



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

01 | 2014

02 | 2014

03 | 2014

04 | 2014

05 | 2014

06 | 2014

07 | 2014

08 | 2014

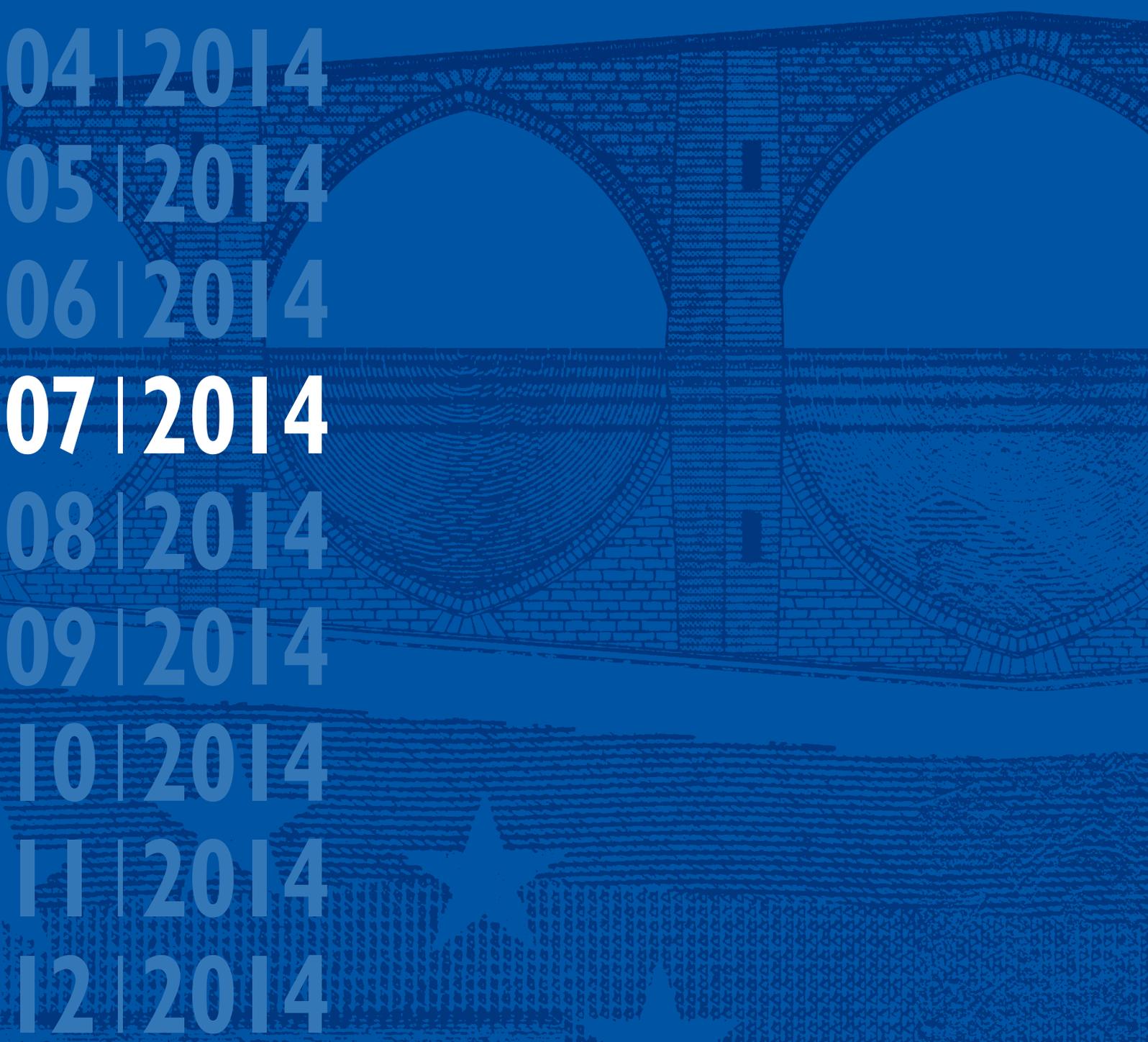
09 | 2014

10 | 2014

11 | 2014

12 | 2014

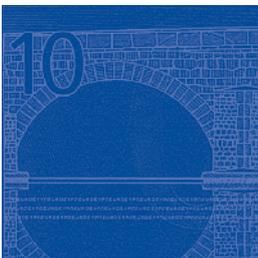
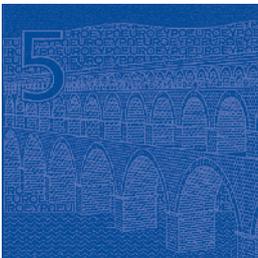
**BOLLETTINO MENSILE
LUGLIO**





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



BOLLETTINO MENSILE LUGLIO 2014

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

© Banca centrale europea, 2014

Indirizzo

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main
Germany

Recapito postale

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main
Germany

Telefono

+49 69 1344 0

Sito internet

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

Fax

+49 69 1344 6000

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

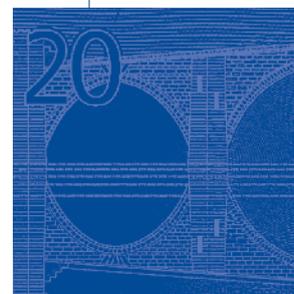
*Traduzione e pubblicazione
a cura della Banca d'Italia.
Tutti i diritti riservati.*

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

*Le statistiche contenute
in questo numero sono aggiornate
al 2 luglio 2014.*

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

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



INDICE

EDITORIALE 5

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

1 Il contesto esterno all'area dell'euro 9

Riquadro 1 Comprendere l'evoluzione dell'elasticità del commercio mondiale: cosa è cambiato? 10

Riquadro 2 Andamenti dei corsi delle materie prime e implicazioni per l'inflazione mondiale 15

2 Gli andamenti monetari e finanziari 22

Riquadro 3 I tassi di interesse reali nell'area dell'euro: una prospettiva di più lungo periodo 32

Riquadro 4 I premi per il rischio di inflazione nelle misure delle aspettative di inflazione tratte dal mercato 36

3 Prezzi e costi 43

Riquadro 5 Recenti andamenti delle previsioni e delle aspettative di inflazione a breve e lungo termine nell'area dell'euro 48

4 La produzione, la domanda e il mercato del lavoro 52

Riquadro 6 Prevedere l'intensità delle riprese economiche 53

Riquadro 7 Gli effetti macroeconomici delle riforme strutturali 62

ARTICOLI

I tassi di interesse privi di rischio dell'area dell'euro: problemi di misurazione, andamenti recenti e rilevanza per la politica monetaria 67

Accesso delle PMI ai finanziamenti nell'area dell'euro: ostacoli e possibili azioni correttive 85

La relazione della curva di Phillips nell'area dell'euro 107

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO 51

ALLEGATI

Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema I

Pubblicazioni prodotte dalla Banca centrale europea V

Glossario VII

SIGLARIO

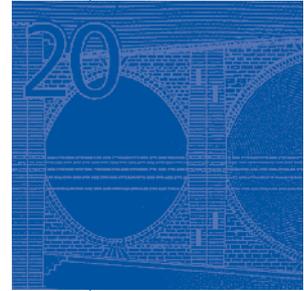
PAESI

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

ALTRE

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

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



EDITORIALE

Nella riunione del 3 luglio, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE. Le ultime informazioni segnalano che nel secondo trimestre è proseguita la moderata ripresa economica dell'area dell'euro, in un contesto di inflazione modesta e crescita contenuta della moneta e del credito. Allo stesso tempo le aspettative di inflazione a medio-lungo termine per l'area restano saldamente ancorate in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. La combinazione di misure di politica monetaria decisa il mese scorso ha già prodotto un ulteriore allentamento monetario. Le operazioni di politica monetaria che saranno condotte nei mesi a venire potenzieranno tale accomodamento e sosterranno il processo di erogazione del credito bancario. Via via che si trasmettono all'economia, le misure contribuiranno a riportare i tassi di inflazione in prossimità del 2 per cento. Per quanto riguarda le indicazioni prospettiche (forward guidance) del Consiglio direttivo, i tassi di interesse di riferimento della BCE si attesteranno sui livelli correnti per un prolungato periodo di tempo, in considerazione delle attuali prospettive di inflazione. Inoltre il Consiglio direttivo è unanime nel suo impegno a ricorrere anche a strumenti non convenzionali nel quadro del proprio mandato qualora si rendesse ancora necessario affrontare rischi connessi con un periodo di bassa inflazione eccessivamente prolungato. Il Consiglio direttivo è fermamente determinato a salvaguardare il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine.

In attuazione delle decisioni assunte agli inizi di giugno, il Consiglio direttivo ha altresì stabilito le modalità specifiche delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT). Le OMRLT sono finalizzate a migliorare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria sostenendo il processo di erogazione del credito all'economia reale. Come annunciato il mese scorso, il Consiglio direttivo ha anche iniziato a intensificare i lavori preparatori per acquisti definitivi nel mercato delle cartolarizzazioni (asset-backed securities, ABS) al fine di agevolare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

Per quanto riguarda l'analisi economica, nel primo trimestre di quest'anno il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato dello 0,2 per cento sul periodo precedente. Gli indicatori economici, compresi i risultati delle indagini congiunturali fino a giugno, segnalano il procedere di una ripresa molto graduale nel secondo trimestre del 2014. In prospettiva, la domanda interna seguirebbe a essere sostenuta da una serie di fattori, fra cui l'ulteriore accomodamento monetario e i continui miglioramenti nelle condizioni di finanziamento. Inoltre i progressi compiuti sul fronte del risanamento dei conti pubblici e delle riforme strutturali, nonché gli incrementi del reddito disponibile reale dovrebbero fornire un contributo positivo alla crescita economica. La domanda di esportazioni dovrebbe peraltro beneficiare della ripresa mondiale in atto. Tuttavia, sebbene dai mercati del lavoro provenga qualche ulteriore segnale di miglioramento, la disoccupazione resta elevata nell'area dell'euro e la capacità produttiva inutilizzata permane nel complesso notevole. Inoltre, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è rimasto negativo a maggio e gli aggiustamenti di bilancio necessari nei settori pubblico e privato potrebbero verosimilmente continuare a frenare il ritmo della ripresa economica.

I rischi per le prospettive economiche dell'area dell'euro restano orientati al ribasso. In particolare, i rischi geopolitici nonché gli andamenti nei paesi emergenti e nei mercati finanziari mondiali potrebbero essere in grado di influenzare negativamente le condizioni economiche, anche tramite effetti sui prezzi dell'energia e sulla domanda mondiale di beni e servizi provenienti dall'area dell'euro. Un altro rischio al ribasso è connesso a riforme strutturali insufficienti nei paesi dell'area nonché a una domanda interna inferiore alle attese.

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in giugno l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è attestata allo 0,5 per cento nell'area dell'euro, stabile rispetto a maggio; fra le sue principali componenti, quella relativa ai servizi ha registrato un incremento dall'1,1 all'1,3 per cento, mentre sui prodotti alimentari l'inflazione è scesa dallo 0,1 al -0,2 per cento. In base alle informazioni attualmente disponibili, l'inflazione armonizzata si dovrebbe mantenere su livelli modesti nei prossimi mesi, per poi aumentare gradualmente nel corso del 2015 e del 2016. Al tempo stesso le aspettative di inflazione a medio-lungo termine per l'area dell'euro restano saldamente ancorate in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento.

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

Passando all'analisi monetaria, i dati di maggio continuano a indicare una contenuta espansione di fondo dell'aggregato monetario ampio (M3). La crescita sui dodici mesi di M3 si è collocata all'1,0 per cento rispetto allo 0,7 di aprile, mentre quella dell'aggregato monetario ristretto M1 ha registrato una moderazione, passando dal 5,2 al 5,0 per cento. In tempi recenti un importante fattore alla base dell'incremento di M3 è stato l'espansione delle attività nette sull'estero delle IFM, che rispecchia in parte il protratto interesse degli investitori internazionali per le attività dell'area dell'euro.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) si è collocato al -2,5 per cento in maggio, rispetto al -2,8 di aprile. Persiste la debolezza dei prestiti a favore delle società non finanziarie, che riflette lo scarto temporale con cui il ciclo economico esercita i suoi effetti, nonché rispecchia il rischio di credito, i fattori che incidono sull'offerta di prestiti e gli aggiustamenti in atto nei bilanci dei settori finanziario e non finanziario. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) si è attestato in maggio allo 0,5 per cento, senza sostanziali variazioni dall'inizio del 2013.

Nel contesto di una debole espansione del credito, riveste importanza fondamentale la valutazione approfondita attualmente condotta dalla BCE sui bilanci bancari. Le banche dovrebbero sfruttare appieno questa occasione per migliorare la propria posizione patrimoniale e la propria solvibilità, sostenendo così la crescita del credito nelle prossime fasi della ripresa.

In sintesi, l'analisi economica indica che l'attuale periodo di bassa inflazione dovrebbe essere seguito da un graduale rialzo dello IAPC verso livelli più prossimi al 2 per cento. La verifica incrociata con i segnali provenienti dall'analisi monetaria conferma questo scenario.

Per quanto riguarda le finanze pubbliche, in anni recenti un consistente risanamento ha contribuito alla riduzione degli squilibri di bilancio. Importanti riforme strutturali hanno potenziato la competitività e la capacità di aggiustamento dei mercati nazionali del lavoro e dei beni e servizi. Restano tuttavia da affrontare sfide significative. Al fine di consolidare le basi per un'espansione economica sostenibile e per finanze pubbliche sane, i paesi dell'area dell'euro non devono vanificare i progressi conseguiti nel riequilibrio dei conti pubblici, in linea con il Patto di stabilità e crescita, e nei prossimi anni dovranno avanzare sul cammino delle riforme strutturali. Il risanamento di bilancio va impostato in modo da favorire l'espansione economica; le riforme strutturali devono puntare a promuovere gli investimenti privati e la creazione di posti di lavoro. La piena e coerente applica-

zione dell'attuale quadro di sorveglianza macroeconomica e dei conti pubblici dell'area dell'euro è indispensabile per ridurre gli elevati rapporti debito/PIL, incrementare la crescita potenziale e rafforzare la capacità di tenuta dell'area agli shock.

