del nuovo calo delle quotazioni petrolifere.

Grafico 8

Misure delle aspettative di inflazione ricavate dalle indagini

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



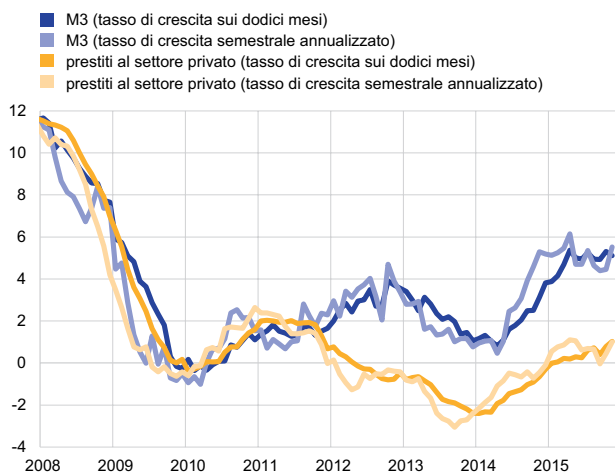
Fonti: *Survey of Professional Forecasters* (SPF) della BCE, *Consensus Economics*, elaborazioni della BCE.

Note: i dati per lo IAPC effettivo sono riportati fino a dicembre 2015. Le previsioni di *Consensus Economics* si basano sulle previsioni di gennaio 2016 per il 2016 e il 2017 e sulla previsione a lungo termine di ottobre 2015 per il 2018 e il 2020.

Grafico 9

M3 e prestiti al settore privato

(tasso di crescita sui dodici mesi e tasso di crescita semestrale annualizzato)



Fonte: BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce a novembre 2015.

Quanto all'andamento dei prezzi delle abitazioni, la crescita tendenziale dell'indicatore della BCE per le quotazioni degli immobili residenziali nell'area dell'euro è aumentata ancora.

Nel terzo trimestre del 2015 il tasso di crescita annuale si è collocato all'1,5 per cento, a fronte dell'1,1 nei due trimestri precedenti, segno che la ripresa si sta in qualche misura rafforzando. Essa sembra essere relativamente generalizzata nell'area dell'euro, sebbene permanga una notevole eterogeneità tra i livelli di crescita dei paesi. Il recupero della crescita dei prezzi delle abitazioni nel complesso dell'area, è in linea con il miglioramento delle condizioni di reddito e occupazione delle famiglie, le favorevoli condizioni di finanziamento e la correzione di passate sopravvalutazioni degli immobili residenziali.

5 Moneta e credito

La crescita monetaria rimane forte. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è rimasto sostenuto al 5,1 per cento a novembre, con un leggero calo dal 5,3 per cento registrato in ottobre, determinato principalmente da effetti base (cfr. grafico 9). La crescita monetaria si è concentrata ancora una volta sulle componenti più liquide dell'aggregato monetario ristretto M1, il cui tasso di crescita sui dodici mesi è diminuito a novembre pur confermandosi su livelli alti. Nel complesso, gli andamenti recenti dell'aggregato monetario ristretto continuano a essere in linea con una protratta ripresa dell'attività economica nell'area dell'euro.

I depositi overnight hanno continuato a fornire un contributo significativo alla crescita di M3: i fattori principali alla base di tale crescita sono stati i bassi costi opportunità per la detenzione degli strumenti più liquidi, nonché l'impatto del programma ampliato di acquisto di attività della BCE. Al contrario, i depositi a breve termine diversi da quelli overnight continuano a contrarsi, seppure in misura minore

rispetto ai mesi precedenti. Il tasso di crescita degli strumenti negoziabili (ossia M3 meno M2), che incide in maniera limitata su M3, resta positivo, riflettendo da un lato la ripresa delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari osservata a partire dalla metà del 2014 e dall'altro la sostenuta crescita dei titoli di debito delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) nel settore detentore di moneta con una durata non superiore ai due anni. La ripresa delle quote e partecipazioni in fondi

comuni monetari conferma la capacità di recupero del mercato in un clima di tassi d'interesse negativi.

L'espansione dell'aggregato monetario ampio si conferma trainata principalmente dalle fonti interne. Dal punto di vista delle controparti, la maggiore fonte di creazione di moneta a novembre è stata l'acquisto di obbligazioni da parte dell'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (public sector purchase programme, PSPP). Inoltre, la creazione di moneta ha continuato a essere sostenuta dal credito erogato dalle IFM al settore privato dell'area dell'euro e dalla riduzione delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) del settore detentore di moneta. Ciò riflette un andamento piatto della curva di rendimento, legato alle misure non convenzionali di politica monetaria adottate dalla BCE, che ha ridimensionato gli incentivi alla detenzione di attività a più lungo termine; rilevano anche gli acquisti di obbligazioni bancarie garantite da parte dell'Eurosistema nell'ambito del terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite (Covered Bond Purchase Programme, CBPP3), che hanno ridotto la disponibilità di tali titoli per il settore detentore di moneta. Inoltre, le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema (OMRLT), una fonte alternativa di provvista a più lungo termine, hanno limitato le attività di emissione delle banche. Il contributo alla crescita sui dodici mesi di M3 delle attività nette sull'estero del settore delle IFM è rimasto negativo, riflettendo flussi di capitale in uscita dall'area dell'euro in linea con l'attuale riequilibrio del portafoglio a favore degli strumenti d'investimento al di fuori dell'area dell'euro (si è riscontrata una minore appetibilità dei titoli dell'area dell'euro per gli investitori esteri). Tale riequilibrio di portafoglio è spiegato dalla vendita dei titoli di Stato dell'area dell'euro da parte di non residenti nell'ambito del PSPP.

La graduale ripresa del credito al settore privato nell'area dell'euro prosegue³. A novembre, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) ha registrato un ulteriore incremento (cfr. figura 9), grazie ai prestiti sia alle società non finanziarie (SNF) sia alle famiglie. Pur rimanendo debole, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle SNF ha raggiunto un valore sensibilmente superiore rispetto al punto di minimo registrato nel primo trimestre del 2014. L'impatto delle misure di politica monetaria della BCE e l'ulteriore allentamento dei criteri per la concessione del credito bancario hanno sostenuto questa dinamica. Nonostante tali segnali positivi, il consolidamento dei bilanci bancari e livelli di prestiti in sofferenza ancora molto elevati in alcune giurisdizioni bancarie continuano a ostacolare la crescita del credito.

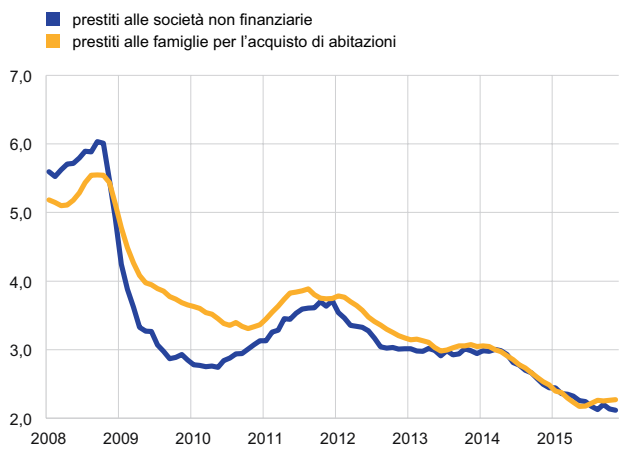
I tassi attivi bancari alle società non finanziarie e alle famiglie sono rimasti sostanzialmente stabili a novembre (cfr. grafico 10). Dall'annuncio del pacchetto di misure di allentamento del credito a giugno 2014, nonostante i recenti segnali di stabilizzazione, i tassi compositi sui prestiti bancari alle SNF e alle famiglie sono diminuiti ben più che i tassi di riferimento del mercato e ciò

³ Il 21 settembre 2015, la BCE ha pubblicato i nuovi dati sul credito corretti per cessioni e cartolarizzazioni sulla base di un metodo di correzione migliorato. Per ulteriori dettagli sull'argomento si rimanda al riquadro *Nuovi dati sui prestiti al settore privato corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni* nel numero 7/2015 del Bollettino economico della BCE.

Grafico 10

Tassi compositi sui prestiti bancari alle società non finanziarie e alle famiglie

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Note: l'indicatore dei tassi compositi sui prestiti bancari è calcolato aggregando i tassi a breve e a lungo termine mediante una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. L'ultima osservazione si riferisce a novembre 2015.

in ragione della sempre minore frammentazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro e di una migliore trasmissione delle misure di politica monetaria ai tassi sui prestiti bancari. Tale diminuzione è stata indotta anche da un calo dei costi della provvista bancaria, i quali si attestano in prossimità dei minimi storici. Tra maggio 2014 e novembre 2015 il costo composito dei prestiti bancari alle società non finanziarie nell'area dell'euro è diminuito di oltre 80 punti base, scendendo al 2,12 per cento. Nello stesso periodo, il costo composito dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è diminuito di oltre 60 punti base, raggiungendo il 2,27 per cento a novembre. Inoltre, il differenziale fra i tassi di interesse applicati ai finanziamenti di piccolo importo (prestiti fino a 250 mila euro) e quelli applicati ai prestiti di importo elevato (prestiti oltre 1 milione di euro) nell'area dell'euro si è ridimensionato ulteriormente a novembre, indicando come le piccole e medie imprese abbiano tratto maggiori benefici dai recenti andamenti dei tassi di interesse rispetto alle grandi imprese.

L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (BLS) di gennaio 2016 evidenzia che i cambiamenti nei criteri di erogazione del credito e nella domanda di prestiti continuano a sostenere la ripresa della crescita del credito (cfr. l'indagine all'indirizzo: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>). Nel quarto trimestre del 2015, le banche hanno allentato ulteriormente (in termini netti) i criteri di concessione dei prestiti alle società non finanziarie. L'allentamento ha interessato anche i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, con un'inversione di tendenza rispetto al precedente inasprimento. Il fattore principale alla base dell'adozione di criteri meno severi per la concessione di credito rimane l'accresciuta concorrenza del settore bancario. La domanda netta di prestiti da parte delle società non finanziarie e delle famiglie è aumentata considerevolmente in ragione del basso livello generale dei tassi di interesse. Gli altri fattori alla base del rafforzamento della domanda di prestiti sono da individuare nel fabbisogno di finanziamenti legati al capitale circolante e agli investimenti fissi, alla fiducia dei consumatori e alle migliori prospettive per il mercato immobiliare.

L'emissione netta di titoli di debito da parte delle SNF ha registrato un lieve miglioramento a novembre 2015. L'inversione di tendenza nell'emissione netta è il risultato del temporaneo calo dei costi del finanziamento del debito sul mercato registrato nel mese di novembre; il continuo rafforzamento degli utili non distribuiti negli ultimi mesi sembra invece aver rappresentato un fattore frenante. Al riguardo, si evidenzia che nel terzo trimestre del 2015 gli utili non distribuiti presentavano ancora un tasso di crescita sui dodici mesi nell'ordine delle due cifre.

Il costo nominale complessivo del finanziamento esterno delle SNF è aumentato moderatamente a dicembre 2015 e nella prima metà di gennaio

2016. Tale aumento è riconducibile principalmente al maggiore costo del capitale di rischio (si è registrata una riduzione dei prezzi azionari), mentre il costo del finanziamento del debito è rimasto praticamente invariato. A dicembre 2015 e metà gennaio 2016 i costi di finanziamento del capitale e del debito basato sul mercato erano, in media, superiori ai livelli osservati a novembre 2015 rispettivamente di circa 40 e 20 punti base.

Riquadro 1

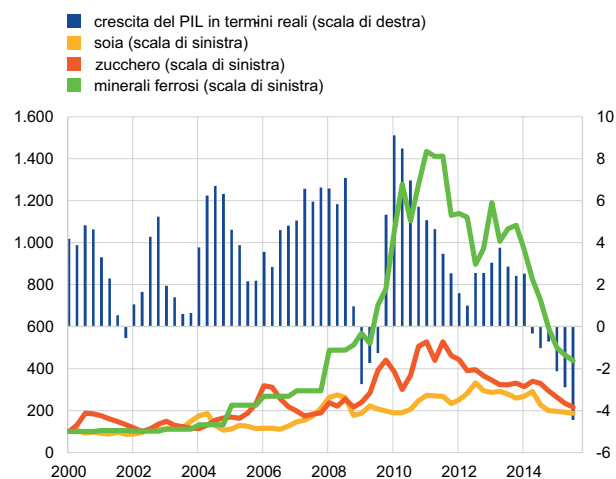
I fattori alla base del rallentamento economico in Brasile

Dopo la rapida crescita economica negli anni antecedenti la recente crisi finanziaria mondiale, il Brasile si trovava in una posizione solida per fronteggiare la Grande Recessione. I migliori risultati economici erano stati determinati dal ciclo dei prezzi delle materie prime, dagli abbondanti afflussi di capitale e dai profondi cambiamenti nella gestione della politica macroeconomica introdotti un decennio prima, con la fine della “dominanza fiscale” e dell’iperinflazione nel 1994. Negli ultimi anni, tuttavia, la situazione economica del paese si è deteriorata in misura significativa. L’economia è entrata in recessione nel 2014 e la situazione è peggiorata nel 2015, quando il PIL in termini reali ha verosimilmente registrato un calo del 3 per cento e l’inflazione è rimasta prossima al 10 per cento. Il presente riquadro delinea i principali fattori alla base della contrazione economica in Brasile.

Grafico A

Crescita del PIL e prezzi delle principali materie prime di esportazione

(scala di sinistra: indice 2000=100; scala di destra: variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Banca mondiale, CBOT - CME Group e IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

Il calo dei prezzi delle materie prime non energetiche ha fatto emergere le debolezze strutturali di fondo dell’economia brasiliana. Nel

primo decennio del secolo il Brasile ha beneficiato della forte domanda, in particolare dalla Cina, di alcune delle sue principali materie prime di esportazione (ad esempio minerali ferrosi, soia e zucchero grezzo). Sostenuto da un miglioramento delle ragioni di scambio, il PIL del Brasile, in questo periodo, è cresciuto mediamente del 3,1 per cento sul periodo corrispondente. In seguito al forte calo dei prezzi delle materie prime nel 2011 (cfr. figura A), le ragioni di scambio sono peggiorate e di conseguenza la crescita del PIL è stata costantemente inferiore alle attese. Al tempo stesso sono riemerse le debolezze strutturali di fondo dell’economia rappresentate da un sistema tributario oneroso, un settore informale di notevoli dimensioni, infrastrutture inadeguate, concorrenza limitata, alti costi di avvio di nuove attività imprenditoriali e aliquote tariffarie elevate.

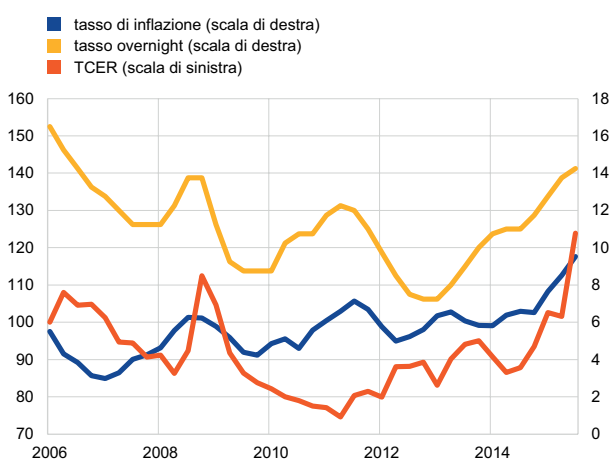
Sono inoltre aumentati gli squilibri in un contesto di politiche espansive e di forti afflussi di capitali. Al volgere del decennio il Brasile ha continuato a ricevere afflussi di capitali cospicui, corrispondenti a circa il 9 per cento del PIL su base annua. Questi flussi in entrata hanno mantenuto bassi i differenziali sui titoli sovrani e sulle obbligazioni societarie, ma al tempo stesso hanno alimentato un forte apprezzamento del real brasiliano e questo ha inciso sulla competitività di prezzo. Molte imprese, tra cui grandi società petrolifere come la statale Petrobras, hanno sfruttato le condizioni

di finanziamento accomodanti per finanziare investimenti a lungo termine mutuando fondi sui mercati internazionali. Nel contempo la politica monetaria e quella di bilancio hanno mantenuto un orientamento espansivo. Il tasso di interesse ufficiale è stato abbassato a un minimo storico del 7,25 per cento a ottobre 2012 (cfr. grafico B) e i prestiti agevolati al settore pubblico, assieme all'aumento delle esenzioni fiscali volto a migliorare il clima di fiducia delle imprese, hanno fatto espandere notevolmente il disavanzo di bilancio. Tuttavia, data l'assenza di riforme strutturali, queste misure hanno determinato un rafforzamento della crescita del PIL solo moderato e temporaneo nel 2012-13 e al tempo stesso hanno contribuito a far aumentare l'inflazione e il disavanzo corrente

Grafico B

Tasso di inflazione, tasso overnight e tasso di cambio effettivo reale

(scala di sinistra: indice 2006=100; scala di destra: variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



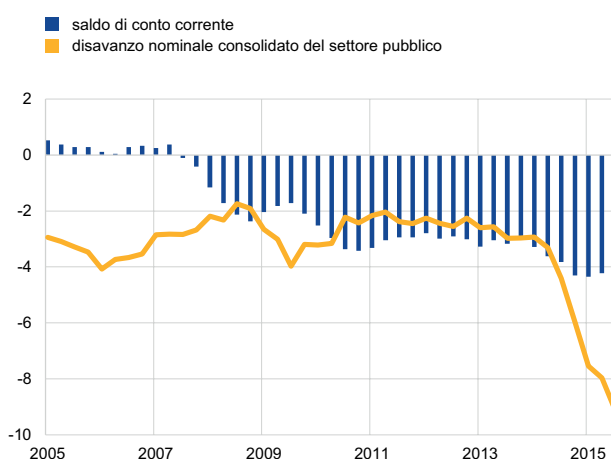
Fonti: Banca mondiale, CBOT – CME Group e IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

Note: il tasso SELIC è il tasso overnight del Banco Central do Brasil. Per TCER si intende il tasso di cambio effettivo reale rispetto ai 13 principali partner commerciali; valori crescenti riflettono un deprezzamento della valuta.

Grafico C

Saldo totale del settore pubblico e saldo di conto corrente (in rapporto al PIL)

(in percentuale del PIL; medie mobili di quattro trimestri)



Fonte: IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

(cfr. grafico C).

Il cambiamento nella percezione dei mercati finanziari mondiali nel contesto dell'annuncio di una riduzione degli acquisti di attività da parte della Federal Reserve (il "taper tantrum") a maggio 2013 ha influito in misura significativa sull'economia brasiliana. Il clima di mercato a livello mondiale è improvvisamente divenuto meno favorevole nei confronti delle economie emergenti con ampi squilibri esterni e di bilancio, come il Brasile. Nonostante le indicazioni di una recessione imminente, la politica monetaria e quella fiscale sono state inasprite per cercare di ripristinare la credibilità del contesto macroeconomico. Al fine di contenere i deflussi di capitali e sostenere il tasso di cambio, il Banco Central do Brasil ha innalzato il tasso di interesse ufficiale al 14,25 per cento a luglio 2015. Sul fronte fiscale, i massimali relativi ai programmi di prestiti agevolati sono stati abbassati e le sovvenzioni sui prezzi sono state ridotte. Al tempo stesso, tuttavia, il deterioramento delle condizioni nei mercati finanziari mondiali e l'aumento dei tassi di interesse hanno fatto impennare la spesa per interessi sul debito del settore pubblico (a circa il 9 per cento del PIL) e questo, a

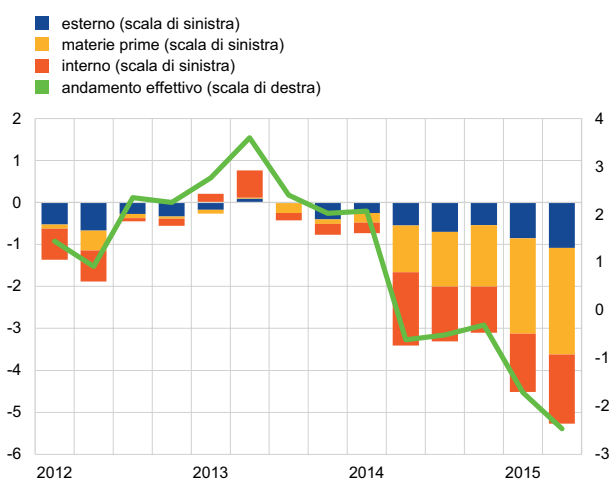
sua volta, ha fatto salire il debito pubblico lordo su massimi storici (63 per cento del PIL). Poiché il Brasile non è stato in grado di generare l'avanzo di bilancio necessario per stabilizzare il debito con un piano fiscale sufficientemente credibile, due agenzie di valutazione del merito di credito lo hanno declassato, privandolo del rating investment grade per la prima volta in sette anni. Nonostante il calo del PIL, in Brasile l'inflazione

è balzata a oltre il 10 per cento negli ultimi due mesi del 2015 a causa di una correzione dei prezzi regolamentati e del forte deprezzamento della valuta.

Grafico D

Scomposizione storica della crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente per tipologia di shock

(scala di sinistra: stime mediane - deviazione dalla media di lungo periodo; scala di destra: variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: la media di lungo periodo riguarda il periodo compreso fra il primo trimestre del 2000 e il secondo del 2015.

Stime basate su un modello suggeriscono che il recente rallentamento dell'economia brasiliana è in larga misura dovuto all'effetto congiunto di fattori interni e della caduta dei prezzi delle materie prime.

Stando alla scomposizione storica ricavata da un modello VAR strutturale di tipo bayesiano¹ (cfr. grafico D), i fattori più significativi alla base della contrazione del PIL brasiliano dalla metà del 2014 sono costituiti dagli andamenti sfavorevoli dei corsi delle materie prime e dagli shock riguardanti fattori interni quali la domanda interna, la politica monetaria e i costi di finanziamento. Gli shock esterni (definiti come shock di incertezza a livello mondiale e shock riguardanti le condizioni di finanziamento mondiali e la domanda estera) hanno invece contribuito in misura meno significativa al rallentamento recente. In particolare i prezzi dei minerali ferrosi e dello zucchero grezzo (che costituiscono rispettivamente il 13 e il 5 per cento delle esportazioni

totali) scendono dal 2011 e i corsi del petrolio (che rappresentano il 7 per cento delle esportazioni totali) sono in calo dal 2014. Poiché il Brasile resta un importatore netto di petrolio, è probabile che il canale principale attraverso cui la caduta delle quotazioni di questa materia prima influisce sul PIL sia costituito dagli investimenti e non dalle sole ragioni di scambio come avviene invece per i paesi esportatori netti. Gli investimenti totali sono diminuiti in media del 6 per cento dagli inizi del 2014 per motivi in parte riconducibili agli andamenti di Petrobras, il produttore pubblico di petrolio a cui sono riconducibili il 10 per cento degli investimenti totali e quasi il 2 per cento del PIL del paese. La società ha dovuto ridurre gli investimenti del 33 per cento sia nel 2014 sia nel 2015 per tener conto della diminuzione dei prezzi del greggio, oltre che come risposta a un caso di corruzione diffusa che ha provocato effetti di fiducia nell'intera economia. Il ministero delle finanze del Brasile stima che gli effetti diretti e indiretti del calo degli investimenti di Petrobras abbiano sottratto circa 2 punti percentuali alla crescita del PIL nel 2015.

¹ È stato impiegato un modello strutturale di autoregressione vettoriale di tipo bayesiano che utilizza dati del PIL trimestrali destagionalizzati e che è stato stimato dal primo trimestre del 2000 al secondo del 2015 con variabili relative alle condizioni esterne, ai prezzi delle materie prime e alle condizioni interne. In particolare sono stati inclusi il VIX, i buoni del Tesoro a tre mesi, la domanda estera (importazioni ponderate per l'interscambio), il prezzo del petrolio, i corsi delle materie prime non energetiche, l'EMBIG - Brasile, la crescita del PIL in termini reali e il tasso obiettivo SELIC. L'identificazione degli shock strutturali è fatta imponendo restrizioni di segno sulle funzioni di risposta a impulso.

Riquadro 2

Le differenze fra valore aggiunto lordo industriale e produzione industriale: un approfondimento

Il valore aggiunto lordo industriale e la produzione industriale sono entrambi indicatori da cui è possibile trarre informazioni sugli andamenti dell'attività industriale. Tra i due, benché concettualmente simili, esiste una serie di differenze¹. Esaminando gli ultimi due trimestri per cui sono disponibili i dati, alla debolezza mostrata dalla produzione industriale al netto delle costruzioni nell'area dell'euro nel secondo trimestre del 2015 non si è associata una debole evoluzione del valore aggiunto (i tassi di variazione trimestrali si sono collocati a -0,1 e a 0,4 per cento rispettivamente). Nel terzo trimestre dell'anno si è osservata invece una dinamica più favorevole per la produzione industriale (con una crescita dello 0,2 per cento rispetto allo 0,0 per cento del valore aggiunto). In questo scenario, il presente riquadro esamina in maggiore dettaglio le differenze fra i due indicatori per l'area dell'euro, illustrando le differenze metodologiche che ne sono all'origine. La produzione industriale è un dato statistico di breve termine che mira a stimare il valore aggiunto su base mensile per fornire una misura tempestiva dell'attività industriale. Tuttavia, data la difficoltà di ottenere dati sul valore aggiunto ad alta frequenza, la variazione mensile della produzione industriale è in genere stimata da altre fonti, tra cui il fatturato deflazionato, dati sulla produzione fisica, gli input di lavoro e i consumi intermedi di materie prime ed energia. Il valore aggiunto lordo² è invece un indicatore della contabilità nazionale trimestrale ed è calcolato come differenza tra prodotto e consumi intermedi. Pertanto, su un orizzonte più lungo, la produzione industriale descrive solo in parte l'andamento del valore aggiunto industriale in volume, poiché il legame tra i due indicatori potrebbe risentire di variazioni nella composizione degli input produttivi e della tecnologia.

I movimenti del valore aggiunto industriale e quelli della produzione (al netto delle costruzioni) dell'area dell'euro differiscono per livelli assoluti e per tassi di crescita trimestrali. La grafico A mostra entrambi gli indicatori dell'attività industriale dell'area in livelli. Nel settore industriale al netto delle costruzioni dell'area dell'euro il livello del valore aggiunto è stato perlopiù maggiore di quello della produzione industriale dal 2000. Nonostante ciò, le due grandezze mostrano un'evoluzione ciclica congiunturale simile (cfr. grafico B), benché dal 2000 si siano registrate in alcuni

¹ Per un'esposizione più dettagliata di tali differenze, cfr. Lucke, D. e Weiß, J.-P., "International comparison of industrial development in the European context – the problems", Economic Bulletin, vol. 39, n. 7, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, 2002, pagg. 215-220, e la pagina Internet "Overview of Industrial Statistics at the OECD", consultabile all'indirizzo <http://www.oecd.org/sti/ind/overviewofindustrialstatisticsattheoecd.htm>.

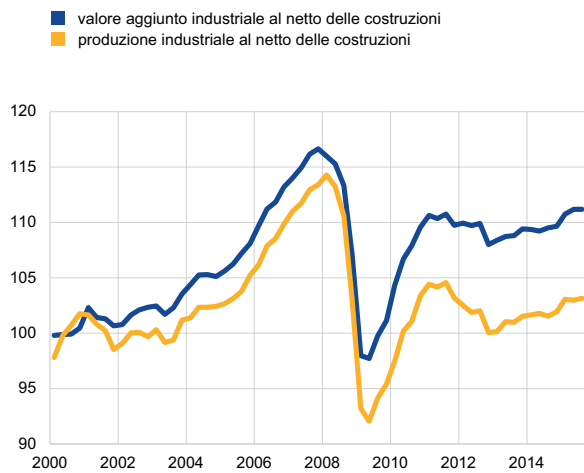
² Il valore aggiunto lordo è uno dei principali indicatori della contabilità nazionale; oltre alle imposte ai prodotti diminuite dei contributi ai prodotti, comprende il prodotto interno lordo (PIL), che dal lato del reddito è pari alla somma di redditi da lavoro dipendente, imposte sulla produzione e sulle importazioni (meno contributi) e risultato lordo di gestione.

trimestri differenze marcate anche di 2 punti percentuali, in positivo o in negativo. La differenza fra i tassi di crescita dei due indicatori si è collocata in media a 0,1 punti percentuali dal 2000; se presa in valori assoluti, la media e la deviazione standard sono ammontate a 0,4 punti percentuali. Sulla base di questi risultati, le differenze fra i tassi di crescita osservate nel secondo e nel terzo trimestre del 2015 rientrano in un intervallo che era ragionevole attendersi.

