



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

01 | 2012

02 | 2012

03 | 2012

04 | 2012

05 | 2012

06 | 2012

07 | 2012

08 | 2012

09 | 2012

10 | 2012

11 | 2012

12 | 2012

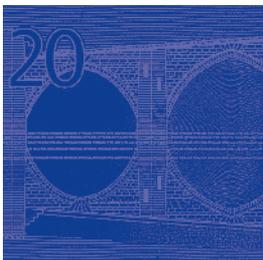
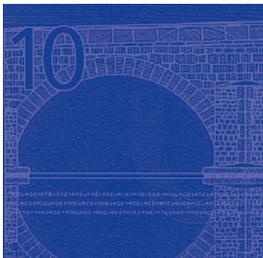
**BOLLETTINO MENSILE
AGOSTO**





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



BOLLETTINO MENSILE AGOSTO 2012

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

© Banca centrale europea, 2012

Indirizzo

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main
Germany

Recapito postale

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main
Germany

Telefono

+49 69 1344 0

Sito internet

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

Fax

+49 69 1344 6000

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

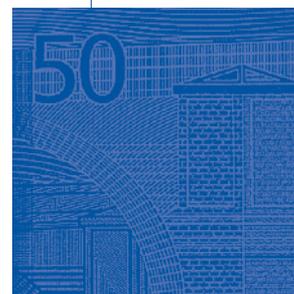
*Traduzione e pubblicazione
a cura della Banca d'Italia.
Tutti i diritti riservati.*

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

*Le statistiche contenute
in questo numero sono aggiornate
al 1° agosto 2012.*

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

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



INDICE

EDITORIALE

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

Il contesto esterno all'area dell'euro
Gli andamenti monetari e finanziari
Prezzi e costi
La produzione, la domanda
e il mercato del lavoro

Riquadri:

- 1 Andamenti recenti dei corsi petroliferi **13**
- 2 Risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il secondo trimestre del 2012 **21**
- 3 I conti integrati dell'area dell'euro per il primo trimestre del 2012 **42**
- 4 Risultati della *Survey of Professional Forecasters* della BCE per il terzo trimestre del 2012 **52**
- 5 Il processo di aggiustamento nell'area dell'euro: andamenti in Irlanda, Grecia, Spagna, Cipro e Portogallo **62**

ARTICOLI

L'eterogeneità delle condizioni finanziarie nell'area dell'euro e le implicazioni per la *policy* **67**

Una valutazione delle condizioni di finanziamento nel settore privato dell'area dell'euro durante la crisi del debito sovrano **83**

5 STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

ALLEGATI

- 9 Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema
- 18 Pubblicazioni prodotte dalla Banca centrale europea
- 47 Glossario
- 57

SI

I

V

VII

SIGLARIO

PAESI

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

ALTRE

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

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



EDITORIALE

Nella riunione del 2 agosto, sulla base della consueta analisi economica e monetaria, il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE, dopo la riduzione di 25 punti base del mese scorso. Come affermato a luglio, l'inflazione dovrebbe diminuire ancora nel corso del 2012, per riportarsi al di sotto del 2 per cento nel 2013. Coerentemente con questo quadro, il ritmo dell'espansione monetaria di fondo rimane contenuto. Le aspettative di inflazione per l'economia dell'area dell'euro continuano a essere saldamente ancorate in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. Al tempo stesso l'espansione economica resta debole nell'area dell'euro, in un contesto di persistenti tensioni nei mercati finanziari e maggiore incertezza che gravano sul clima di fiducia. L'ulteriore intensificarsi delle tensioni nei mercati finanziari potrebbe accentuare i rischi al ribasso sia per la crescita, che per l'inflazione.

Il Consiglio direttivo ha discusso approfonditamente le opzioni possibili per far fronte alle gravi disfunzioni del processo di formazione dei prezzi nei mercati obbligazionari dei paesi dell'area dell'euro. Le quotazioni dei titoli di Stato di diversi paesi registrano premi per il rischio eccezionalmente elevati e la frammentazione dei mercati finanziari ostacola l'efficace funzionamento della politica monetaria. I premi per il rischio connessi ai timori sulla reversibilità dell'euro sono inaccettabili e vanno affrontati in modo sostanziale. L'euro è irreversibile.

Al fine di creare le condizioni essenziali per il venir meno di tali premi per il rischio, i responsabili delle politiche economiche nell'area dell'euro devono portare avanti con grande determinazione il risanamento dei conti pubblici, le riforme strutturali e la costruzione dell'assetto istituzionale europeo. Poiché l'attuazione di tali misure richiede tempo e spesso la correzione dei mercati finanziari avviene solo dopo l'evidente conseguimento di risultati positivi, i governi devono essere pronti ad attivare l'EFSF/MES nel mercato obbligazionario in caso di circostanze eccezionali nei mercati finanziari e di rischi per

la stabilità finanziaria, nel rispetto di condizioni rigorose ed efficaci in conformità con le linee guida stabilite.

L'osservanza degli impegni assunti dai governi e l'assolvimento del ruolo dell'EFSF/MES rappresentano condizioni necessarie. Il Consiglio direttivo, nell'ambito del proprio mandato di mantenere la stabilità dei prezzi a medio termine e nel rispetto della propria indipendenza nel determinare la politica monetaria, può condurre operazioni di mercato aperto definitive di entità adeguata a conseguire il proprio obiettivo. In tale contesto, si terrà conto dei timori degli investitori privati in merito al grado di prelazione (*seniority*). Inoltre, il Consiglio direttivo può considerare di attuare ulteriori misure di politica monetaria non convenzionali secondo quanto necessario a ripristinare il meccanismo di trasmissione di tale politica. Nelle prossime settimane l'Eurosistema definirà le modalità adeguate per queste misure.