Il 3 luglio il Consiglio direttivo ha anche reso noto che, da gennaio 2015, sarà modificata la frequenza delle riunioni dedicate alla politica monetaria, con l'introduzione di un ciclo di sei settimane. I periodi di mantenimento delle riserve saranno estesi a sei settimane in conformità con il nuovo calendario. Allo stesso tempo il Consiglio direttivo ha annunciato il proprio impegno a diffondere resoconti regolari sulle riunioni di politica monetaria, la cui pubblicazione dovrebbe avere inizio con la riunione di gennaio 2015.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli. Il primo esamina il concetto di tasso di interesse privo di rischio per l'area dell'euro, nonché la sua rilevanza per l'economia in generale e la politica monetaria in particolare. Il secondo articolo descrive le difficoltà affrontate dalle piccole e medie imprese durante la crisi finanziaria e traccia un quadro degli strumenti già esistenti o di possibile nuova introduzione per migliorare l'accesso al credito da parte di questa categoria di imprese. Il terzo articolo analizza infine la curva di Phillips per l'insieme dell'area dell'euro e i singoli paesi partecipanti, incentrandosi sulla relazione fra inflazione e misure della capacità produttiva inutilizzata a partire dal 1999.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

Nonostante la moderata decelerazione nel primo trimestre del 2014, l'attività economica mondiale continua a espandersi gradualmente grazie al forte slancio della crescita in una serie di paesi avanzati. Nei mercati emergenti le incertezze geopolitiche e gli ostacoli di natura strutturale ritardano nell'insieme il rafforzamento della ripresa, mentre si profilano con più evidenza maggiori disparità nelle prospettive di crescita delle singole economie. L'inflazione a livello mondiale è aumentata nel periodo recente, ma si mantiene piuttosto bassa rispetto alle medie storiche.

I.1 ATTIVITÀ ECONOMICA E COMMERCIO MONDIALE

L'economia globale continua a recuperare, sebbene a ritmi ancora modesti e difforni. Dopo il lieve indebolimento temporaneo osservato nel primo trimestre del 2014, l'attività mondiale dovrebbe riprendere slancio nel secondo, come segnalato dagli aumenti degli indicatori del clima di fiducia in maggio e giugno. Più nello specifico, l'indice mondiale dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al settore manifatturiero è salito ulteriormente in giugno, a 52,7 (da 52,1 in maggio), in un contesto in cui l'attività è stata sorretta principalmente dalle economie avanzate e in particolare da Stati Uniti e Regno Unito. Al tempo stesso il settore manifatturiero è tornato a crescere in Cina e ha mantenuto il suo slancio in India, segnalando un miglioramento delle condizioni economiche di questi due grandi paesi emergenti. Anche l'indice calcolato escludendo l'area dell'euro è aumentato lievemente in giugno (cfr. figura 1).

Gli indicatori anticipatori mostrano una modesta accelerazione dell'attività mondiale nei prossimi trimestri, mentre prosegue il cambiamento della dinamica di crescita tra le varie regioni. In giugno il PMI mondiale concernente i nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero è leggermente aumentato e in aprile l'indicatore anticipatore composito dell'OCSE, concepito per anticipare i punti di svolta dell'attività economica rispetto al trend, ha continuato a segnalare una crescita costante nelle economie avanzate e inferiore al trend nei principali paesi emergenti (cfr. figura 2).

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

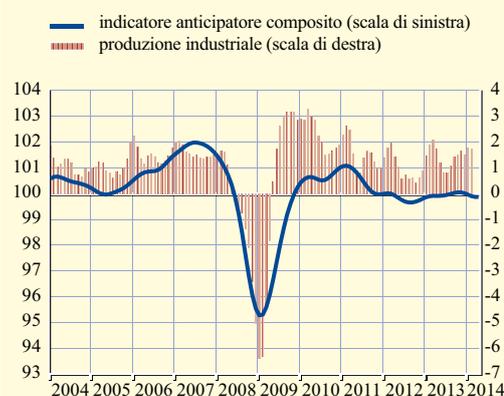
(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Markit.

Figura 2 Indicatore anticipatore composito e produzione industriale

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



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.

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

Considerazioni geopolitiche e ostacoli di natura strutturale continuano a pesare sulle prospettive economiche di alcune importanti economie emergenti.

In aprile il commercio mondiale ha registrato una contrazione per la prima volta da ottobre 2012. Il CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis indica che le importazioni globali di beni in termini di volume sono scese dello 0,4 per cento in aprile sui tre mesi precedenti. Il calo è stato concentrato nelle economie emergenti e trainato dalla debolezza degli scambi in Asia e nell'Europa centrale e orientale, mentre i paesi avanzati hanno evidenziato una crescita positiva. Al tempo stesso il PMI mondiale concernente i nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero in giugno ha segnalato una lieve decelerazione del commercio internazionale nel secondo trimestre dell'anno. Si prevede in prospettiva che l'interscambio globale registri una graduale ripresa al rafforzarsi degli investimenti nelle economie avanzate, ma che resti inferiore alle medie del periodo antecedente la crisi, a indicare un leggero indebolimento della relazione tra commercio e attività economica su scala mondiale. Il riquadro 1 analizza i fattori alla base dell'elasticità del commercio globale al reddito e sostiene che i mutamenti strutturali manterranno verosimilmente l'elasticità dell'interscambio al di sotto dei livelli pre-crisi nel medio periodo.

I rischi per le prospettive di crescita mondiale restano orientati verso il basso. I rischi geopolitici e gli andamenti nelle economie emergenti e nei mercati finanziari internazionali potrebbero influire negativamente sulle condizioni economiche, anche attraverso gli effetti sui prezzi dei beni energetici.

Riquadro 1

COMPREDERE L'EVOLUZIONE DELL'ELASTICITÀ DEL COMMERCIO MONDIALE: COSA È CAMBIATO?

Negli ultimi anni il commercio mondiale ha evidenziato una crescita debole non solo in termini reali, ma anche in rapporto all'attività economica internazionale. Il presente riquadro analizza la debolezza osservata dalla metà del 2011 in una prospettiva storica ed esamina i fattori alla base della relazione tra l'interscambio e il PIL globale. Si rileva che l'elasticità del commercio mondiale al reddito è variata significativamente nel tempo e che, oltre a risentire degli andamenti ciclici della domanda, sarebbe diminuita ben prima della crisi economica e finanziaria recente per effetto di fattori strutturali. L'elasticità dell'interscambio mondiale dovrebbe aumentare rispetto agli attuali livelli bassi, ma è improbabile che torni sulle medie antecedenti la crisi nel medio periodo.

La debolezza del commercio mondiale

Nel 2013 la crescita dell'interscambio mondiale era inferiore in termini assoluti ai livelli già bassi osservati nel 2012 e si era altresì indebolita significativamente rispetto a quella dell'attività economica globale. L'elasticità del commercio internazionale al reddito - misurata come rapporto fra il tasso di incremento medio delle importazioni di beni e servizi e quello del PIL - è diminuita in misura significativa tra il 1981-2007 e il 2011-2013, scendendo da 1,8 a 1,1¹⁾. L'entità del calo non cambia variando i pesi di aggregazione utilizzati per il PIL mondiale e scegliendo settori più rigorosamente definiti quali il commercio di beni o la produzione manifatturiera (cfr. la tavola), mentre appare sensibile alla scelta del periodo campionario antecedente la crisi: la ri-

1) La quantificazione dell'elasticità basata sul periodo 2011-2013 è solo indicativa, poiché il campione è relativamente limitato.

Valori storici del rapporto tra crescita del commercio e crescita del prodotto su scala internazionale

Periodo campionario	Rapporto ¹⁾	Commercio	Prodotto
1981-2007	1,8		
2011-2013	1,1	Importazioni di beni e servizi	PIL ²⁾
1981-2007	2,0	Importazioni di beni e servizi	PIL ³⁾
2011-2013	1,4		
1950-2007	1,6		
1981-2007	1,9	Esportazioni di merci	Produzione di merci
2011-2013 ⁴⁾	1,4		
1950-2007	1,6		
1981-2007	2,1	Esportazioni di manufatti	Produzione manifatturiera
2011-2013 ⁴⁾	1,5		

Fonti: elaborazioni della BCE, Organizzazione mondiale del commercio (OMC), CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis e Organizzazione delle Nazioni Unite per lo sviluppo industriale (UNIDO).

1) Importazioni, PIL: statistiche trimestrali; esportazioni, produzione: statistiche annuali.

2) A parità di potere di acquisto.

3) A tassi di cambio di mercato.

4) Per il 2013, le serie dell'OMC sono estrapolate utilizzando i tassi di crescita di fonte CPB e UNIDO.

duzione diventa relativamente contenuta quando il campione viene esteso a ricomprendere gli anni '50, a indicare che il rapporto commercio/prodotto è mutato nel tempo.

Di fatto, quando l'incidenza del commercio sul PIL viene valutata utilizzando medie mobili, l'elasticità mostra chiare e persistenti deviazioni dal rapporto medio costante. Se tra la metà degli anni '80 e la metà degli anni '90 la crescita del commercio è stata superiore a quella dell'attività economica, dalla fine degli anni '90 l'elasticità ha iniziato a diminuire e dopo la crisi è scesa su minimi non più osservati da vent'anni per poi mantenersi debole nel periodo successivo. Tali andamenti sono evidenziati nella figura A, dalla quale si evince in particolare come l'elasticità del commercio mondiale al reddito abbia iniziato a diminuire circa un decennio prima dello scoppio della crisi.

Figura A Rapporto tra crescita delle importazioni e crescita del PIL su scala internazionale



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: statistiche trimestrali. L'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2013.

Determinanti dell'elasticità del commercio mondiale

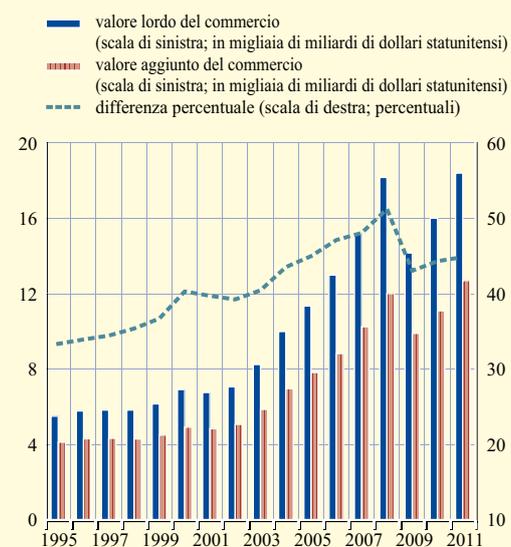
I mutamenti recenti del rapporto commercio/PIL possono essere spiegati in parte da fattori ciclici e da effetti di ricomposizione della domanda. Componenti della domanda mondiale che presentano di norma un elevato contenuto di importazioni, quali gli investimenti delle imprese, sono rimaste insolitamente deboli dall'inizio della crisi finanziaria. La minore espansione delle

componenti della domanda a elevata intensità di scambi esercitano una forte azione di freno sulla crescita del commercio e fanno quindi scendere il rapporto fra quest'ultima e la crescita del PIL. Tale effetto è di natura temporanea, in quanto risulterebbe annullato da una ripresa dell'attività e degli investimenti su scala mondiale.

In una prospettiva storica, tuttavia, il calo dell'elasticità dell'interscambio va ricondotto anche a determinanti strutturali che esercitano effetti verosimilmente più duraturi sul rapporto commercio/PIL. Vari fattori che avevano favorito gli scambi nei decenni antecedenti il 2000 hanno successivamente svolto un ruolo sempre minore o trascurabile. Tra i fattori citati comunemente in letteratura come determinanti della crescita più rapida del commercio rispetto al prodotto figurano la flessione dei costi di trasporto, la diminuzione dei prezzi relativi dei beni commerciabili e la riduzione delle barriere commerciali²⁾. Eppure il significativo ridimensionamento dei costi derivante dai precedenti progressi tecnologici, gli effetti amplificatori sul commercio prodotti dagli accordi di liberalizzazione degli scambi e i guadagni di produttività nei settori dei beni commerciabili si erano moderati alla metà degli anni '90 e hanno da allora fornito un minore sostegno alla crescita dell'interscambio, il che spiega in parte il picco dell'elasticità del commercio nel periodo compreso fra la metà e la fine degli anni '90 (cfr. figura A).

Più di recente, la maggiore crescita del commercio rispetto al prodotto è stata favorita dalla diffusione delle catene globali del valore. Queste ultime comportano una frammentazione della produzione su scala internazionale e quindi un ricorso sempre maggiore agli input intermedi di fornitori esteri. Poiché le statistiche sui flussi commerciali sono elaborate su base lorda, risentono di duplicazioni contabili dovute alla registrazione dei beni scambiati a ogni attraversamento di confini nazionali. Di conseguenza, il ricorso a fornitori esteri (outsourcing) fa aumentare il commercio (lordo) rispetto all'attività. La diffusione delle catene globali del valore, o outsourcing, può essere misurata mettendo a confronto il commercio lordo e il commercio calcolato in termini di valore aggiunto, poiché quest'ultimo non dipende dal luogo di produzione degli input intermedi. Come si evince dal World Input-Output Database (WIOD), la differenza tra il dato lordo e quello calcolato in termini di valore aggiunto è di fatto salita dal 33 per cento nel 1995 al 51 per cento prima della crisi (cfr. figura B). Un raffronto tra l'elasticità implicita al reddito del commercio lordo e quella del commercio calcolato in termini di valore aggiunto nel periodo antecedente la crisi mostra che in tale arco di tempo l'outsourcing ha aggiunto 0,2 punti percentuali all'elasticità del commercio mondiale.

Figura B Valore lordo e valore aggiunto del commercio mondiale



Fonti: elaborazioni della BCE e WIOD.