Grafico A

Livello del valore aggiunto industriale e della produzione industriale (al netto delle costruzioni) nell'area dell'euro

(2000 = 100; valore aggiunto lordo: volumi calcolati su indici a catena destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario; indice della produzione industriale: media trimestrale di dati mensili destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative)

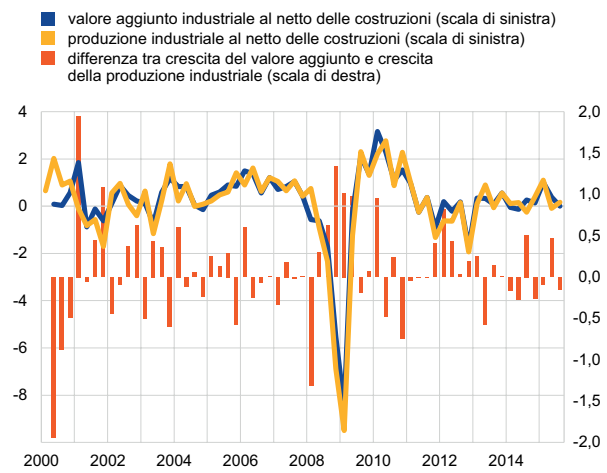


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Grafico B

Crescita del valore aggiunto industriale e della produzione industriale (al netto delle costruzioni) nell'area dell'euro

(tassi di crescita sul trimestre precedente; valore aggiunto lordo: volumi calcolati su indici a catena destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario; indice della produzione industriale: media trimestrale di dati mensili destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative; punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Si riscontrano differenze tra le dinamiche dei due indicatori anche nei singoli paesi dell'area dell'euro, anche se in misura variabile.

Tra le quattro maggiori economie dell'area, la differenza tra il tasso di crescita sul trimestre precedente del valore aggiunto industriale e della produzione industriale (al netto delle costruzioni) dal 2000 è stato più ampio per Spagna (0,4 punti percentuali), Francia (0,3) e Italia (0,2), mentre è risultato esiguo nel caso della Germania (0,03). Nello stesso periodo la differenza è stata negativa per cinque paesi dell'area, in particolare Irlanda e Lussemburgo (-0,6 punti percentuali per entrambi). Va tuttavia ricordato che questi risultati dipendono anche dal periodo in esame. Ad esempio nel caso della Germania, per cui sono disponibili più dati storici, il lieve bias positivo fra i tassi di crescita registrati dal 2000 diventa leggermente negativo se l'osservazione inizia dal 1991.

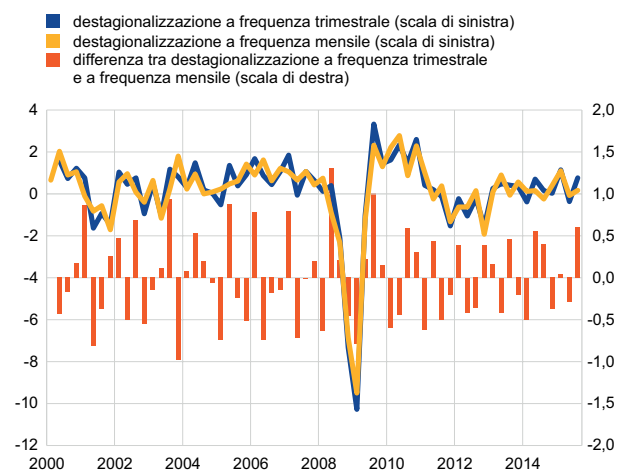
Alle differenze tra i due indicatori contribuiscono, oltre che aspetti concettuali, diversi altri fattori³; uno di questi è la destagionalizzazione, che è effettuata

³ Cfr. il riquadro *Discrepanze fra i dati sulla produzione industriale e quelli sul valore aggiunto nell'industria nel primo trimestre del 2004* nel numero di agosto 2004 del Bollettino mensile della BCE. Il testo esaminava la differenza fra produzione industriale e valore aggiunto industriale nel primo trimestre del 2004 (la crescita della produzione industriale si collocava a 0,2 punti percentuali a fronte di un'espansione del valore aggiunto di 0,9 punti percentuali; secondo le serie riviste disponibili al momento della stesura di questo riquadro, i dati sono pari rispettivamente a 0,2 e 0,8 punti percentuali). Lo scarto era attribuito alla destagionalizzazione e alla copertura geografica, la quale è considerevolmente migliorata dal 2004. Ove manchino dati nazionali, si utilizzano stime per l'insieme dell'area dell'euro.

Grafico C

Effetti della destagionalizzazione sui dati che misurano la crescita della produzione industriale (al netto delle costruzioni) nell'area dell'euro

(tassi di crescita sul trimestre precedente; punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

con frequenza trimestrale per il valore aggiunto e frequenza mensile per la produzione industriale.

Per quantificare tale fattore, i dati sulla produzione industriale sono stati destagionalizzati a frequenza trimestrale per tutti i paesi dell'area dell'euro. Il risultato, su cui influiscono i parametri applicati ai filtri stagionali, mostra che i tassi di crescita trimestrali possono differire in misura sostanziale a seconda che la destagionalizzazione sia mensile o trimestrale (cfr. grafico C). Utilizzando dati destagionalizzati su base trimestrale anziché mensile, la differenza media in valore assoluto fra i tassi di crescita della produzione industriale nell'area dell'euro risulta pari a 0,5 punti percentuali dal 2000. Ciononostante, in media l'impatto degli altri fattori resta notevole.

Il trattamento dei prezzi è diverso nei due indicatori.

Il valore aggiunto lordo è calcolato sui prezzi base e non comprende imposte (meno contributi) sui prodotti; la produzione industriale è invece calcolata al costo

dei fattori. La differenza tra valore aggiunto ai prezzi all'origine e al costo dei fattori è rappresentata dalle altre imposte (meno contributi) sulla produzione, per le quali non sono disponibili dati in volume a frequenza trimestrale. Inoltre, mentre i volumi del valore aggiunto lordo sono calcolati utilizzando indici concatenati annuali, finora solo pochi paesi applicano questa metodologia alla produzione industriale.

I due indicatori comprendono attività economiche diverse. A differenza della produzione industriale, il valore aggiunto include la fornitura di acqua, le reti fognarie, le attività di trattamento dei rifiuti e risanamento (sezione E⁴). Dal 2000 l'incidenza di queste voci sul valore aggiunto industriale al netto delle costruzioni ha oscillato fra il 4,2 per cento del 2007 e il 5,0 per cento del 2009. Per questo settore, le serie in volume del valore aggiunto calcolato su indici concatenati sono pubblicate soltanto a frequenza annuale e mostrano un andamento piuttosto aciclico. Scomponendo questi dati annuali in dati trimestrali, la differenza sul trimestre precedente fra il tasso di crescita del valore aggiunto industriale e quello della produzione resta, in media, simile. Per alcuni trimestri l'impatto della sezione E risulta considerevole, toccando un massimo di 2,2 punti percentuali durante la Grande recessione e di 0,8 punti percentuali in periodi "normali".

Un'altra differenza fra i due indicatori è che la produzione industriale è calcolata con dati provenienti da imprese che superano una determinata soglia (in termini di fatturato o di numero di occupati); tali soglie variano da un paese all'altro. La contabilità nazionale tenta di ottenere un quadro più completo attingendo a dati provenienti da molteplici fonti alternative.

Nel complesso, malgrado lo stretto legame tra valore aggiunto e produzione industriale, le differenze fra i due indicatori riflettono in certa misura tutti

⁴ Tali attività costituiscono la sezione E della Classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea, Rev. 2 (NACE Rev. 2)

i fattori appena descritti, la cui importanza relativa è tuttavia di difficile valutazione. Da un punto di vista economico, è utile tenere sotto osservazione entrambi gli indicatori per analizzare lo stato di salute economica dell'attività industriale. Un'ulteriore armonizzazione tra contabilità nazionale e statistiche a breve termine, nonché fra i metodi di destagionalizzazione in uso nei singoli paesi, contribuirebbero a ridurre queste differenze.

Riquadro 3

L'Eurosistema pubblica criteri più dettagliati per il riconoscimento delle agenzie di rating

L'Eurosistema ha pubblicato una versione più dettagliata dei criteri che le agenzie di rating devono soddisfare per essere riconosciute ai fini del sistema di attenuazione del rischio finanziario nelle operazioni di politica monetaria.

Il quadro di riferimento dell'Eurosistema per la valutazione della qualità creditizia (Eurosystem credit assessment framework, ECAF) definisce requisiti minimi di merito di credito volti a garantire che l'Eurosistema accetti in garanzia unicamente attività finanziarie aventi un'elevata qualità creditizia. Per legge, infatti, l'Eurosistema può erogare prestiti soltanto sulla base di adeguate garanzie¹. L'ECAF costituisce inoltre la base dei requisiti minimi di qualità creditizia previsti per gli acquisti definitivi di attività finanziarie.

All'interno di questo sistema, una delle fonti di informazioni è costituita dalle agenzie di rating². Se un'agenzia di rating è riconosciuta come "agenzia esterna per la valutazione del merito di credito" (external credit assessment institution, ECAI), i suoi rating vengono utilizzati principalmente per valutare la qualità creditizia delle attività negoziabili (strumenti di debito negoziati, in particolare obbligazioni). Le agenzie di rating possono inoltre essere ammesse in qualità di fornitrici di strumenti di valutazione del merito di credito. In aggiunta, l'Eurosistema si avvale delle informazioni provenienti dai sistemi interni di valutazione della qualità creditizia e dai sistemi interni di rating delle controparti. Gli ultimi tre tipi di sistemi di valutazione creditizia sono usati soprattutto per valutare le garanzie non negoziabili, come i crediti. Al fine di garantire che le informazioni provenienti da tutte e quattro le fonti siano coerenti, accurate e comparabili, l'Eurosistema ha definito per ciascuna fonte dei criteri di ammissibilità, nonché una scala armonizzata di rating utilizzata per monitorare periodicamente i risultati di tutti i sistemi riconosciuti. Queste procedure intendono tutelare l'Eurosistema dai rischi finanziari, nonché assicurare condizioni di parità concorrenziale tra i fornitori dei rating creditizi.

Nel dicembre 2015 il Consiglio direttivo ha deciso di pubblicare ulteriori dettagli sui criteri per l'ammissibilità delle agenzie di rating all'ECAF³. Essi si riferiscono all'inserimento delle agenzie di rating fra le agenzie esterne per la

¹ Cfr. l'articolo 18.1 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea.

² Cfr., ad esempio, il riquadro *Il quadro di riferimento dell'Eurosistema per la valutazione della qualità creditizia per le operazioni di politica monetaria* nel numero di aprile 2014 del Bollettino mensile della BCE; *The financial risk management of the Eurosystem's monetary policy operations*, BCE, luglio 2015; o le informazioni fornite nel sito Internet della BCE all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/mopo/assets/risk/ecaf/html/index.en.html>.

³ Cfr. *Decisioni assunte dal Consiglio direttivo della BCE (in aggiunta a quelle che fissano i tassi di interesse)*, 22 gennaio 2016, sul sito Internet della BCE. I requisiti dettagliati sono consultabili sul sito Internet della BCE all'indirizzo <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/risk/ecaf/html/index.en.html>.

valutazione del merito di credito. Per poter essere ammessa, al momento della richiesta un'agenzia deve coprire una quota minima delle attività stanziabili nelle operazioni di politica monetaria, per attività, emittenti e volume di attività valutate⁴. La gamma di attività coperte dall'agenzia deve essere diversificata in termini di categorie di attività stanziabili e di paesi dell'area dell'euro. Ad esempio, l'agenzia deve coprire almeno tre delle quattro categorie di attività stanziabili diverse da quelle del settore pubblico (obbligazioni garantite, obbligazioni non garantite e titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione) nei due terzi dei paesi. Per ciascuna categoria essa deve fornire i rating di almeno il 10 per cento delle attività stanziabili, il 10 per cento degli emittenti e il 20 per cento del volume nominale. In aggiunta, nei tre anni prima della richiesta, l'agenzia di rating deve aver soddisfatto questi criteri per almeno l'80 per cento.

I requisiti intendono assicurare che le agenzie di rating dispongano di competenze estese in materia di rischio di credito e di un'esperienza consolidata nel tempo. Per ragioni di efficienza e al fine di garantire che siano ammesse solo le agenzie di rating che offrono le competenze e l'esperienza necessarie, i requisiti tengono conto anche del riconoscimento dei rating delle agenzie da parte del mercato, delle interconnessioni di rischio di credito fra le categorie di attività stanziabili⁵ e della concentrazione geografica delle garanzie ammesse nell'area dell'euro. Allo stesso tempo, le soglie minime fissate non sono così restrittive da impedire l'ammissibilità di agenzie di rating nuove: un'agenzia che valuti approssimativamente 100 emittenti, ad esempio, può comunque soddisfare i requisiti se offre una copertura adeguata in termini geografici e di categorie di attività⁶. Inoltre, la serie di criteri relativi alla copertura è complessivamente definita in modo da assicurare che l'Eurosistema disponga delle informazioni necessarie per verificare che un'agenzia di rating abbia un'esperienza adeguata e per stabilire una corrispondenza fra i punteggi applicati dall'agenzia e la scala di rating armonizzata. Il requisito dell'80 per cento relativo alla copertura storica nei tre anni precedenti la richiesta di ammissione, inoltre, consente alle agenzie di rating nuove di beneficiare di un aumento graduale della loro copertura europea al fine di fare richiesta di ammissione all'ECAF una volta in grado di dimostrare un'esperienza consolidata in materia di rischio di credito e una comprovata accettazione da parte del mercato.

Nell'ambito della procedura di ammissione, l'Eurosistema esamina tutte le informazioni aggiuntive rilevanti ai fini della tutela dai rischi e di un'attuazione efficiente dell'ECAF⁷. L'adempimento dei criteri minimi di copertura rappresenta soltanto un prerequisito per l'avvio della procedura di ammissione. Considerata l'importanza delle informazioni sulla qualità creditizia ai fini dell'ammissibilità delle garanzie e l'applicazione di scarti di valutazione, l'Eurosistema basa le sue

⁴ Le attività devono essere valutate conformemente all'ordine di priorità dell'ECAF definito nell'articolo 84 dell'indirizzo della BCE del 19 dicembre 2014 sull'attuazione del quadro di riferimento della politica monetaria dell'Eurosistema (BCE/2014/60).

⁵ Ad esempio, la valutazione dei prodotti di finanza strutturata richiede una solida valutazione del rischio di credito delle controparti coinvolte.

⁶ Un'agenzia di rating avente una quota di mercato dell'1 per cento circa (in base alle stime dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati) soddisfa attualmente i criteri di copertura dell'ECAF.

⁷ Per maggiori informazioni sui criteri generali di ammissione delle agenzie esterne di valutazione del merito di credito, pubblicati sin dall'introduzione dell'ECAF, cfr. l'articolo 120 dell'indirizzo ECB/2014/60.

decisioni di accettazione su una valutazione esauriente effettuata con la dovuta diligenza (due diligence). Le agenzie di rating devono soddisfare una serie di requisiti informativi, regolamentari e operativi. Per poter essere ammesse, esse devono ad esempio essere oggetto di supervisione da parte dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA). In aggiunta, l'Eurosistema deve poter disporre delle informazioni sui rating creditizi da loro assegnati per monitorarne la qualità. Per una maggiore efficienza e in considerazione del grande ammontare di risorse necessarie al processo di due diligence per ciascuna singola agenzia, l'Eurosistema richiede che i criteri minimi di copertura siano soddisfatti prima di valutare l'opportunità di ammettere una nuova agenzia di rating.

L'Eurosistema sta inoltre rafforzando la due diligence per evitare che venga fatto automaticamente ricorso ai rating esterni. Continua ad adoperarsi per migliorare le conoscenze in materia di punteggi, processi e metodologie utilizzati dalle agenzie di rating ammesse all'ECAF. Questa attività si inserisce nel contesto delle varie iniziative portate avanti dalle autorità internazionali per evitare un ricorso eccessivo ai rating esterni a fini giuridici, regolamentari e per altre finalità pubbliche⁸. Parallelamente, l'Eurosistema ha potenziato le proprie capacità interne di valutazione dell'affidabilità creditizia, ad esempio accrescendo il numero di sistemi interni di valutazione delle imprese non finanziarie⁹ e stabilendo un processo di due diligence nell'ambito dei programmi per l'acquisto di obbligazioni garantite e di titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione.

⁸ Cfr. ad esempio, il piano per ridurre l'affidamento sui rating delle agenzie pubblicato dal Financial Stability Board del G20 all'indirizzo http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_101027.pdf?page_moved=1.

⁹ Cfr. ad esempio *Thematic Review on FSB Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*, Financial Stability Board, maggio 2014, all'indirizzo http://www.fsb.org/2014/05/r_140512/.

Articolo

Andamenti recenti della composizione e del costo della provvista bancaria nell'area dell'euro

Le variazioni della composizione e del costo della provvista bancaria hanno implicazioni importanti per l'offerta di credito e, di conseguenza, per il prodotto economico e l'inflazione. I costi della raccolta delle banche sono influenzati dalla politica monetaria, ma la trasmissione di quest'ultima dipende da molti fattori, fra i quali la solidità dei bilanci bancari e il contesto macroeconomico. Per questo motivo gli andamenti relativi alla provvista bancaria possono variare, all'interno dell'area dell'euro, tra i paesi e le banche. Questo articolo passa in rassegna gli andamenti recenti della composizione e del costo della provvista bancaria, compreso il capitale, e mostra come all'interno dell'area dell'euro essi siano variati durante la crisi finanziaria, che ha influito sulla trasmissione della politica monetaria. L'articolo esamina inoltre l'interazione fra le misure (convenzionali e non convenzionali) di politica monetaria e le condizioni della provvista bancaria.

1

Introduzione

Durante la crisi finanziaria si è riscontrata un'elevata eterogeneità nel costo del credito bancario, collegata alle diverse condizioni della provvista delle varie banche nell'area dell'euro. Comprendere le condizioni della provvista delle banche è essenziale per l'analisi dell'offerta di credito all'economia reale e, di conseguenza, del prodotto e dell'inflazione, in particolare se si considera che durante la crisi le dinamiche dei costi della provvista si sono discostate da quelle dei tassi di politica monetaria¹. In generale, le banche si finanziano attingendo a fonti al dettaglio e all'ingrosso. La provvista al dettaglio, ossia i depositi del settore privato, rappresenta solitamente la fonte predominante e i depositi del settore privato non finanziario tendono a essere meno volatili delle fonti della provvista all'ingrosso, specialmente laddove sono protetti da sistemi di garanzia dei depositi. L'importanza di tali fonti per la raccolta complessiva di una banca, tuttavia, dipende dalle caratteristiche del singolo istituto, come le sue dimensioni o il modello di business. Per le banche di piccole dimensioni dell'area dell'euro, in particolare, i depositi al dettaglio rappresentano una quota considerevolmente maggiore della raccolta complessiva rispetto alle fonti all'ingrosso². Queste ultime comprendono le passività interbancarie, utilizzate nella gestione della liquidità a breve termine, e l'emissione di titoli di debito. Infine, le banche possono accedere alla liquidità della banca centrale e raccogliere capitale, di norma sotto forma di azioni.

¹ Per una trattazione di questo aspetto, cfr. Illes, A., Lombardi, M.J. e Mizen, P., "Why did bank lending rates diverge from policy rates after the financial crisis?", *BIS Working Papers*, n. 486, febbraio 2015.

² Cfr. "Report on financial structures", BCE, ottobre 2015.

Il buon funzionamento del settore bancario è essenziale per una trasmissione efficace della politica monetaria. Ciò vale in particolare per l'area dell'euro, dove le banche svolgono un ruolo preponderante nell'offerta di finanziamento esterno al settore privato non finanziario. La crisi finanziaria e quella del debito sovrano scoppiata nel 2010 hanno colpito tutti i segmenti del sistema finanziario, e in particolare il settore bancario, ostacolando la trasmissione delle misure di politica monetaria della BCE alla provvista bancaria e, in definitiva, alle condizioni del credito bancario. Le condizioni della provvista bancaria, inoltre, sono risultate eterogenee all'interno dell'area, e ciò in un contesto di debole attività economica, elevato debito sovrano e preoccupazioni per le banche in difficoltà. Benché sia normale riscontrare differenze nei costi della raccolta, in alcuni paesi l'elevata incertezza ha spinto i premi al rischio su livelli eccessivi e l'accesso delle banche alla provvista all'ingrosso nonché, in misura minore, a quella al dettaglio è stato a tratti seriamente compromesso. Al tempo stesso, le misure non convenzionali di politica monetaria della BCE (come la politica di piena aggiudicazione a tasso fisso degli importi di liquidità richiesti dalle banche e le due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre anni verso la fine del 2011 e agli inizi del 2012) hanno avuto un'efficace azione di contenimento ed evitato un processo disordinato e forzato di riduzione della leva finanziaria che avrebbe avuto effetti nefasti per l'economia nel suo complesso. Da allora i progressi verso l'unione bancaria, il pacchetto di misure di allentamento creditizio e il programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (APP) annunciati rispettivamente a metà 2014 e agli inizi del 2015, hanno fatto migliorare significativamente le condizioni della provvista bancaria, che sono divenute più omogenee fra paesi. Ciò ha contribuito ad allentare il nesso fra banche e soggetti sovrani, riducendo considerevolmente le disfunzioni nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

Le strutture della provvista e del patrimonio delle banche rivestono importanza per più motivi. Le loro determinanti sono diverse da quelle delle corrispondenti strutture delle società non finanziarie³. Le banche sono sottoposte a regolamentazione patrimoniale in ragione degli effetti significativi che possono avere sulla stabilità finanziaria e la crescita economica: poiché si finanziano in ampia misura mediante depositi tutelati in gran parte da sistemi di assicurazione, le banche sono tenute a mantenere una dotazione minima di capitale per assorbire le perdite e attenuare i timori connessi con l'azzardo morale⁴. Il costo relativo del capitale di rischio e del capitale di debito non rappresenta quindi la determinante principale delle strutture patrimoniali delle banche, ma ciò non significa che tale costo sia irrilevante. Il costo del capitale è anzi un fattore importante nelle decisioni di allocazione dei portafogli delle banche, comprese quelle relative all'attività di prestito. Gli sviluppi intervenuti di recente nel sistema europeo di vigilanza, regolamentazione e risoluzione – fra cui le riserve di capitale anticicliche, i requisiti in materia di patrimonio totale disponibile per assorbire le perdite (c.d. TLAC) e la direttiva sul risanamento e la risoluzione delle banche (BRRD) – contribuiscono a correggere gli incentivi distorti dall'aspettativa di un intervento di sostegno pubblico (il problema

³ Cfr. Berger, A., Herring, R. e Szego, G., "The role of capital in financial institutions", *Journal of Banking and Finance*, vol. 19, numeri 3-4, giugno 1995, pagg. 393-430.

⁴ Cfr. Gropp, R. e Heider, F., "The Determinants of Bank Capital Structure", *Review of Finance*, vol. 14, 2010, pagg. 587-622.

degli istituti troppo grandi per essere lasciati fallire, c.d. “too-big-to-fail”). Non è possibile stabilire a priori quale sia l’effetto di queste misure sul costo della provvista, poiché l’impatto diretto del minore sostegno implicito da parte del settore pubblico è controbilanciato almeno in parte dalla minore assunzione di rischio da parte delle banche. Se da un lato è possibile che nel breve periodo la nuova regolamentazione vincoli il credito, dall’altro nel medio-lungo periodo essa dovrebbe accrescere il benessere economico, contenendo le esternalità negative associate alle crisi sistemiche⁵.

L’articolo è strutturato come segue: la sezione 2 presenta i principali andamenti nella composizione della provvista e nelle strutture patrimoniali delle banche, nonché le misure di politica monetaria che hanno influenzato le quantità della provvista. La sezione 3 analizza gli andamenti nei costi della provvista e del capitale e l’impatto che determinate misure di politica monetaria hanno avuto su tali costi, mentre la sezione 4 presenta alcune osservazioni conclusive.

2

La composizione della provvista e l’impatto della politica monetaria

La struttura della provvista e del patrimonio delle banche rappresenta un fattore determinante per la stabilità e il costo della raccolta. Durante la crisi sono cambiati non soltanto i livelli complessivi, ma anche la struttura della provvista delle banche. Questa sezione esamina alcuni dei principali cambiamenti che hanno interessato nell’ultimo decennio la provvista delle banche dell’area dell’euro e mette a confronto gli andamenti nei paesi più vulnerabili e in quelli meno vulnerabili⁶. Per banche si intendono qui gli istituti di credito e altre istituzioni finanziarie monetarie (IFM) residenti nell’area dell’euro. Viene inoltre analizzato l’impatto delle misure di politica monetaria sulle quantità e sulla composizione della provvista.

La composizione della provvista delle banche dell’area dell’euro si è modificata a più riprese nell’arco dell’ultimo decennio, di pari passo ai cambiamenti delle condizioni economiche, all’incertezza e alla risposta della politica monetaria alla crisi. La raccolta complessiva delle banche è cresciuta in linea con l’espansione del loro attivo fino a quando la crisi finanziaria si è inasprita con il tracollo di Lehman Brothers e il conseguente aumento dell’incertezza nei mercati interbancari. Il grafico 1 mostra i flussi annuali relativi alle principali passività delle IFM, compreso il capitale. I flussi di finanziamento sono andati crescendo dal 2005 sino alla fine del 2007, in particolare quelli derivanti dalle fonti della raccolta all’ingrosso, che comprendono le passività sull’estero (esterne all’area dell’euro), la provvista interbancaria e i titoli di debito a più breve termine, e tendono a essere più volatili dei depositi al dettaglio. Se da un lato la crescita delle fonti della provvista all’ingrosso aveva favorito la rapida espansione dei bilanci delle banche negli anni precedenti

⁵ Cfr. l’intervento del Vice Presidente della BCE Vítor Constâncio, “Financial regulation and the global recovery” alla Annual Hyman P. Minsky Conference, Washington D.C., 16 aprile 2015.

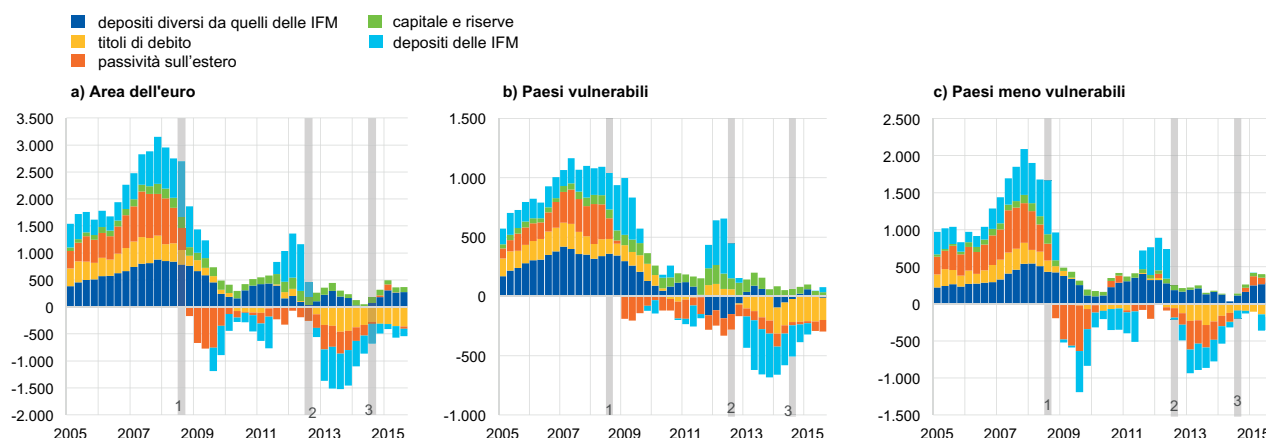
⁶ In questo articolo il termine “paesi vulnerabili” si riferisce ai paesi colpiti più direttamente dalla crisi, ossia Irlanda, Grecia, Spagna, Italia, Cipro, Portogallo e Slovenia, mentre per “paesi meno vulnerabili” si intendono gli altri paesi dell’area dell’euro.

alla crisi, dall'altro i deflussi e repentini prosciugamenti di queste fonti all'inizio della crisi hanno contribuito sensibilmente alle pressioni sul fronte della provvista bancaria e alla riduzione della liquidità. Il maggiore ricorso a queste fonti ha probabilmente introdotto un elemento di prociclicità nell'intermediazione finanziaria⁷.

Grafico 1

Andamenti della provvista delle IFM diverse dall'Eurosistema

(miliardi di euro; flussi annuali per trimestre)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: nella figura sono evidenziati tre momenti: 1) il tracollo di Lehman Brothers, 2) l'annuncio delle ODM e 3) l'introduzione del pacchetto di misure di allentamento creditizio. L'analisi si basa sui dati aggregati delle IFM; i depositi delle IFM comprendono le operazioni fra le banche appartenenti allo stesso gruppo economico. Le componenti costituiscono le principali passività delle IFM e escludono le quote/partecipazioni in fondi del mercato monetario e le passività restanti, composte principalmente da derivati. I dati sono flussi annuali con inizio nel primo trimestre 2005 e fine nel terzo trimestre 2015. I depositi delle IFM comprendono sia la provvista interbancaria, sia la provvista proveniente dall'Eurosistema.

I depositi detenuti dai residenti diversi dalle IFM, in particolare dal settore privato non finanziario, rappresentano la componente più stabile e ampia della provvista delle banche dell'area dell'euro. La composizione di questi depositi varia da paese a paese e da un tipo di banca all'altro, ma sia nei paesi vulnerabili sia in quelli meno vulnerabili essi rappresentano la principale fonte di finanziamento delle banche⁸. I depositi al dettaglio sono una fonte tendenzialmente più stabile di provvista rispetto alle fonti all'ingrosso⁹: dal momento che i servizi di liquidità forniti dalle banche ai depositanti possono comportare costi di transazione e di trasferimento, è meno probabile che i depositi al dettaglio siano oggetto di prelievi imprevisti¹⁰. Inoltre, poiché i prelievi sono dovuti a esigenze di liquidità individuali, in base alla legge dei grandi numeri essi tendono a essere più prevedibili. Essi sono infine assicurati fino a un determinato massimale e risultano quindi meno soggetti a shock avversi dovuti all'incertezza.