Per quanto concerne l'analisi economica, nell'area dell'euro la crescita trimestrale del PIL in termini reali ha ristagnato nel primo trimestre del 2012, dopo il calo dello 0,3 per cento del periodo precedente. Gli indicatori economici segnalano la debolezza dell'attività nel secondo trimestre e agli inizi del terzo trimestre dell'anno, a fronte di una maggiore incertezza. Su un orizzonte temporale più lungo, il Consiglio direttivo si attende che l'economia dell'area registri una ripresa solo molto graduale, il cui vigore sarebbe ulteriormente smorzato da una serie di fattori. In particolare, vi è l'aspettativa che la dinamica di fondo della crescita, influenzata anche dal rallentamento in atto a livello mondiale, risenta delle tensioni in alcuni mercati del debito sovrano dell'area e del loro impatto sulle condizioni di finanziamento, nonché del processo di aggiustamento dei bilanci nei settori finanziario e non finanziario e dell'elevata disoccupazione.

I rischi che circondano le prospettive economiche per l'area dell'euro continuano a essere orientati verso il basso e riguardano, in particolare, le tensioni in diversi mercati finanziari dell'area e la loro potenziale propagazione

all'economia reale di quest'ultima. I rischi al ribasso sono inoltre connessi alla possibilità di nuovi rincari dell'energia nel medio periodo.

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

I rischi per le prospettive sull'andamento dei prezzi rimangono sostanzialmente bilanciati nel medio periodo. I rischi al rialzo sono associati a ulteriori incrementi delle imposte indirette, dovuti all'esigenza di risanare i conti pubblici, e a rincari dell'energia superiori alle attese nel medio termine. I principali rischi al ribasso sono connessi all'impatto di una crescita inferiore al previsto nell'area dell'euro risultante soprattutto dall'ulteriore intensificarsi delle tensioni nei mercati finanziari. L'acuirsi di tali tensioni potrebbe accentuare i rischi verso il basso.

Passando all'analisi monetaria, il ritmo dell'espansione di fondo della moneta resta moderato. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 si è collocato al 3,2 per cento lo scorso giugno, valore lievemente superiore al 3,1 per cento osservato il mese precedente e prossimo a quello registrato alla fine del primo trimestre. Nel complesso, gli afflussi verso l'aggregato monetario ampio sono stati deboli nel secondo trimestre. A giugno il tasso di incremento sui dodici mesi di M1 è ulteriormente aumentato al 3,5 per cento, in linea con la maggiore preferenza degli investitori per strumenti liquidi in un contesto di tassi di interesse contenuti ed elevata incertezza.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) è sceso allo 0,3 per cento a giugno,

dallo 0,5 di maggio. A giugno si sono osservati rimborsi netti di prestiti alle società finanziarie e alle famiglie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) e, di conseguenza, i rispettivi tassi di variazione (corretti) sui dodici mesi si sono ridotti ancora, portandosi al -0,3 e all'1,1 per cento. La moderata espansione dei prestiti riflette, in prevalenza, l'attuale situazione congiunturale, la maggiore avversione al rischio e l'aggiustamento in corso nei bilanci di famiglie e imprese, tutti elementi che incidono sulla domanda di credito. Il considerevole contributo dei fattori dal lato della domanda alla debole crescita dei prestiti delle IFM è confermato dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il secondo trimestre del 2012. L'indagine mostra inoltre che l'inasprimento netto dei criteri applicati dalle banche dell'area è stato sostanzialmente stabile nel secondo trimestre dell'anno, rispetto al primo trimestre, per quanto riguarda i prestiti sia alle imprese che alle famiglie.

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

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

Negli ultimi anni sono stati conseguiti progressi significativi per il risanamento dei conti pubblici, tuttavia occorre attuare ulteriori misure incisive e urgenti per promuovere la competitività. Dal 2009 al 2011 i paesi dell'area dell'euro hanno ridotto, in media, il rapporto disavanzo/PIL di 2,3 punti percentuali e il disavanzo primario è migliorato di circa 2½ punti percentuali. Nell'area dell'euro il riequilibrio delle finanze pubbliche sta proseguendo nell'anno in corso e, di fatto, riveste importanza cruciale continuare a impegnarsi per ripristinare posizioni di bilancio solide. Nello stesso tempo le riforme strutturali

sono altrettanto essenziali del risanamento dei conti pubblici e delle misure a sostegno del settore finanziario. Anche in questo ambito sono stati compiuti passi avanti. Ad esempio, il costo del lavoro per unità di prodotto e l'andamento del conto corrente hanno iniziato a subire un processo di correzione nella maggior parte dei paesi fortemente colpiti dalla crisi. Nondimeno, è necessario attuare ulteriori interventi di riforma con tempestività e decisione. Riforme nei mercati dei beni e servizi a favore della concorrenza e la creazione di mercati del lavoro efficienti e flessibili rappresentano presupposti per il rientro degli squilibri esistenti e il conse-

guimento di una crescita vigorosa e durevole. È ora cruciale che gli Stati membri applichino con determinazione le raccomandazioni specifiche per ciascuno di essi.

Questo numero del Bollettino contiene due articoli: il primo passa in rassegna le fonti di eterogeneità delle condizioni finanziarie, ne esamina le sfide per la politica monetaria unica e precisa il ruolo delle altre politiche nell'eliminazione degli squilibri e delle differenze strutturali; il secondo valuta le condizioni di finanziamento del settore privato dell'area dell'euro durante la crisi del debito sovrano.