2) Cfr. ad esempio: Jacks, D., Meissner, C. e Novy, D., "Trade Costs, 1870-2000", *American Economic Review*, vol. 98, n. 2, 2008, pagg. 529-534; Baier, S. e Bergstrand, J., "The growth of world trade: tariffs, transport costs, and income similarity", *Journal of International Economics*, vol. 53, n. 1, 2001, pagg. 1-27.

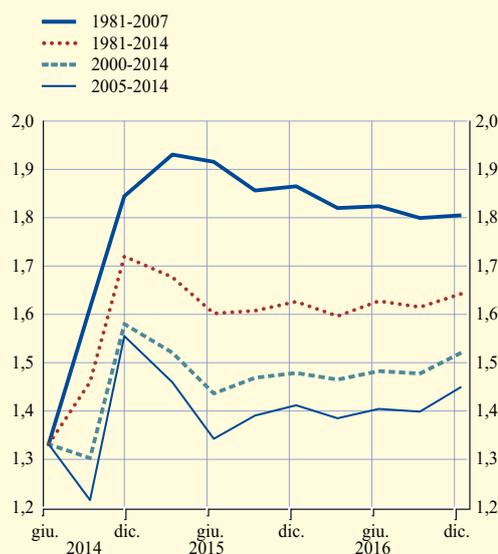
Tuttavia, questo contributo alla crescita relativa dell'interscambio potrebbe ridursi. I dati contenuti nel WIOD, disponibili soltanto fino al 2011, indicano che la crisi del 2008-2009 ha già determinato una riduzione della lunghezza media delle catene globali del valore. Riscontri aneddotici mostrano altresì che, a seguito del terremoto giapponese del 2011 e delle successive interruzioni dell'offerta in alcuni comparti del settore manifatturiero, talune aziende intendono accorciare la complessità e la lunghezza delle rispettive catene produttive³⁾. Ciò eserciterebbe un impatto verso il basso sull'elasticità del commercio mondiale nel medio-lungo termine.

Un'analisi empirica basata su un modello autoregressivo vettoriale bivariato di tipo bayesiano (BVAR) quantifica ulteriormente il calo dell'elasticità dell'interscambio. Il BVAR viene stimato utilizzando i dati trimestrali sulle importazioni mondiali di beni e servizi in termini reali e il PIL mondiale in termini reali con cinque ritardi e fornisce una proiezione del commercio legata al profilo del PIL mondiale implicito nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2014. La figura C mostra che, quando il modello viene stimato per il periodo antecedente la crisi compreso tra il primo trimestre del 1981 e il quarto del 2007, il rapporto tra la crescita del commercio e quella del PIL alla fine dell'orizzonte previsivo è pari a 1,8 e quindi in linea con l'elasticità dell'interscambio nel periodo antecedente la crisi. Quando si tiene pienamente conto delle statistiche relative al periodo post-recessione estendendo il periodo campionario fino a includere il primo trimestre del 2014, il rapporto previsto alla fine del 2016 scende a 1,6 e questo sta a indicare la probabilità che a medio termine il commercio resti al di sotto dei livelli impliciti nelle elasticità del periodo pre-crisi. Se ai dati più recenti viene attribuito un peso maggiore, ad esempio considerando solo gli ultimi 15 o dieci anni, il rapporto scende ulteriormente e si colloca rispettivamente a 1,5 e 1,4.

Conclusioni

In sintesi, il rapporto tra la crescita del commercio e quella del prodotto è stato inferiore negli ultimi tre anni che nei 25 anni antecedenti la crisi economica e finanziaria recente. Parte di questo calo è verosimilmente ciclica e riflette l'espansione relativamente moderata delle componenti della domanda a elevata intensità di scambi, in particolare degli investimenti delle imprese, dallo scoppio della crisi. L'elasticità del commercio mondiale al reddito mostra tuttavia un elevato grado di variazione nel tempo e aveva già iniziato a diminuire ben prima della crisi.

Figura C Proiezioni del rapporto tra crescita del commercio e crescita del PIL su scala internazionale elaborate utilizzando diversi periodi campionari



Fonte: elaborazioni della BCE.

Nota: le linee presentano le proiezioni ottenute utilizzando un modello BVAR stimato su diversi periodi campionari.

3) Cfr. ad esempio "Global value chains: Managing the risks" in *Interconnected Economies: Benefiting from Global Value Chains*, OECD Publishing, 2013.

Ciò rende sconsigliabile considerare come dato di riferimento una specifica tendenza pre-crisi. I modelli empirici e la prospettiva di un minore contributo al commercio da parte delle catene globali del valore segnalano invece un'elasticità del commercio a medio termine che rimane inferiore ai livelli impliciti nella relazione tra commercio e attività economica mondiale prima della crisi.

I.2 ANDAMENTI DEI PREZZI A LIVELLO INTERNAZIONALE

Pur essendo aumentata nei mesi recenti, l'inflazione globale rimane relativamente contenuta rispetto alle medie storiche di riflesso ai prezzi piuttosto stabili delle materie prime e all'ampio margine di capacità produttiva mondiale inutilizzata. Nell'area dell'OCSE l'inflazione generale al consumo sui dodici mesi è aumentata ulteriormente in maggio, al 2,1 per cento (dal 2,0 di aprile), rispecchiando soprattutto il maggiore contributo fornito dai corsi dei prodotti energetici e alimentari. Nello stesso mese il tasso calcolato al netto di queste due componenti è diminuito lievemente, all'1,9 per cento. L'aumento dell'inflazione è stato evidente nella maggioranza delle economie avanzate, in particolare al di fuori dell'Europa, oltre che in gran parte dei principali paesi emergenti (cfr. tavola 1).

Le prospettive per l'inflazione globale risentono in misura considerevole degli andamenti dei prezzi delle materie prime e, soprattutto, dei beni energetici. Dopo avere oscillato entro un intervallo di 106-111 dollari negli ultimi mesi, i corsi petroliferi sono saliti a 115 dollari per barile in giugno in seguito all'aggravarsi del conflitto in Iraq (cfr. figura 3). Il 2 luglio il greggio di qualità Brent è stato quotato a 112 dollari al barile, un livello superiore di circa il 9 per cento rispetto a un anno prima. Dal lato dell'offerta, anche se finora non vi sono state interruzioni della produzione, i recenti aumenti dei prezzi riflettono timori di un possibile calo delle forniture connesso al conflitto in Iraq. Al tempo stesso l'offerta di greggio dei paesi sia OPEC sia non OPEC continua a risentire dell'instabilità politica e di problemi tecnici, anche se la produzione mondiale è aumentata in maggio rispetto ad aprile. Dal lato della domanda, l'Agenzia internazionale per l'energia prevede una crescita ancora stagnante e in linea con l'espansione moderata dell'economia mondiale. In prospettiva, gli operatori si attendono prezzi più bassi nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti future sul Brent con scadenza a dicembre 2015 che si collocano

Tavola 1 Andamenti dei prezzi in alcune economie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	2012	2013	2013 dic.	2014				
				gen.	feb.	mar.	apr.	mag.
OCSE	2,3	1,6	1,6	1,7	1,4	1,6	2,0	2,1
Stati Uniti	2,1	1,5	1,5	1,6	1,1	1,5	2,0	2,1
Giappone	0,0	0,4	1,6	1,4	1,5	1,6	3,4	3,7
Regno Unito	2,8	2,6	2,0	1,9	1,7	1,6	1,8	1,5
Cina	2,6	2,6	2,5	2,5	2,0	2,4	1,8	2,5

Per memoria:

Inflazione di fondo dell'OCSE ¹⁾	1,8	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	2,0	1,9
---	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

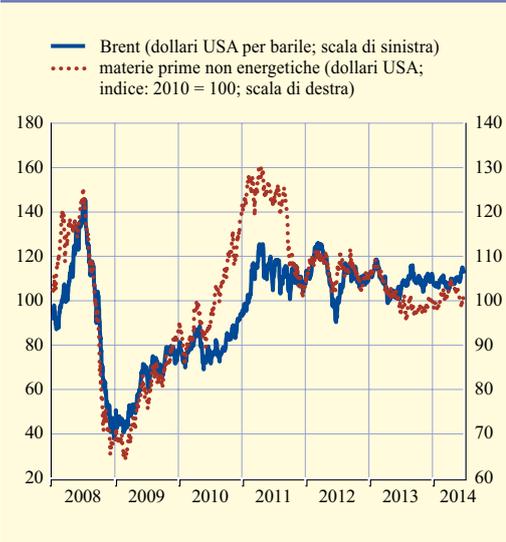
Fonti: OCSE, dati nazionali, BRI, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Al netto della componente alimentare ed energetica.

a 105 dollari per barile. Il riquadro 2 mostra come la maggiore stabilità dei prezzi delle materie prime negli ultimi anni spieghi gran parte del calo dell'inflazione mondiale e analizza i fattori dal lato della domanda e dell'offerta che influiranno verosimilmente sugli andamenti di tali prezzi nel prossimo futuro.

I corsi delle materie prime non energetiche sono scesi nell'insieme di circa l'1 per cento in giugno, riflettendo i ribassi sia delle derrate alimentari sia dei metalli. Le quotazioni dei prodotti alimentari sono diminuite per le aspettative di condizioni meteorologiche più favorevoli, in quanto al momento si prevede che El Niño sia meno intenso di quanto previsto agli inizi dell'anno. L'indice aggregato dei prezzi delle materie prime non energetiche (denominato in dollari) è attualmente superiore di circa l'1,3 per cento rispetto a un anno fa.

Figura 3 Principali andamenti dei prezzi delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWI.

Riquadro 2

ANDAMENTI DEI CORSI DELLE MATERIE PRIME E IMPLICAZIONI PER L'INFLAZIONE MONDIALE

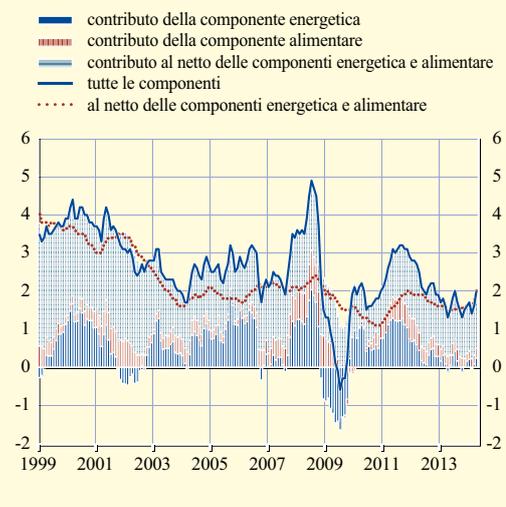
Il calo dell'inflazione mondiale negli ultimi anni riflette in larga parte il minore contributo dei prezzi dei beni energetici e alimentari. Nei paesi dell'OCSE l'inflazione al consumo complessiva è scesa da un massimo del 3,2 per cento nell'estate del 2011 a un minimo dell'1,4 per cento a febbraio 2014, per poi tornare a salire leggermente (cfr. figura A). La diminuzione è dovuta per oltre quattro quinti al ridotto apporto delle componenti alimentare ed energetica. Il presente riquadro analizza le determinanti di questo minore contributo, valuta le prospettive dei corsi delle materie prime sulla base degli andamenti recenti ed esamina le implicazioni per l'inflazione mondiale.

Fattori alla base della recente stabilità dei prezzi delle materie prime

A partire dal 1999 i prezzi internazionali del petrolio e delle derrate alimentari hanno re-

Figura A Contributo dei prezzi dei beni energetici e alimentari all'inflazione nei paesi dell'OCSE

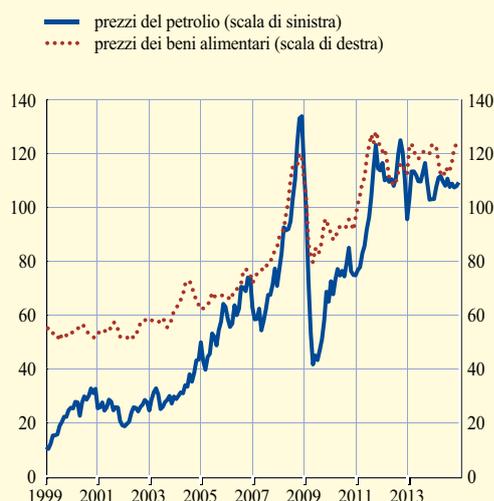
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; punti percentuali)



Fonti: OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.
 Note: statistiche mensili; l'ultima osservazione si riferisce ad aprile 2014. Il contributo è stato quantificato in base ai calcoli degli esperti della BCE.

Figura B Prezzi del petrolio e dei beni alimentari

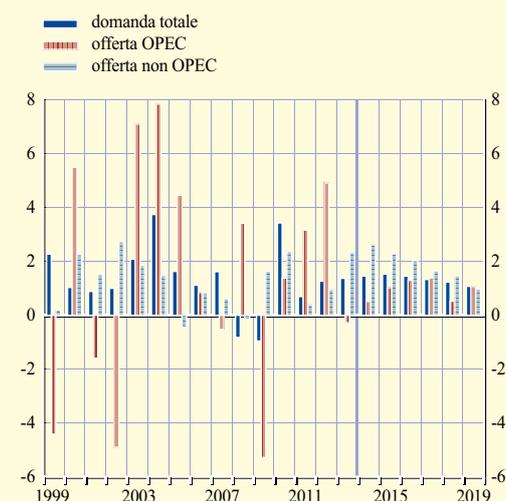
(dollari statunitensi al barile; indice: 2010 = 100)



Fonte: FMI.
 Nota: statistiche mensili; l'ultima osservazione si riferisce a maggio 2014.