⁷ Per una trattazione, cfr. Shin, H.S. e Shin, K., "Procyclicality and Monetary Aggregates", *NBER Working Papers*, n. 16836, febbraio 2011.

⁸ I residenti diversi dalle IFM comprendono le famiglie, le società non finanziarie, le amministrazioni pubbliche, le compagnie di assicurazione, i fondi pensione e altre istituzioni finanziarie.

⁹ Per una trattazione della stabilità dei depositi al dettaglio rispetto alla provvista all'ingrosso, cfr. Huang, R. e Ratnovski, L., "The dark side of bank wholesale funding", *Working Paper Series*, n. 1223, BCE, luglio 2010.

¹⁰ Cfr. Song, F. e Thakor, A., "Relationship Banking, Fragility, and the Asset-Liability Matching Problem", *Review of Financial Studies*, vol. 20(6), 2007, pagg. 2129-2177.

Con l'intensificarsi della crisi finanziaria dovuto al tracollo di Lehman Brothers, i flussi di depositi nei paesi sia vulnerabili sia meno vulnerabili sono diminuiti, pur rimanendo sostenuti rispetto a quelli delle altre fonti della provvista, più volatili. Poiché le variazioni dei depositi si associano a variazioni del reddito e delle condizioni economiche generali, la riduzione dei flussi ha riflesso, almeno in parte, il deterioramento del contesto macroeconomico nell'intera area dell'euro¹¹. Con l'acutizzarsi delle tensioni per il debito sovrano e per i mercati finanziari, i deflussi di depositi si sono fatti più pronunciati nei paesi vulnerabili, in larga misura per effetto del rimpatrio di fondi da parte di depositanti non residenti (sia di altri paesi dell'area dell'euro sia di paesi esterni all'area). Dopo aver raggiunto un massimo a metà 2012, i deflussi di depositi dai paesi vulnerabili si sono attenuati e si è ridotta la frammentazione della provvista all'interno dell'area dell'euro. La causa di questi sviluppi va ricercata in ampia misura nell'annuncio delle operazioni monetarie definitive (OMD) della BCE e nella decisione presa dai leader europei al vertice dell'area dell'euro del giugno 2012 di rafforzare l'integrazione europea in linea con l'obiettivo di lungo periodo di creare un'unione bancaria, fiscale e politica, nonché nella decisione di dare avvio al meccanismo di vigilanza unico (SSM)¹². Nonostante questa ripresa, i flussi di depositi nei paesi vulnerabili sono rimasti deboli rispetto ai livelli pre-crisi e hanno iniziato a calare nel contesto di bassa inflazione e di debole crescita del reddito. Con l'introduzione di ulteriori misure di allentamento creditizio da parte della BCE a metà del 2014 e l'annuncio dell'APP ampliato agli inizi del 2015, i flussi di depositi si sono rafforzati in un contesto di maggiore liquidità offerta dalla banca centrale.

Le fonti della provvista di mercato all'ingrosso, che erano cresciute negli anni precedenti al fallimento di Lehman Brothers, sono rapidamente diminuite all'inizio della crisi, e nel caso delle emissioni di titoli di debito e dell'attività interbancaria hanno segnato un vero e proprio crollo (cfr. grafico 1). Nei paesi vulnerabili, di fronte al peggioramento della provvista interbancaria, le banche hanno continuato a emettere titoli di debito, in parte assistiti da garanzie statali volte a sostenere, in siffatte circostanze, la raccolta bancaria¹³. Le emissioni sono tuttavia diminuite man mano che l'incertezza e i timori per la solvibilità dei soggetti sovrani sono aumentati. Sebbene a metà 2012 i rischi di mercato si siano ridotti, si è osservata una seconda fase di emissioni nette negative di titoli di debito da parte delle banche, dovuta fra l'altro alla correzione dei livelli eccessivi di indebitamento nei settori finanziario e non finanziario, nonché alla transizione verso un sistema più esaustivo di regolamentazione e di vigilanza. Il finanziamento mediante titoli di debito, inoltre, è stato sostituito dalla liquidità dell'Eurosistema, più conveniente in termini di costo. I flussi complessivi di depositi dalle IFM, che comprendono la provvista interbancaria e i finanziamenti dell'Eurosistema, si sono ridotti con

¹¹ Cfr. Cohen, B. e Kaufman, G., "Factors Determining Bank Deposit Growth by State: An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, vol. 20, n. 1, 1965, pagg. 59-70.

¹² Cfr. la presentazione del Vice Presidente della BCE Vítor Constâncio, "Fragmentation and rebalancing in the euro area", Joint European Commission-ECB Conference on Financial Integration, Bruxelles, 25 aprile 2013.

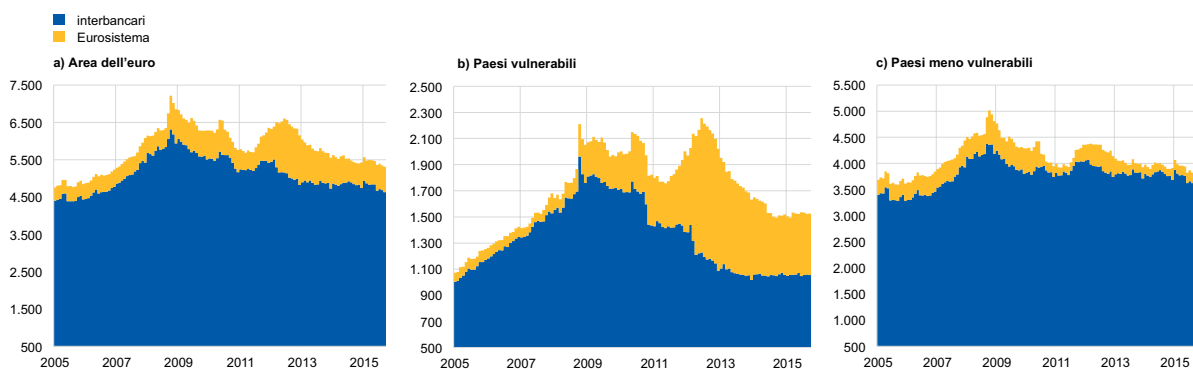
¹³ Cfr. il riquadro *Il finanziamento delle IFM dell'area dell'euro tramite l'emissione di titoli di debito*, nel numero di agosto 2010 del Bollettino mensile della BCE, l'articolo *L'analisi monetaria in un contesto di turbolenza finanziaria*, nel numero di novembre 2009 del Bollettino mensile della BCE e il riquadro *Riflessi delle misure adottate dai governi a sostegno del sistema finanziario sui bilanci delle istituzioni creditizie dell'area dell'euro*, nel numero di aprile 2009 del Bollettino mensile della BCE.

l'intensificarsi della crisi finanziaria (cfr. grafico 1). È importante notare, tuttavia, che la composizione dei depositi si è modificata a scapito della liquidità interbancaria, più volatile, e a favore della liquidità di banca centrale (cfr. grafico 2). La liquidità interbancaria era aumentata prima della crisi finanziaria, di riflesso alla maggiore interconnessione internazionale delle banche dovuta al progressivo aumento dei prestiti transfrontalieri. Con il tracollo di Lehman Brothers, il ricorso ai depositi interbancari quale strumento di liquidità a breve termine è diminuito, riflettendo la necessità di ridurre il grado di leva finanziaria e la generale incertezza riguardo alla solvibilità delle controparti¹⁴.

Grafico 2

Scomposizione dei depositi delle IFM presso le IFM diverse dall'Eurosistema

(miliardi di euro; consistenze di fine mese)



Fonte: BCE.

Nota: la serie relativa all'Eurosistema comprende il rifinanziamento degli istituti di credito dell'area dell'euro collegato alle operazioni di politica monetaria e denominato in euro e altre attività verso gli istituti di credito dell'area dell'euro denominate in euro.

Le tensioni nei mercati finanziari hanno dato luogo non soltanto a una sostituzione della liquidità interbancaria con quella dell'Eurosistema, specialmente nei paesi vulnerabili (cfr. grafico 2), ma anche a una diversa composizione della liquidità dell'Eurosistema, riflettendo in gran parte la risposta della politica monetaria alla crisi¹⁵. Con l'inizio della crisi la BCE ha adottato una procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi, in base alla quale la domanda di liquidità delle banche che potevano stanziare garanzie reali adeguate veniva pienamente soddisfatta a un tasso determinato dal Consiglio direttivo, offrendo certezza e stabilità al settore bancario¹⁶. Inoltre, la scadenza della liquidità offerta è stata estesa mediante le ORLT¹⁷. Di fronte all'intensificarsi delle tensioni per il debito sovrano e dei timori per la solvibilità delle banche, la BCE ha

¹⁴ Per un modello strutturale del mercato monetario, dove le asimmetrie informative e i timori per la solvibilità di banche specifiche possono portare all'interruzione delle transazioni interbancarie, cfr. Heider, F., Hoerova, M. e Holthausen, C., "Liquidity hoarding and interbank market spreads: the role of counterparty risk", *Working Paper Series*, n. 1126, BCE, dicembre 2009.

¹⁵ Per maggiori dettagli, cfr. Eser, F., Amaro, M., Iacobelli, S. e Rubens, M., "The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and operational framework since 2009", *Occasional Paper Series*, n. 135, BCE, agosto 2012.

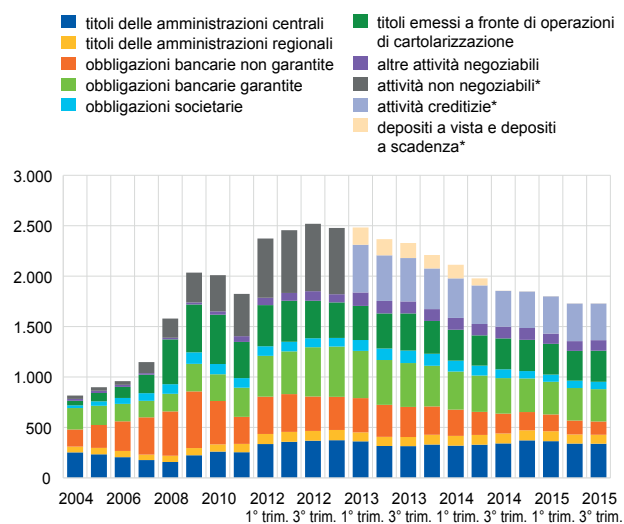
¹⁶ Cfr. Giannone, D., Lenza, M., Pill, H. e Reichlin, L., "Non-standard monetary policy measures and monetary developments", *Working Paper Series*, n. 1290, BCE, gennaio 2011, e Lenza, M., Pill, H. e Reichlin, L., "Monetary policy in exceptional times", *Economic Policy*, vol. 25, n. 62, 2010, pagg. 295-339.

¹⁷ Per maggiori dettagli, cfr. Eser, F., Carmona Amaro, M., Iacobelli, S. e Rubens, M., "The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and operational framework since 2009", *Occasional Paper Series*, n. 135, BCE, agosto 2012.

annunciato due ORLT a tre anni, la prima effettuata alla fine del 2011 e la seconda all'inizio del 2012. In seguito a queste operazioni, la quota delle consistenze in essere della liquidità dall'Eurosistema sulla provvista bancaria è cresciuta sensibilmente, raggiungendo il suo livello più elevato intorno alla metà del 2012. Le evidenze confermano che queste operazioni hanno supportato l'offerta di credito bancario e, di conseguenza, il prodotto e l'inflazione durante la crisi¹⁸. Nell'ambito del pacchetto di misure di allentamento creditizio introdotto nel giugno 2014 la BCE ha inoltre annunciato una serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine per l'offerta di liquidità con scadenze fino a quattro anni in funzione dei volumi di prestito delle banche, al fine di migliorare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria favorendo l'offerta di credito all'economia reale¹⁹. Dalla vigilia della prima ORLT mirata all'indomani del regolamento della quinta ORLT mirata nel settembre 2015 la scadenza media ponderata del rifinanziamento delle banche presso l'Eurosistema è aumentata da 130 a 800 giorni circa²⁰. Nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro del luglio 2015 le banche hanno segnalato che le ORLT mirate avevano già migliorato, e avrebbero probabilmente continuato a farlo, la

Grafico 3 Impiego delle garanzie

(miliardi di euro post valutazione e al netto degli scarti di garanzia)



Fonte: BCE.

Note: medie dei dati di fine mese per ciascun periodo.

* A partire dal primo trimestre 2013 la categoria "attività non negoziabili" è stata suddivisa nelle due categorie "depositi a vista e depositi a scadenza" e "attività creditizie".

loro posizione di liquidità, le condizioni di finanziamento sul mercato e la redditività, e che erano state utilizzate, e avrebbero continuato a esserlo, come sostituto di altre fonti di provvista, principalmente le operazioni di liquidità dell'Eurosistema, il debito in scadenza e il credito interbancario²¹. L'Eurosistema ha inoltre modificato durante la crisi il sistema delle garanzie, principalmente ampliando la gamma di titoli stanziabili nelle operazioni di politica monetaria e abbassando i relativi requisiti di rating²². Queste modifiche sono state essenziali per il funzionamento del sistema bancario, in particolare quando le tensioni nei mercati del debito sovrano hanno provocato declassamenti di rating. Esse hanno fatto sì che le banche solvibili potessero continuare ad avere accesso alla liquidità, ed evitato così un'escalation della crisi²³. Durante la crisi le banche hanno impiegato le garanzie di qualità più elevata per le operazioni dirette di pronti contro termine nei mercati all'ingrosso, mentre le garanzie non stanziabili nel mercato sono state utilizzate in maniera crescente nelle operazioni con l'Eurosistema (cfr. grafico 3).

¹⁸ Cfr. Darracq-Pariès, M. e De Santis, R., "A non-standard monetary policy shock: the ECB's 3-Year LTROs and the shift in credit supply", *Working Paper Series*, n. 1508, BCE, gennaio 2013.

¹⁹ Cfr. il comunicato stampa relativo ai dettagli sulle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine pubblicato dalla BCE il 3 luglio 2014.

²⁰ Questo calcolo esemplificativo ipotizza che tutte le ORLT mirate siano rimborsate alla loro data ultima di scadenza nel settembre 2018 e non siano soggette a rimborsi anticipati volontari od obbligatori.

²¹ Cfr. https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/blssurvey_201507.pdf

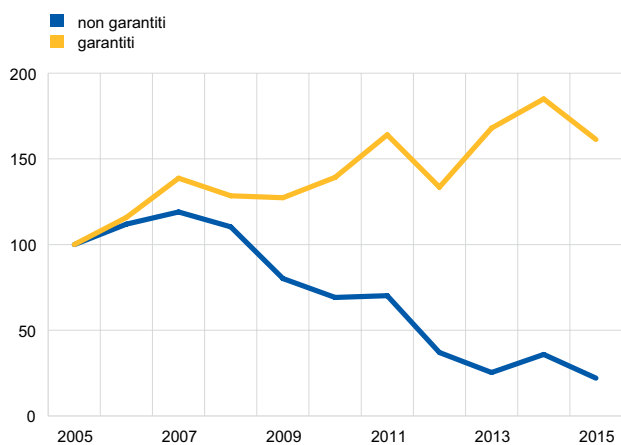
²² Per maggiori dettagli sulle modifiche apportate al sistema delle garanzie, cfr. l'articolo "Il sistema delle garanzie dell'Eurosistema durante la crisi", *Bollettino mensile*, BCE, luglio 2013.

²³ Cfr. Wolff, G., "Eurosystem collateral policy and framework: Was it unduly changed?" *Bruegel Policy Contribution*, n. 14, novembre 2014.

Grafico 4

Volumi nel mercato monetario dell'area dell'euro

(indici annui, 2005=100)



Fonti: BCE.

Durante la crisi, oltre al calo nel livello complessivo della liquidità interbancaria, si è verificato un cambiamento nella sua composizione, di riflesso al maggiore rischio di controparte percepito. È considerevolmente aumentata la quota dei prestiti garantiti, a scapito di quelli non garantiti, in particolare a partire dal 2008 (cfr. grafico 4), e l'attività si è riorientata in misura significativa verso le controparti nazionali, a scapito di quelle di altri paesi dell'area dell'euro²⁴. I timori relativi al merito di credito delle controparti hanno portato a un maggiore ricorso alle controparti centrali, che favoriscono la compensazione e il regolamento nei mercati monetari fungendo da controparte diretta sia del creditore sia del debitore e accollandosi in tal modo il rischio di insolvenza di quest'ultimo²⁵.

Le passività sull'estero erano cresciute notevolmente negli anni prima della crisi, favorendo

l'espansione dei bilanci delle banche. All'indomani del tracollo di Lehman Brothers, tuttavia, si è osservata una repentina contrazione di tali passività, dovuta in parte alle asimmetrie informative e a un improvviso aumento dell'avversione al rischio fra gli investitori internazionali²⁶. La crescita delle passività sull'estero nel periodo precedente alla crisi aveva tratto origine dai depositi dei non residenti nell'area dell'euro e dall'aumento delle disponibilità estere di titoli a breve termine emessi dalle banche dell'area, e rifletteva in ampia misura l'espansione della liquidità interbancaria transfrontaliera (cfr. grafico 1). Essa aveva favorito la crescita dei bilanci delle banche, dal momento che la profondità e la liquidità dei mercati finanziari transfrontalieri avevano allentato i vincoli quantitativi alla gestione della liquidità delle banche. Con lo scoppio della crisi, tuttavia, i depositi transfrontalieri sono stati rapidamente prelevati, accrescendo l'esposizione delle banche alle pressioni internazionali avverse sulla provvista²⁷. Nel caso dei paesi vulnerabili, i flussi delle passività dall'estero sono rimasti sostanzialmente negativi dall'inizio della crisi. Nel caso di quelli meno vulnerabili, i flussi annuali sono di recente cresciuti e si sono nel complesso attestati su livelli positivi dopo l'annuncio di ulteriori misure di allentamento monetario da parte della BCE a metà del 2014.

I cambiamenti avversi di prezzo e le perdite su crediti connesse con la crisi hanno peggiorato le posizioni patrimoniali delle banche, il che, insieme alle pressioni sulla provvista, ha spesso reso necessaria una riduzione del grado di leva e una modifica delle passività bancarie, ad esempio mediante

²⁴ Per maggiori dettagli sugli andamenti nei mercati monetari dell'area dell'euro, cfr. "Euro money market survey", BCE, settembre 2015.

²⁵ Per maggiori informazioni sulla provvista interbancaria transitata dalle controparti centrali, cfr. l'articolo "Interazione fra gli intermediari finanziari e impatto sull'analisi monetaria", *Bollettino mensile*, BCE, gennaio 2012, e il riquadro "La modifica delle statistiche monetarie volta a escludere le operazioni pronti contro termine condotte tramite controparti centrali", *Bollettino mensile*, BCE, settembre 2012.

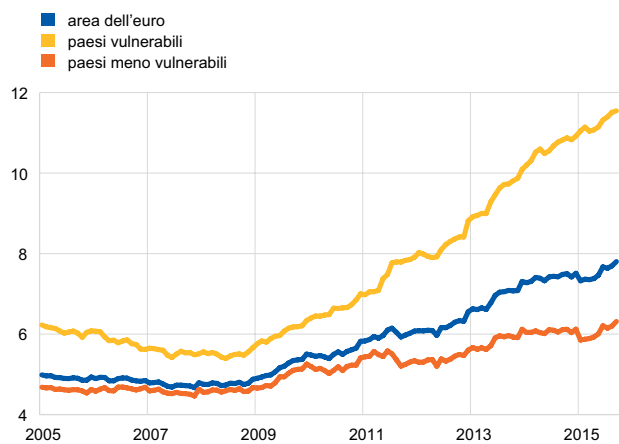
²⁶ Cfr. Forster, K., Vasardani, M. e Ca' Zorzi, M., "Euro area cross-border financial flows and the global financial crisis", *Occasional Paper Series*, n. 126, BCE, luglio 2011.

²⁷ Cfr. l'articolo "Offerta di moneta: il comportamento delle banche e le implicazioni per l'analisi monetaria", *Bollettino mensile*, BCE, ottobre 2011.

Grafico 5

Capitale e riserve delle IFM dell'area dell'euro diverse dall'Eurosistema

(in percentuale delle attività totali)



Fonte: BCE.

Nota: le attività totali, il capitale e le riserve sono stati ricavati dagli stock nozionali per evitare l'impatto di riclassificazioni, rivalutazioni e variazioni nella composizione dell'area dell'euro.

Tavola

Struttura delle passività principali delle IFM dell'area dell'euro diverse dall'Eurosistema

(in percentuale delle passività principali)

	Area dell'euro		Paesi vulnerabili		Paesi meno vulnerabili	
	Gen. 2005	Set. 2015	Gen. 2005	Set. 2015	Gen. 2005	Set. 2015
Depositi diversi da quelli delle IFM	35	43	39	47	34	42
Titoli di debito	18	14	15	12	20	15
Capitale	6	9	8	13	6	8
Passività sull'estero	15	13	16	10	15	15
Passività interbancarie	23	17	20	13	24	19
Passività dell'Eurosistema	2	3	1	6	2	1
Totale (migliaia di miliardi di euro)	19,2	26,8	5	8,1	14,3	18,8

Fonte: BCE.

Note: le passività principali consistono delle passività totali al netto delle passività restanti e delle quote/partecipazioni emesse dai fondi del mercato monetario. Le passività restanti consistono di componenti volatili distinte dall'attività caratteristica delle banche, compresi in particolare i derivati finanziari (aventi valore negativo), per le quali il trattamento contabile e statistico è cambiato nel periodo in rassegna o differisce da un paese all'altro.

maggiori emissioni di capitale. Il grafico 5 mostra come la quota del capitale in percentuale delle attività totali fosse relativamente stabile nel periodo pre-crisi. Il successivo aumento di tale rapporto è risultato particolarmente pronunciato per le banche nei paesi vulnerabili, dove i livelli delle attività sono diminuiti e quelli del capitale aumentati in risposta non soltanto ai requisiti regolamentari, ma anche alle pressioni dei mercati che spingevano per la detenzione di maggiori riserve discrezionali contro le perdite. Nell'arco di questo periodo, oltre al capitale raccolto nei mercati privati, sono state effettuate anche ingenti iniezioni di capitale pubbliche²⁸. La direttiva e il regolamento sui requisiti patrimoniali (CRD IV/CRR), entrati in vigore nel gennaio 2014, hanno aumentato sia la qualità sia la quantità di capitale che le banche sono tenute a detenere a fini prudenziali. In aggiunta, la nuova legislazione europea ha posto le premesse per la creazione di un'unione bancaria e risolto le lacune che la crisi aveva evidenziato nel sistema di regolamentazione del patrimonio.

Nel corso dell'ultimo decennio la struttura della provvista delle banche dell'area dell'euro è stata modificata in risposta alle variazioni intervenute nei rischi di mercato, nel contesto economico e nelle misure di politica monetaria: si fa oggi maggiore affidamento su fonti di provvista più stabili e meno su fonti volatili²⁹. La tavola mostra che sia nei paesi vulnerabili sia in quelli meno vulnerabili è maggiore da parte delle IFM il ricorso ai depositi e minore quello ai titoli di debito e alle passività estere. Essa riporta inoltre la scomposizione dei depositi delle IFM in liquidità interbancaria e liquidità dell'Eurosistema, mostrando che, pur essendo comune a tutta l'area dell'euro, il calo della liquidità interbancaria è stato più pronunciato nei paesi vulnerabili. In tali paesi il ricorso alla liquidità della banca centrale è cresciuto tra gennaio 2005 e settembre 2015, diversamente da quanto osservato nei paesi meno vulnerabili. Anche la natura della liquidità interbancaria si è modificata, con un aumento

della quota dei prestiti garantiti rispetto a quelli non garantiti (cfr. grafico 4), e vi è stata una riduzione del ricorso a operazioni transfrontaliere, comprese quelle

²⁸ Per una rassegna degli interventi pubblici a favore del sistema bancario, cfr. l'articolo *L'impatto fiscale degli interventi a sostegno del settore finanziario durante la crisi*, nel numero 6/2015 di questo Bollettino.

²⁹ Per una rassegna più dettagliata delle tendenze della provvista bancaria nell'area dell'euro dopo la crisi, cfr. Van Rixtel, A. e Gasperini, G., "Financial crises and bank funding: recent experience in the euro area", *BIS Working Papers*, n. 406, marzo 2013.

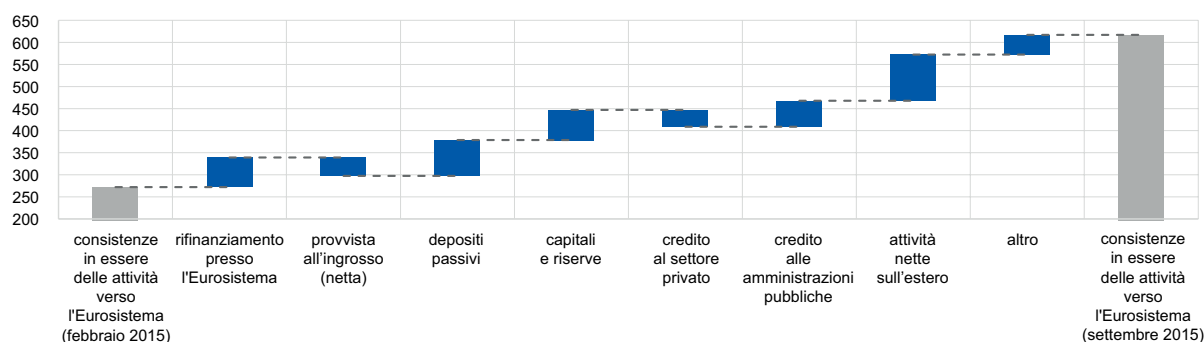
con controparti non residenti nell'area dell'euro (come riscontrabile nella minore rilevanza delle passività sull'estero). I paesi vulnerabili, in particolare, presentano oggi una proporzione molto più ampia di capitale sul totale della provvista. Sebbene questa misura di capitale differisca da quella del patrimonio di vigilanza, l'aumento riflette il generale miglioramento della solvibilità e degli indici di leva finanziaria³⁰. Nel complesso, questi cambiamenti segnalano una transizione verso un modello di business maggiormente basato su fonti di provvista più stabili³¹.

La struttura dei bilanci e della provvista delle banche continuerà a risentire del contesto economico e di politica monetaria, e in particolare dell'APP ampliato, che inietterà ulteriore liquidità nel sistema bancario. L'APP ampliato, che prevede due programmi di acquisto delle attività finanziarie del settore privato, ossia il programma di acquisto di titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione, o ABSPP, e il terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite, o CBPP3, nonché il programma di acquisto di attività del settore pubblico (PSPP), intende allentare le condizioni finanziarie e riportare la traiettoria dell'inflazione in linea con la stabilità dei prezzi³². L'APP ha avuto un impatto considerevole sui bilanci bancari: poiché l'Eurosistema paga le attività acquistate offrendo riserve, gli acquisti sono sempre regolati per il tramite delle banche indipendentemente dall'identità del venditore finale. In termini di provvista, gli aumenti delle riserve conseguenti all'introduzione dell'APP ampliato sono stati finora accompagnati da aumenti dei depositi (cfr. grafico 6), che riflettono in parte l'intermediazione bancaria delle vendite di obbligazioni all'Eurosistema da parte di soggetti non bancari dell'area dell'euro.

Grafico 6

Variazioni dei bilanci delle IFM diverse dall'Eurosistema corrispondenti alla variazione delle riserve detenute nel periodo fine febbraio-fine settembre 2015

(miliardi di euro; dati non destagionalizzati)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: un aumento delle posizioni attive (passive) nette riduce (aumenta) le attività verso l'Eurosistema. La "provvista all'ingrosso (netta)" si riferisce all'emissione di titoli di debito al netto dei titoli di debito delle IFM detenuti e ai prestiti ricevuti dalle IFM diverse dall'Eurosistema al netto dei depositi presso le IFM diverse dall'Eurosistema.

³⁰ La definizione statistica di capitale e riserve include il capitale azionario, i proventi o fondi non distribuiti e gli accantonamenti specifici o generali a fronte di prestiti, titoli e altri tipi di attività (contabilizzati in base ai principi contabili nazionali). Cfr. "Manual on MFI balance sheet statistics", BCE, aprile 2012.

³¹ Cfr. "Report on financial structures", BCE, ottobre 2015.

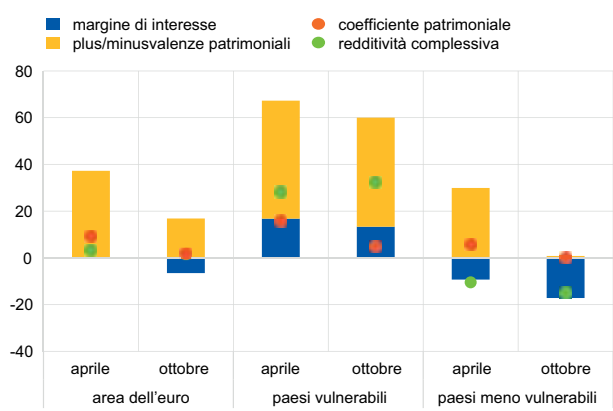
³² Gli acquisti nell'ambito del PSPP ampliato ammontano a 60 miliardi di euro mensili e dovrebbero durare almeno fino al termine di marzo 2017, o più a lungo se necessario, e in ogni caso sino a che il Consiglio direttivo non consideri che l'inflazione sia ritornata su una traiettoria compatibile con l'obiettivo di conseguire tassi di inflazione inferiori, ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. Per maggiori dettagli, cfr. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>.

L'ingente calo delle attività nette sull'estero rispecchia l'intermediazione delle vendite effettuate da non residenti nell'area. Il credito alle amministrazioni pubbliche è diminuito, di riflesso almeno in parte alla cessione all'Eurosistema di titoli provenienti dai portafogli propri delle banche, e ha contribuito all'aumento delle riserve. Il grafico 6 mostra inoltre l'aumento del credito al settore privato, che ha probabilmente contribuito al suddetto incremento dei depositi.

Grafico 7

Impatto dell'APP sulla redditività e la posizione patrimoniale delle banche dell'area dell'euro, sulla base delle risposte fornite nelle indagini sul credito bancario di aprile e ottobre 2015

(percentuali nette degli intervistati)



Fonte: BCE.

Note: impatto nell'arco dei sei mesi precedenti. Le percentuali nette sono date dalla differenza fra la somma delle percentuali delle banche che segnalavano un "aumento/miglioramento considerevole" o un "lieve aumento/miglioramento" e la somma delle percentuali delle banche che segnalavano un "lieve calo/peggioramento" o un "calo/peggioramento considerevole" in risposta al quesito corrispondente delle indagini sul credito bancario di aprile e ottobre 2015. I risultati riportati sono calcolati come percentuale del numero di banche che non hanno selezionato la risposta "non applicabile".

Secondo quanto riportato dalle indagini sul credito bancario di aprile e ottobre 2015, il contributo dell'APP alle posizioni reddituali e alla solvibilità delle banche dell'area dell'euro è stato complessivamente positivo, sebbene gli effetti siano variati nel tempo e a seconda dei paesi (cfr. grafico 7).

L'APP ha indotto plusvalenze sui titoli detenuti dalle banche, ma non è possibile a priori stabilire con esattezza quali effetti abbia avuto sul margine di interesse. Da un lato, l'appiattimento della curva dei rendimenti e la compressione degli stessi tendono ad abbassare il margine di interesse. Ciò si traduce verosimilmente in margini unitari più bassi, poiché le passività hanno di norma scadenze inferiori alle attività e sono meno reattive al calo dei tassi di interesse, in particolare se questi ultimi si trovano già su livelli assai contenuti. L'APP genera inoltre liquidità in eccesso che, se depositata presso l'Eurosistema, è remunerata a un tasso negativo. Dall'altro lato, questi effetti sono almeno in parte controbilanciati dall'accresciuta attività di intermediazione e dal miglioramento della qualità del credito dovute all'impatto positivo del programma sul prodotto. L'APP ha fornito un modesto contributo alla redditività delle

banche nell'insieme dell'area dell'euro, ma il suo impatto è stato particolarmente positivo per i paesi vulnerabili. Per l'area dell'euro in aggregato, gli effetti negativi stimati sul margine di interesse sono stati sinora più che compensati da quelli positivi delle plusvalenze e della migliore qualità del credito collegata all'impatto positivo dell'APP sull'attività economica. L'effetto sui requisiti patrimoniali è stato anch'esso positivo, sebbene sia diminuito dopo l'annuncio iniziale e l'attuazione del programma.

3

Il costo della provvista e gli effetti della politica monetaria

Con l'intensificarsi della crisi finanziaria, le tensioni nei mercati finanziari hanno fatto aumentare il costo della provvista per molte banche dell'area dell'euro. L'incertezza riguardo allo stato di salute di alcuni mercati bancari ha provocato non solo deflussi di fondi, ma anche aumenti dei premi al rischio applicati ai finanziamenti erogati a favore delle banche. Le fonti di provvista all'ingrosso, quindi, si sono prosciugate o hanno assunto un costo proibitivo per molte banche nei paesi vulnerabili, portando a un maggiore ricorso alle operazioni con la banca

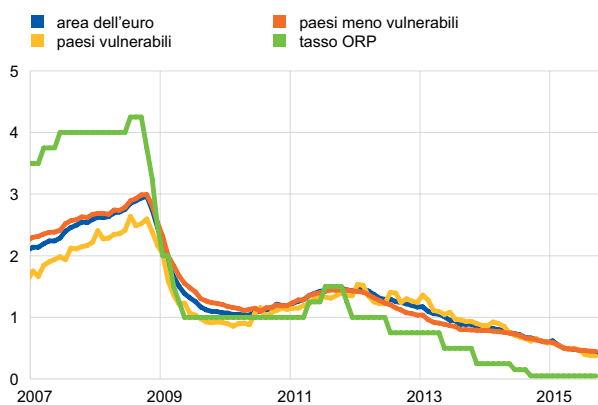
centrale, come descritto nella sezione 2. La frammentazione osservata nei mercati rifletteva l'elevata incertezza e la forte avversione al rischio, e si è rivelata a tratti maggiore di quanto giustificato dagli effettivi rischi sottostanti. Dal momento che la dispersione dei tassi applicati ai prestiti e l'eterogeneità nella trasmissione della politica monetaria sono state caratteristiche salienti della crisi, questa sezione impiega dati a livello sia di paesi sia di banche per analizzare le variazioni nel livello e nella dispersione delle varie componenti della provvista nel tempo. Questi dati contengono informazioni quantitative dettagliate sui depositi detenuti dal settore privato non finanziario, sui titoli di debito emessi dalle banche e sul capitale, nonché informazioni sui prezzi dei depositi e dei titoli e una stima del costo del capitale azionario.

Il costo dei depositi nei vari paesi dell'area dell'euro può variare per una serie di motivi, come le diverse scadenze e strutture di mercato o le differenze relative al rischio di credito e ai fattori istituzionali, comprese la regolamentazione e la tassazione³³. Malgrado queste disparità, nel lungo periodo la politica monetaria deve trasmettersi correttamente a tutti i paesi e le banche dell'area dell'euro. La presenza di incertezza e tensioni nei mercati finanziari durante la crisi ha fatto sì che i timori per il rischio di credito alimentassero la frammentazione dei mercati finanziari e ostacolassero il processo di trasmissione: la dispersione delle scelte di determinazione del prezzo da parte delle banche è cresciuta in funzione delle percezioni relative all'interazione con il rischio di credito sovrano nel rispettivo paese di residenza³⁴.

Grafico 8

Tassi compositi applicati dalle banche dell'area dell'euro sui depositi del settore privato non finanziario

(valori percentuali annui)



Fonte: BCE.

Nota: i tassi compositi sono calcolati come medie dei tassi sui nuovi depositi di diversa scadenza, ponderate in base alle consistenze in essere.

Gli andamenti dei tassi sui depositi hanno sostanzialmente rispecchiato quelli dei tassi di politica monetaria, ma la trasmissione è rimasta incompleta. Mentre tra la fine del settembre 2008 e il maggio 2009 il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) della BCE è stato abbassato dal 4,25 all'1,00 per cento, i tassi sui depositi sono anch'essi diminuiti, ma in misura minore (cfr. grafico 8). Nell'ottobre 2008 essi si collocavano intorno al 2,95 per cento e all'inizio del 2010 hanno raggiunto un minimo dell'1,0 per cento circa. A partire dalla metà del 2010 i tassi sui depositi hanno cominciato gradualmente a salire e, dopo due innalzamenti dei tassi di riferimento a metà del 2011, alla fine di quell'anno si situavano in prossimità dell'1,45 per cento. La politica monetaria ha quindi ripreso il ciclo di allentamento: il tasso sulle ORP è stato gradualmente ridotto dall'1,50 per cento nel novembre del 2011 allo 0,05 per cento nel settembre del 2014. I tassi sui depositi sono anch'essi calati nel periodo, e attualmente

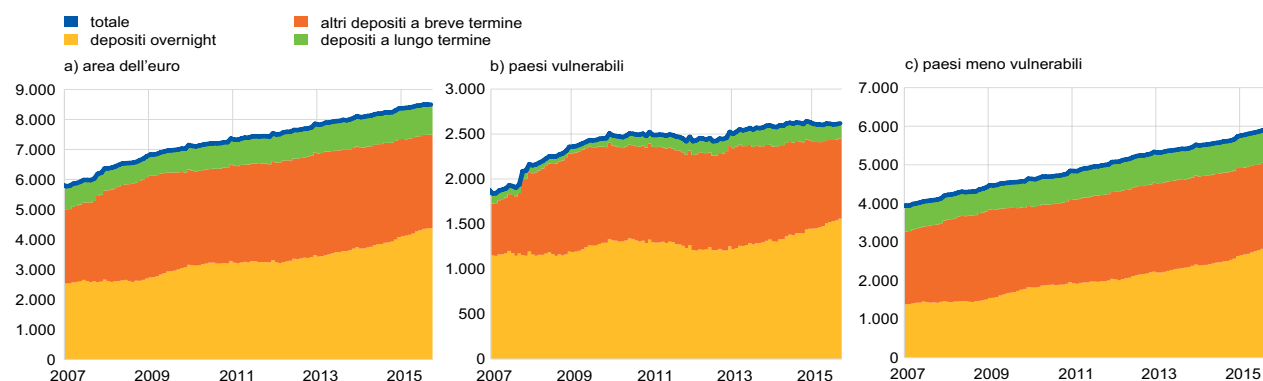
³³ Cfr. "Differences in MFI interest rates across euro area countries", BCE, settembre 2006.

³⁴ Cfr. Darracq-Pariès, M., Moccero, D., Krylova, E. e Marchini, C., "The retail bank interest rate pass-through: the case of the euro area during the financial and sovereign debt crisis", *Occasional Paper Series*, n. 155, BCE, agosto 2014.

Grafico 9

Scomposizione per scadenze dei depositi del settore privato non finanziario

(miliardi di euro)



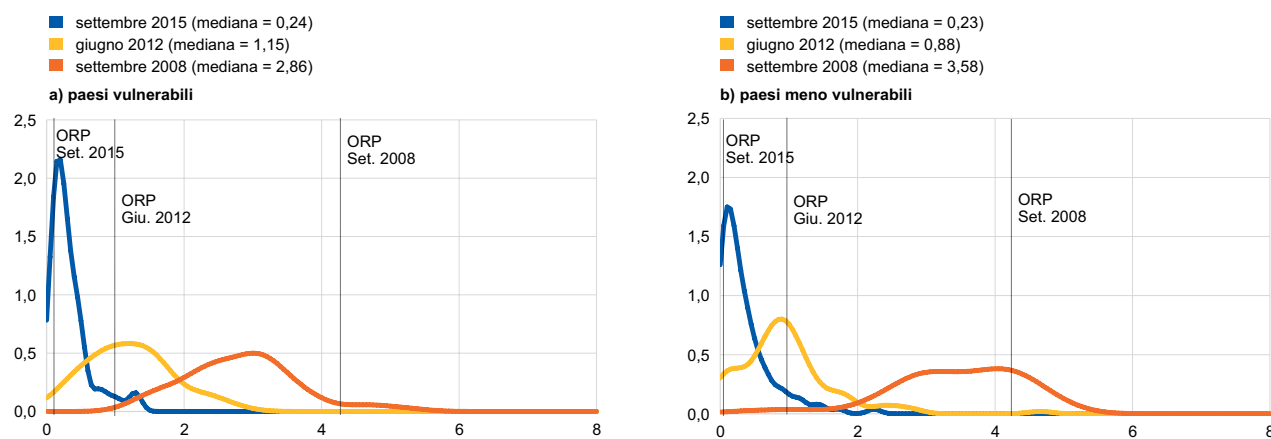
Fonte: BCE.

il tasso composito medio si colloca intorno allo 0,4 per cento. La loro dispersione, inoltre, è lievemente calata, essendo i tassi prossimi alla soglia zero, specialmente per le scadenze più brevi. Il numero di banche che applica tassi negativi sui depositi, tuttavia, rimane esiguo in tutti i segmenti (cfr. grafico 10).

Grafico 10

Distribuzione dei tassi applicati dalle banche dell'area dell'euro ai depositi del settore privato non finanziario

(valori percentuali annui)



Fonti: iBoxx e BCE.

Note: i tassi compositi sono calcolati come medie dei tassi sui nuovi depositi di diversa scadenza, ponderate in base alle consistenze in essere. La figura mostra l'approssimazione della densità della distribuzione dei tassi sui depositi ottenuta utilizzando un campione di IFM nei paesi vulnerabili e meno vulnerabili.

Prima della crisi i tassi sui depositi nei paesi vulnerabili erano complessivamente inferiori a quelli nei paesi meno vulnerabili.

Ciò si spiega in ampia misura con la diversa scadenza dei depositi (cfr. grafico 9). Nei paesi vulnerabili, in particolare, i depositi overnight rappresentavano una quota significativa dei depositi bancari del settore non finanziario. A partire dalla crisi tale quota è aumentata nei paesi sia vulnerabili sia meno vulnerabili, nel contesto di tassi di interesse calanti. Ciò nonostante, nei paesi vulnerabili la crescita del peso dei depositi overnight è cominciata dopo, in concomitanza con il deterioramento dell'accesso ai mercati della provvista all'ingrosso. La quota dei depositi a lungo

termine è lievemente calata nell'insieme dell'area dell'euro, per effetto degli sviluppi nei paesi meno vulnerabili, ma rimane considerevolmente più elevata che in quelli vulnerabili.

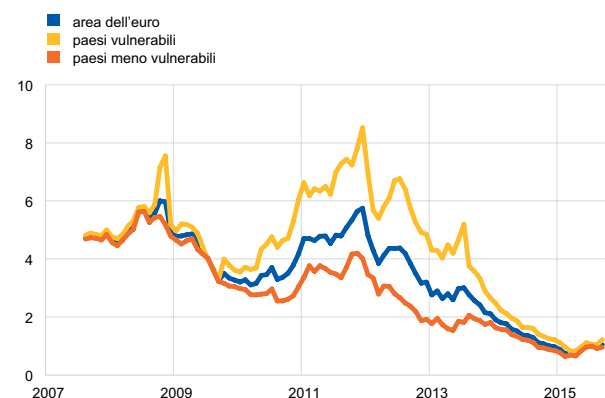
I tassi sui depositi nei paesi vulnerabili non hanno replicato pienamente le riduzioni dei tassi di riferimento al culmine della crisi. Il tasso mediano sui depositi delle banche nei paesi vulnerabili è passato dal 2,86 per cento del settembre 2008, quando i tassi ufficiali sono stati abbassati, all'1,15 per cento circa a metà 2012 (cfr. grafico 10).

Nei paesi meno vulnerabili il tasso di interesse mediano sui depositi è diminuito maggiormente (dal 3,58 allo 0,88 per cento). Nei paesi vulnerabili è possibile che la riduzione dei tassi sia stata frenata dai deflussi di depositi e dall'esigenza delle banche di procurarsi fonti di provvista più stabili³⁵. A partire dall'annuncio delle ODM a metà del 2012, i deflussi di depositi dovuti ai timori per la solidità di prenditori sovrani e banche si sono attenuati. I tassi sui depositi sono calati e anche la dispersione dei prezzi fra le banche nei paesi vulnerabili si è ridotta notevolmente, in particolare dopo l'annuncio di ulteriori misure di allentamento creditizio da parte della BCE a metà 2014 e dell'APP ampliato agli inizi del 2015. I tassi sui depositi si addensano sempre più intorno allo zero, dal momento che l'effetto dell'allentamento monetario mantiene bassi i costi della provvista. Nondimeno, le banche si sono mostrate riluttanti ad applicare tassi negativi. Ciò riflette verosimilmente le politiche commerciali, essendo probabile che i depositanti al dettaglio siano meno avversi a un aumento delle commissioni che non a un tasso negativo sui depositi. Ma potrebbe riflettere anche la graduale trasmissione ai tassi sui depositi delle passate riduzioni dei tassi di politica monetaria, nonché il recente adeguamento dei prezzi nei mercati all'ingrosso.

Grafico 11

Rendimenti delle obbligazioni emesse dalle banche dell'area dell'euro

(valori percentuali annui)



Fonti: iBoxx e BCE.

Nota: la media dei rendimenti delle obbligazioni bancarie è calcolata in base alle consistenze in essere dei titoli emessi.

L'accesso delle banche ai finanziamenti di mercato si è deteriorato durante la crisi: i flussi di raccolta sono diminuiti e il costo delle emissioni di titoli di debito è aumentato considerevolmente. All'epoca

della turbolenza collegata alla crisi dei mutui sub-prime negli Stati Uniti e al tracollo di Lehman Brothers i costi dei finanziamenti di mercato erano generalmente aumentati nell'area dell'euro (cfr. grafico 11).

L'incremento, più significativo nei paesi vulnerabili, era stato trainato da un ristretto numero di grandi banche particolarmente colpite dal fallimento di Lehman Brothers. Allo scoppio della crisi del debito sovrano nel 2010 il livello e la dispersione dei costi dei finanziamenti di mercato sono cresciuti nei paesi vulnerabili, mentre le banche nei paesi meno vulnerabili sono risultate maggiormente schermate dalle turbolenze. A metà del 2011, con l'intensificarsi della crisi del debito sovrano, i costi della provvista di mercato per le banche nei paesi

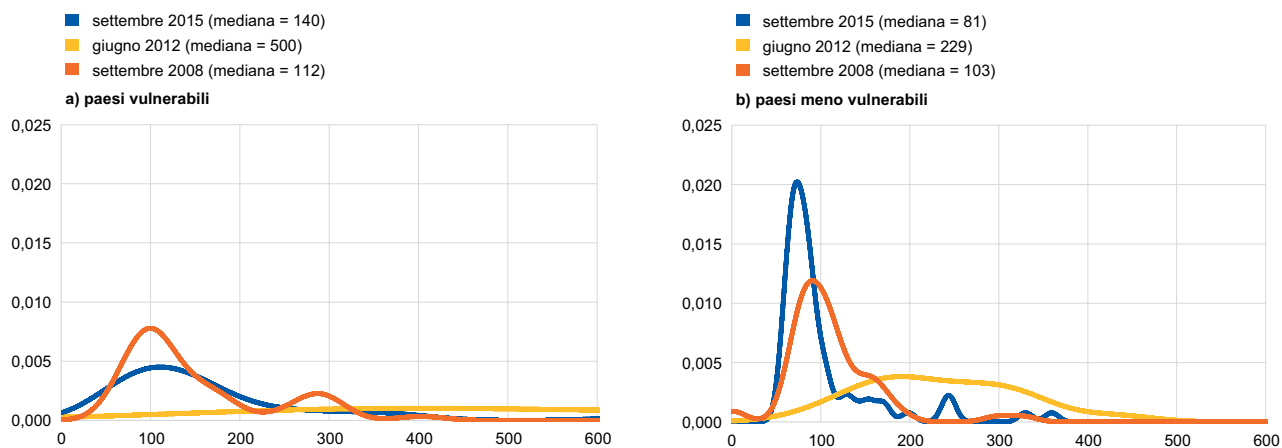
³⁵ Cfr. il riquadro "The impact of the financial crisis on banks' deposit margins", *Financial Stability Review*, BCE, giugno 2011.

sia vulnerabili sia meno vulnerabili risultavano cresciuti, ma si era ampliato anche il divario fra loro³⁶. Sebbene l'introduzione delle ORLT con scadenza a tre anni alla fine del 2011 e agli inizi del 2012 abbia fornito un efficace argine per evitare un processo forzato di riduzione della leva finanziaria delle banche e abbia contribuito a moderare i costi di finanziamento sul mercato, questi ultimi sono rimasti complessivamente sostenuti sino all'annuncio delle ODM a metà 2012. Da allora, i rendimenti obbligazionari sono calati nei paesi sia vulnerabili sia meno vulnerabili. I costi della provvista di mercato sono diminuiti ulteriormente per gran parte delle banche dell'area dell'euro a seguito dell'APP ampliato, quantomeno fino alla correzione nei mercati finanziari osservata nell'aprile 2015. Gli andamenti dei differenziali relativi ai credit default swap (CDS), che non tengono conto delle differenze di tipo e scadenza dei titoli di debito emessi dalle banche, erano sostanzialmente in linea con i rendimenti delle obbligazioni bancarie. Le distribuzioni dei differenziali sui CDS a cinque anni mostrano che la crisi del debito sovrano ha provocato un aumento significativo della dispersione del rischio di credito percepito delle banche, soprattutto nei paesi vulnerabili (cfr. grafico 12). Le azioni di politica monetaria intraprese dalla BCE dalla seconda metà del 2012 e il rafforzamento del quadro europeo di vigilanza, regolamentazione e risoluzione hanno portato a un calo delle tensioni nei mercati finanziari e a una riduzione nella dispersione della rischiosità percepita delle banche dell'area dell'euro, nonché nei loro costi della provvista all'ingrosso. Ciò nonostante, le rinnovate tensioni in Grecia hanno indotto un aumento dei differenziali CDS di alcune banche dagli inizi del 2015.

Grafico 12

Distribuzione dei differenziali sui CDS bancari a cinque anni

(punti base)



Fonti: Datastream e BCE.

Nota: la figura mostra l'approssimazione della densità della distribuzione dei differenziali sui CDS a cinque anni ottenuta utilizzando un campione di IFM nei paesi vulnerabili e meno vulnerabili.

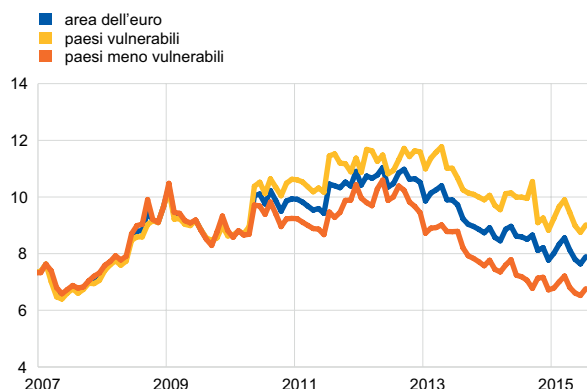
Il costo del capitale azionario per le banche dell'area dell'euro è aumentato velocemente durante la crisi finanziaria (cfr. grafico 13). Tale incremento è stato innescato dalla crisi dei mutui sub-prime negli Stati Uniti. Dopo lo scoppio della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro nel 2010 il rendimento atteso corrisposto dalle

³⁶ Cfr. Babihuga, R. e Spaltro, M., "Bank Funding Costs for International Banks", *IMF Working Papers*, n. 14/71, aprile 2014.

Grafico 13

Costo del capitale azionario per le banche dell'area dell'euro

(valori percentuali annui)



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

banche nei paesi vulnerabili e quello delle banche nei paesi meno vulnerabili hanno cominciato a divergere. Fino all'estate del 2007 le banche dell'area dell'euro erano state in grado di raccogliere capitale a un tasso di remunerazione atteso del 7 per cento circa. Fra l'inizio della crisi dei mutui subprime statunitense e il tracollo di Lehman Brothers il costo del capitale di rischio è cresciuto a quasi il 10 per cento. Ha poi continuato ad aumentare sino alla seconda metà del 2012, quando ha raggiunto un livello ben superiore al 10 per cento. L'introduzione delle ORLT a tre anni e l'annuncio delle ODM hanno finito per attutire l'avversione al rischio nei mercati finanziari. Al tempo stesso, i tassi privi di rischio sono diminuiti e le banche hanno intrapreso un processo di progressiva riduzione della leva finanziaria che ha condotto a una diminuzione dei loro rischi di mercato. Di conseguenza, benché il premio azionario continui a superare di alcuni punti percentuali quello di

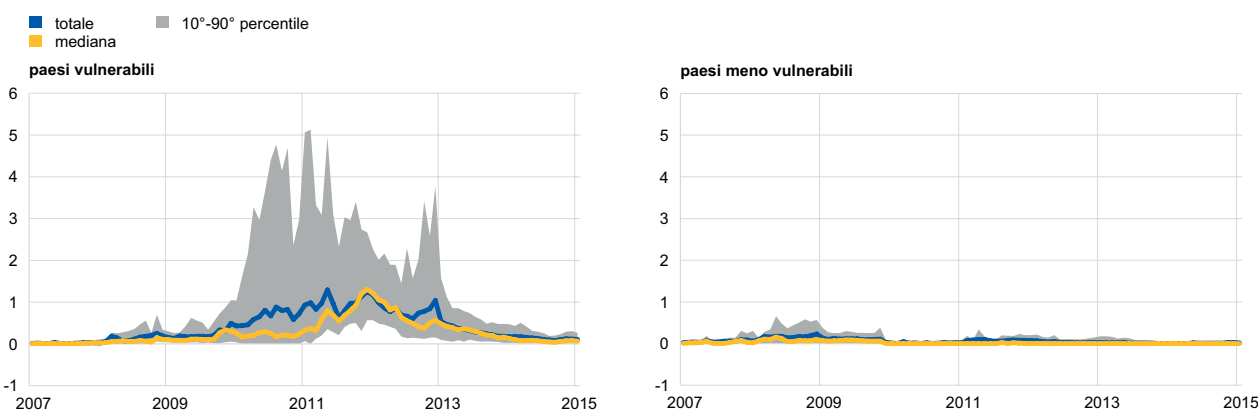
prima della crisi, i minori tassi privi di rischio e i rischi di bilancio più contenuti hanno riportato il costo del capitale bancario su livelli prossimi a quelli prevalenti prima della crisi (cfr. il riquadro 1 per maggiori dettagli sulla stima del costo del capitale). Il divario fra i costi del capitale azionario per le banche nei paesi vulnerabili e meno vulnerabili, tuttavia, non è rientrato, e si colloca approssimativamente su 2 punti percentuali.

Nel complesso, il sostegno fornito dall'Eurosistema è stato importante per attenuare, durante la crisi, le distorsioni collegate alle disfunzioni nei mercati della provvista, fornendo abbondante liquidità a tassi di interesse bassi e mitigando per quanto possibile la contrazione prociclica del credito al settore privato non finanziario. Il grafico 14 fornisce una semplice illustrazione dell'impatto diretto della liquidità dell'Eurosistema sui costi della provvista bancaria. Sullo sfondo delle indicazioni prospettiche della BCE sull'andamento

Grafico 14

Interazione fra la liquidità dell'Eurosistema e il costo medio di finanziamento mediante debito per le banche

(valori percentuali annui)



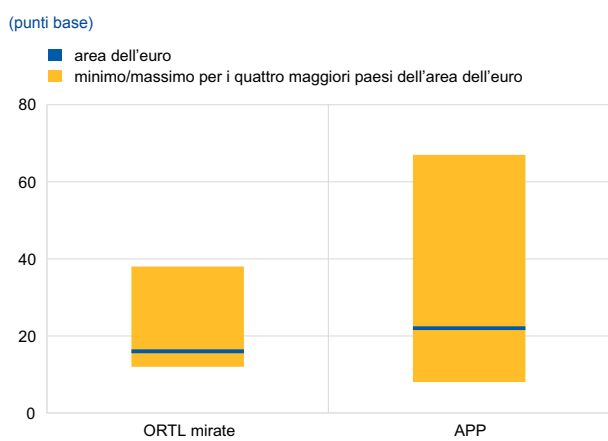
Fonti: iBoxx, BCE ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'area ombreggiata mostra la distribuzione fra il 10° e il 90° percentile. L'indicatore è calcolato attribuendo il costo dei titoli di debito alla quota della liquidità dell'Eurosistema nelle strutture della provvista delle banche. Su questa base, si ricava una media ponderata del costo ipotetico che viene messo a confronto con quello effettivo osservato. Le componenti del finanziamento tramite debito considerate sono i depositi del settore privato non finanziario, i titoli di debito e la liquidità dell'Eurosistema.

futuro dei tassi e grazie alla politica di piena aggiudicazione degli importi a tasso fisso, le banche sono state in grado di utilizzare la liquidità fornita dalla banca centrale per rifinanziarsi, quale alternativa al ricorso all'indebitamento nei mercati all'ingrosso in un contesto di condizioni di mercato avverse. Questo effetto può essere quantificato ipotizzando che in assenza della liquidità dell'Eurosistema le banche avrebbero dovuto emettere titoli di debito al costo implicito nel mercato secondario, facendo così aumentare il costo medio ponderato del finanziamento mediante debito. Tale misura evidenzia una considerevole dispersione fra banche e mostra come l'alleggerimento dei costi sia stato particolarmente consistente per le banche situate nei paesi vulnerabili. Per le banche nei paesi meno vulnerabili l'attenuazione dei costi offerta dalla liquidità dell'Eurosistema è stato minore, sebbene per un numero ristretto di banche sia cresciuto dopo il tracollo di Lehman Brothers e nuovamente, in misura più contenuta, all'apice della crisi del debito sovrano. È probabile che l'indicatore utilizzato sottostimi l'impatto effettivo della liquidità dell'Eurosistema, poiché non tiene conto dell'alleggerimento dei vincoli quantitativi né dell'effetto positivo prodotto dalle operazioni sul prezzo di altre fonti di provvista, grazie al miglioramento del clima di mercato. D'altra parte è altresì possibile che si siano venute a creare opportunità relativamente profittevoli, considerato il costo assai contenuto di accesso alla liquidità: se tale liquidità non fosse stata disponibile, le banche non avrebbero semplicemente potuto cogliere tali opportunità, e non avrebbero dovuto emettere debito.