Figura C Andamenti e proiezioni della domanda e dell'offerta nel mercato petrolifero

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: Agenzia internazionale per l'energia (AIE).
 Note: i valori a partire dal 2014 sono proiezioni dell'AIE (basate sul Medium-Term Oil Market Report di giugno). Le proiezioni relative all'OPEC si riferiscono alla capacità di offerta di greggio, poiché per tali paesi non sono disponibili proiezioni riguardanti la produzione.

gistrato un aumento generalizzato, interrotto dalla crisi finanziaria del 2008 (cfr. figura B)¹⁾, che è ascrivibile in larga misura alla crescente domanda di materie prime dovuta alla robusta espansione delle economie emergenti e in particolare della Cina. Insieme a un certo ritardo dal lato dell'offerta, il considerevole aumento della domanda di materie prime ha fatto salire bruscamente i corsi del petrolio e delle derrate alimentari. Ciò ha trovato riflesso nel contributo quasi costantemente elevato dei prezzi dei beni energetici e alimentari all'inflazione nei paesi dell'OCSE, che nel periodo 1999-2008 è stato mediamente pari a 1 punto percentuale (cfr. figura A).

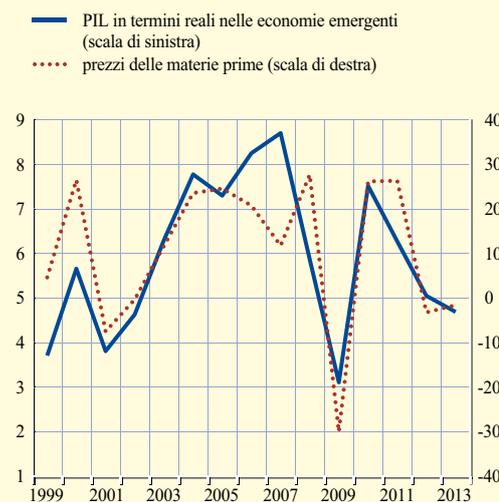
In netto contrasto con questo andamento ascendente, dal 2011 i prezzi del petrolio e dei beni alimentari si sono mantenuti sostanzialmente stabili (cfr. figura B) di riflesso a variazioni dal lato sia dell'offerta sia della domanda. Per quanto concerne l'offerta, gli elevati corsi del petrolio e dei prodotti alimentari hanno favorito gli investimenti e questo ha fatto aumentare la produzione di tali beni e migliorato di conseguenza la loro disponibilità sui mercati delle materie prime. Ciò vale in particolare per il mercato petrolifero, nel quale le innovazioni tecniche assieme alle quotazioni elevate hanno innescato la rivoluzione del petrolio di scisto in Nord America e quindi stimolato la produzione nei paesi non appartenenti all'OPEC (cfr. figura C). In quello dei beni alimentari, fattori quali le condizioni meteorologiche favorevoli hanno determinato ad esempio un eccesso di disponibilità di cereali in quanto l'offerta è cresciuta a ritmi robusti dopo le gravi carenze connesse alle condizioni atmosferiche nel 2012, che hanno fatto aumentare i prezzi e sospinto la produzione. Con riferimento alla domanda,

1) Per quanto concerne il contributo dei beni energetici l'attenzione si concentra sui prezzi del petrolio perché costituiscono la componente principale dell'inflazione dell'energia e sono anche i più soggetti a variazioni.

la crescita delle economie emergenti – che con la sua intensificazione aveva costituito la determinante principale dei forti rincari del petrolio e dei beni alimentari nel periodo 1999-2008 – si è nel frattempo indebolita (cfr. figura D). Anche se la domanda di petrolio rimane su livelli elevati, la dinamica della domanda di materie prime si sta moderando. In sintesi, per l'indebolimento della domanda e gli andamenti favorevoli dell'offerta, dal 2011 i corsi del petrolio e dei beni alimentari non sono più cresciuti a tassi simili a quelli osservati dal 2003 e sono invece rimasti sostanzialmente stabili nonostante una lieve volatilità di breve periodo. Se si tiene conto del ritardo di trasmissione all'inflazione, queste variazioni dei prezzi delle materie prime hanno fatto scendere il contributo dei corsi del petrolio e dei beni alimentari all'inflazione mondiale dal 2013 su una media di 0,4 punti percentuali (contro 1 punto percentuale nel decennio precedente).

Figura D Variazioni dei prezzi delle materie prime e crescita del PIL in termini reali nelle economie emergenti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Haver Analytics ed FMI.

Nota: l'indice dei prezzi delle materie prime include tutti i prodotti primari.

Le prospettive per i prezzi del petrolio e dei prodotti alimentari

Con riferimento alle prospettive per i prezzi delle materie prime, gli andamenti recenti dell'offerta e della domanda mostrano che è possibile attendersi un mercato delle materie prime meglio rifornito rispetto al periodo in cui le tensioni connesse alla domanda continuavano a spingere i prezzi verso l'alto.

Per quanto riguarda i corsi petroliferi, l'Agenzia internazionale per l'energia (AIE) prevede che il mercato del greggio resti equilibrato nei prossimi cinque anni in quanto la crescita dell'offerta dovrebbe essere superiore a quella della domanda (cfr. figura C). Secondo le proiezioni dell'AIE, la domanda di petrolio dovrebbe aumentare in media di 1,3 milioni di barili al giorno (mb/g) ogni anno a fronte di una crescita prevista della capacità di offerta pari a 1,5 mb/g ogni anno. Dal lato della domanda, la crescita dovrebbe rimanere relativamente costante per motivi in parte riconducibili alle attese di indebolimento della componente legata alla Cina (il contributo della Cina alla crescita della domanda mondiale di petrolio dovrebbe ridursi al 30 per cento nei prossimi cinque anni, a fronte del 60 per cento dei sei anni precedenti). Dal lato dell'offerta, la produzione dei paesi non OPEC connessa all'esplorazione delle risorse di petrolio di scisto dovrebbe fornire il contributo principale all'aumento della capacità produttiva nei prossimi anni. Si prevede inoltre un'espansione della capacità nei paesi OPEC per la realizzazione di investimenti.

Le prospettive per i prezzi del petrolio sono tuttavia soggette a rischi. Il principale riguarda le possibili interruzioni dell'offerta. L'Iraq presenta il maggiore potenziale di incremento della produzione, ma l'instabilità politica e i problemi di sicurezza potrebbero impedire l'espansione della capacità produttiva e quindi modificare l'equilibrio mondiale tra la domanda e l'offer-

ta. Analogamente, l'intensificarsi delle tensioni in Ucraina potrebbe influire sulle forniture di energia e far salire ulteriormente le quotazioni petrolifere.

Per quanto concerne i prezzi dei beni alimentari, le prospettive sono di più difficile determinazione. Nel breve-medio periodo, rispetto ad altre materie prime quali il petrolio, i corsi delle derrate alimentari sono generalmente meno sensibili al ciclo macroeconomico e di norma più reattivi agli andamenti connessi alle condizioni meteorologiche e ad altri fattori per lo più esogeni dal lato dell'offerta (quali ad esempio l'evoluzione delle superfici coltivate).

Conclusioni: implicazioni per l'inflazione mondiale

Il recente calo dell'inflazione nei paesi dell'OCSE è dovuto in larga parte al minore contributo della componente energetica e di quella alimentare, il quale va a sua volta ricondotto alla maggiore stabilità dei prezzi del petrolio e dei beni alimentari. Contrariamente a quanto era avvenuto nel decennio precedente, dal 2011 la crescita di tali prezzi si è moderata per l'effetto congiunto di mercati delle materie prime generalmente meglio riforniti e dell'indebolimento della crescita nelle economie emergenti. In prospettiva, e a parità di altre condizioni, i mercati delle materie prime dovrebbero nell'insieme rimanere in equilibrio. Ciò implica che il contributo della componente energetica e di quella alimentare all'inflazione mondiale resterà verosimilmente limitato. Tuttavia, le possibili turbative dal lato dell'offerta rappresentano un rischio al rialzo per queste prospettive.

1.3 ANDAMENTI IN ALCUNE ECONOMIE

STATI UNITI

Negli Stati Uniti il PIL in termini reali ha subito una contrazione nel primo trimestre del 2014, dopo essere aumentato nella seconda metà del 2013, principalmente di riflesso alle condizioni meteorologiche insolitamente rigide (cfr. tavola 2). La terza stima del Bureau of Economic Analysis colloca il tasso di variazione del PIL in termini reali a -2,9 per cento in ragione d'anno (-0,7 sul periodo precedente), dopo l'aumento del 2,6 per cento (0,7 sul periodo precedente) del quarto trimestre del 2013. L'ulteriore revisione al ribasso rispetto alla seconda stima va ricondotta in larga parte alla correzione verso il basso dei consumi privati e al maggiore contributo negativo delle esportazioni nette. La contrazione nel primo trimestre del 2014 rispetto al periodo precedente

Tavola 2 Crescita del PIL in termini reali in alcune economie

(variazioni percentuali)

	2012	Tasso di crescita annuo			Tasso di crescita trimestrale			
		2013	2013 3° trim.	2013 4° trim.	2014 1° trim.	2013 3° trim.	2013 4° trim.	2014 1° trim.
Stati Uniti	2,8	1,9	2,0	2,6	1,5	1,0	0,7	-0,7
Giappone	1,4	1,5	2,4	2,4	2,8	0,3	0,1	1,6
Regno Unito	0,3	1,7	1,8	2,7	3,1	0,8	0,7	0,8
Cina	7,7	7,7	7,8	7,7	7,4	2,3	1,7	1,4

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

ha riflesso principalmente l'apporto negativo fornito dalla variazione delle scorte e il calo delle esportazioni.

Gli indicatori più recenti sono coerenti con una netta ripresa della crescita nel secondo trimestre. I consumi privati dovrebbero continuare a mostrare una buona tenuta, come evidenziato dal vigore del clima di fiducia dei consumatori in giugno, dai miglioramenti sostenuti nel mercato del lavoro e da effetti ricchezza positivi derivanti dall'aumento delle quotazioni azionarie e immobiliari. La crescita della produzione industriale e degli ordinativi di beni di investimento non connessi alla difesa a eccezione degli aeromobili in maggio, assieme ai livelli elevati degli indicatori del clima di fiducia delle imprese manifatturiere in giugno, segnalano la maggiore solidità degli investimenti delle imprese. Al tempo stesso il mercato delle abitazioni avrebbe toccato il suo punto minimo alla fine del primo trimestre, dopo un rallentamento connesso alle condizioni meteorologiche. La risalita delle vendite di alloggi ad aprile e maggio e il miglioramento del clima di fiducia delle imprese di costruzione in giugno forniscono indicazioni confortanti per la ripresa del settore. In prospettiva, la crescita dovrebbe intensificarsi nella seconda metà dell'anno per effetto del rafforzamento della domanda interna privata (dovuto a condizioni finanziarie favorevoli e al miglioramento del clima di fiducia) e del minore drenaggio fiscale.

In maggio l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è salita al 2,1 per cento, dal 2,0 di aprile, riflettendo principalmente i forti rincari dei beni alimentari ed energetici. Il tasso calcolato al netto di queste due componenti è aumentato al 2,0 per cento, dall'1,8 di aprile. La crescita dell'inflazione complessiva è stata ancora dovuta in misura importante a effetti base nei prezzi dei prodotti alimentari ed energetici, che in prospettiva dovrebbero venire meno. Guardando al futuro, l'ampio margine di capacità produttiva inutilizzata – specialmente nel mercato del lavoro – e la dinamica moderata dei salari dovrebbero mantenere contenute le pressioni sui prezzi.

Nel contesto del generale miglioramento delle prospettive per l'economia, nella riunione del 18 giugno 2014 il Federal Open Market Committee (FOMC) ha annunciato una riduzione del ritmo mensile degli acquisti di attività per ulteriori 10 miliardi di dollari, a 35 miliardi, a decorrere da luglio. La riduzione interessa in eguale misura gli acquisti di mutui cartolarizzati (che passeranno da 20 a 15 miliardi di dollari) e quelli di titoli del Tesoro a più lungo termine (che scenderanno da 25 a 20 miliardi di dollari). Il FOMC ha ribadito che, nel decidere per quanto tempo mantenere inalterato l'obiettivo per il tasso sui Federal Fund entro un intervallo compreso fra zero e un quarto di punto percentuale, “terrà conto di un'ampia serie di informazioni, comprese le misure delle condizioni nel mercato del lavoro, gli indicatori delle pressioni inflazionistiche e delle aspettative di inflazione e i dati relativi agli andamenti finanziari”.

GIAPPONE

In Giappone la crescita del PIL nel primo trimestre ha superato le attese degli operatori ed è stata oggetto di una revisione al rialzo, dall'1,5 all'1,6 per cento, dovuta principalmente al maggiore contributo degli investimenti privati in settori diversi dall'edilizia residenziale. Il PIL in termini reali dovrebbe contrarsi nel secondo trimestre come conseguenza del riequilibrio della spesa privata. Il calo della produzione industriale e delle vendite al dettaglio in aprile e maggio è in linea con queste prospettive. I risultati delle ultime indagini sul clima di fiducia forniscono un quadro meno definito degli andamenti a breve termine. In giugno il PMI per il settore manifatturiero è tornato a indicare un'espansione, salendo a 51,5, da 49,9 a maggio. L'indicatore dell'Economy Watchers Survey continua invece a segnalare una contrazione dell'attività, pur essendo migliorato nel mese di maggio.

In maggio l'inflazione sui dodici mesi dei prezzi al consumo è aumentata ulteriormente, al 3,7 per cento, dal 3,4 di aprile. Il tasso di variazione dell'IPC calcolato al netto di alimentari, bevande ed energia è invece sceso di 0,1 punti percentuali, al 2,2 per cento. L'incremento di 2,1 punti percentuali registrato dall'inflazione misurata sull'IPC a partire da marzo sta a indicare una trasmissione quasi completa dell'aumento dell'IVA.