Grafico 15

Impatto stimato delle ORLT mirate e dell'APP sui rendimenti delle obbligazioni bancarie



Fonte: elaborazioni della BCE.

Tutti e tre i principali canali di trasmissione dell'APP e delle ORLT mirate, ossia la trasmissione diretta, il ribilanciamento dei portafogli e i canali di segnalazione, producono un impatto sui costi della raccolta bancaria e, in definitiva, sul prodotto e sull'inflazione³⁷. Vi sono vari modi per stimare l'impatto diretto e indiretto dell'APP e delle ORLT mirate sulle condizioni di provvista delle banche, fra cui quello di impiegare studi di evento controllati. Studi di questo tipo indicano che gli effetti combinati delle misure non convenzionali di politica monetaria attuate a partire dal giugno 2014 hanno abbassato significativamente i rendimenti in un'ampia gamma di segmenti del mercato finanziario, con effetti generalmente maggiori all'aumentare della scadenza e della rischiosità (cfr. grafico 15)³⁸.

4 Conclusioni

Le variazioni nella composizione e nel costo della provvista e del capitale delle banche hanno implicazioni importanti per l'offerta di credito e, di

³⁷ Per una trattazione più dettagliata dei diversi canali, cfr. Borio, C. e Disyatat, P., "Unconventional monetary policies: an appraisal", *BIS Working Papers*, n. 292, novembre 2009.

³⁸ Cfr. Altavilla, C., Carboni, G. e Motto, R., "Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area", *Working Paper Series*, n. 1864, BCE, novembre 2015.

conseguenza, per il prodotto e l'inflazione. I costi della provvista delle banche sono influenzati dalla politica monetaria, ma la trasmissione di quest'ultima dipende da numerosi fattori, fra cui la solidità dei bilanci bancari e il contesto macroeconomico.

Durante la crisi le condizioni di finanziamento hanno fortemente oscillato, rispecchiando i cambiamenti nel contesto economico, le tensioni nei mercati finanziari e del debito sovrano e la conseguente risposta di politica monetaria. Le strutture della provvista bancaria si sono considerevolmente modificate, in parte di riflesso all'esigenza di accrescere il peso del capitale proprio nel mix della provvista complessiva e di ridurre il ricorso eccessivo alla raccolta all'ingrosso osservato alla vigilia della crisi. Le misure convenzionali e non convenzionali di politica monetaria della BCE hanno fornito considerevole sostegno all'economia nelle diverse fasi della crisi. Il Consiglio direttivo ha abbassato il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento e ampliato la quantità e la scadenza della liquidità fornita alle banche, il che ha contribuito a evitare un processo disordinato di riduzione della leva finanziaria e ad attenuare le tensioni nei mercati della raccolta. I progressi verso l'unione bancaria e un sistema più esaustivo di regolamentazione hanno inoltre favorito la transizione verso una struttura della provvista più sostenibile e resiliente. Più di recente, con la stabilizzazione del sistema bancario, sono state introdotte politiche volte a fronteggiare un'inflazione inferiore all'obiettivo. Il pacchetto di misure di allentamento creditizio introdotto a metà 2014 e l'APP forniscono liquidità aggiuntiva e riducono i costi della provvista, sostenendo la capacità di intermediazione delle banche e, in ultima istanza, il prodotto e l'inflazione.

Per quanto le misure di politica monetaria abbiano contribuito a ridurre l'eterogeneità delle condizioni della provvista nell'area dell'euro (in particolare per i depositi e le obbligazioni, migliorando la trasmissione della politica monetaria), permangono differenze fra paesi, ad esempio per quanto riguarda il costo del capitale azionario. Le differenze di costo del capitale di rischio fra paesi riflettono le differenze che ancora sussistono riguardo al rischio percepito, nonché quelle di fondo relative alla solidità dei bilanci e alla redditività attesa delle banche. Molti dei problemi cui devono far fronte le banche si ricollegano a fattori strutturali che esulano dalla sfera della politica monetaria e richiederebbero l'intervento del settore privato o dello Stato al fine di garantire una ripresa sostenuta.

Le attuali misure di politica monetaria e la trasformazione del contesto regolamentare continueranno a influire sulla composizione e il costo della provvista bancaria. I progressi verso un'unione bancaria e le importanti iniziative normative a livello internazionale ed europeo sono destinati a rafforzare le banche e a produrre quindi un impatto considerevole sulle loro strutture di finanziamento. Se da un lato il processo di adeguamento a questo nuovo contesto potrebbe comportare dei costi nel breve termine, dall'altro la riduzione dei rischi di nuove crisi sistemiche renderà più stabile il sistema bancario e più robusto il meccanismo di trasmissione.

Riquadro 1

Stima del costo del capitale azionario

Questo riquadro descrive il metodo usato per stimare il costo del capitale azionario (cost of equity, COE) delle banche dell'area dell'euro. Le stime si basano sull'applicazione del modello capital asset pricing model (CAPM). L'approccio utilizzato può essere applicato a un portafoglio formato dalle maggiori banche quotate dell'area dell'euro.

Il COE è il tasso di rendimento atteso che gli azionisti contano di percepire (in situazione di equilibrio) a fronte della partecipazione al capitale di una banca o di un portafoglio di banche. Il valore di un investimento dovrebbe corrispondere alla somma attesa di tutti i suoi flussi di cassa futuri, scontati a un tasso che compensa per il rischio dell'investimento; questo tasso di sconto è il COE dell'investimento³⁹. Non essendo osservabile, il COE deve essere desunto dai prezzi e dai flussi di cassa attesi utilizzando un modello teorico.

Esistono due metodi per stimare il COE delle banche: un metodo diretto e uno indiretto⁴⁰. Per calcolare il COE le stime dirette invertono la formula dei flussi di cassa scontati, dati il prezzo di mercato del capitale azionario e le aspettative di mercato (tratte dalle indagini) sui flussi di cassa futuri delle banche. Poiché il prezzo di mercato deve (in situazione di equilibrio) coincidere con la somma scontata di tutti i flussi di cassa futuri attesi, la formula di valutazione può essere risolta per il tasso di sconto che fornisce il prezzo del capitale delle banche. Questo approccio è anche detto metodo del premio azionario implicito. Le stime indirette, invece, desumono inizialmente un COE implicito per l'intero mercato azionario e in seguito lo proiettano sul COE delle banche utilizzando un modello economico. Come nel caso delle stime dirette, la prima fase prevede l'impiego del metodo del premio azionario implicito, mentre la seconda si avvale del CAPM. La differenza fra il rendimento atteso del mercato azionario e il tasso privo di rischio è noto come premio azionario di mercato, e rappresenta una misura del prezzo di mercato del rischio utilizzata per determinare il prezzo di tutte le attività nell'ambito del CAPM.

La metodologia impiegata in questo riquadro si avvale del metodo indiretto e si basa su due elementi: la stima del premio azionario di mercato e la sua proiezione sul COE delle banche ottenuta mediante il CAPM. Il CAPM è un modello di equilibrio generale che impone vincoli restrittivi alla sezione trasversale (cross-section) dei rendimenti attesi. Esso prevede che il sovrarendimento atteso sull'attività i rispetto al tasso privo di rischio ($E[R_i] - R_{rf}$) sia lineare in β_i per qualunque i :

$$(E[R_i] - R_{rf}) = \beta_i(E[R_m] - R_{rf})$$

³⁹ Più in generale, il COE può essere calcolato per un progetto singolo o per un portafoglio: una società (portafoglio di progetti), un settore (portafoglio di società) o l'intero mercato azionario (portafoglio di tutte le società).

⁴⁰ Questo riquadro non considera esplicitamente le indagini in cui gli operatori del settore finanziario segnalano unicamente le loro stime del COE e/o le medie storiche dei sovrarendimenti realizzati quali proxy del COE. I dati del primo tipo non vengono considerati poiché sono numeri grezzi che non si prestano a interpretazione economica, mentre quelli del secondo tipo non vengono considerati perché ricavati da un modello semplicistico.

dove $(E[R_m] - R_{rf})$ è il premio azionario (il prezzo di mercato del rischio) e $\beta_i = [\text{cov}(R_i, R_m) / \text{var}(R_m)]$ misura il contributo dell'attività i al rischio del portafoglio di mercato (quantità di rischio). Dato il prezzo di mercato del rischio, la quantità di rischio β_i è sufficiente per determinare il prezzo dell'attività i .

Il portafoglio di mercato di riferimento in questo caso è il mercato azionario dell'area dell'euro. Esso è approssimato dal portafoglio Euro Stoxx, un sottoinsieme ampio ma liquido del portafoglio Stoxx Europe 600. I rendimenti dei 33 titoli bancari dell'Euro Stoxx sono aggregati utilizzando come pesi le capitalizzazioni di mercato giornaliere. Tali titoli rappresentano approssimativamente l'85 per cento delle attività totali e della capitalizzazione totale di mercato di tutte le banche quotate dell'area dell'euro⁴¹.

La quantità di rischio relativa alle azioni bancarie (ossia il beta delle banche) è stimata mediante tecniche di regressione lineare standard⁴². Viene effettuata una regressione dei rendimenti di ciascun portafoglio sui rendimenti dell'indice di mercato. L'indice di mercato di riferimento per tutti i titoli è l'indice Euro Stoxx, poiché l'area dell'euro costituisce un mercato finanziario ben integrato, caratterizzato da bassi costi di transazione transfrontalieri e una moneta unica. Al fine di documentare l'evoluzione del COE settoriale nel tempo, l'analisi si concentra sulle stime a pronti del beta, ottenute mediante regressioni mobili dei dati giornalieri su finestre temporali brevi (di un anno)⁴³. Il beta delle banche dell'area dell'euro era relativamente stabile (fra 1,0 e 1,2) durante la prima metà del 2007. A seguito dello scoppio della crisi finanziaria, è andato costantemente crescendo fino a raggiungere un picco di 1,7 nella seconda metà del 2012, dopodiché ha segnato una netta flessione, tornando ai livelli pre-crisi.

Il premio azionario è stimato utilizzando il prezzo di mercato del capitale azionario e le attese degli analisti in merito ai dividendi futuri. I premi impliciti sono misure prospettiche calcolate impiegando una variante del modello dei flussi di cassa scontati (discounted cash flow model, DCFM). Ipotizzando che il rapporto fra dividendi distribuiti e utili (payout ratio) rimanga costante, e che quindi gli utili e i dividendi presentino lo stesso tasso di crescita, il DCFM si riduce al modello di sconto dei dividendi (dividend discount model, DDM). Nella sua forma più semplice, il DDM postula che il valore di un'azione sia determinato dal flusso di dividendi che essa frutta agli investitori, scontato a un tasso che incorpora un premio a termine e un premio per il rischio azionario⁴⁴. La versione di base, a crescita costante, del DDM può essere rappresentata come segue:

$$P_t = E_t \sum_{k=0}^{\infty} \frac{D_{t+k}}{\rho_{t+k}}$$

⁴¹ In ragione della qualità e della disponibilità dei dati, i paesi definiti in questo articolo come vulnerabili e meno vulnerabili sono rappresentati in questo riquadro rispettivamente dai seguenti paesi: Spagna e Italia da un lato e Belgio, Germania, Francia e Austria dall'altro lato.

⁴² Come in Fama, E.F. e MacBeth, J.D., "Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests", *Journal of Political Economy*, vol. 81, n. 3, 1973, pagg. 607-636.

⁴³ Ai fini della robustezza, le stime sono messe a confronto con quelle ricavate da finestre mobili di cinque anni di dati mensili. La differenza risultante non è statisticamente significativa, eccetto per il periodo recente. Lo scostamento fra le due misure in tale periodo è indicativo del processo di riduzione della leva finanziaria in corso presso le banche europee.

⁴⁴ Cfr. Gordon, M. J., "Dividends, Earnings, and Stock Prices", *Review of Economics and Statistics*, vol. 41, n. 2, 1959, pagg. 99-105.

dove D_{t+k} è il livello dei dividendi nel periodo $t+k$ e ρ_{t+k} è il tasso di sconto da t a $t+k$, definito come somma del tasso privo di rischio e del premio azionario:

$$\rho_{t+k} = 1 + R_{t+k}^{rf} + EP_t$$

Ipotizzando che i dividendi crescano al tasso costante g , dalle due equazioni discende che:

$$EP_t = \frac{D_t}{P_t}(1+g) - (R_t^{rf} - g)$$

Il premio azionario è stimato mediante una variante del DMM, nota come modello H⁴⁵.

Tale modello postula che i dividendi crescano al tasso anomalo g_a per (una media di) H anni ed evidenzino una decelerazione/accelerazione graduale verso il tasso di crescita normale g_{ss} nel lungo periodo. Il modello prevede che il tasso di crescita atteso cali in maniera lineare da un livello iniziale di g_a verso il tasso (costante) di lungo periodo g_{ss} :

$$EP_t = \frac{D_t}{P_t} (1 + g_a) + H * (g_a - g_{ss}) - (R_t^{rf} - g_{ss})$$

Il tasso di crescita atteso di lungo periodo g_{ss} , è ricavato dall'indagine previsionale di Consensus Economics come previsione di crescita del PIL reale a lungo termine (oltre l'orizzonte di cinque anni). I tassi di interesse reali di lungo periodo sono i rendimenti a scadenza delle obbligazioni sovrane indicizzate all'inflazione a dieci anni. Le previsioni relative ai rendimenti dei dividendi D_t/P_t e al tasso di crescita anomalo g_a sono ricavate dal database Institutional Brokers Estimate System (I/B/E/S). Questo database calcola una media ponderata (in base alla capitalizzazione di mercato) della previsione mediana relativa al tasso di crescita annuo degli utili delle singole società considerate nell'indice Euro Stoxx nell'arco di un periodo di cinque anni.

⁴⁵ Come in Fuller, R.J. e Hsia, C.-C., "A Simplified Common Stock Valuation Model", *Financial Analysts Journal*, vol. 40, n. 5, 1984, pagg. 49-56.

Statistiche

Indice

1 Contesto esterno	S2
2 Andamenti finanziari	S3
3 Attività economica	S8
4 Prezzi e costi	S14
5 Moneta e credito	S18
6 Andamenti della finanza pubblica	S23

Ulteriori informazioni

È possibile consultare e scaricare le statistiche della BCE dallo Statistical Data Warehouse (SDW):	http://sdw.ecb.europa.eu/
I dati contenuti nella sezione statistica del Bollettino economico sono disponibili nell'SDW:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813
Un Bollettino statistico completo può essere consultato nell'SDW:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045
Le definizioni metodologiche sono consultabili nelle Note generali del Bollettino statistico:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports .
Informazioni di dettaglio sui calcoli si trovano nelle Note tecniche del Bollettino statistico:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022
La spiegazione dei termini e delle abbreviazioni è riportata nel glossario statistico della BCE:	http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Segni convenzionali nelle tavole

-	dati inesistenti / non applicabili
.	dati non ancora disponibili
...	zero o valore trascurabile
(p)	dati provvisori
dest.	dati destagionalizzati
non dest.	dati non destagionalizzati

1 Contesto esterno

1.1 Principali partner commerciali, PIL e CPI

	PIL ¹⁾ (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Memo item: area dell'euro	Paesi OCSE		Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro ²⁾ (IAPC)
							Totale	al netto di beni alimentari ed energetici					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	3,1	1,5	2,2	1,4	7,7	-0,3	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	3,3	2,4	2,9	-0,1	7,4	0,9	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	.	.	.	.	.	.	.	.	0,1	0,0	.	1,4	0,0
2015 1° trim.	0,8	0,2	0,4	1,1	1,3	0,5	0,6	1,7	-0,1	0,1	2,3	1,2	-0,3
2° trim.	0,7	1,0	0,5	-0,1	1,8	0,4	0,5	1,6	0,0	0,0	0,5	1,4	0,2
3° trim.	0,7	0,5	0,4	0,3	1,8	0,3	0,5	1,7	0,1	0,0	0,2	1,7	0,1
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,5	0,1	.	1,5	0,2
2015 lug.	-	-	-	-	-	-	0,6	1,7	0,2	0,1	0,3	1,6	0,2
ago.	-	-	-	-	-	-	0,6	1,7	0,2	0,0	0,2	2,0	0,1
set.	-	-	-	-	-	-	0,4	1,8	0,0	-0,1	0,0	1,6	-0,1
ott.	-	-	-	-	-	-	0,6	1,8	0,2	-0,1	0,3	1,3	0,1
nov.	-	-	-	-	-	-	0,7	1,8	0,5	0,1	0,3	1,5	0,1
dic.	-	-	-	-	-	-	.	.	0,7	0,2	.	1,6	0,2

Font: Eurostat (col. 3, 6, 10, 13); BRI (col. 2, 4, 9, 11, 12); OCSE (col. 1,5,7,8).

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

1.2 Principali partner commerciali, Purchasing Managers' Index e commercio mondiale

	Purchasing Managers' Surveys (indici di diffusione; dest.)									Importazioni di beni ¹⁾		
	Purchasing Managers' Index composito						Purchasing Managers' Index mondiale ²⁾			Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale ²⁾	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Memo item: area dell'euro	Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	53,3	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,3	52,7	50,7	3,1	-0,1	5,4
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,4	54,1	51,5	3,2	3,6	2,8
2015	53,3	55,8	56,3	51,4	50,4	53,8	52,0	53,9	50,4	.	.	.
2015 1° trim.	53,9	56,9	57,3	50,4	51,5	53,3	52,8	54,3	50,3	-2,0	1,4	-4,4
2° trim.	53,4	55,9	57,2	51,3	51,1	53,9	50,9	54,2	49,3	-1,0	-0,7	-1,2
3° trim.	53,1	55,4	55,1	51,9	49,0	53,9	50,3	54,0	48,7	2,6	1,2	3,6
4° trim.	52,8	55,0	55,5	52,3	49,9	54,1	51,1	53,3	50,1	.	.	.
2015 lug.	53,4	55,7	56,7	51,5	50,2	53,9	50,9	54,2	49,1	0,2	-1,2	1,2
ago.	53,5	55,7	55,2	52,9	48,8	54,3	50,0	54,6	48,8	2,6	0,0	4,6
set.	52,4	55,0	53,3	51,2	48,0	53,6	50,1	53,2	48,1	2,6	1,2	3,6
ott.	52,8	55,0	55,4	52,3	49,9	53,9	51,1	53,3	50,5	1,9	2,1	1,8
nov.	53,3	56,1	55,7	52,3	50,5	54,2	51,6	53,8	50,2	.	.	.
dic.	52,4	54,0	55,3	52,2	49,4	54,3	50,7	52,9	49,6	.	.	.

Fonti: Eurostat; Markit (col. 1-9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis ed elaborazioni della BCE (col. 10-12).

1) Le economie mondiali e avanzate escludono l'area dell'euro. I dati annuali e trimestrali sono percentuali sul periodo corrispondente; i dati mensili variazioni sui tre mesi precedenti. Tutti i dati sono destagionalizzati.

2) Esclusa l'area dell'euro.

2 Andamenti finanziari

2.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (EONIA)	Depositi a 1 mese (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (EURIBOR)	Depositi a 6 mesi (EURIBOR)	Depositi a 12 mesi (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,31	0,09
2015 giu.	-0,12	-0,06	-0,01	0,05	0,16	0,28	0,10
lug.	-0,12	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,29	0,10
ago.	-0,12	-0,09	-0,03	0,04	0,16	0,32	0,09
set.	-0,14	-0,11	-0,04	0,04	0,15	0,33	0,08
ott.	-0,14	-0,12	-0,05	0,02	0,13	0,32	0,08
nov.	-0,13	-0,14	-0,09	-0,02	0,08	0,37	0,08
dic.	-0,20	-0,19	-0,13	-0,04	0,06	0,53	0,08

Fonte: BCE.

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

2.2 Curve dei rendimenti

(fine periodo; tassi in valori percentuali su base annua; spread in punti percentuali)

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro ^{1), 2)}					Area dell'euro ^{1), 2)}	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro ^{1), 2)}			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2015 giu.	-0,27	-0,26	-0,23	0,19	0,95	1,21	2,09	1,52	-0,25	-0,10	1,08	2,09
lug.	-0,27	-0,29	-0,26	0,08	0,73	1,02	1,87	1,35	-0,29	-0,13	0,76	1,84
ago.	-0,25	-0,27	-0,22	0,14	0,82	1,09	1,84	1,46	-0,25	-0,07	0,86	1,97
set.	-0,36	-0,27	-0,24	0,04	0,70	0,97	1,73	1,24	-0,22	-0,17	0,73	1,76
ott.	-0,35	-0,33	-0,31	-0,03	0,63	0,96	1,82	1,40	-0,32	-0,25	0,66	1,69
nov.	-0,41	-0,40	-0,40	-0,13	0,58	0,98	1,73	1,34	-0,41	-0,36	0,58	1,77
dic.	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98

Fonte: BCE.

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

2) Elaborazioni della BCE basate su dati forniti da EuroMTS e i rating da Fitch Ratings.

2.3 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice in punti percentuali; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones EURO STOXX												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	Petroliero 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	
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
2014	318,7	3.145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1.931,4	15.460,4
2015	356,2	3.444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2.061,1	19.203,8
2015 giu.	364,0	3.521,8	743,2	265,5	647,4	310,3	194,5	504,7	385,0	283,0	380,7	820,4	2.099,3	20.403,8
lug.	366,3	3.545,1	744,0	266,0	645,2	302,1	198,0	505,5	378,1	281,3	395,1	864,8	2.094,1	20.372,6
ago.	356,7	3.444,4	711,9	261,9	615,0	287,7	193,9	504,6	359,9	274,9	390,0	856,9	2.039,9	19.919,1
set.	330,9	3.165,5	649,6	250,9	566,4	267,2	178,5	469,7	339,5	250,8	362,6	817,4	1.944,4	17.944,2
ott.	342,2	3.275,5	658,6	261,3	598,9	290,0	183,4	478,7	360,4	263,5	362,3	823,9	2.024,8	18.374,1
nov.	358,2	3.439,6	703,0	269,0	640,1	297,3	187,0	507,4	394,1	270,3	385,3	850,1	2.080,6	19.581,8
dic.	346,0	3.288,6	652,5	262,8	630,2	278,1	180,2	494,9	391,7	263,6	363,3	811,0	2.054,1	19.202,6

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

2.4 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti alle famiglie (nuove operazioni) ^{1), 2)}

(valori percentuali su base annua; medie nel periodo, salvo diversa indicazione)

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese indiv. duali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore compo. sito del finanzia. mento			
	A vista	Rimbor. sabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TVPA ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso			TVPA ³⁾	Indicatore compo. sito del finanzia. mento					
			fino a 1 anno	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno			tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 e 5 anni	oltre 5 e 10 anni	oltre 10 anni
2014 dic.	0,20	0,89	0,96	1,56	7,14	17,10	5,07	6,21	6,53	2,74	2,40	2,51	2,50	2,67	2,75	2,48		
2015 gen.	0,19	0,86	1,01	1,95	7,18	17,12	5,24	6,42	6,73	2,75	2,31	2,55	2,45	2,43	2,69	2,40		
feb.	0,18	0,85	0,97	1,53	7,13	17,05	5,18	6,47	6,82	2,79	2,09	2,51	2,35	2,48	2,58	2,37		
mar.	0,17	0,83	0,89	1,24	7,13	17,05	5,16	6,17	6,50	2,72	2,10	2,45	2,24	2,39	2,53	2,29		
apr.	0,16	0,79	0,87	1,19	7,03	17,01	4,89	6,13	6,42	2,66	2,01	2,38	2,17	2,36	2,49	2,23		
mag.	0,16	0,82	0,84	1,13	6,98	17,08	5,04	6,29	6,60	2,67	2,05	2,33	2,10	2,30	2,45	2,17		
giu.	0,15	0,78	0,77	1,11	6,97	17,02	4,88	6,15	6,47	2,59	2,02	2,25	2,12	2,32	2,48	2,18		
lug.	0,15	0,74	0,67	1,14	6,83	17,08	5,10	6,20	6,53	2,61	2,05	2,25	2,21	2,36	2,56	2,22		
ago.	0,14	0,67	0,67	1,00	6,83	17,03	5,30	6,28	6,62	2,60	2,12	2,35	2,30	2,33	2,60	2,26		
set.	0,14	0,67	0,67	1,08	6,85	17,06	5,21	6,18	6,55	2,68	2,07	2,36	2,29	2,39	2,61	2,25		
ott.	0,14	0,66	0,65	0,99	6,71	16,98	5,22	6,03	6,43	2,64	2,06	2,32	2,30	2,41	2,58	2,26		
nov. ^(p)	0,14	0,65	0,64	0,94	6,68	16,91	5,27	6,22	6,60	2,68	2,05	2,32	2,32	2,45	2,62	2,27		

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.

2) Include istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

2.5 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti a e sui depositi da società non finanziarie (nuove operazioni) ^{1), 2)}

(valori percentuali su base annua; medie nel periodo, salvo diversa indicazione)

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore compo. sito del costo del finanzia. mento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
2014 dic.	0,23	0,43	1,25	3,49	3,68	3,75	3,24	2,34	2,77	2,50	1,73	2,16	2,13	2,44
2015 gen.	0,22	0,44	1,19	3,49	3,78	3,85	2,99	2,31	2,82	2,05	1,66	2,03	2,20	2,44
feb.	0,21	0,35	1,04	3,43	3,59	3,72	3,14	2,23	2,71	2,39	1,51	1,99	2,15	2,36
mar.	0,21	0,32	0,97	3,39	3,45	3,65	3,10	2,16	2,65	2,32	1,61	2,11	2,00	2,35
apr.	0,19	0,30	0,89	3,34	3,46	3,58	2,97	2,18	2,60	2,26	1,61	1,93	2,03	2,32
mag.	0,18	0,30	0,91	3,28	3,37	3,51	2,97	2,15	2,46	2,23	1,56	1,85	2,04	2,26
giu.	0,18	0,31	1,09	3,25	3,19	3,48	2,87	2,09	2,33	2,23	1,59	1,91	2,04	2,24
lug.	0,17	0,32	0,86	3,19	3,27	3,60	2,87	2,07	2,36	2,20	1,50	1,73	2,05	2,17
ago.	0,17	0,24	0,92	3,16	3,24	3,57	2,91	2,07	2,32	2,22	1,39	1,53	2,03	2,13
set.	0,17	0,26	0,98	3,20	3,23	3,52	2,89	2,03	2,25	2,21	1,49	1,87	2,18	2,20
ott.	0,16	0,26	0,80	3,09	3,18	3,42	2,89	2,04	2,27	2,20	1,43	1,69	2,03	2,14
nov. ^(p)	0,16	0,23	0,84	3,05	3,13	3,39	2,88	2,02	2,16	2,20	1,43	1,62	1,98	2,12

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.

2) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie.

2 Andamenti finanziari

2.6 Titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro, per settore dell'emittente e scadenza all'emissione (miliardi di euro; transazioni durante il mese e consistenze a fine periodo; valori nominali)

	Consistenze							Emissioni lorde ¹⁾						
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche			
			Società finanziarie		Società non finanziarie	Ammini. strazione centrale			Altre ammini. strazioni pubbliche	Società finanziarie		Società non finanziarie	Ammini. strazione centrale	Altre ammini. strazioni pubbliche
			diverse dalle IFM	SVF						diverse dalle IFM	SVF			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A breve termine														
2012	1.432	587	146	.	75	558	66	703	491	37	.	52	103	21
2013	1.253	483	122	.	67	529	53	508	314	30	.	44	99	21
2014	1.320	544	129	.	59	538	50	409	219	33	.	39	93	25
2015 giu.	1.336	559	130	.	75	517	56	296	123	30	.	34	77	32
lug.	1.339	558	126	.	81	520	54	339	143	34	.	39	91	31
ago.	1.340	558	130	.	79	515	59	290	132	28	.	22	79	29
set.	1.324	545	125	.	75	520	59	343	162	30	.	29	93	30
ott.	1.337	552	143	.	74	509	60	362	172	31	.	32	86	42
nov.	1.351	559	144	.	73	509	66	311	140	39	.	30	75	26
A lungo termine														
2012	15.205	4.814	3.166	.	842	5.758	624	255	98	45	.	16	84	12
2013	15.108	4.405	3.086	.	921	6.069	627	222	70	39	.	16	89	9
2014	15.126	4.048	3.158	.	993	6.285	643	221	66	44	.	16	85	10
2015 giu.	15.341	3.937	3.258	.	1.027	6.484	634	208	69	34	.	13	87	5
lug.	15.301	3.915	3.278	.	1.034	6.437	636	224	79	42	.	10	83	10
ago.	15.243	3.892	3.236	.	1.033	6.444	637	112	42	19	.	4	44	4
set.	15.263	3.864	3.244	.	1.040	6.482	633	255	63	80	.	14	93	4
ott.	15.349	3.859	3.312	.	1.047	6.495	636	234	80	43	.	12	89	10
nov.	15.411	3.870	3.311	.	1.062	6.524	644	201	70	38	.	15	67	11

Fonte: BCE.

1) A fini comparativi, i dati annuali si riferiscono alle cifre medie mensili nell'anno.

2.7 Tassi di crescita e consistenze di titoli di debito e azioni quotate

(miliardi di euro; variazioni percentuali)

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazione centrale		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	
			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Ammini. strazione centrale					Altre ammini. strazioni pubbliche
			IFM	SVF							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Consistenze											
2012	16.636,6	5.400,9	3.312,0	.	917,3	6.316,2	690,3	4.598,5	404,7	616,0	3.577,9
2013	16.361,5	4.887,6	3.208,5	.	987,9	6.597,8	679,6	5.649,0	569,1	748,7	4.331,3
2014	16.446,2	4.591,6	3.287,1	.	1.051,6	6.822,9	692,9	5.958,0	591,1	786,6	4.580,3
2015 giu.	16.676,6	4.496,0	3.387,7	.	1.101,9	7.000,6	690,5	6.843,6	664,3	881,3	5.298,0
lug.	16.639,2	4.472,9	3.404,1	.	1.115,3	6.956,9	690,0	7.114,5	695,0	915,6	5.503,9
ago.	16.583,4	4.450,2	3.365,3	.	1.112,2	6.959,6	696,1	6.576,7	630,6	850,7	5.095,3
set.	16.587,3	4.409,5	3.368,9	.	1.114,8	7.001,9	692,1	6.273,7	582,5	807,2	4.884,0
ott.	16.686,2	4.411,0	3.454,3	.	1.120,5	7.004,1	696,3	6.812,0	612,1	874,7	5.325,2
nov.	16.762,0	4.429,6	3.454,9	.	1.135,0	7.032,2	710,2	7.006,4	613,9	922,6	5.469,9
Tasso di crescita											
2012	1,3	-1,8	-0,3	.	14,4	2,5	6,1	0,8	4,9	2,0	0,3
2013	-1,4	-8,9	-3,4	.	8,0	4,5	-1,1	0,7	7,2	-0,4	0,2
2014	-0,7	-7,8	0,4	.	4,9	3,1	1,2	1,4	7,2	1,0	0,7
2015 giu.	-1,1	-7,7	1,3	.	4,2	1,6	-0,7	1,0	4,1	0,5	0,7
lug.	-1,2	-7,6	0,5	.	3,9	1,5	-0,5	1,0	3,3	0,3	0,9
ago.	-1,0	-7,3	0,5	.	3,9	1,8	-0,1	1,0	3,3	0,4	0,8
set.	-0,5	-7,5	2,3	.	4,1	2,4	-1,8	1,0	3,3	0,5	0,7
ott.	0,2	-6,0	3,0	.	4,1	2,4	0,2	1,0	3,3	0,9	0,8
nov.	0,2	-5,6	2,6	.	4,4	2,2	1,3	1,0	3,0	1,5	0,6

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

2.8 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	TCE-19						TCE-38	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUMP reale ²⁾	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2013	101,2	98,2	96,7	91,1	102,0	98,8	111,9	95,6
2014	101,8	97,9	96,7	91,3	102,2	100,4	114,7	96,1
2015	92,4	88,4	89,1	.	.	.	106,5	87,9
2015 1° trim.	93,0	89,1	89,4	83,9	91,3	92,2	106,4	88,3
2° trim.	91,2	87,5	88,3	82,3	90,0	90,1	104,4	86,3
3° trim.	92,7	88,7	89,6	84,0	91,6	91,4	107,6	88,7
4° trim.	92,4	88,3	89,3	.	.	.	107,7	88,4
2015 lug.	91,3	87,5	88,3	-	-	-	105,1	86,7
ago.	93,0	89,0	89,8	-	-	-	108,1	89,1
set.	93,8	89,7	90,7	-	-	-	109,6	90,3
ott.	93,6	89,5	90,4	-	-	-	109,0	89,6
nov.	91,1	87,0	88,0	-	-	-	106,0	86,9
dic.	92,5	88,3	89,4	-	-	-	108,0	88,5
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2015 dic.	1,5	1,4	1,5	-	-	-	1,9	1,9
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2015 dic.	-6,6	-6,9	-5,2	-	-	-	-4,5	-5,7

Fonte: BCE.

1) Per la definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali al Bollettino statistico.

2) Le serie deflazionate sulla base del CLUPM sono disponibili solo per il gruppo di partner commerciali del TCE-19.

2.9 Tassi di cambio bilaterali

(medie nel periodo indicato; unità di valuta nazionale per euro)

	Renminbi cinese	Kuna croata	Corona Ceca	Corona danese	Fiorino ungherese	Yen giapponese	Zloty polacco	Sterlina britannica	Leu romeno	Corona svedese	Franco svizzero	Dollaro statunitense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2015 1° trim.	7,023	7,681	27,624	7,450	308,889	134,121	4,193	0,743	4,4516	9,380	1,072	1,126
2° trim.	6,857	7,574	27,379	7,462	306,100	134,289	4,088	0,721	4,4442	9,300	1,041	1,105
3° trim.	7,008	7,578	27,075	7,462	312,095	135,863	4,188	0,717	4,4290	9,429	1,072	1,112
4° trim.	7,000	7,623	27,057	7,460	312,652	132,952	4,264	0,722	4,4573	9,302	1,085	1,095
2015 lug.	6,827	7,586	27,094	7,462	311,531	135,681	4,152	0,707	4,4391	9,386	1,049	1,100
ago.	7,063	7,558	27,041	7,463	311,614	137,124	4,195	0,714	4,4235	9,515	1,078	1,114
set.	7,146	7,589	27,089	7,461	313,145	134,851	4,218	0,731	4,4236	9,392	1,091	1,122
ott.	7,135	7,621	27,105	7,460	311,272	134,839	4,251	0,733	4,4227	9,349	1,088	1,124
nov.	6,840	7,607	27,039	7,460	312,269	131,597	4,249	0,707	4,4453	9,313	1,083	1,074
dic.	7,019	7,640	27,027	7,461	314,398	132,358	4,290	0,726	4,5033	9,245	1,083	1,088
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2015 dic.	2,6	0,4	0,0	0,0	0,7	0,6	1,0	2,7	1,3	-0,7	-0,1	1,3
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2015 dic.	-8,0	-0,4	-2,2	0,3	1,1	-10,0	1,8	-7,9	1,0	-1,7	-10,0	-11,8

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

2.10 Bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro. conto finanziario

(miliardi di euro. salvo diversa indicazione; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni nel periodo)

	Totale ¹⁾			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo estero
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)												
2014 4° trim.	19.874,6	20.995,4	-1.120,7	8.247,8	6.403,1	6.467,3	9.829,8	-43,1	4.590,4	4.762,5	612,3	12.048,4
2015 1° trim.	21.841,7	22.847,8	-1.006,0	8.952,8	6.632,8	7.225,2	11.059,5	-69,3	5.042,7	5.155,5	690,4	13.008,1
2° trim.	21.447,0	22.295,7	-848,7	8.871,7	6.704,2	7.105,7	10.628,1	-24,8	4.835,9	4.963,4	658,5	12.653,2
3° trim.	21.347,0	22.222,1	-875,1	9.177,3	7.153,7	6.781,0	10.124,9	-36,7	4.781,1	4.943,4	644,2	12.668,6
<i>consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2015 3° trim.	206,9	215,4	-8,5	88,9	69,3	65,7	98,1	-0,4	46,3	47,9	6,2	122,8
Transazioni												
2014 4° trim.	83,3	20,6	62,7	65,6	70,4	103,5	12,3	10,0	-98,8	-62,1	2,9	-
2015 1° trim.	547,1	511,7	35,5	193,7	89,2	137,1	249,9	22,6	187,9	172,5	5,8	-
2° trim.	60,9	23,0	37,9	97,0	139,7	128,2	1,5	1,3	-163,3	-118,3	-2,4	-
3° trim.	59,0	13,9	45,1	106,4	137,8	14,2	-106,9	-1,7	-62,6	-16,9	2,7	-
2015 giu.	-57,1	-116,7	59,6	36,1	57,0	34,5	-22,4	-6,4	-124,5	-151,3	3,2	-
lug.	120,0	130,9	-10,8	82,7	95,4	14,9	-63,6	9,9	19,5	99,1	-7,0	-
ago.	-18,4	-25,3	6,9	-10,0	4,3	-12,1	-34,3	-7,8	10,1	4,7	1,4	-
set.	-42,6	-91,6	49,0	33,8	38,1	11,4	-9,0	-3,8	-92,2	-120,7	8,3	-
ott.	121,1	84,7	36,4	40,5	42,6	55,8	30,3	-0,7	31,4	11,7	-6,0	-
nov.	-15,6	-52,7	37,2	-3,4	-5,2	34,8	-8,7	13,7	-63,0	-38,9	2,5	-
<i>transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2015 nov.	649,3	499,4	149,9	426,5	406,8	392,1	168,2	37,5	-210,4	-75,6	3,7	-
<i>transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2015 nov.	6,3	4,8	1,5	4,1	3,9	3,8	1,6	0,4	-2,0	-0,7	0,0	-

Fonte: BCE.

1) La posizione netta in strumenti finanziari derivati è inclusa nelle attività totali.

3 Attività economica

3.1 Pil e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Formazione lorda di capitale fisso			Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾	
	Totale costruzioni				Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2012	9.835,2	9.573,9	5.533,7	2.065,5	1.992,2	1.035,3	589,2	362,9	-17,5	261,3	4.299,2	4.037,9
2013	9.933,5	9.595,3	5.557,2	2.094,5	1.949,9	1.005,5	573,7	365,7	-6,2	338,2	4.374,5	4.036,2
2014	10.108,1	9.732,5	5.627,8	2.131,3	1.984,7	1.008,1	596,2	375,3	-11,3	375,6	4.522,5	4.146,8
2014 4° trim.	2.549,6	2.444,7	1.417,6	535,6	501,2	252,2	152,7	94,9	-9,6	104,9	1.155,0	1.050,0
2015 1° trim.	2.571,9	2.460,4	1.420,1	539,3	508,4	256,0	154,5	96,7	-7,4	111,5	1.166,9	1.055,4
2° trim.	2.591,0	2.470,6	1.432,6	542,4	509,7	253,8	155,1	99,5	-14,2	120,5	1.194,8	1.074,4
3° trim.	2.606,8	2.487,7	1.437,6	546,5	510,9	253,6	154,7	101,2	-7,4	119,0	1.192,1	1.073,1
<i>in percentuale del PIL</i>												
2014	100,0	96,3	55,7	21,1	19,7	10,0	5,9	3,7	-0,1	3,7	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2014 4° trim.	0,4	0,3	0,5	0,2	0,6	0,2	0,7	1,4	-	-	1,2	1,2
2015 1° trim.	0,5	0,7	0,5	0,5	1,5	1,3	1,9	1,4	-	-	1,3	1,9
2° trim.	0,4	0,0	0,3	0,3	0,1	-0,9	0,1	2,6	-	-	1,6	0,9
3° trim.	0,3	0,6	0,4	0,6	0,0	-0,2	-0,5	1,2	-	-	0,2	0,9
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2012	-0,9	-2,4	-1,2	-0,2	-3,3	-4,0	-4,7	2,0	-	-	2,6	-1,0
2013	-0,3	-0,7	-0,7	0,2	-2,6	-3,4	-2,2	-0,3	-	-	2,1	1,3
2014	0,9	0,9	0,8	0,9	1,3	-0,5	4,1	2,0	-	-	4,1	4,5
2014 4° trim.	0,9	1,0	1,2	1,0	0,9	-0,7	2,7	2,3	-	-	4,7	5,0
2015 1° trim.	1,3	1,3	1,6	1,3	2,0	0,1	4,8	2,6	-	-	5,2	5,8
2° trim.	1,6	1,3	1,7	1,3	2,6	0,6	4,4	5,0	-	-	5,8	5,5
3° trim.	1,6	1,7	1,7	1,6	2,2	0,5	2,2	6,8	-	-	4,4	4,9
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2014 4° trim.	0,4	0,3	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	-	-
2015 1° trim.	0,5	0,7	0,3	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,2	-	-
2° trim.	0,4	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	-0,2	0,4	-	-
3° trim.	0,3	0,6	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,3	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2012	-0,9	-2,4	-0,7	-0,1	-0,7	-1,8	-1,2	0,3	-0,9	1,5	-	-
2013	-0,3	-0,7	-0,4	0,0	-0,5	-1,4	-0,5	0,0	0,2	0,4	-	-
2014	0,9	0,9	0,4	0,2	0,3	-0,2	0,9	0,3	0,0	0,0	-	-
2014 4° trim.	0,9	0,9	0,6	0,2	0,2	-0,1	0,2	0,1	-0,1	0,0	-	-
2015 1° trim.	1,3	1,3	0,9	0,3	0,4	0,0	0,3	0,1	-0,3	0,0	-	-
2° trim.	1,6	1,2	1,0	0,3	0,5	0,1	0,3	0,2	-0,5	0,4	-	-
3° trim.	1,6	1,6	1,0	0,3	0,4	0,0	0,1	0,3	-0,1	-0,1	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

1) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono gli scambi tra i paesi dell'area dell'euro.

2) Includono le acquisizioni al netto delle cessioni di oggetti di valore.

3 Attività economica

3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	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	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2012	8.842,1	148,8	1.730,7	468,8	1.667,2	411,4	442,1	1.013,6	928,2	1.718,5	312,8	993,1
2013	8.929,0	152,3	1.736,3	457,9	1.682,1	412,5	442,2	1.032,3	945,1	1.751,3	317,0	1.004,5
2014	9.074,4	146,9	1.756,5	461,0	1.711,8	417,6	455,6	1.051,6	967,7	1.782,2	323,6	1.033,7
2014 4° trim.	2.287,0	35,5	442,8	115,6	432,7	105,4	114,6	265,1	244,9	449,0	81,4	262,6
2015 1° trim.	2.311,9	36,1	449,7	117,3	438,0	106,0	115,9	266,2	247,9	452,6	82,1	260,0
2° trim.	2.324,4	36,2	452,5	116,7	440,6	107,3	115,1	268,4	251,0	453,9	82,8	266,6
3° trim.	2.338,1	35,9	453,4	117,2	444,4	107,7	115,1	270,4	253,5	457,0	83,4	268,6
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2014	100,0	1,6	19,4	5,1	18,9	4,6	5,0	11,6	10,7	19,6	3,6	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2014 4° trim.	0,3	-1,4	0,1	0,5	0,4	0,5	0,0	0,4	0,4	0,2	0,1	1,3
2015 1° trim.	0,6	0,9	1,0	0,6	0,6	0,5	0,4	0,1	0,9	0,4	0,3	0,0
2° trim.	0,3	0,0	0,4	-0,4	0,2	0,8	0,2	0,3	0,9	0,0	0,5	1,2
3° trim.	0,3	0,7	0,0	-0,2	0,5	0,4	-0,4	0,6	0,5	0,3	0,4	0,4
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2012	-0,7	-3,4	-1,0	-5,8	-0,6	2,2	-0,7	0,2	-0,5	0,0	-0,8	-2,6
2013	-0,2	3,2	-0,6	-3,5	-0,8	2,5	-2,1	1,1	0,1	0,4	-0,5	-1,2
2014	0,9	3,2	0,5	-0,6	1,3	1,9	-0,1	1,2	1,4	0,5	0,9	1,0
2014 4° trim.	0,8	-0,2	0,2	-1,0	1,4	1,8	0,5	1,2	1,8	0,4	1,0	2,2
2015 1° trim.	1,1	0,3	1,3	-0,7	1,5	1,6	1,1	1,2	2,3	0,6	0,9	2,2
2° trim.	1,5	0,4	1,8	0,4	1,7	2,3	1,2	1,1	2,7	0,7	1,3	2,7
3° trim.	1,4	0,2	1,5	0,5	1,8	2,1	0,3	1,4	2,7	0,9	1,3	2,9
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2014 4° trim.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2015 1° trim.	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2° trim.	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
3° trim.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo precedente; punti percentuali</i>												
2012	-0,7	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-
2013	-0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2014	0,9	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
2014 4° trim.	0,8	0,0	0,0	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2015 1° trim.	1,1	0,0	0,2	0,0	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2° trim.	1,5	0,0	0,3	0,0	0,3	0,1	0,1	0,1	0,3	0,1	0,0	-
3° trim.	1,4	0,0	0,3	0,0	0,3	0,1	0,0	0,2	0,3	0,2	0,0	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

3 Attività economica

3.3 Occupazione ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Ocupati dipendenti	Ocupati 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	Amm. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2012	100,0	84,9	15,1	3,4	15,4	6,4	24,8	2,7	2,7	1,0	12,7	23,8	7,0
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,3	6,2	24,8	2,7	2,7	1,0	12,9	24,0	7,0
2014	100,0	85,1	14,9	3,4	15,2	6,0	24,8	2,7	2,7	1,0	13,0	24,1	7,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2012	-0,4	-0,5	0,0	-1,1	-0,7	-4,4	-0,6	1,1	-0,4	0,2	0,8	0,0	0,4
2013	-0,7	-0,6	-1,0	-1,6	-1,3	-4,2	-0,8	0,3	-1,0	-1,9	0,3	0,2	-0,2
2014	0,6	0,7	-0,3	0,6	-0,1	-1,8	0,7	0,8	-0,9	1,0	1,9	0,8	0,7
2014 4° trim.	0,8	1,0	-0,2	0,2	0,3	-1,4	0,9	0,6	-0,5	1,6	2,4	0,8	1,8
2015 1° trim.	0,9	1,1	-0,1	-0,3	0,3	-0,1	1,2	0,5	-0,3	1,5	2,7	0,6	0,7
2° trim.	1,0	1,1	0,2	0,3	0,2	0,9	1,0	1,0	0,4	2,5	2,8	0,6	1,0
3° trim.	1,1	1,3	-0,2	0,1	0,4	-0,3	1,2	1,5	0,0	2,4	3,0	0,8	1,0
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2012	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	7,2	25,8	2,8	2,8	1,0	12,4	21,6	6,3
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,8	2,9	2,8	1,0	12,5	21,8	6,3
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,7	6,7	25,8	2,9	2,7	1,0	12,7	21,9	6,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2012	-1,6	-1,6	-1,5	-2,3	-2,2	-6,8	-1,7	0,7	-1,0	-0,8	-0,3	-0,5	-0,8
2013	-1,4	-1,4	-1,8	-1,4	-1,5	-5,5	-1,6	-0,1	-1,6	-3,1	-0,8	-0,4	-1,4
2014	0,6	0,8	-0,4	0,1	0,4	-1,7	0,6	1,2	-1,0	0,7	2,0	1,0	0,0
2014 4° trim.	1,0	1,2	0,1	0,7	1,0	-1,1	0,8	1,4	-0,8	1,6	2,9	0,9	1,2
2015 1° trim.	0,8	1,0	-0,1	0,8	0,5	-0,3	0,7	0,6	-0,6	2,4	2,5	0,6	1,2
2° trim.	1,1	1,3	0,3	1,0	0,9	1,2	0,7	1,5	0,4	3,3	3,3	0,6	1,2
3° trim.	1,3	1,6	0,2	0,7	1,0	0,4	1,0	2,6	-0,2	3,7	3,7	0,9	1,2
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2012	-1,2	-1,1	-1,6	-1,2	-1,5	-2,5	-1,1	-0,4	-0,6	-1,0	-1,1	-0,5	-1,2
2013	-0,8	-0,7	-0,8	0,2	-0,2	-1,4	-0,8	-0,4	-0,6	-1,3	-1,0	-0,5	-1,2
2014	0,0	0,1	-0,1	-0,5	0,5	0,1	-0,1	0,3	0,0	-0,3	0,1	0,2	-0,6
2014 4° trim.	0,1	0,1	0,4	0,5	0,7	0,4	-0,1	0,8	-0,3	0,0	0,4	0,1	-0,6
2015 1° trim.	-0,1	0,0	0,0	1,1	0,2	-0,3	-0,5	0,2	-0,3	0,9	-0,2	0,0	0,4
2° trim.	0,1	0,2	0,1	0,7	0,6	0,3	-0,3	0,5	0,0	0,8	0,4	-0,1	0,2
3° trim.	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,7	-0,1	1,0	-0,2	1,3	0,7	0,1	0,2

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

1) I dati sull'occupazione si basano sul SEC 2010.

3 Attività economica

3.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forza lavoro, in milioni ¹⁾	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti ²⁾	
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Per età				Per genere				
			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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2013			100,0			81,3		18,7		53,6		46,4		
2012	159,111	4,0	18,187	11,4	5,2	14,631	10,1	3,555	23,6	9,754	11,2	8,433	11,5	1,6
2013	159,334	4,6	19,231	12,0	5,9	15,638	10,8	3,594	24,3	10,309	11,9	8,922	12,1	1,5
2014	160,307	4,6	18,633	11,6	6,1	15,221	10,4	3,413	23,7	9,931	11,5	8,702	11,8	1,7
2014 4° trim.	160,956	4,6	18,428	11,5	6,1	15,115	10,3	3,313	23,2	9,799	11,3	8,628	11,6	1,8
2015 1° trim.	160,089	4,7	17,962	11,2	5,9	14,733	10,1	3,230	22,7	9,524	11,0	8,439	11,4	1,7
2° trim.	160,461	4,6	17,717	11,0	5,7	14,524	9,9	3,193	22,6	9,417	10,9	8,300	11,2	1,7
3° trim.	160,554	4,4	17,263	10,8	5,3	14,121	9,6	3,143	22,4	9,170	10,6	8,093	10,9	1,6
2015 giu.	-	-	17,667	11,0	-	14,473	9,9	3,194	22,6	9,386	10,9	8,281	11,2	-
lug.	-	-	17,370	10,8	-	14,250	9,7	3,120	22,3	9,232	10,7	8,138	11,0	-
ago.	-	-	17,290	10,8	-	14,136	9,6	3,154	22,5	9,173	10,6	8,116	11,0	-
set.	-	-	17,130	10,7	-	13,976	9,5	3,154	22,4	9,104	10,5	8,026	10,8	-
ott.	-	-	17,054	10,6	-	13,870	9,5	3,184	22,6	9,109	10,5	7,945	10,7	-
nov.	-	-	16,924	10,5	-	13,757	9,4	3,167	22,5	9,041	10,4	7,883	10,6	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni BCE.

1) Non destagionalizzati.

2) Il tasso di posti vacanti è pari al numero di posti vacanti diviso per la somma del numero di posti occupati e del numero dei posti vacanti, espresso in percentuale.

3.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Indicatore BCE riferito ai nuovi ordinativi industriali	Vendite al dettaglio				Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)	Raggruppamenti principali di industrie							Totale	Alimentari, bevande, tabacco	Non alimentari	Carburante	
		Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
Variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2013	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,8	-2,3	-0,1	-0,8	-0,9	-0,6	-0,9	-4,4
2014	0,8	1,7	1,2	1,8	2,6	-5,5	1,7	3,3	1,2	0,3	2,2	0,0	3,8
2015													8,9
2015 1° trim.	1,6	1,1	-0,1	1,1	2,4	4,6	-1,6	1,1	2,3	1,1	3,4	2,3	9,0
2° trim.	1,3	1,7	0,9	2,7	0,9	-1,1	-0,6	5,5	2,5	1,3	3,5	2,7	6,9
3° trim.	1,7	2,0	0,8	2,5	2,6	-0,1	-0,5	2,1	3,1	2,2	3,8	3,2	9,4
4° trim.													10,4
2015 lug.	1,8	1,6	0,0	1,8	3,0	3,8	-0,3	3,2	3,5	2,3	4,2	3,2	9,9
ago.	2,1	2,8	1,1	4,0	3,1	-2,3	-1,4	3,3	2,6	2,7	2,7	4,3	8,3
set.	1,4	1,8	1,3	1,9	1,8	-1,8	0,1	-0,1	3,2	1,6	4,7	2,2	9,8
ott.	2,0	2,2	1,4	3,4	1,1	1,0	0,8	0,6	2,4	1,1	3,3	1,8	5,8
nov.	1,1	1,6	2,1	1,2	1,2	-2,8	2,1		1,4	0,8	1,8	1,8	10,9
dic.													15,1
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2015 lug.	0,8	0,8	-0,4	1,7	1,2	2,0	0,4	-1,6	0,6	0,5	0,6	0,1	1,9
ago.	-0,5	-0,1	0,4	-0,9	0,2	-3,7	0,5	-1,7	0,1	0,6	-0,2	1,7	-0,5
set.	-0,2	-0,3	0,1	-0,2	-1,6	1,5	-0,7	-1,9	-0,1	-0,6	0,0	-0,7	0,8
ott.	0,8	0,6	0,0	1,3	0,9	1,6	0,6	1,6	-0,2	-0,5	0,0	-0,1	-1,0
nov.	-0,7	-0,4	0,7	-1,9	-0,1	-4,3	0,8		-0,3	-0,1	-0,4	-0,7	2,5
dic.													8,0

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE, statistiche sperimentali della BCE (col. 8) e Associazione europea dei costruttori di automobili (col. 13).

3 Attività economica

3.6 Indagini qualitative (dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali salvo diversa indicazione)								Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2013	100,2	-6,1	80,9	-12,7	-13,8	-8,7	6,6	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2013	93,8	-9,1	78,7	-18,5	-29,2	-12,2	-5,4	87,1	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,6	-3,9	80,4	-10,0	-27,4	-3,2	4,8	87,6	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,3	-3,1	.	-6,1	-22,9	1,5	9,1	.	52,2	53,4	54,0	53,8
2015 1° trim.	102,6	-4,0	81,1	-6,2	-24,9	-1,6	5,6	88,2	51,4	52,6	53,6	53,3
2° trim.	103,7	-3,2	81,1	-5,1	-24,9	-0,2	7,6	88,3	52,3	53,4	54,1	53,9
3° trim.	104,6	-3,0	81,3	-6,9	-23,2	2,9	10,5	88,4	52,3	53,6	54,0	53,9
4° trim.	106,3	-2,4	.	-6,4	-18,7	4,9	12,7	.	52,8	54,0	54,2	54,1
2015 lug.	104,0	-2,9	81,1	-7,0	-23,8	1,1	8,9	88,1	52,4	53,6	54,0	53,9
ago.	104,1	-3,7	.	-6,7	-22,7	3,5	10,1	.	52,3	53,9	54,4	54,3
set.	105,6	-2,3	.	-7,0	-23,2	4,2	12,4	.	52,0	53,4	53,7	53,6
ott.	106,1	-2,0	81,5	-7,5	-20,7	6,4	12,3	88,7	52,3	53,6	54,1	53,9
nov.	106,1	-3,2	.	-5,9	-17,8	5,6	12,8	.	52,8	54,0	54,2	54,2
dic.	106,8	-2,0	.	-5,7	-17,6	2,8	13,1	.	53,2	54,5	54,2	54,3

Fonti: Direzione generale degli Affari economici e finanziari della Commissione europea (col. 1-8) e Markit (col. 9-12).

3.7 Conti riepilogativi per le famiglie e le società non finanziarie (prezzi correnti, salvo diversa indicazione; dati non destagionalizzati)

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo) ¹⁾	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto ²⁾	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto ³⁾	Tasso di risparmio (netto)	Tasso di indebitamento ⁴⁾	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto)	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto netto	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	12,5	97,8	-1,8	1,7	-5,1	0,6	-3,0	31,0	1,7	134,4	1,5	-6,7	1,2
2013	12,7	96,4	-0,4	1,3	-4,1	0,4	-1,8	31,9	3,1	131,9	2,3	-0,8	1,0
2014	12,7	95,7	0,7	1,9	1,0	2,6	1,1	31,7	3,3	132,6	1,8	3,6	1,0
2014 4° trim.	12,7	95,7	0,9	1,9	0,9	2,7	1,1	31,7	3,3	132,6	1,7	1,4	1,0
2015 1° trim.	12,7	95,3	2,0	1,8	-0,5	3,7	1,4	31,9	3,6	134,7	2,5	2,2	1,4
2° trim.	12,8	95,0	2,2	1,9	-0,5	2,6	1,5	32,6	4,2	134,2	3,0	5,0	1,6
3° trim.	.	.	1,8	2,0	1,0	2,4	2,0	33,0	4,9	133,1	3,6	2,8	1,9

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Basato sulle somme cumulate di quattro trimestri del risparmio e del reddito disponibile lordo (corrette per la variazione della posizione netta delle famiglie in riserve di fondi pensione).

2) Attività finanziarie (al netto delle passività finanziarie) e attività non finanziarie. Le attività non finanziarie consistono principalmente nella ricchezza immobiliare (strutture residenziali e terreni). Esse includono inoltre le attività non finanziarie delle imprese individuali classificate nel settore delle famiglie.

3) Ai fini del calcolo della quota di profitto viene utilizzato il reddito imprenditoriale netto, sostanzialmente equivalente agli utili di esercizio nella contabilità delle imprese.

4) Basato sugli importi in essere relativi a prestiti, titoli di debito, debiti commerciali e passività dei fondi pensione.