Nella riunione di politica monetaria del 13 giugno 2014 la Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariato l'obiettivo per la base monetaria.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito la domanda interna continua a sostenere la robusta crescita economica osservata negli ultimi trimestri. Le ultime statistiche pubblicate relative agli indicatori delle indagini congiunturali e ai dati ad alta frequenza segnalano un'espansione vigorosa sia dei consumi delle famiglie sia degli investimenti delle imprese a partire da aprile. Di riflesso al vigore dell'economia, il tasso di disoccupazione è diminuito ulteriormente nei tre mesi fino ad aprile (al 6,6 per cento) e le condizioni del credito sono generalmente migliorate. In prospettiva, malgrado questi andamenti favorevoli, la dinamica deludente della produttività e le esigenze di correzione dei bilanci nei settori pubblico e privato potrebbero rappresentare un rischio per la sostenibilità della ripresa.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è diminuita ulteriormente in maggio, all'1,5 per cento. Le spinte inflazionistiche rimarranno verosimilmente contenute per qualche tempo, in un contesto caratterizzato da una dinamica salariale modesta. Nonostante il robusto aumento dei nuovi posti di lavoro, nei tre mesi fino ad aprile la crescita dei salari è stata pari allo 0,7 per cento sul periodo corrispondente. Se tale andamento può essere in parte ricondotto a effetti base connessi alla cadenza dei pagamenti delle gratifiche, anche le retribuzioni medie al netto delle gratifiche hanno evidenziato un rallentamento significativo. Nel mercato delle abitazioni, invece, gli squilibri tra la domanda e l'offerta hanno continuato a esercitare pressioni al rialzo sui prezzi.

Nella riunione del 5 giugno 2014 il Monetary Policy Committee della Bank of England ha mantenuto il tasso di riferimento allo 0,5 per cento e il suo programma di acquisto di titoli nell'ordine di 375 miliardi di sterline.

CINA

Dopo la relativa debolezza del primo trimestre del 2014, e nonostante la correzione in atto nel mercato immobiliare, la dinamica della crescita si sta consolidando sulla scia della modesta azione di stimolo fiscale e monetario e del rafforzamento della domanda estera. Ciò trova conferma nell'ulteriore aumento del PMI relativo al settore manifatturiero in giugno. Le autorità hanno continuato a sottolineare che la Cina si sta orientando verso una traiettoria di crescita inferiore ma più sostenibile e che le aspettative al riguardo dovrebbero essere adeguate di conseguenza, ridimensionando le attese di misure di stimolo aggiuntive.

Le pressioni sui prezzi sono rimaste contenute. In maggio l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC ha continuato a oscillare attorno al 2 per cento, mentre quella calcolata sull'indice dei prezzi alla produzione (IPP) è rimasta in territorio negativo. Come conseguenza delle ulteriori azioni di stimolo, la crescita del credito ha smesso di indebolirsi nel periodo recente e ciò ha determinato un nuovo aumento del grado già elevato di leva finanziaria nell'economia. Il commercio estero ha iniziato a recuperare dopo il brusco calo nella parte precedente dell'anno grazie alla ripresa delle esportazioni verso l'area dell'euro, gli Stati Uniti e i paesi emergenti dell'Asia, anche se i flussi commerciali verso il Giappone rimangono deboli.

I.4 TASSI DI CAMBIO

In giugno l'euro si è lievemente deprezzato sulle valute della maggior parte dei principali partner commerciali dell'area. Il 2 luglio 2014 il tasso di cambio effettivo nominale della moneta unica, misurato sulle divise delle 20 più importanti controparti commerciali dell'area, era inferiore dello 0,3 per cento al livello dei primi di giugno, ma superiore dell'1,6 per cento a quello di un anno prima (cfr. figura 4 e tavola 3). I movimenti dei cambi in questo periodo sono stati in larga misura connessi all'andamento delle aspettative sull'orientamento monetario futuro, oltre che alla correzione delle attese di mercato circa le prospettive economiche dell'area rispetto alle altre maggiori economie.

In termini bilaterali, dai primi di giugno l'euro si è lievemente rafforzato nei confronti del dollaro statunitense (dello 0,3 per cento) e si è invece indebolito sia sulla sterlina britannica (del 2,1 per cento) sia – in misura inferiore – sullo yen giapponese (dello 0,2 per cento). Le variazioni rispetto alle divise delle economie emergenti dell'Asia e dei paesi esportatori di materie prime sono state difformi nel periodo in esame. Per quanto concerne le valute degli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, la moneta unica si è apprezzata sul fiorino ungherese e la corona svedese (rispettivamente del 2,7 e 0,6 per cento) ed è rimasta per il resto invariata. Il litas lituano e la corona danese, che partecipano agli AEC II, si sono mantenuti sostanzialmente stabili rispetto all'euro su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali.

Figura 4 Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro

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



Fonte: BCE.

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

Tavola 3 Andamenti dei tassi di cambio dell'euro

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

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

Fonte: BCE.

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

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

I dati monetari di maggio confermano la debolezza di fondo della moneta e del credito. La crescita sui dodici mesi di M3 è rimasta contenuta, pur registrando un lieve aumento a fronte di un'espansione ancora robusta di M1 e di un'evoluzione meno negativa per le altre componenti. La bassa remunerazione delle attività monetarie spinge il settore detentore di moneta a preferire i depositi overnight ad altri depositi o strumenti negoziabili all'interno di M3. Dal lato delle contropartite, l'incremento tendenziale dell'aggregato monetario ampio è stato favorito da cospicui rialzi mensili della posizione patrimoniale netta sull'estero delle IFM, in parte di riflesso ad avanzi di conto corrente e al protratto interesse degli investitori internazionali per i titoli dell'area dell'euro. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) si è mantenuto negativo in maggio, mostrando tuttavia un aumento per il secondo mese consecutivo. Continuano a gravare fortemente sugli andamenti del credito il risanamento dei bilanci bancari e la necessità di un'ulteriore riduzione della leva finanziaria in alcuni settori e giurisdizioni.

L'AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

In maggio la dinamica di fondo dell'aggregato monetario ampio si è mantenuta modesta. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è salito all'1,0 per cento in maggio, dallo 0,7 per cento di aprile (cfr. figura 5). Le riallocazioni all'interno di M3 confermano la tendenza ad afflussi verso strumenti altamente liquidi, a fronte di deflussi da altri depositi e strumenti negoziabili a breve scadenza.

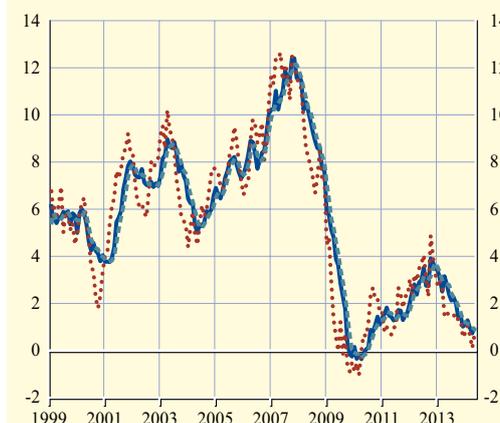
Dal lato delle componenti, l'aggregato monetario ristretto M1 è rimasto la sola componente principale a fornire un contributo positivo all'espansione sui dodici mesi di M3; l'apporto degli altri depositi a breve termine (M2 meno M1) e quello degli strumenti negoziabili (M3 meno M2) sono diventati meno negativi. I deflussi netti dagli strumenti di M3 con una remunerazione relativamente bassa seguivano a indicare la ricerca di migliori rendimenti da parte del settore detentore di moneta, che si è sostanziata nel trasferimento di fondi dagli strumenti più remunerativi compresi in M3 verso attività meno liquide e più rischiose al di fuori di tale aggregato.

Dal lato delle contropartite, la creazione di moneta ha continuato a essere sostenuta da un ulteriore cospicuo incremento delle attività nette sull'estero delle IFM in maggio, riconducibile sia ad avanzi di conto corrente sia al protratto interesse degli investitori internazionali per i titoli dell'area dell'euro. Per contro, si conferma debole la dinamica del credito, sebbene siano scemate lievemente le incertezze riguardanti un possibile punto di svolta negli andamenti dei prestiti alle società non finanziarie. La flessione registrata per le passività finanziarie a più lungo termine ha riflesso ancora sia il minore fabbisogno di finanziamento delle IFM, nel con-

Figura 5 Crescita di M3

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

— M3 (tasso di crescita sui dodici mesi)
•••• M3 (media mobile centrata di tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi)
- - - M3 (tasso di crescita semestrale annualizzato)



Fonte: BCE.

testo della riduzione della leva finanziaria, sia la preferenza per la raccolta di depositi incoraggiata dall'attuale regime di regolamentazione.

Le attività principali delle IFM sono diminuite ulteriormente nei tre mesi fino a maggio, a ritmi pressoché identici a quelli osservati di recente, indicando che la tendenza complessiva al ridimensionamento della leva finanziaria non ha iniziato a stabilizzarsi. Il calo per i tre mesi terminati a maggio è ammontato a 119 miliardi di euro.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Esaminando in maggior dettaglio le componenti di M3, il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è sceso al 5,0 per cento in maggio, dal 5,2 di aprile (cfr. tavola 4). I dati per il mese in rassegna mostrano un consistente afflusso mensile – trainato soprattutto dagli andamenti dei depositi overnight – cui hanno contribuito tutti i principali settori economici. In un'ottica generale, il sostenuto incremento tendenziale di M1 conferma la preferenza ancora forte per la liquidità manifestata dal settore detentore di moneta e il ritorno di fiducia nelle attività finanziarie dell'area dell'euro tra gli investitori internazionali.

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei depositi a breve termine diversi dai depositi overnight (M2 meno M1) si è portato al -1,9 per cento in maggio, rispetto al -2,4 per cento in aprile; tale andamento è attribuibile a un aumento del tasso per i depositi a termine a breve scadenza (depositi con durata prestabilita fino a due anni), collocatosi al -4,7 per cento in maggio dal -6,0 del mese precedente. Al tempo stesso, la crescita sui dodici mesi dei depositi a risparmio a breve termine (depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi) è rimasta positiva, malgrado un ulteriore calo allo 0,5 per cento dallo 0,7 di aprile.

Il tasso di variazione sui dodici mesi degli strumenti negoziabili (M3 meno M2) è salito, pur mantenendosi in territorio nettamente negativo, al -13,4 per cento dal -15,3 per cento di aprile. L'andamento continua a riflettere i tassi di variazione estremamente negativi per le consistenze di quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, i pronti contro termine e i titoli di debito a breve termine (ossia con una scadenza originaria fino a due anni) delle IFM.

La crescita tendenziale di tutti i depositi di M3, che includono i contratti pronti contro termine e rappresentano la componente dell'aggregato più ampia per cui sia disponibile una tempestiva scomposizione per settore, è risultata pari all'1,6 per cento in maggio, dall'1,5 per cento di aprile. Analogamente i tassi di incremento dei depositi delle famiglie e delle società non finanziarie hanno segnato un lieve rialzo, rispettivamente di 0,1 e di 0,2 punti percentuali. I depositi detenuti dagli intermediari finanziari non monetari hanno registrato un tasso di variazione meno negativo al confronto con gli ultimi mesi.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Il tasso di variazione sui dodici mesi del credito delle IFM ai residenti dell'area dell'euro è diminuito lievemente, raggiungendo in maggio il -2,3 per cento dal -2,2 di aprile (cfr. tavola 4). Tale andamento riflette un calo del tasso relativo al credito alle amministrazioni pubbliche, mentre il dato per il settore privato si è mantenuto stabile al -2,5 per cento per il terzo mese consecutivo.

In maggio il tasso di variazione sul periodo corrispondente del credito alle amministrazioni pubbliche si è collocato al -1,4 per cento, dopo il -0,9 per cento di aprile, mostrando una flessione ascrivibile alle vendite nette mensili di titoli di Stato da parte delle IFM dell'area dell'euro; il tasso relativo ai titoli di debito pubblico detenuti dalle IFM è tornato in territorio negativo. A fronte di un

Tavola 4 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie

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

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

Fonte: BCE.

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

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

allentamento delle condizioni nei mercati del debito sovrano, le cessioni di titoli di Stato ad opera delle IFM dell'area dell'euro sono in linea con il rinnovato interesse degli investitori internazionali per le attività finanziarie dell'area.

La composizione del credito al settore privato ha risentito in misura considerevole di una specifica operazione di cartolarizzazione condotta in Francia, che ha distorto al rialzo i dati relativi ai titoli privati diversi dalle azioni e al ribasso quelli concernenti i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) si è portato al -1,4 per cento in maggio, registrando un incremento per il secondo mese consecutivo. Il flusso mensile di maggio è stato lievemente negativo per effetto dei rimborsi netti mensili di prestiti alle società non finanziarie. I deflussi hanno riguardato in particolare le scadenze a breve e a medio termine, mentre quelle a lungo termine hanno evidenziato un modesto afflusso.

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei prestiti alle società non finanziarie (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) è migliorato al -2,5 per cento in maggio, a fronte del -2,8 per cento in aprile (cfr. tavola 5), benché si siano osservati ulteriori rimborsi netti mensili di entità simile a quelli dei due mesi precedenti; il tasso relativo alle famiglie (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) ha mostrato un rialzo di 0,1 punti percentuali, raggiungendo lo 0,5 per cento.

La crescita tendenziale delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve), in territorio negativo da ormai più di due anni, si è collocata al -3,4 per cento in maggio,

Tavola 5 Prestiti delle IFM al settore privato

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale ¹⁾	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					
		2° trim. 2013	3° trim. 2013	4° trim. 2013	1° trim. 2014	2° apr. 2014	3° mag. 2014
Società non finanziarie	41,2	-3,1	-3,7	-3,6	-3,0	-2,8	-2,6
<i>Corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni</i> ²⁾	-	-2,0	-2,8	-2,9	-3,0	-2,8	-2,5
Fino a un anno	24,0	-1,0	-3,7	-4,1	-4,8	-5,1	-4,9
Oltre un anno e fino a cinque anni	17,1	-6,4	-5,7	-5,3	-5,3	-3,6	-3,8
Oltre cinque anni	58,8	-2,9	-3,1	-2,9	-1,5	-1,5	-1,2
Famiglie ³⁾	49,5	0,3	0,1	0,1	-0,1	0,0	-0,7
<i>Corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni</i> ²⁾	-	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5
Credito al consumo ⁴⁾	10,9	-3,4	-2,7	-3,0	-2,7	-2,1	-2,2
Mutui per l'acquisto di abitazioni ⁴⁾	73,8	1,1	0,8	0,9	0,6	0,7	-0,3
Altri prestiti	15,2	-1,0	-1,2	-1,5	-1,7	-1,7	-1,7
Società di assicurazione e fondi pensione	0,9	12,4	12,8	10,9	9,5	5,4	2,8
Altri intermediari finanziari non monetari	8,5	-0,2	-5,7	-9,0	-11,2	-7,4	-6,7

Fonte: BCE.

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

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

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

3) In base alla definizione SEC 95.

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

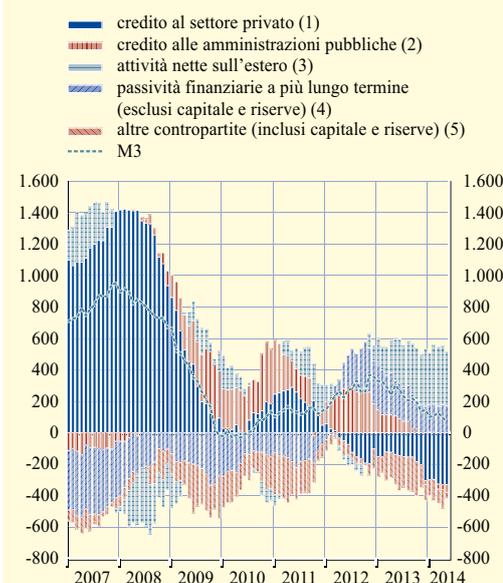
mantenendosi pressoché invariata rispetto agli andamenti degli ultimi sei mesi (cfr. tavola 4). Il flusso mensile è risultato negativo a maggio, a seguito dei rimborsi netti in corso in diversi paesi dell'area dell'euro.

La posizione patrimoniale netta sull'estero delle IFM dell'area, che in maggio è salita di 27 miliardi di euro, aumenta in maniera costante da luglio 2012, fornendo il principale contributo all'espansione di M3, controbilanciando inoltre l'incidenza negativa dei rimborsi netti del credito delle IFM ai residenti dell'area dell'euro. Nei 12 mesi fino a maggio le attività nette sull'estero delle IFM dell'area si sono accresciute di 344 miliardi di euro (cfr. figura 6).

Gli ultimi dati monetari confermano nell'insieme la modesta dinamica di fondo della moneta e del credito. La crescita dell'aggregato ampio continua a essere favorita sia da rialzi della posizione patrimoniale netta sull'estero delle IFM sia da riallocazioni a scapito delle passività finanziarie a più lungo termine. Al tempo stesso, la debolezza degli andamenti monetari riflette anche la ricerca di rendimento da parte del set-

Figura 6 Contropartite di M3

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



Fonte: BCE.

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

tore detentore di moneta, in un contesto caratterizzato da una bassa remunerazione delle attività monetarie e da un ritorno di fiducia. Prosegue la modesta evoluzione dei prestiti alle famiglie e alle imprese, benché siano scemate lievemente le incertezze riguardanti un possibile punto di svolta negli andamenti dei prestiti alle società non finanziarie.

2.2 EMISSIONE DI TITOLI

Ad aprile le emissioni di titoli di debito da parte di residenti dell'area dell'euro hanno continuato a contrarsi. L'andamento, leggermente più negativo rispetto a marzo, è imputabile da un lato alle maggiori emissioni di titoli di Stato in presenza di condizioni di mercato più favorevoli e dall'altro a un'ulteriore flessione del tasso di crescita sui dodici mesi degli strumenti collocati dalle società non finanziarie. Il tasso di variazione delle emissioni di titoli di debito da parte delle IFM è rimasto negativo, sebbene queste ultime abbiano fornito il contributo più consistente ai collocamenti di azioni quotate di residenti dell'area dell'euro.

TITOLI DI DEBITO

In aprile il tasso di variazione sui dodici mesi delle emissioni di titoli di debito emessi da parte di residenti dell'area dell'euro si è mantenuto negativo, al -1,0 per cento dal -0,7 per cento del mese precedente (cfr. tavola 6). A livello settoriale, l'incremento tendenziale dei collocamenti delle società non finanziarie (SNF) è sceso ancora, dal 7,9 per cento di marzo al 6,2 per cento di aprile, mentre il tasso di crescita delle emissioni di titoli di debito da parte delle IFM si è confermato negativo al -7,6 per cento. I collocamenti delle amministrazioni pubbliche hanno accelerato lievemente al 4,7 per cento, dal 4,2 di marzo; tale evoluzione ha riflesso, fra l'altro, la crescente preferenza degli investitori per i titoli con rendimenti relativamente elevati collocati da paesi dell'area dell'euro con rating più basso, alcuni dei quali hanno sfruttato le condizioni di mercato più favorevoli per accedere al mercato del debito. Infine, si è accentuata la dinamica negativa delle emissioni di strumenti da parte delle società non finanziarie, diminuite ad aprile del 3,6 per cento in termini tendenziali dal -2,2 per cento di marzo.

La scomposizione per scadenze dei titoli di debito emessi rivela che in aprile l'attività di rifinanziamento si è concentrata nel segmento a lungo termine e a tasso fisso del mercato. Il tasso di

Tavola 6 Emissione di titoli da parte di residenti nell'area dell'euro

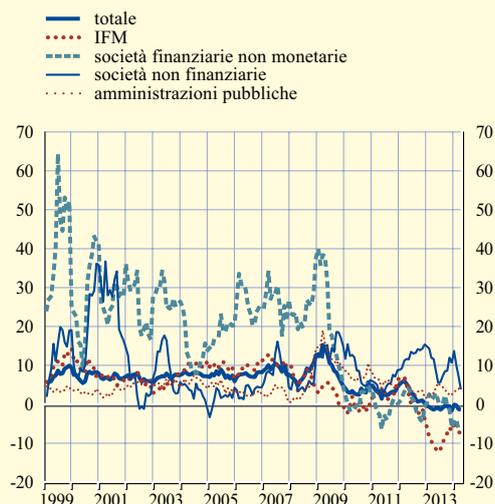
Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2014 apr.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2013 2° trim.	2013 3° trim.	2013 4° trim.	2014 1° trim.	2014 mar.	2014 apr.
		Emissione di titoli di debito:	16.430	-0,2	-0,7	-0,9	-0,8	-0,7	-1,0
IFM	4.797	-6,5	-8,7	-8,9	-8,0	-7,7	-7,6
Società finanziarie non monetarie	3.166	-0,7	0,9	0,3	-2,0	-2,2	-3,6
Società non finanziarie	1.084	11,9	10,3	9,8	8,8	7,9	6,2
Amministrazioni pubbliche	7.383	3,5	3,3	3,3	3,9	3,8	4,0
di cui:							
Amministrazioni centrali	6.709	4,0	4,1	4,0	4,5	4,2	4,7
Altre amministrazioni pubbliche	675	-0,6	-3,8	-3,1	-0,7	-0,8	-1,9
Emissione di azioni quotate:	5.840	0,6	1,1	1,2	1,6	2,0	2,2
IFM	639	2,5	7,8	7,4	8,7	9,0	10,9
Società finanziarie non monetarie	484	2,6	1,5	0,8	1,3	2,0	1,8
Società non finanziarie	4.717	0,2	0,3	0,5	0,8	1,2	1,3

Fonte: BCE.

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

Figura 7 Scomposizione per settore dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro

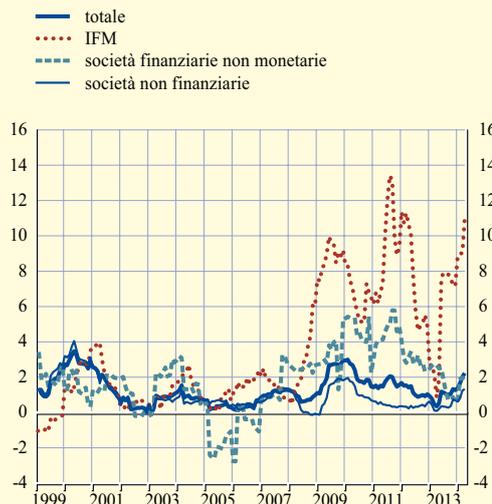
(tassi di crescita semestrali annualizzati; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

Figura 8 Scomposizione per settore delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(tassi di crescita sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

espansione sui dodici mesi dei collocamenti di titoli di debito a lungo termine è calato leggermente, portandosi al -0,1 per cento dallo 0,0 di marzo; l'andamento è riconducibile al calo del 5,3 per cento sul periodo corrispondente (dopo una riduzione del 5,0 per cento in marzo) della componente a tasso variabile, compensato da un aumento dell'1,7 per cento (come nel mese precedente) di quella a tasso fisso. Con tale flessione, sale a 21 il numero di mesi consecutivi di crescita negativa dell'emissione di titoli di debito a lungo termine a tasso variabile. Il tasso di incremento sui dodici mesi delle emissioni di titoli di debito a breve termine, in territorio negativo per il 20° mese consecutivo, è diminuito al -10,2 per cento dal -8,3 del mese precedente.

Dall'analisi degli andamenti di breve periodo emerge che la contrazione dell'attività di emissione di titoli di debito da parte delle SNF è stata più pronunciata di quanto non indichi il tasso di crescita sui dodici mesi (cfr. figura 7). In aprile il tasso di variazione su sei mesi dei collocamenti di questi titoli, espresso in ragione d'anno, si è ridotto al 3,8 per cento, rispetto al 7,2 del mese precedente, mentre quello relativo alle IFM è sceso al -7,7 per cento dal -6,9 di marzo. Per quanto concerne le istituzioni finanziarie non monetarie, il tasso corrispondente è rimasto negativo al -6,8 per cento, a fronte del -6,4 per cento del mese precedente. Per contro, il tasso di incremento su sei mesi delle emissioni di titoli da parte delle amministrazioni pubbliche è aumentato al 4,9 per cento in ragione d'anno, dal 3,9 per cento in marzo.

AZIONI QUOTATE

In aprile il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti dell'area dell'euro è salito al 2,2 per cento, dal 2,0 per cento in marzo (cfr. figura 8). Quanto alle SNF, le emissioni azionarie hanno mostrato un'accelerazione in termini tendenziali, all'1,3 per cento dall'1,2 del mese precedente. Il tasso corrispondente per le società finanziarie non monetarie è calato all'1,8 per cento, a fronte del 2,0 per cento di marzo. Infine, è proseguita la robusta espansione sui dodici mesi dei collocamenti di azioni da parte di IFM, pari al 10,9 per cento in aprile dal 9,0 per cento di marzo, per effetto del rafforzamento dei bilanci in atto nel settore.

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

Nel periodo compreso tra il 4 giugno e il 2 luglio i tassi di interesse del mercato monetario, compresi l'Eonia e i tassi swap sull'Eonia, sono diminuiti, in particolare successivamente alla riunione del Consiglio direttivo del 5 giugno. L'iniezione di liquidità risultante dalla sospensione dell'operazione settimanale di regolazione puntuale (fine tuning) finalizzata al riassorbimento della liquidità erogata nel quadro del Programma per il mercato dei titoli finanziari è stata in parte compensata dal minore ricorso alle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema e da un maggiore assorbimento da parte dei fattori autonomi.

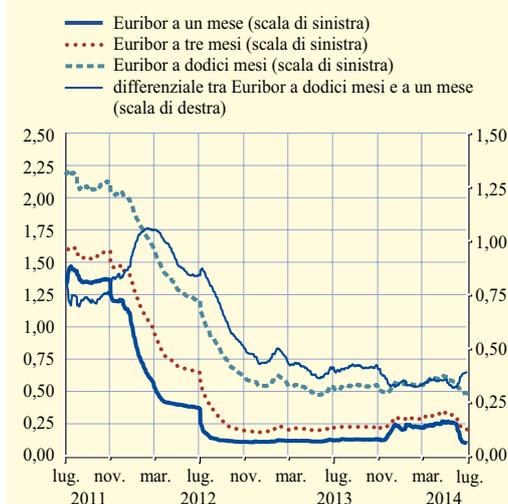
Tra il 4 giugno e il 2 luglio i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono diminuiti, registrando un calo costante dopo la riunione del 5 giugno del Consiglio direttivo, in cui si è deciso di abbassare i tassi di interesse di riferimento della BCE e di introdurre altre misure di politica monetaria volte a migliorare il funzionamento del meccanismo di trasmissione. Ad esempio, i tassi per le scadenze a un mese e a tre mesi sono diminuiti di 15 e 10 punti base, rispettivamente, ma si sono ridotti anche quelli per le scadenze più lunghe, come a sei e dodici mesi. Di conseguenza, il 2 luglio i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente allo 0,10, 0,21, 0,30 e 0,49 per cento. Il differenziale fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese, indicatore della pendenza della curva dei rendimenti del mercato monetario, risultava pertanto leggermente aumentato, collocandosi a circa 39 punti base, il 2 luglio (cfr. figura 9).

Per quanto riguarda le aspettative sui tassi futuri del mercato monetario, i tassi impliciti nei prezzi dei contratti future sull'Euribor a tre mesi con scadenza a settembre e dicembre 2014 e a marzo e giugno 2015 sono rimasti sostanzialmente invariati rispetto ai livelli osservati il 4 giugno, collocandosi rispettivamente allo 0,175, 0,165, 0,170 e 0,175 per cento il 2 luglio. L'incertezza dei mercati, misurata dalla volatilità implicita delle opzioni a breve termine riferite ai contratti future sull'Euribor a tre mesi, ha continuato a calare nel periodo in rassegna, portandosi il 2 luglio allo 0,04 per cento, il livello più basso dal luglio del 2007. Il tasso swap sull'Eonia a tre mesi è andato costantemente calando nel periodo in esame, raggiungendo lo 0,06 per cento il 2 luglio. Il differenziale fra l'Euribor a tre mesi e il tasso swap sull'Eonia a tre mesi è pertanto diminuito di 6 punti base, collocandosi a 15 punti base il 2 luglio.