3 Attività economica

3.8 Bilancia dei pagamenti, conto corrente e conto capitale dell'area dell'euro (miliardi di euro; dati destagionalizzati salvo diversa indicazione; transazioni)

	Conto corrente											Conto Capitale ¹⁾	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014 4° trim.	863,3	792,3	71,0	506,3	432,3	179,5	164,8	153,3	136,8	24,1	58,5	12,7	6,0
2015 1° trim.	876,7	796,8	79,9	512,8	437,5	184,3	169,4	154,1	130,4	25,5	59,5	8,7	7,5
2° trim.	896,6	817,1	79,5	525,4	444,8	188,0	171,8	156,8	141,6	26,4	58,9	9,6	37,3
3° trim.	886,8	810,3	76,5	516,2	434,1	189,6	174,0	156,0	144,0	25,0	58,2	9,6	3,9
2015 giu.	297,7	271,5	26,2	175,3	147,7	62,9	57,7	51,0	46,8	8,5	19,2	3,3	34,4
lug.	297,4	271,7	25,8	174,4	145,7	62,8	58,1	52,1	48,5	8,1	19,4	3,3	1,4
ago.	293,6	270,5	23,1	170,2	144,9	63,4	58,0	51,2	48,2	8,8	19,4	3,4	1,0
set.	295,8	268,1	27,7	171,6	143,5	63,4	57,9	52,7	47,3	8,1	19,4	3,0	1,5
ott.	297,3	271,7	25,6	172,5	144,5	63,8	58,6	52,2	48,7	8,7	19,9	4,5	1,9
nov.	293,1	266,7	26,4	169,1	142,1	63,6	57,6	51,8	47,2	8,7	19,7	3,9	1,8
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2015 nov.	3.539,8	3.227,6	312,2	2.065,6	1.747,1	749,5	687,7	622,3	556,9	102,3	235,9	42,1	55,7
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2015 nov.	34,3	31,3	3,0	20,0	16,9	7,3	6,7	6,0	5,4	1,0	2,3	0,4	0,5

1) I dati relativi al conto capitale non sono destagionalizzati.

3.9 Commercio di beni con l'estero dell'area dell'euro ¹⁾: in valore e in volume per categoria di prodotti ²⁾ (dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2014 4° trim.	4,4	0,6	499,2	237,3	103,2	145,9	408,8	437,1	261,7	64,1	104,2	294,2	66,1
2015 1° trim.	5,6	1,9	509,3	241,7	105,3	149,5	422,0	447,8	260,1	70,2	109,7	315,1	55,4
2° trim.	8,2	4,2	513,4	242,4	105,3	153,5	428,5	453,3	265,4	70,3	110,8	317,2	60,0
3° trim.	4,3	0,8	506,7	234,6	104,5	153,7	421,9	445,3	254,5	69,7	112,9	316,2	50,9
2015 giu.	12,6	7,0	171,8	80,6	35,6	51,6	143,5	152,5	88,8	23,6	37,7	107,4	19,7
lug.	6,9	0,7	172,7	79,5	35,3	52,5	143,4	150,3	86,5	23,3	37,7	106,3	18,2
ago.	5,5	2,7	166,3	77,6	34,3	50,7	137,8	147,1	83,9	23,0	37,6	103,8	17,0
set.	0,7	-0,8	167,8	77,4	34,8	50,5	140,7	148,0	84,1	23,3	37,6	106,1	15,7
ott.	0,4	-0,7	168,1	79,6	34,9	50,8	142,5	148,2	84,3	24,5	37,3	107,0	15,5
nov.	6,1	4,5	170,8	.	.	.	139,7	148,1	.	.	.	106,5	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2014 4° trim.	2,9	2,3	118,0	113,8	120,8	122,2	117,3	102,9	102,8	101,9	103,7	104,6	97,7
2015 1° trim.	2,6	5,2	119,0	115,3	120,7	123,3	118,9	106,6	106,6	106,9	105,9	108,6	105,9
2° trim.	2,9	2,7	117,1	113,6	118,9	121,6	118,0	104,1	104,2	103,4	104,7	107,0	99,5
3° trim.	1,1	3,1	116,6	111,6	117,8	122,5	116,6	105,8	105,6	104,8	106,5	107,3	99,3
2015 mag.	-2,7	-2,0	116,3	112,9	116,9	120,3	117,0	102,4	102,3	100,9	103,7	104,4	99,7
giu.	7,9	6,7	117,6	113,8	120,4	122,4	118,6	105,6	105,5	103,7	107,2	109,1	97,3
lug.	3,0	1,7	118,8	112,7	119,1	125,4	118,8	106,1	105,1	106,2	107,8	108,8	97,0
ago.	2,0	5,4	114,9	111,0	115,5	121,4	113,8	105,1	105,3	103,4	105,6	105,0	100,5
set.	-1,7	2,5	116,3	111,2	118,8	120,9	117,2	106,3	106,5	104,7	105,9	108,1	100,3
ott.	-1,7	3,4	117,0	.	.	.	118,7	107,1	.	.	.	109,6	99,6

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Le differenze fra i dati della BCE relativi ai beni della b.d.p. (tavola 3.8) e i dati di Eurostat relativi al commercio in beni (tavola 3.9) sono essenzialmente riconducibili a differenze nelle definizioni utilizzate.

2) Le categorie dei prodotti seguono la classificazione per destinazione economica (Broad Economic Categories - BEC).

4 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati		
	Indice: 2005 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni ener- getici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi ammini- strati	Prezzi ammini- strati
		Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
in perc. del totale nel 2015	100,0	100,0	69,7	56,5	43,5	100,0	12,2	7,5	26,3	10,6	43,5	87,1	12,9	
2013	117,2	1,4	1,1	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1	
2014	117,7	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9	
2015	117,8	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	0,9	
2015 1° trim.	116,8	-0,3	0,7	-1,4	1,1	-0,3	0,2	0,6	0,1	-4,2	0,3	-0,5	1,2	
2° trim.	118,4	0,2	0,8	-0,5	1,1	0,5	0,3	0,7	0,2	2,4	0,4	0,1	0,9	
3° trim.	117,8	0,1	0,9	-0,8	1,2	0,0	0,1	0,5	0,2	-2,5	0,4	0,0	0,8	
4° trim.	118,0	0,2	1,0	-0,6	1,2	-0,1	0,2	0,8	0,1	-3,0	0,2	0,1	0,6	
2015 lug.	117,7	0,2	1,0	-0,5	1,2	0,0	0,0	-0,6	0,1	-0,7	0,2	0,1	0,9	
ago.	117,7	0,1	0,9	-0,7	1,2	-0,1	0,1	1,2	0,0	-2,2	0,1	0,0	0,9	
set.	118,0	-0,1	0,9	-1,1	1,2	-0,1	0,0	0,6	0,0	-1,7	0,0	-0,2	0,7	
ott.	118,2	0,1	1,1	-0,8	1,3	0,1	0,0	0,4	0,1	-0,5	0,1	0,0	0,6	
nov.	118,0	0,1	0,9	-0,6	1,2	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,6	
dic.	118,0	0,2	0,9	-0,5	1,1	-0,3	0,0	-0,9	0,0	-1,8	0,0	0,2	0,6	

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi	Di trasporto	Di comunicazione	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
in perc. del totale nel 2015	19,7	12,2	7,5	36,9	26,3	10,6	10,7	6,4	7,3	3,1	14,8	7,5
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
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,4	1,3
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,2	1,3	-0,8	1,5	1,2
2015 1° trim.	0,3	0,5	0,1	-2,3	-0,1	-7,7	1,3	1,3	1,4	-1,9	1,3	1,2
2° trim.	1,1	0,7	1,8	-1,3	0,2	-5,3	1,2	1,2	1,2	-0,9	1,4	1,2
3° trim.	1,2	0,6	2,1	-1,8	0,4	-7,2	1,2	1,1	1,4	-0,4	1,6	1,0
4° trim.	1,4	0,7	2,6	-1,7	0,5	-7,2	1,2	1,0	1,1	-0,1	1,5	1,2
2015 lug.	0,9	0,6	1,4	-1,3	0,4	-5,6	1,2	1,1	1,5	-0,7	1,6	1,0
ago.	1,3	0,6	2,4	-1,8	0,4	-7,2	1,2	1,1	1,2	-0,4	1,7	1,0
set.	1,4	0,6	2,7	-2,4	0,3	-8,9	1,3	1,1	1,4	-0,1	1,5	1,1
ott.	1,6	0,6	3,2	-2,1	0,6	-8,5	1,2	1,1	1,4	-0,1	1,8	1,2
nov.	1,5	0,7	2,7	-1,7	0,5	-7,3	1,2	1,0	1,2	-0,2	1,3	1,2
dic.	1,2	0,7	2,0	-1,3	0,5	-5,8	1,2	1,0	0,7	-0,1	1,5	1,2

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.

4 Prezzi e costi

4.2 Prezzi dei prodotti industriali, delle costruzioni e degli immobili residenziali (variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni										Prezzi delle costruzioni	Prezzi degli immobili residenziali ¹⁾	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ¹⁾
	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	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2010	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9			
2012	108,7	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	3,5	0,9	6,6	1,5	-1,6	-0,1
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,3	-1,6	0,3	-1,9	-1,1
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,4	0,3	0,2	1,1
2014 4° trim.	106,0	-1,9	-1,6	-0,3	-0,7	0,6	-0,6	-1,2	0,2	-5,8	0,2	0,8	2,4
2015 1° trim.	104,5	-2,9	-2,6	-0,6	-1,5	0,7	-0,7	-1,3	0,2	-8,5	0,2	1,1	2,5
2° trim.	104,9	-2,1	-1,6	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,5	0,4	1,1	3,2
3° trim.	104,0	-2,6	-2,6	-0,5	-1,1	0,6	-0,6	-1,1	0,2	-8,3	0,2	1,5	.
2015 giu.	104,9	-2,1	-1,7	-0,3	-0,6	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,8	-	-	-
lug.	104,7	-2,1	-2,0	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,3	0,1	-6,5	-	-	-
ago.	103,8	-2,7	-2,7	-0,5	-1,1	0,6	-0,7	-1,2	0,2	-8,2	-	-	-
set.	103,5	-3,2	-3,0	-0,6	-1,6	0,6	-0,4	-0,6	0,2	-10,0	-	-	-
ott.	103,1	-3,2	-2,8	-0,7	-1,9	0,6	-0,1	-0,2	0,2	-9,8	-	-	-
nov.	102,9	-3,2	-2,5	-0,7	-2,0	0,6	-0,2	-0,3	0,2	-9,4	-	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE ed elaborazioni della BCE basate su dati MSCI e fonti nazionali (col. 13).

1) Dati a carattere sperimentale basati su fonti non armonizzate (per maggiori dettagli cfr. l'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

4.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2010 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾		Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale									100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0	
2013	103,7	1,3	1,0	1,1	1,2	0,5	-0,3	-1,3	81,7	-9,0	-13,4	-6,9	-8,3	-10,1	-6,9
2014	104,6	0,9	0,5	0,5	0,9	0,5	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,6	-12,1	-4,6	0,7	-8,7
2015	.	.	.	.	.	.	.	.	48,3	-4,1	5,2	-9,0	-0,8	4,9	-5,6
2015 1° trim.	105,3	1,0	0,0	-0,1	0,5	0,5	-0,1	-2,5	49,0	-0,4	8,7	-4,9	5,6	11,6	0,7
2° trim.	105,7	1,3	0,4	0,4	0,8	0,8	0,9	-1,2	57,4	-0,5	2,1	-2,0	4,0	5,6	2,6
3° trim.	106,0	1,3	0,4	0,3	0,6	0,6	0,0	-2,2	46,1	-6,5	6,5	-13,1	-3,3	5,8	-10,6
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	40,7	-9,2	3,9	-16,2	-9,5	-3,2	-14,8
2015 lug.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,7	-3,6	11,1	-11,0	0,5	9,8	-7,1
ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,0	-8,1	4,4	-14,4	-4,4	5,2	-12,1
set.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,3	-7,9	3,9	-13,8	-6,0	2,4	-12,6
ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,9	-8,3	3,8	-14,6	-6,9	0,8	-13,3
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	42,8	-8,0	6,1	-15,6	-8,7	-1,8	-14,7
dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	35,7	-11,2	1,9	-18,5	-12,7	-8,3	-16,5

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE e Thomson Reuters (col. 9).

1) I deflatori delle importazioni e delle esportazioni si riferiscono a beni e servizi e includono il commercio tra i paesi dell'area dell'euro.

2) Ponderati in base alle importazioni: sulla base della composizione media delle importazioni nel biennio 2004-2006; ponderati in base all'utilizzo: sulla base della composizione media della domanda interna nel periodo 2004-2006.

4 Prezzi e costi

4.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)					Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2013	4,8	-	-	-1,8	34,1	57,7	56,7	-	49,9
2013	-0,3	1,7	-1,2	-17,1	29,9	48,5	53,8	49,4	47,8
2014	-0,8	-1,4	1,2	-17,6	14,4	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,6	1,4	2,7	-13,6	-1,0	48,9	53,5	49,6	49,0
2015 1° trim.	-5,5	-0,7	1,4	-17,0	-2,4	45,8	52,5	48,8	47,6
2° trim.	-1,1	3,3	3,0	-15,4	-0,8	54,7	54,4	50,4	49,0
3° trim.	-1,8	1,1	2,4	-13,0	-0,1	49,5	53,6	49,9	49,9
4° trim.	-2,0	1,9	4,0	-8,9	-0,8	45,6	53,6	49,2	49,6
2015 lug.	-0,1	0,8	2,1	-14,0	0,9	54,4	54,3	50,4	49,5
ago.	-2,0	3,0	2,2	-13,0	0,3	49,6	53,1	50,5	49,9
set.	-3,3	-0,6	2,9	-12,1	-1,6	44,6	53,5	48,7	50,4
ott.	-2,3	2,1	4,8	-10,3	-2,3	44,3	54,0	48,6	49,9
nov.	-0,7	2,4	4,3	-9,1	-0,4	45,6	53,3	49,3	49,6
dic.	-3,0	1,3	2,8	-7,2	0,3	47,0	53,5	49,8	49,4

Fonti: Commissione europea (Direzione generale Affari economici e finanziari) e Markit.

4.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2012 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ¹⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2012	100,0	2,3	2,3	2,4	2,6	1,7	2,2
2013	101,4	1,5	1,5	1,1	1,2	1,9	1,8
2014	102,7	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,7
2014 4° trim.	108,0	1,2	1,1	1,5	1,1	1,3	1,7
2015 1° trim.	97,6	1,9	2,1	1,1	2,0	1,5	1,4
2° trim.	108,2	1,6	2,0	0,3	1,6	1,4	1,5
3° trim.	101,6	1,1	1,4	0,1	1,2	0,8	1,5

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Dati a carattere sperimentale basati su fonti non armonizzate (per maggiori dettagli cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

4 Prezzi e costi

4.6 Costo del lavoro per unità di prodotto, retribuzione per input di lavoro e produttività del lavoro ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione; dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale (indice: 2010 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicu- rative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2012	102,5	1,9	2,6	2,1	4,0	1,7	0,4	1,2	0,9	3,3	0,8	2,8
2013	103,7	1,2	-1,1	2,1	0,5	0,9	-1,4	3,1	-2,8	1,1	1,4	2,0
2014	104,9	1,1	-3,9	1,6	0,5	0,8	1,1	0,6	1,3	2,3	1,3	0,9
2014 4° trim.	105,2	1,3	-0,8	2,2	0,9	0,9	1,6	1,1	1,8	2,4	1,5	1,1
2015 1° trim.	105,3	0,9	0,3	0,9	1,6	0,8	0,7	0,1	3,2	2,3	1,1	0,4
2° trim.	105,5	0,7	1,2	0,4	1,1	0,6	1,0	0,7	2,9	1,3	1,1	0,3
3° trim.	105,6	0,6	1,4	0,3	0,4	0,6	1,1	1,6	3,0	1,4	0,9	-0,2
Redditi per occupato												
2012	103,6	1,5	0,2	1,9	2,4	1,7	1,4	0,9	0,9	1,9	0,8	1,6
2013	105,2	1,6	3,8	2,8	1,2	0,9	0,8	2,0	0,2	1,0	1,7	1,7
2014	106,7	1,4	-1,4	2,2	1,7	1,4	2,1	1,4	1,5	1,7	0,9	1,1
2014 4° trim.	107,3	1,4	-1,2	2,1	1,3	1,3	2,7	2,1	1,5	1,7	1,1	0,3
2015 1° trim.	107,7	1,2	0,9	1,9	0,9	1,0	1,8	1,5	3,0	1,8	1,0	0,5
2° trim.	107,9	1,3	1,3	1,9	0,6	1,4	2,4	1,4	1,5	1,2	1,1	0,6
3° trim.	108,1	1,1	1,5	1,4	1,2	1,2	1,7	1,8	2,0	1,1	0,9	0,1
Produttività del lavoro per occupato												
2012	101,0	-0,4	-2,3	-0,3	-1,5	0,0	1,1	-0,3	0,0	-1,4	0,0	-1,2
2013	101,4	0,4	5,0	0,6	0,7	0,0	2,2	-1,1	3,0	-0,1	0,2	-0,3
2014	101,7	0,3	2,6	0,6	1,2	0,6	1,1	0,8	0,2	-0,5	-0,4	0,3
2014 4° trim.	102,0	0,1	-0,4	-0,1	0,5	0,5	1,2	1,0	-0,3	-0,6	-0,3	-0,9
2015 1° trim.	102,3	0,4	0,6	1,0	-0,7	0,3	1,1	1,4	-0,3	-0,4	-0,1	0,1
2° trim.	102,3	0,6	0,1	1,6	-0,5	0,7	1,3	0,8	-1,4	-0,1	0,0	0,4
3° trim.	102,3	0,5	0,0	1,1	0,8	0,6	0,6	0,3	-1,0	-0,3	0,0	0,3
Redditi per ora lavorata												
2012	104,8	2,6	2,2	3,3	5,0	2,9	1,7	1,2	1,4	2,9	1,3	2,8
2013	107,2	2,3	3,7	2,9	2,6	1,8	0,9	2,6	1,6	2,2	2,1	2,9
2014	108,6	1,3	-0,7	1,7	1,5	1,5	1,7	1,3	1,3	1,3	0,7	1,8
2014 4° trim.	109,1	1,2	-1,0	1,5	0,9	1,4	1,8	2,2	1,3	1,2	1,0	1,0
2015 1° trim.	109,4	1,3	0,9	1,7	0,5	1,5	1,0	2,0	2,6	2,0	1,0	-0,3
2° trim.	109,5	1,1	0,4	1,4	-0,1	1,5	1,4	1,6	0,4	0,8	1,2	0,4
3° trim.	109,6	0,8	1,0	0,8	0,0	1,1	0,7	2,2	1,5	0,6	0,9	-0,3
Produttività per ora lavorata												
2012	102,3	0,7	-1,1	1,2	1,0	1,2	1,5	0,3	1,0	-0,2	0,5	0,0
2013	103,5	1,2	4,7	0,9	2,2	0,8	2,6	-0,5	4,4	0,9	0,8	0,9
2014	103,8	0,3	3,1	0,1	1,1	0,7	0,8	0,9	0,5	-0,6	-0,5	0,9
2014 4° trim.	103,8	0,0	-0,9	-0,7	0,1	0,6	0,4	1,2	-0,4	-1,0	-0,5	-0,3
2015 1° trim.	104,2	0,4	-0,5	0,8	-0,4	0,8	1,0	1,7	-1,2	-0,2	0,0	-0,3
2° trim.	104,2	0,4	-0,6	0,9	-0,8	1,0	0,8	0,8	-2,2	-0,5	0,1	0,1
3° trim.	104,0	0,3	-0,5	0,5	0,1	0,8	-0,4	0,5	-2,3	-1,0	-0,1	0,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5 Moneta e credito

5.1 Aggregati monetari ¹⁾

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		3	M2-M1		6	7	8	9	10	11	
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista		Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi								Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
2012	864,1	4.233,3	5.097,4	1.798,6	2.099,6	3.898,2	8.995,6	126,0	483,3	181,0	790,4	9.786,0
2013	909,7	4.476,3	5.386,1	1.683,3	2.142,8	3.826,1	9.212,1	121,4	418,1	86,5	626,0	9.838,1
2014	968,5	4.952,5	5.921,1	1.598,4	2.149,2	3.747,6	9.668,7	123,9	427,7	104,7	656,3	10.325,0
2014 4° trim.	968,5	4.952,5	5.921,1	1.598,4	2.149,2	3.747,6	9.668,7	123,9	427,7	104,7	656,3	10.325,0
2015 1° trim.	993,5	5.155,4	6.148,9	1.529,1	2.150,0	3.679,0	9.827,9	125,8	437,5	96,6	659,9	10.487,8
2° trim.	1.014,0	5.298,8	6.312,8	1.480,0	2.160,7	3.640,7	9.953,5	90,3	441,1	98,6	629,9	10.583,4
3° trim.	1.028,2	5.425,3	6.453,5	1.449,1	2.164,6	3.613,7	10.067,2	98,4	457,6	73,2	629,1	10.696,3
2015 giu.	1.014,0	5.298,8	6.312,8	1.480,0	2.160,7	3.640,7	9.953,5	90,3	441,1	98,6	629,9	10.583,4
lug.	1.020,2	5.364,7	6.384,9	1.471,3	2.161,8	3.633,2	10.018,1	105,0	456,2	86,5	647,6	10.665,7
ago.	1.025,0	5.383,8	6.408,8	1.460,3	2.164,0	3.624,3	10.033,1	102,4	446,2	80,4	629,0	10.662,1
set.	1.028,2	5.425,3	6.453,5	1.449,1	2.164,6	3.613,7	10.067,2	98,4	457,6	73,2	629,1	10.696,3
ott.	1.029,9	5.487,5	6.517,5	1.438,3	2.164,4	3.602,7	10.120,2	106,8	473,1	77,3	657,1	10.777,3
nov. ^(p)	1.037,4	5.543,3	6.580,8	1.448,0	2.162,7	3.610,7	10.191,5	91,4	484,2	82,7	658,4	10.849,8
Transazioni												
2012	20,4	294,0	314,4	-38,5	115,5	77,0	391,4	-16,9	-20,2	-18,3	-55,4	335,9
2013	45,6	250,4	295,9	-114,4	45,5	-68,9	227,0	-11,6	-48,7	-63,3	-123,6	103,4
2014	58,2	379,6	437,8	-91,0	3,6	-87,3	350,5	1,0	10,8	12,7	24,6	375,0
2014 4° trim.	20,0	147,3	167,3	-47,4	-5,5	-52,9	114,5	-3,1	10,1	19,1	26,1	140,6
2015 1° trim.	23,8	166,9	190,6	-56,8	1,6	-55,3	135,4	0,6	5,6	-9,3	-3,0	132,4
2° trim.	20,5	151,6	172,0	-47,7	11,0	-36,6	135,4	-35,2	3,6	3,9	-27,7	107,7
3° trim.	14,3	129,0	143,3	-35,3	3,1	-32,3	111,0	8,2	18,7	-18,5	8,4	119,4
2015 giu.	7,6	45,8	53,4	-8,8	3,8	-4,9	48,5	-19,7	-3,0	4,8	-17,9	30,6
lug.	6,3	61,9	68,2	-13,8	1,2	-12,6	55,6	14,5	15,1	-11,9	17,7	73,3
ago.	4,7	24,5	29,2	-9,4	2,3	-7,1	22,1	-2,3	2,2	-2,6	-2,6	19,5
set.	3,2	42,7	45,9	-12,2	-0,4	-12,6	33,3	-4,1	1,3	-4,0	-6,7	26,6
ott.	1,7	58,1	59,8	-12,1	-0,3	-12,4	47,4	8,2	15,5	4,9	28,6	76,0
nov. ^(p)	7,5	47,4	54,9	7,3	-1,8	5,4	60,4	-15,8	11,3	5,5	0,9	61,3
Variazioni percentuali												
2012	2,4	7,4	6,5	-2,1	5,9	2,0	4,5	-11,4	-3,9	-9,7	-6,5	3,5
2013	5,3	5,9	5,8	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-9,2	-10,4	-38,0	-16,1	1,0
2014	6,4	8,5	8,1	-5,4	0,2	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,7	4,0	3,8
2014 4° trim.	6,4	8,5	8,1	-5,4	0,2	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,7	4,0	3,8
2015 1° trim.	7,3	10,6	10,1	-7,6	0,1	-3,3	4,6	5,1	5,3	11,7	5,6	4,7
2° trim.	8,8	12,4	11,8	-10,7	0,5	-4,4	5,2	-30,9	6,9	23,7	0,6	4,9
3° trim.	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-1,6	0,7	4,9
2015 giu.	8,8	12,4	11,8	-10,7	0,5	-4,4	5,2	-30,9	6,9	23,7	0,6	4,9
lug.	8,9	12,9	12,2	-11,4	0,5	-4,7	5,4	-19,2	8,0	17,6	2,8	5,2
ago.	8,6	12,1	11,5	-11,3	0,6	-4,6	5,1	-21,1	9,5	8,2	2,4	4,9
set.	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-1,6	0,7	4,9
ott.	8,1	12,5	11,8	-10,9	0,6	-4,3	5,4	-18,8	10,0	7,1	3,1	5,3
nov. ^(p)	8,0	11,8	11,2	-9,9	0,3	-4,1	5,3	-29,7	12,0	8,2	2,6	5,1

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.

5 Moneta e credito

5.2 Depositi di M3¹⁾

(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)

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ²⁾	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche ⁴⁾
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2012	1.618,4	1.101,2	404,8	101,9	10,5	5.309,1	2.358,9	976,4	1.962,8	10,9	812,7	210,3	307,0
2013	1.710,5	1.186,7	397,8	109,8	16,2	5.413,6	2.539,7	874,7	1.994,5	4,7	804,8	194,9	300,1
2014	1.814,9	1.318,7	365,8	111,4	19,2	5.557,2	2.751,2	809,5	1.993,5	3,0	896,1	222,7	333,1
2014 4° trim.	1.814,9	1.318,7	365,8	111,4	19,2	5.557,2	2.751,2	809,5	1.993,5	3,0	896,1	222,7	333,1
2015 1° trim.	1.848,1	1.381,7	340,2	111,4	14,9	5.598,2	2.839,3	762,8	1.992,3	3,8	948,1	225,7	340,2
2° trim.	1.858,0	1.410,7	322,7	112,4	12,2	5.647,1	2.910,6	735,0	1.998,7	2,8	955,7	228,1	340,9
3° trim.	1.900,8	1.451,1	324,2	115,3	10,1	5.695,2	2.987,2	707,3	1.997,6	3,0	967,3	218,0	356,2
2015 giu.	1.858,0	1.410,7	322,7	112,4	12,2	5.647,1	2.910,6	735,0	1.998,7	2,8	955,7	228,1	340,9
lug.	1.889,2	1.438,2	325,1	113,4	12,6	5.664,6	2.942,4	722,4	1.996,7	3,2	968,9	232,1	348,0
ago.	1.889,1	1.441,8	325,2	114,0	8,2	5.674,5	2.959,9	714,7	1.996,8	3,1	968,1	224,7	354,2
set.	1.900,8	1.451,1	324,2	115,3	10,1	5.695,2	2.987,2	707,3	1.997,6	3,0	967,3	218,0	356,2
ott.	1.937,2	1.493,5	316,6	116,9	10,1	5.706,0	3.002,8	705,5	1.994,3	3,5	965,3	222,4	366,1
nov. ^(p)	1.933,9	1.486,8	321,3	116,8	9,1	5.726,9	3.032,2	698,4	1.992,5	3,8	992,0	222,4	370,3
Transazioni													
2012	71,7	99,5	-33,9	10,2	-4,1	222,7	99,7	35,3	100,4	-12,7	18,7	15,2	25,7
2013	98,2	90,1	-6,9	9,1	5,9	107,9	182,4	-100,1	31,9	-6,2	-15,1	-13,3	-7,8
2014	69,3	91,2	-25,6	1,2	2,4	141,1	209,7	-65,8	-1,1	-1,7	53,7	7,5	21,7
2014 4° trim.	6,8	19,6	-15,3	-1,8	4,4	30,0	68,5	-33,6	-3,1	-1,9	62,1	-5,3	-2,2
2015 1° trim.	29,3	48,9	-14,9	-0,1	-4,6	38,8	79,2	-41,1	-0,1	0,8	35,2	1,5	7,5
2° trim.	13,5	31,8	-16,6	1,0	-2,6	50,8	73,2	-28,0	6,6	-1,0	11,8	2,8	0,9
3° trim.	42,2	40,8	0,3	3,1	-2,1	48,4	77,8	-27,7	-1,9	0,2	11,1	-10,2	13,4
2015 giu.	4,8	7,7	-3,2	0,3	0,1	23,6	33,1	-10,8	2,4	-1,1	-1,6	-0,8	-4,8
lug.	27,3	25,8	0,1	1,1	0,4	16,6	31,2	-13,0	-1,9	0,4	11,0	3,6	5,2
ago.	2,6	5,6	0,7	0,7	-4,4	11,1	18,4	-7,4	0,2	-0,1	2,3	-7,2	6,2
set.	12,2	9,4	-0,5	1,3	2,0	20,7	28,2	-7,3	-0,2	-0,1	-2,2	-6,6	1,9
ott.	34,4	40,8	-8,0	1,6	0,0	10,0	15,0	-2,0	-3,4	0,5	-4,4	4,5	9,5
nov. ^(p)	-8,0	-10,3	3,6	-0,2	-1,2	21,3	28,4	-5,5	-1,9	0,3	22,1	-2,4	4,1
Variazioni percentuali													
2012	4,7	9,8	-7,7	13,6	-26,5	4,4	4,4	3,7	5,4	-53,8	2,3	7,9	9,3
2013	6,1	8,2	-1,7	8,9	56,4	2,0	7,7	-10,3	1,6	-56,7	-1,9	-6,4	-2,5
2014	4,0	7,6	-6,4	1,1	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,3	4,0	7,3
2014 4° trim.	4,0	7,6	-6,4	1,1	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,3	4,0	7,3
2015 1° trim.	4,7	9,9	-9,8	0,5	-5,4	2,8	9,7	-11,2	0,0	-31,2	14,7	-0,5	5,2
2° trim.	4,3	10,6	-13,9	0,9	-23,5	3,0	10,8	-13,9	0,1	-37,8	13,7	-1,1	5,3
3° trim.	5,1	10,8	-12,3	1,9	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,1	-37,7	14,3	-4,9	5,8
2015 giu.	4,3	10,6	-13,9	0,9	-23,5	3,0	10,8	-13,9	0,1	-37,8	13,7	-1,1	5,3
lug.	5,5	12,1	-14,0	1,0	-10,7	3,1	11,2	-15,0	0,1	-35,4	14,4	-1,9	5,6
ago.	4,8	11,2	-13,3	1,2	-48,2	2,9	10,9	-15,3	0,1	-36,9	14,5	-5,6	6,1
set.	5,1	10,8	-12,3	1,9	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,1	-37,7	14,3	-4,9	5,8
ott.	7,0	12,9	-11,5	2,4	-26,4	3,1	11,0	-14,8	0,0	-26,0	11,0	-3,7	9,8
nov. ^(p)	5,4	10,6	-11,1	1,8	-31,7	3,2	10,9	-14,5	0,1	-20,8	9,9	-4,7	10,5

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.

2) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie. Nelle statistiche sui bilanci dell'IFM tali società rientrano tra le società finanziarie diverse dalle IFM, dalle imprese di assicurazione e dai fondi pensione.

3) Include le istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

4) Si riferisce al settore delle amministrazioni pubbliche, escluse le amministrazioni centrali.

5 Moneta e credito

5.3 Credito a residenti nell'area dell'euro ¹⁾

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito		
					Corretto per cessazioni e cartolarizzazioni ²⁾	A società non finanziarie ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾	A imprese di assicurazione e fondi pensione			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
2012	3.408,9	1.169,7	2.239,3	13.070,2	10.858,3	11.263,1	4.543,9	5.244,0	981,1	89,3	1.437,9	774,1
2013	3.404,9	1.096,7	2.308,2	12.709,1	10.544,4	10.929,5	4.353,6	5.222,8	869,2	98,7	1.364,7	800,0
2014	3.605,5	1.131,8	2.473,7	12.562,3	10.510,7	10.921,3	4.278,4	5.200,4	903,1	128,9	1.276,9	774,7
2014 4° trim.	3.605,5	1.131,8	2.473,7	12.562,3	10.510,7	10.921,3	4.278,4	5.200,4	903,1	128,9	1.276,9	774,7
2015 1° trim.	3.671,9	1.148,5	2.523,5	12.673,9	10.611,8	11.009,1	4.308,0	5.234,0	935,2	134,7	1.273,9	788,2
2° trim.	3.680,7	1.137,4	2.543,3	12.636,2	10.592,2	10.987,0	4.291,3	5.258,5	906,8	135,5	1.254,7	789,4
3° trim.	3.816,1	1.127,1	2.689,1	12.651,4	10.563,9	10.962,2	4.275,0	5.276,8	890,9	121,2	1.310,2	777,3
2015 giu.	3.680,7	1.137,4	2.543,3	12.636,2	10.592,2	10.987,0	4.291,3	5.258,5	906,8	135,5	1.254,7	789,4
lug.	3.729,4	1.132,3	2.597,1	12.711,9	10.606,0	11.005,5	4.297,5	5.261,5	915,4	131,6	1.302,8	803,0
ago.	3.767,1	1.132,3	2.634,8	12.696,6	10.599,0	11.001,2	4.290,9	5.268,8	910,8	128,6	1.305,9	791,7
set.	3.816,1	1.127,1	2.689,1	12.651,4	10.563,9	10.962,2	4.275,0	5.276,8	890,9	121,2	1.310,2	777,3
ott.	3.835,5	1.119,8	2.715,8	12.694,3	10.606,1	11.002,3	4.290,2	5.301,1	890,5	124,3	1.296,4	791,8
nov. ^(p)	3.879,9	1.119,7	2.760,2	12.735,3	10.649,3	11.045,8	4.307,8	5.308,5	908,7	124,3	1.287,7	798,3
Transazioni												
2012	184,2	-4,0	188,2	-99,8	-69,8	-54,1	-108,0	25,5	14,5	-1,9	-68,7	38,7
2013	-25,0	-73,5	48,5	-305,9	-248,1	-268,7	-132,9	-4,0	-120,9	9,7	-72,8	15,0
2014	72,0	16,0	56,1	-104,3	-50,5	-32,4	-59,8	-15,2	12,8	11,7	-90,0	36,3
2014 4° trim.	44,2	10,1	34,0	4,0	19,5	14,9	1,8	7,1	5,2	5,4	-33,8	18,3
2015 1° trim.	40,6	16,5	24,1	33,9	45,2	31,5	8,0	19,2	12,7	5,3	-3,8	-7,5
2° trim.	57,9	-10,7	68,6	0,8	8,0	1,9	-1,1	30,7	-22,6	1,0	-14,0	6,7
3° trim.	112,1	-10,2	122,3	54,0	-8,6	-3,9	-5,7	23,9	-12,4	-14,4	64,2	-1,6
2015 giu.	11,5	-5,5	17,0	-4,5	0,6	-9,0	-0,9	18,1	-11,0	-5,6	-7,6	2,5
lug.	30,1	-4,0	34,1	69,5	14,2	20,2	5,3	4,1	8,8	-4,0	46,9	8,4
ago.	47,0	-0,1	47,1	14,6	3,6	4,2	-1,1	9,1	-1,5	-3,0	11,8	-0,7
set.	35,0	-6,1	41,1	-30,1	-26,4	-28,3	-9,9	10,6	-19,7	-7,4	5,6	-9,3
ott.	10,1	-7,7	17,8	28,2	36,5	36,0	16,4	14,9	2,1	3,1	-16,3	8,1
nov. ^(p)	38,6	-0,2	38,8	18,4	35,6	31,7	12,8	7,9	15,1	-0,1	-20,8	3,6
Variazioni percentuali												
2012	5,8	-0,3	9,4	-0,7	-0,6	-0,5	-2,3	0,5	1,5	-2,1	-4,5	5,3
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,3	10,9	-5,1	1,9
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,4	-0,3	1,3	11,9	-6,6	4,5
2014 4° trim.	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,4	-0,3	1,3	11,9	-6,6	4,5
2015 1° trim.	2,8	1,9	3,2	-0,2	0,1	0,2	-0,6	0,0	2,3	14,1	-4,9	3,2
2° trim.	5,1	1,6	6,7	0,2	0,6	0,3	-0,2	1,2	-1,1	17,8	-5,2	3,0
3° trim.	7,2	0,5	10,2	0,7	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,1	-1,4	1,0	1,9
2015 giu.	5,1	1,6	6,7	0,2	0,6	0,3	-0,2	1,2	-1,1	17,8	-5,2	3,0
lug.	5,5	0,8	7,7	0,8	0,9	0,6	0,2	1,3	0,8	10,1	-1,9	3,3
ago.	6,3	1,0	8,8	1,0	1,0	0,7	0,2	1,4	0,5	12,4	-0,3	3,3
set.	7,2	0,5	10,2	0,7	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,1	-1,4	1,0	1,9
ott.	6,9	0,2	9,9	1,0	1,0	0,8	0,5	1,7	-1,5	1,9	0,2	2,5
nov. ^(p)	7,8	-0,6	11,7	1,2	1,3	1,0	0,9	1,9	-0,2	-1,5	-0,5	3,4

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.

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

3) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie.

Nelle statistiche sui bilanci dell'IFM tali società rientrano tra le società finanziarie diverse dalle IFM, dalle imprese di assicurazione e dai fondi pensione.

4) Include le istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

5 Moneta e credito

5.4 Prestiti delle IMF alle società non finanziarie e alle famiglie dell'area dell'euro ¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾				
	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
	1	Corretto per cessioni e cartolarizzazioni ⁴⁾				2	Corretto per cessioni e cartolarizzazioni ⁴⁾			
Consistenze										
2012	4.543,9	4.604,6	1.128,1	795,6	2.620,2	5.244,0	5.579,9	602,1	3.825,1	816,8
2013	4.353,6	4.407,7	1.065,7	740,9	2.547,0	5.222,8	5.546,6	573,6	3.853,7	795,5
2014	4.278,4	4.336,4	1.081,4	724,7	2.472,3	5.200,4	5.545,9	563,4	3.861,0	775,9
2014 4° trim.	4.278,4	4.336,4	1.081,4	724,7	2.472,3	5.200,4	5.545,9	563,4	3.861,0	775,9
2015 1° trim.	4.308,0	4.363,8	1.089,9	738,6	2.479,5	5.234,0	5.570,9	567,8	3.890,9	775,3
2° trim.	4.291,3	4.347,6	1.080,9	743,1	2.467,3	5.258,5	5.589,7	578,7	3.908,9	771,0
3° trim.	4.275,0	4.333,9	1.058,3	746,2	2.470,6	5.276,8	5.610,6	582,4	3.925,8	768,5
2015 giu.	4.291,3	4.347,6	1.080,9	743,1	2.467,3	5.258,5	5.589,7	578,7	3.908,9	771,0
lug.	4.297,5	4.355,6	1.082,2	744,2	2.471,2	5.261,5	5.597,3	579,6	3.911,9	770,1
ago.	4.290,9	4.349,9	1.083,7	743,0	2.464,2	5.268,8	5.605,9	581,6	3.917,2	770,0
set.	4.275,0	4.333,9	1.058,3	746,2	2.470,6	5.276,8	5.610,6	582,4	3.925,8	768,5
ott.	4.290,2	4.350,6	1.062,5	755,8	2.471,9	5.301,1	5.629,3	594,7	3.940,0	766,4
nov. ^(p)	4.307,8	4.365,7	1.077,5	755,3	2.475,0	5.308,5	5.637,7	596,6	3.943,7	768,2
Transazioni										
2012	-108,0	-74,0	6,1	-51,4	-62,7	25,5	7,7	-17,7	48,3	-5,1
2013	-132,9	-145,1	-44,3	-44,6	-44,0	-4,0	-15,0	-18,2	27,4	-13,2
2014	-59,8	-62,9	-13,5	2,6	-48,9	-15,2	6,1	-2,9	-3,4	-8,9
2014 4° trim.	1,8	-1,6	-4,9	7,3	-0,7	7,1	3,9	-1,7	10,8	-2,0
2015 1° trim.	8,0	5,3	-1,0	7,3	1,7	19,2	11,1	2,0	17,4	-0,2
2° trim.	-1,1	0,0	-3,7	7,0	-4,4	30,7	20,8	9,4	22,5	-1,2
3° trim.	-5,7	-0,4	-19,2	4,3	9,2	23,9	25,1	5,2	19,2	-0,5
2015 giu.	-0,9	-2,3	-2,2	1,7	-0,5	18,1	8,1	8,3	10,3	-0,5
lug.	5,3	8,9	0,7	0,5	4,0	4,1	8,8	1,4	3,3	-0,6
ago.	-1,1	0,0	3,9	-0,1	-4,9	9,1	8,0	2,4	6,4	0,3
set.	-9,9	-9,3	-23,8	3,9	10,0	10,6	8,2	1,3	9,5	-0,2
ott.	16,4	19,5	3,3	10,2	2,8	14,9	8,9	2,9	12,6	-0,6
nov. ^(p)	12,8	9,3	16,1	-2,7	-0,6	7,9	8,7	2,5	3,1	2,2
Variazioni percentuali										
2012	-2,3	-1,6	0,5	-6,0	-2,3	0,5	0,1	-2,8	1,3	-0,6
2013	-2,9	-3,2	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,4	-1,3	0,4	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2014 4° trim.	-1,4	-1,4	-1,3	0,4	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015 1° trim.	-0,6	-0,6	-0,7	2,1	-1,3	0,0	0,3	-0,1	0,1	-0,7
2° trim.	-0,2	-0,4	-1,1	2,2	-0,5	1,2	0,6	1,8	1,6	-0,8
3° trim.	0,1	0,1	-2,7	3,6	0,2	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,5
2015 giu.	-0,2	-0,4	-1,1	2,2	-0,5	1,2	0,6	1,8	1,6	-0,8
lug.	0,2	0,1	-0,5	2,5	-0,2	1,3	0,8	2,0	1,6	-0,7
ago.	0,2	0,2	0,0	2,5	-0,4	1,4	1,0	2,7	1,6	-0,5
set.	0,1	0,1	-2,7	3,6	0,2	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,5
ott.	0,5	0,6	-2,3	5,1	0,4	1,7	1,2	2,8	2,0	-0,4
nov. ^(p)	0,9	0,9	0,0	3,5	0,5	1,9	1,4	3,5	2,1	-0,1

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.

2) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie.

Nelle statistiche sui bilanci delle IMF tali società rientrano tra le società finanziarie diverse dalle IMF, dalle imprese di assicurazione e dai fondi pensione.

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

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

5 Moneta e credito

5.5 Contropartite di M3 diverse dal credito a residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; consistenze in essere e variazioni percentuali a fine periodo; transazioni durante il periodo)

	Passività delle IFM					Attività delle IFM				
	Detenuti dalle amministrazioni centrali ²⁾	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro				Attività nette sull'estero	Altre			
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni		Capitali e riserve	Totale		
1	2	3	4	5	6	7	8	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali ³⁾	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali ³⁾	10
Consistenze in essere										
2012	305,7	7.577,2	2.394,1	105,9	2.681,7	2.395,5	1.019,5	170,3	260,8	201,2
2013	261,7	7.311,0	2.371,2	91,5	2.507,2	2.341,1	1.146,5	150,2	183,8	121,9
2014	264,6	7.179,1	2.248,8	92,0	2.381,7	2.456,5	1.383,4	217,5	184,5	139,7
2014 4° trim.	264,6	7.179,1	2.248,8	92,0	2.381,7	2.456,5	1.383,4	217,5	184,5	139,7
2015 1° trim.	283,2	7.312,3	2.258,8	90,4	2.396,2	2.566,9	1.505,6	232,0	234,8	159,1
2° trim.	265,2	7.161,7	2.223,4	86,5	2.330,6	2.521,2	1.458,8	234,6	224,6	143,7
3° trim.	287,6	7.094,2	2.224,1	83,5	2.264,5	2.522,1	1.361,8	248,8	213,6	140,8
2015 giu.	265,2	7.161,7	2.223,4	86,5	2.330,6	2.521,2	1.458,8	234,6	224,6	143,7
lug.	253,6	7.152,1	2.229,5	85,6	2.316,5	2.520,4	1.395,1	235,1	202,4	137,4
ago.	274,5	7.118,3	2.225,1	84,2	2.289,8	2.519,2	1.355,3	235,8	207,0	128,4
set.	287,6	7.094,2	2.224,1	83,5	2.264,5	2.522,1	1.361,8	248,8	213,6	140,8
ott.	347,8	7.107,2	2.207,6	82,2	2.256,8	2.560,7	1.394,5	308,0	196,4	144,9
nov. ⁶⁾	295,0	7.124,2	2.189,4	80,2	2.284,4	2.570,2	1.383,5	270,4	217,7	146,0
Transazioni										
2012	-3,9	-112,9	-156,5	-10,2	-106,8	160,6	92,3	42,5	9,4	41,5
2013	-44,9	-90,0	-19,0	-14,3	-137,5	80,8	362,0	-62,5	32,2	43,7
2014	-5,7	-155,7	-122,7	1,8	-144,0	109,1	238,6	7,2	0,7	17,8
2014 4° trim.	10,3	-81,5	-28,9	1,0	-62,2	8,6	25,0	-3,8	20,9	18,0
2015 1° trim.	15,5	-36,1	-27,5	-2,6	-51,8	45,8	3,2	34,1	50,2	19,4
2° trim.	-18,0	-86,5	-34,7	-3,9	-51,1	3,3	-0,4	-55,0	-10,2	-15,4
3° trim.	22,0	-37,4	6,1	-3,1	-58,4	18,0	-63,8	1,6	-11,0	-2,9
2015 giu.	-7,2	-35,1	-15,2	-1,0	-10,5	-8,3	22,2	-40,9	1,6	3,1
lug.	-11,7	-4,8	9,8	-0,9	-20,1	6,5	-51,8	9,1	-22,2	-6,4
ago.	20,8	-14,3	-2,7	-1,4	-13,3	3,1	-19,4	-16,2	4,6	-9,0
set.	12,8	-18,3	-1,0	-0,7	-25,0	8,3	7,4	8,8	6,6	12,4
ott.	58,0	-35,0	-23,6	-1,3	-18,0	7,8	9,3	51,3	-17,2	4,1
nov. ⁶⁾	-52,8	-10,8	-21,3	-2,0	-5,8	18,2	-15,9	-43,3	21,3	1,1
Variazioni percentuali										
2012	-1,2	-1,5	-6,1	-8,8	-3,8	7,1	-	-	2,5	26,1
2013	-14,7	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,4	-	-	10,3	23,3
2014	-2,2	-2,1	-5,2	2,0	-5,7	4,6	-	-	0,4	14,6
2014 4° trim.	-2,2	-2,1	-5,2	2,0	-5,7	4,6	-	-	0,4	14,6
2015 1° trim.	5,5	-2,6	-5,9	-0,3	-6,5	4,7	-	-	32,5	36,3
2° trim.	-6,0	-2,9	-5,3	-3,6	-7,8	4,3	-	-	31,0	20,7
3° trim.	11,8	-3,3	-3,7	-9,3	-9,0	3,1	-	-	30,5	15,7
2015 giu.	-6,0	-2,9	-5,3	-3,6	-7,8	4,3	-	-	31,0	20,7
lug.	-12,4	-2,9	-4,4	-5,1	-8,3	3,9	-	-	19,2	13,6
ago.	-1,4	-3,1	-4,3	-8,0	-8,4	3,6	-	-	20,3	9,8
set.	11,8	-3,3	-3,7	-9,3	-9,0	3,1	-	-	30,5	15,7
ott.	29,6	-3,4	-4,2	-10,1	-8,8	3,0	-	-	7,2	19,6
nov. ⁶⁾	9,9	-3,3	-4,9	-11,5	-8,5	3,6	-	-	18,0	11,7

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.

2) Comprende i depositi presso il settore delle IFM e i titoli emessi dal settore delle IFM detenuti dalle amministrazioni centrali.

3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

(in percentuale del PIL; flussi in un periodo di un anno)

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
2011	-4,2	-3,3	-0,7	-0,2	0,0	-1,2
2012	-3,7	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6
2013	-3,0	-2,6	-0,2	0,0	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2014 3° trim.	-2,6	.	.	.	.	0,1
4° trim.	-2,6	.	.	.	.	0,1
2015 1° trim.	-2,5	.	.	.	.	0,1
2° trim.	-2,4	.	.	.	.	0,1

Fonti: BCE per i dati annuali, Eurostat per quelli trimestrali.

6.2 Entrate e spese

(in percentuale del PIL; flussi in un periodo di un anno)

	Entrate						Spese						
	Totale	Entrate correnti			Entrate in conto capitale	Totale	Spese correnti				Spese in conto capitale		
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali netti			Reddito da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Prestazioni sociali			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2011	44,9	44,5	11,6	12,6	15,1	0,4	49,1	44,8	10,4	5,3	3,0	22,2	4,3
2012	46,1	45,6	12,2	12,9	15,3	0,4	49,7	45,2	10,4	5,4	3,0	22,6	4,5
2013	46,6	46,1	12,5	12,9	15,5	0,5	49,6	45,5	10,4	5,4	2,8	22,9	4,1
2014	46,8	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,4	45,4	10,3	5,3	2,7	23,1	3,9
2014 3° trim.	46,6	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,2	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	3,9
4° trim.	46,7	46,2	12,4	13,1	15,5	0,5	49,3	45,3	10,3	5,3	2,6	23,1	3,9
2015 1° trim.	46,6	46,1	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,2	10,3	5,3	2,5	23,1	3,9
2° trim.	46,5	46,1	12,5	13,1	15,4	0,5	48,9	45,1	10,2	5,3	2,5	23,1	3,8

Fonti: BCE per i dati annuali, Eurostat per quelli trimestrali.

6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

(in percentuale del PIL; consistenze a fine periodo)

	Totale	Strumento finanziario			Detentore		Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta		
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Creditori residenti	Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute	
	1	2	3	4	5	IFM 6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	86,0	2,9	15,5	67,5	42,9	24,4	43,1	12,2	73,8	20,4	30,0	35,6	84,2	1,8
2012	89,3	3,0	17,4	68,9	45,5	26,2	43,8	11,4	78,0	19,7	31,7	37,9	87,2	2,2
2013	91,1	2,7	17,2	71,2	46,0	26,2	45,1	10,4	80,7	19,4	32,2	39,4	89,1	2,0
2014	92,1	2,7	17,0	72,4	45,3	26,0	46,8	10,1	82,0	19,0	32,1	41,0	90,1	2,0
2014 3° trim.	92,1	2,6	16,8	72,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	91,9	2,7	17,0	72,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 1° trim.	92,7	2,7	16,8	73,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	92,2	2,7	16,2	73,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fonti: BCE per i dati annuali, Eurostat per quelli trimestrali.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.4 Variazione annuale del rapporto debito pubblico/PIL e fattori sottostanti ¹⁾

(in percentuale del PIL; flussi in un periodo di un anno)

	Variazione del rapporto debito/PIL ²⁾	Disavanzo (+) / avanzo (-) primario	Raccordo disavanzo/debito								Differenziale crescita del PIL - onere medio del debito	Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie					Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Azioni e quote di fondi di investimento				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011	2,1	1,2	0,2	-0,4	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,4	0,2	0,8	3,9
2012	3,4	0,6	0,0	1,0	0,3	0,3	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,7	5,0
2013	1,7	0,2	-0,3	-0,6	-0,5	-0,4	-0,1	0,3	-0,1	0,4	1,9	2,7
2014	1,0	-0,1	0,0	-0,1	0,3	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,1	1,1	2,6
2014 3° trim.	1,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,3	0,3	1,2	2,8
4° trim.	1,0	-0,1	0,0	-0,1	0,3	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	0,2	1,1	2,7
2015 1° trim.	0,9	-0,1	0,0	0,0	0,3	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,9	2,6
2° trim.	-0,5	-0,1	-0,9	-0,9	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,1	0,5	1,5

Fonti: BCE per i dati annuali, Eurostat per quelli trimestrali.

1) I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati salvo che nei dati trimestrali sul raccordo disavanzo.

2) Calcolato come differenza fra il rapporto debito/PIL alla fine del periodo di riferimento e quello dell'anno precedente.

6.5 Titoli del debito pubblico ¹⁾

(servizio del debito in percentuale del PIL; flussi nel periodo di servizio del debito; rendimento nominale medio: percentuali in ragione d'anno)

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno ²⁾					Vita residua media ³⁾	Rendimento nominale medio ⁴⁾						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere					Transazioni	
		Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Totale	A tasso variabile		Zero coupon	A tasso fisso		Emissioni	Rimborsi		
								Scadenze fino a 1 anno	Scadenze fino a 1 anno				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	16,3	14,2	4,9	2,1	0,5	6,3	3,8	1,7	1,1	4,0	3,1	1,6	2,2
2013	16,5	14,4	5,0	2,1	0,5	6,3	3,5	1,7	1,3	3,7	2,8	1,2	1,8
2014	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2014 3° trim.	17,3	15,2	5,7	2,1	0,5	6,4	3,2	1,5	0,5	3,5	2,8	0,9	1,6
4° trim.	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2015 1° trim.	15,5	13,4	4,6	2,0	0,5	6,5	3,1	1,3	0,3	3,5	2,9	0,6	1,7
2° trim.	15,4	13,4	4,9	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,5
2015 lug.	15,3	13,3	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,3	0,1	3,4	2,9	0,4	1,6
ago.	15,3	13,4	4,4	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,4	2,9	0,4	1,5
set.	15,5	13,5	4,4	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
ott.	15,9	13,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
nov.	16,0	14,0	4,7	2,0	0,5	6,5	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
dic.	15,2	13,3	4,4	2,0	0,5	6,6	2,8	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2

Fonte: BCE.

1) Dati registrati al valore facciale e non consolidati all'interno del settore delle amministrazioni pubbliche.

2) Esclusi pagamenti futuri su titoli di debito non ancora in essere e rimborsi anticipati.

3) Vita residua a fine periodo.

4) Consistenze in essere a fine periodo; transazioni come medie di dodici mesi.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.6 Andamenti delle finanze pubbliche nei paesi dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL; flussi durante un periodo di 1 anno e consistenze in essere a fine periodo)

	Belgio 1	Germania 2	Estonia 3	Irlanda 4	Grecia 5	Spagna 6	Francia 7	Italia 8	Cipro 9	
Disavanzo (-)/avanzo(+) pubblico										
2011	-4,1	-1,0	1,2	-12,5	-10,2	-9,5	-5,1	-3,5	-5,7	
2012	-4,1	-0,1	-0,3	-8,0	-8,8	-10,4	-4,8	-3,0	-5,8	
2013	-2,9	-0,1	-0,1	-5,7	-12,4	-6,9	-4,1	-2,9	-4,9	
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,9	-3,6	-5,9	-3,9	-3,0	-8,9	
2014 3° trim.	-3,0	0,1	-0,1	-4,6	-2,3	-5,8	-4,0	-2,7	-10,2	
4° trim.	-3,1	0,3	0,7	-3,9	-3,5	-5,9	-3,9	-3,0	-8,8	
2015 1° trim.	-3,3	0,4	0,5	-3,6	-4,3	-5,9	-3,9	-3,0	-0,2	
2° trim.	-3,1	0,6	0,6	-3,0	-4,5	-5,4	-4,1	-2,9	-0,4	
Debito pubblico										
2011	102,2	78,4	5,9	109,3	172,0	69,5	85,2	116,4	65,8	
2012	104,1	79,7	9,5	120,2	159,4	85,4	89,6	123,2	79,3	
2013	105,1	77,4	9,9	120,0	177,0	93,7	92,3	128,8	102,5	
2014	106,7	74,9	10,4	107,5	178,6	99,3	95,6	132,3	108,2	
2014 3° trim.	108,8	75,4	10,3	112,6	175,8	98,4	95,7	132,3	104,7	
4° trim.	106,7	74,9	10,4	107,5	177,1	99,3	95,6	132,3	107,5	
2015 1° trim.	110,9	74,3	10,0	104,7	168,6	99,8	97,5	135,3	106,8	
2° trim.	109,3	72,5	9,9	102,0	167,8	99,5	97,7	136,0	109,7	
	Lettonia 10	Lituania 11	Lussemburgo 12	Malta 13	Paesi Bassi 14	Austria 15	Portogallo 16	Slovenia 17	Slovacchia 18	Finlandia 19
Disavanzo (-)/avanzo(+) pubblico										
2011	-3,4	-8,9	0,5	-2,6	-4,3	-2,6	-7,4	-6,6	-4,1	-1,0
2012	-0,8	-3,1	0,2	-3,6	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,2	-2,1
2013	-0,9	-2,6	0,7	-2,6	-2,4	-1,3	-4,8	-15,0	-2,6	-2,5
2014	-1,5	-0,7	1,4	-2,1	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,8	-3,3
2014 3° trim.	-1,0	-0,7	1,3	-2,8	-2,8	-1,1	-7,4	-12,8	-2,9	-3,0
4° trim.	-1,6	-0,7	1,4	-2,1	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,8	-3,3
2015 1° trim.	-1,8	-0,8	1,0	-2,5	-2,0	-2,2	-7,1	-4,8	-2,8	-3,3
2° trim.	-1,9	0,3	0,8	-2,2	-1,9	-2,2	-6,4	-4,7	-2,9	-2,8
Debito pubblico										
2011	42,8	37,2	19,2	69,8	61,7	82,2	111,4	46,4	43,3	48,5
2012	41,4	39,8	22,1	67,6	66,4	81,6	126,2	53,7	51,9	52,9
2013	39,1	38,8	23,4	69,6	67,9	80,8	129,0	70,8	54,6	55,6
2014	40,6	40,7	23,0	68,3	68,2	84,2	130,2	80,8	53,5	59,3
2014 3° trim.	41,2	38,0	23,0	72,1	68,3	80,7	132,3	77,9	55,6	57,9
4° trim.	40,8	40,7	23,0	68,3	68,2	84,2	130,2	80,8	53,7	59,3
2015 1° trim.	35,7	38,0	22,3	70,0	69,2	85,0	130,4	81,8	54,2	60,3
2° trim.	36,0	37,6	21,9	68,9	67,1	86,4	128,7	80,8	54,5	62,4

Fonte: Eurostat.

© European Central Bank / © European Systemic Risk Board

Indirizzo 60640 Frankfurt am Main, Germany
Telefono +49 69 1344 0
Sito internet www.ecb.europa.eu / www.esrb.europa.eu

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 20 gennaio 2016.

ISSN 2363-3433 (epub)
ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-15-008-IT-E (epub)
Numero di catalogo dell'UE QB-BP-15-008-IT-N (online)

Grafica e stampa a cura della Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia in Roma