Dalla fine di maggio alla riunione del 5 giugno del Consiglio direttivo, l'Eonia ha evidenziato una certa volatilità, oscillando all'interno di un intervallo di valori compreso fra lo 0,14 e lo 0,45 per cento. Tale volatilità riflesso principalmente i minori livelli di liquidità in eccesso e gli aumenti di fine mese. Dall'inizio del periodo di mantenimento cominciato l'11 giugno sia l'Eonia sia la corrispondente volatilità sono considerevolmente diminuiti; l'Eonia è rimasto prossimo allo zero durante gran parte del periodo (cfr. figura 10). L'Eonia ha raggiunto un picco dello 0,34 per cento il 30 giugno, ritornando su livelli prossimi allo zero nei giorni successivi. Questo aumento di fine mese è stato probabilmente determinato dalla domanda di liquidità dovuta a esigenze di "window dressing".

Figura 9 Tassi di interesse del mercato monetario

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



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

Tra il 4 giugno e il 2 luglio l'Eurosistema ha condotto diverse operazioni di rifinanziamento, tutte mediante aste a tasso fisso. Nelle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) del quinto periodo di mantenimento del 2014, effettuate il 10, il 17 e il 24 giugno e l'1 luglio, l'Eurosistema ha allocato rispettivamente 136,8, 97,9, 115,0 e 97,1 miliardi di euro. L'Eurosistema ha inoltre condotto in giugno due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT): un'operazione con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento il 10 giugno (con aggiudicazione di 10 miliardi di euro) e una ORLT a tre mesi il 25 giugno (con aggiudicazione di 10,4 miliardi di euro). Il 5 giugno 2014 il Consiglio direttivo ha deciso di porre fine alle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento, dopo l'operazione con aggiudicazione il 10 giugno 2014.

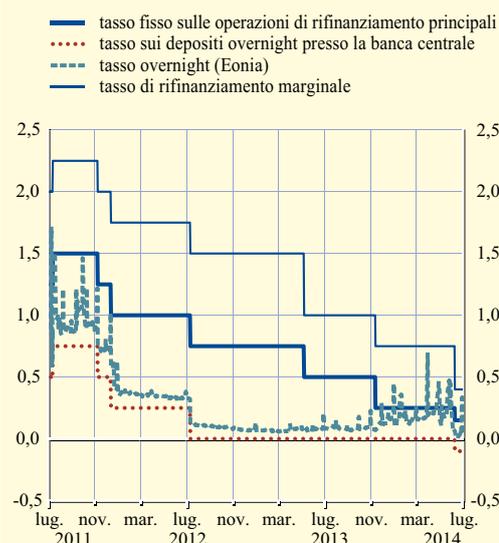
Il 5 giugno 2014 il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di sospendere l'operazione settimanale di regolazione puntuale (fine tuning) finalizzata al riassorbimento della liquidità erogata nel quadro del Programma per il mercato dei titoli finanziari, dopo l'operazione con aggiudicazione il 10 giugno 2014. In questa operazione la BCE ha riassorbito 108,6 miliardi di euro mediante una procedura d'asta a tasso variabile con un tasso massimo di offerta dello 0,15 per cento. Inoltre, le controparti hanno optato per il rimborso anticipato, con frequenza settimanale, dei fondi presi in prestito nelle ORLT a tre anni aggiudicate il 21 dicembre 2011 e il 29 febbraio 2012. Al 2 luglio 2014 erano stati rimborsati complessivamente 586,4 miliardi di euro dal 30 gennaio 2013. Dei rimborsi totali, un importo di 343,2 miliardi di euro riguardava l'ORLT aggiudicata il 21 dicembre 2011 e la differenza di 243,2 miliardi l'ORLT aggiudicata il 29 febbraio 2012.

La liquidità in eccesso è diminuita leggermente nel quinto periodo di mantenimento del 2014, collocandosi in media a 116,6 miliardi di euro, a fronte di una media di 117,2 miliardi nel precedente periodo di mantenimento. L'aumento delle operazioni di mercato aperto in essere ha compensato pressoché interamente il maggiore assorbimento da parte dei fattori autonomi. L'incremento netto delle operazioni di mercato aperto in essere è risultato a sua volta soprattutto dalla maggiore partecipazione alle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) e alle ORLT (della durata di un periodo di mantenimento e di tre mesi) e dal minore assorbimento mediante i depositi a scadenza fissa. Il ricorso medio giornaliero ai depositi presso la banca centrale è sceso lievemente a 28,3 miliardi di euro nel quinto periodo di mantenimento, da 29,7 miliardi del periodo di mantenimento precedente, mentre l'ammontare medio degli importi detenuti nei conti correnti in eccesso rispetto all'obbligo di riserva è aumentato da 87,7 a 88,2 miliardi di euro. Il ricorso medio alle operazioni di rifinanziamento marginale è modestamente diminuito, da 0,2 a 0,1 miliardi di euro.

L'eccesso di liquidità è aumentato nelle prime tre settimane del sesto periodo di mantenimento del 2014, portandosi a una media di circa 132,1 miliardi di euro, soprattutto a causa degli importi più elevati delle operazioni di mercato aperto in essere, dovuti a loro volta alla sospensione dell'operazione di regolazione puntuale finalizzata al riassorbimento della liquidità immessa nel quadro del Programma per il mer-

Figura 10 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse overnight

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



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

cato dei titoli finanziari. L'iniezione di liquidità risultante dall'ultima operazione di questo tipo è stata in parte controbilanciata da un minore ricorso alle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema (ORP e ORLT) e da un maggiore assorbimento da parte dei fattori autonomi. L'iniezione netta di liquidità dovuta alla sospensione dell'operazione settimanale di regolazione puntuale finalizzata alla sterilizzazione del Programma per il mercato dei titoli finanziari è stata quindi pari a 66,1 miliardi di euro.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

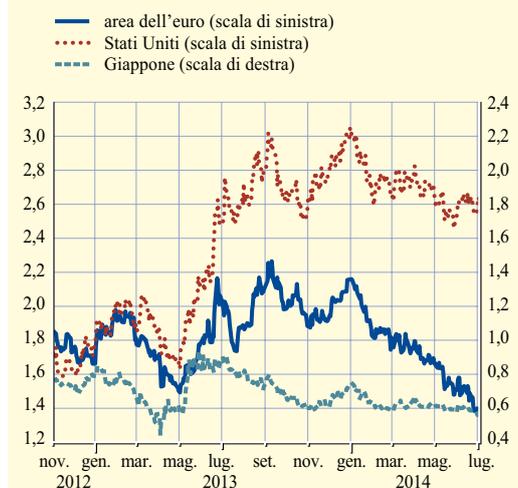
In giugno e agli inizi di luglio i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro hanno continuato a diminuire, in particolare dopo la riunione del 5 giugno del Consiglio direttivo, toccando i minimi storici. Per contro, i corrispondenti rendimenti negli Stati Uniti sono leggermente aumentati nel periodo, parallelamente al miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro e all'aumento dell'inflazione. I differenziali fra i rendimenti delle obbligazioni sovrane nell'area dell'euro si sono ristretti in un contesto di lieve calo dell'incertezza del mercato e di miglioramento del clima di fiducia. Gli indicatori finanziari delle aspettative di inflazione a lungo termine nell'area dell'euro sono rimasti coerenti con la stabilità dei prezzi.

Tra la fine di maggio e il 2 luglio 2014 i rendimenti dei titoli di Stato decennali con rating AAA nell'area dell'euro sono diminuiti di circa 10 punti base, all'1,4 per cento circa, il livello più basso mai registrato da quando questa serie storica è divenuta disponibile nel 2004 (figura 11). I rendimenti dei corrispondenti titoli a più breve scadenza sono anch'essi diminuiti leggermente nel periodo in rassegna. I rendimenti dei titoli del Tesoro a dieci anni negli Stati Uniti sono aumentati lievemente, di 15 punti base circa al 2,65 per cento, mentre quelli del Giappone sono rimasti sostanzialmente invariati allo 0,6 per cento circa.

Esaminando in maggiore dettaglio tali andamenti si evince che il calo dei rendimenti a lungo termine nell'area dell'euro si è verificato soprattutto in risposta alla riunione del Consiglio direttivo di giugno, in cui si è deciso di abbassare i tassi di interesse di riferimento della BCE e di introdurre altre misure di politica monetaria volte a migliorare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Pochi giorni dopo la riunione del Consiglio direttivo, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro sono ritornati sui livelli prevalenti all'inizio del periodo in esame, per poi discendere ancora leggermente durante la parte restante del periodo, e portarsi a un minimo dell'1,4 per cento. Negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli del Tesoro a lungo termine sono leggermente cresciuti nel contesto di miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro e di aumento dell'inflazione. L'annuncio effettuato il 18 giugno dal Federal Open Market Committee (FOMC), secondo cui avrebbe ridotto di ulteriori 10 miliardi, a 35 miliardi di dollari il programma di acquisto di attività finanziarie, non ha innescato variazioni significative dei rendimenti.

Figura 11 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

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



Fonti: EuroMTS, BCE, Bloomberg e Thomson Reuters.

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

L'incertezza degli investitori sugli andamenti di breve periodo nei mercati obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita desunta dalle opzioni a breve scadenza sulle quotazioni obbligazionarie, è complessivamente diminuita nell'area dell'euro nel periodo in esame, mostrando inizialmente un aumento nel periodo fino alla riunione di giugno del Consiglio direttivo e un calo costante in seguito (cfr. figura 12). Anche negli Stati Uniti l'incertezza dei mercati obbligazionari si è ridotta nel periodo in rassegna. Il 2 luglio la volatilità implicita nei mercati obbligazionari si collocava appena al di sopra del 4 per cento in entrambe le aree economiche.

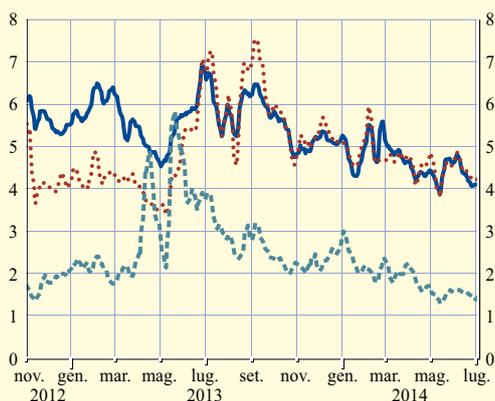
In generale, fra la fine di maggio e gli inizi di luglio, i rendimenti obbligazionari a lungo termine nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro sono ulteriormente diminuiti, e i differenziali di rendimento tra i titoli di Stato all'interno dell'area hanno continuato a comprimersi a fronte di un protratto miglioramento del clima di fiducia degli investitori. Questa evoluzione concorda con la domanda sostenuta osservata per le emissioni dei titoli di Stato effettuate in Spagna e Portogallo. I differenziali della maggioranza dei paesi dell'area rispetto al tasso degli overnight indexed swap si sono ridotti.

I rendimenti reali delle obbligazioni nell'area dell'euro, misurati dai rendimenti sui titoli di Stato indicizzati all'inflazione ¹⁾, hanno continuato a flettere nel periodo in rassegna (cfr. figura 13).

Figura 12 Volatilità implicita del mercato dei titoli di Stato

(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili a 5 giorni su dati giornalieri)

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



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

Figura 13 Rendimenti zero coupon, ricavati sulla base dei rendimenti delle obbligazioni indicizzate all'inflazione nell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili a 5 giorni su dati giornalieri; dati destagionalizzati)

— rendimenti delle obbligazioni indicizzate a termine a cinque anni su un orizzonte di cinque anni
- - - rendimenti delle obbligazioni indicizzate a pronti a cinque anni
- - - rendimenti delle obbligazioni indicizzate a pronti a dieci anni



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

1) Il rendimento reale sui titoli di Stato dell'area dell'euro indicizzati all'inflazione è calcolato come il rendimento medio ponderato per il PIL sulle emissioni sovrane indicizzate all'inflazione di Francia e Germania. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro "La stima dei rendimenti reali e dei tassi di inflazione di pareggio dopo la recente intensificazione della crisi del debito sovrano", nel numero di dicembre 2011 di questo Bollettino.

Tra gli ultimi di maggio e i primi di luglio i rendimenti obbligazionari reali a cinque e a dieci anni sono scesi rispettivamente di circa 8 e 11 punti base, al -0,66 e -0,08 per cento. Di conseguenza, il tasso di interesse reale a termine a lunga scadenza è sceso nell'area dell'euro di 15 punti base, portandosi intorno allo 0,50 per cento alla fine del periodo in esame. I livelli attuali dei rendimenti reali sono i più bassi da un anno circa. Il riquadro 3 passa brevemente in rassegna i tassi di interesse reali nell'area dell'euro e le loro determinanti.

Riquadro 3

I TASSI DI INTERESSE REALI NELL'AREA DELL'EURO: UNA PROSPETTIVA DI PIÙ LUNGO PERIODO

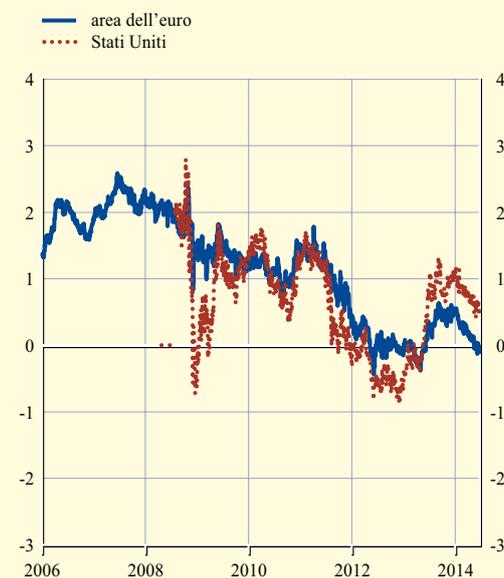
Stando a varie misure, i tassi di interesse reali privi di rischio a più lungo termine nell'area dell'euro si collocano attualmente su livelli molto più bassi rispetto a prima della crisi ¹⁾.

La figura A mostra i tassi di interesse reali a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale per l'area dell'euro e gli Stati Uniti, calcolati come differenza fra i tassi overnight index swap (OIS) nominali e i tassi swap indicizzati all'inflazione con scadenze di cinque e dieci anni ²⁾. Se considerati al loro valore facciale, questi dati indicano che i mercati si attendono attualmente che il tasso di interesse reale nell'area dell'euro sarà leggermente inferiore allo 0 per cento, in calo dal 2 per cento circa di prima della crisi.

È stata avanzata un'ampia gamma di spiegazioni complementari, benché differenti, del calo dei tassi di interesse reali privi di rischio a più lungo termine. Alcune sottolineano gli effetti di una politica monetaria fortemente accomodante in un contesto in cui i tassi ufficiali nominali a breve termine sono prossimi al limite inferiore. Altre attendono agli andamenti di medio periodo, come il risanamento dei bilanci all'indomani della crisi finanziaria e agli squilibri sia interni sia internazionali fra gli investimenti e il risparmio. Altre ancora sono collegate alle variazioni delle determinanti di lungo periodo dei tassi di interesse reali, che riflettono aspetti quali le dinamiche demografiche e la crescita tendenziale della produttività.

Figura A Tassi di interesse reali a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Reuters, Bloomberg ed elaborazioni della BCE. Dati giornalieri. L'ultima osservazione si riferisce al 23 giugno 2014. Nota: tassi di interesse reali calcolati come differenza fra i tassi nominali overnight index swap (OIS) e i tassi swap indicizzati all'inflazione con scadenze a cinque e dieci anni.

- 1) I tassi di interesse privi di rischio sono i rendimenti di obbligazioni ideali, perfettamente liquide, che non comportano alcun rischio di credito. Per una trattazione dettagliata, cfr. l'articolo: *I tassi di interesse privi di rischio nell'area dell'euro: misurazione, andamenti recenti e rilevanza per la politica monetaria* in questo numero del Bollettino mensile.
- 2) I tassi nominali a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale sono calcolati utilizzando i tassi OIS a cinque e a dieci anni. I tassi swap a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale indicizzati all'inflazione sono calcolati utilizzando i tassi swap indicizzati all'inflazione con scadenze a cinque e a dieci anni.

Questo riquadro passa in rassegna alcuni dei fattori che incidono sui tassi di interesse reali privi di rischio in una prospettiva di più lungo periodo. Una siffatta rassegna non può prescindere dal riferimento alla nozione di tasso di interesse reale di equilibrio³⁾. Sebbene non vi sia consenso unanime sulla sua definizione precisa, tale tasso può essere generalmente definito come il livello del tasso di interesse reale compatibile con un livello di prodotto pari al suo potenziale e un'inflazione pari al corrispondente obiettivo⁴⁾.

Il modo più semplice e più diretto per misurare il tasso di interesse reale di equilibrio si basa sulle aspettative del mercato riguardo al tasso di interesse reale privo di rischio che prevarrà nel lungo periodo, come mostra la figura A. Benché siano prospettiche e disponibili con cadenza giornaliera, tuttavia, le misure ricavate dal mercato presentano inevitabilmente notevoli carenze. In particolare, risentono di ondate di ottimismo o pessimismo non legate ai fondamentali e tendono a essere distorte dai premi, variabili nel tempo. Attualmente, varie misure dei premi a termine sugli orizzonti più lunghi sono negative, di riflesso all'orientamento fortemente accomodante della politica monetaria. Ciò contribuisce a spiegare perché i tassi di interesse reali a più lungo termine possano risultare bassi nonostante che le stime di più lungo periodo della crescita potenziale del PIL sugli orizzonti da sei a dieci anni siano pari a circa l'1,5 per cento, come indicato dalla Commissione europea e dalla più recente indagine sulle previsioni di consenso (Consensus Forecast Survey).

Da un punto di vista concettuale, una trattazione più esauriente che cerchi di spiegare le determinanti del tasso di interesse reale di equilibrio in una prospettiva di equilibrio generale richiede una tassonomia relativa all'orizzonte temporale in cui viene conseguita e mantenuta la stabilità del prodotto e dell'inflazione. Al fine di individuare le determinanti di più lungo periodo, è consigliabile un approccio neutrale che astragga dalle dinamiche del ciclo economico. In quest'ottica, il tasso di interesse reale di equilibrio viene dato dal tasso di interesse reale che ci si attende prevarrà nel lungo periodo, quando saranno venuti meno gli effetti di tutti gli shock che colpiscono l'economia. Il PIL reale sarà pertanto pari al suo livello potenziale e l'inflazione in linea con il corrispondente obiettivo. Di conseguenza, nel lungo periodo, il tasso di interesse reale di equilibrio sarà interamente determinato da processi fondamentali (domestici e internazionali) collegati al progresso tecnologico, alle dinamiche demografiche e alle preferenze temporali dei consumatori. Inoltre, a seconda dei fattori strutturali del particolare quadro analitico considerato più appropriato, potranno essere rilevanti anche le tendenze dell'orientamento fiscale, l'impostazione dei sistemi di previdenza sociale e le variazioni nella struttura finanziaria⁵⁾.

Alcune delle determinanti di lungo periodo suggerite dalla teoria economica portano a un trend discendente del tasso di interesse reale di equilibrio. La figura B mostra l'evoluzione del tasso di crescita a lungo termine del progresso tecnologico (misurato qui per semplicità dal prodotto per occupato) e della crescita demografica. Essa documenta, a partire dai primi anni settanta, la presenza di un trend discendente della produttività, che negli ultimi anni si è stabilizzata su bassi livelli. La crescita demografica, sebbene leggermente più volatile negli ultimi decenni, è diminuita dallo 0,7 per cento circa dei primi anni settanta a meno dello 0,3 per cento nel 2012.

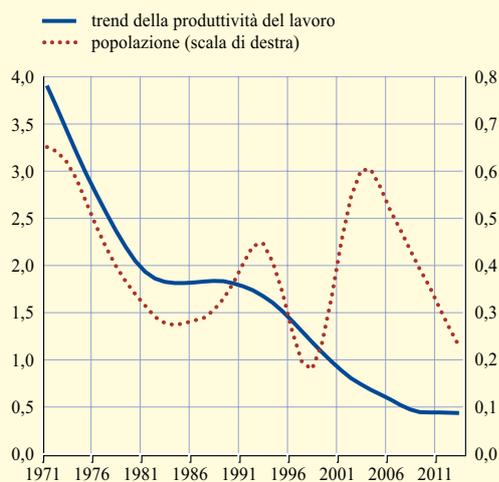
3) Per un'introduzione, cfr. l'articolo intitolato "Il tasso di interesse reale naturale nell'area dell'euro", *Bollettino mensile*, BCE, maggio 2004.

4) Per maggiori dettagli, cfr. gli articoli intitolati "Prodotto potenziale, sottoutilizzo della capacità produttiva e nesso con gli andamenti nominali dall'inizio della crisi" e "Tendenze del prodotto potenziale", *Bollettino mensile*, BCE, novembre 2013 e gennaio 2011, rispettivamente.

5) Per una trattazione recente della prospettiva dell'equilibrio generale, cfr. Kara, E. e v.Thadden, L. (2014), "Interest rate effects of demographic changes in a New-Keynesian life-cycle framework", *Macroeconomics Dynamics*, di prossima pubblicazione.

Figura B Determinanti di lungo periodo del tasso di interesse reale di equilibrio nell'area dell'euro

(valori percentuali; sul periodo corrispondente dell'anno precedente)



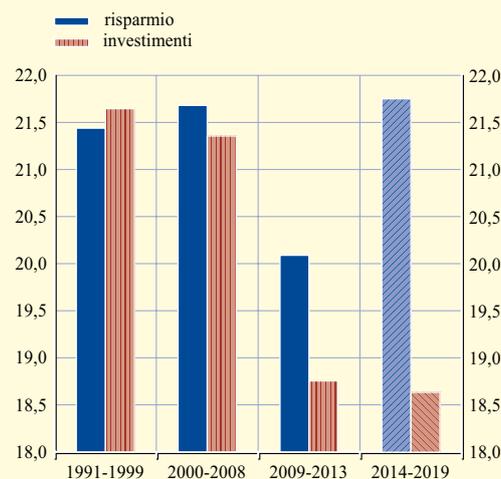
Fonti: Nazioni Unite, Eurostat, database AWM ed elaborazioni della BCE.
Nota: il trend della produttività del lavoro è stimato utilizzando il filtro di Hodrick-Prescott. L'ultima osservazione si riferisce al 2013.

Essa dovrebbe inoltre calare ulteriormente negli anni a venire.

In una prospettiva maggiormente orientata al medio termine, va sottolineato in particolare che le variazioni nell'offerta relativa di risparmio privato e nella domanda di prestiti influiscono generalmente sul tasso di interesse reale di equilibrio. Ciò comporta che l'attuale processo di riequilibrio nell'area dell'euro innescato dalla crisi finanziaria stia esercitando pressioni al ribasso sui tassi di interesse reali principalmente attraverso due canali: 1) il risparmio pubblico e privato dovrebbe aumentare di pari passo con il consolidamento dei conti pubblici e il risanamento dei bilanci privati; 2) per quanto riguarda la domanda di finanziamenti interni, gli investimenti in rapporto al PIL dell'area dell'euro si sono considerevolmente ridotti negli ultimi anni. Negli anni a venire è lecito attendersi un qualche aumento di tale rapporto, ma esiste il rischio di una ripresa lenta. Nel complesso, la differenza tra risparmio e investimento nell'area

Figura C Risparmio e investimenti nazionali lordi nell'area dell'euro

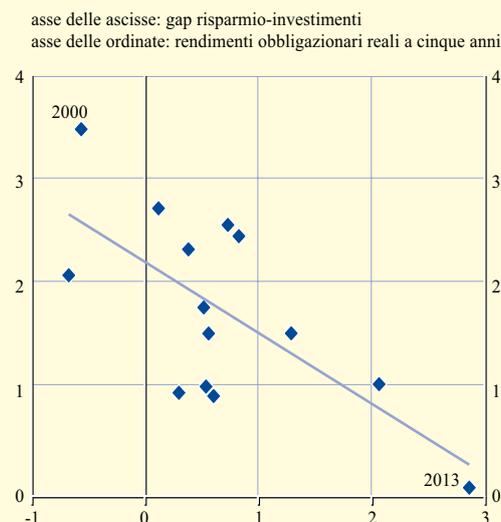
(percentuale del PIL)



Fonti: FMI ed elaborazioni della BCE.

Figura D Rendimenti obbligazionari reali a cinque anni e gap risparmio-investimenti nell'area dell'euro nel periodo 2000-2013

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



Fonti: FMI, Consensus Economics, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

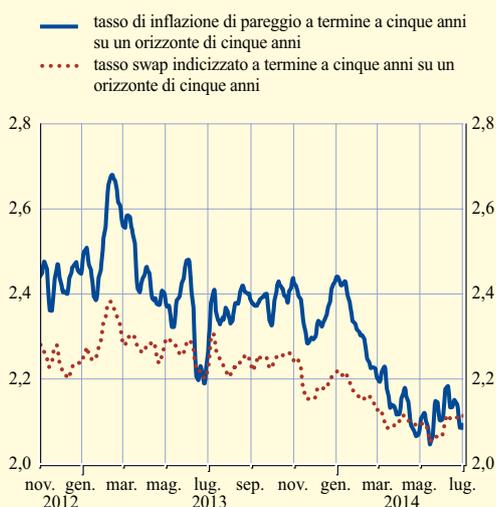
Nota: rendimenti nominali dei titoli di Stato a cinque anni deflazionati utilizzando le aspettative di inflazione a cinque anni ponderate tratte da *Consensus Economics* per i quattro maggiori Stati membri dell'area dell'euro.

dell'euro, che si è fortemente ampliata negli ultimi cinque anni, potrebbe continuare a farlo nel periodo 2014-19 (cfr. la figura C, che si basa sulle stime dell'FMI). Sebbene la portata di questo effetto è soggetta a elevata incertezza, è comunque probabile che eserciti pressioni al ribasso sui tassi di interesse reali, come indicato dalla figura D. Quest'ultima offre una semplice analisi di dispersione fra il rendimento ex-ante dei titoli di Stato a cinque anni dell'area dell'euro e il gap risparmio-investimenti nell'area stessa, analisi che evidenzia la presenza di una relazione negativa. Ciò nonostante, gli andamenti a livello mondiale, come la prospettata riduzione della differenza tra risparmio e investimento nei mercati emergenti, potrebbero attenuare tali forze. Inoltre, un'analisi completa deve tenere conto dei fattori strutturali, ad esempio la recente forte domanda di attività prive di rischio da parte di istituzioni come fondi pensione e compagnie di assicurazione, nel contesto di invecchiamento della popolazione e di modifica del quadro regolamentare e contabile.

Gli indicatori delle attese di inflazione a lungo termine ricavati dai mercati finanziari e calcolati come differenziale di rendimento fra le obbligazioni nominali e quelle indicizzate all'inflazione sono rimasti sostanzialmente invariati dalla fine di maggio. Il 2 luglio i tassi di inflazione di pareggio si collocavano intorno all'1,1 per cento per la scadenza quinquennale e all'1,6 per cento per la scadenza decennale. Di conseguenza, anche il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale ha terminato il periodo in rassegna senza variazioni di rilievo, ma registrando una certa volatilità nel periodo, portandosi al 2,1 per cento il 2 luglio (cfr. figura 14). Al tempo stesso, i tassi di inflazione di pareggio a termine a lunga scadenza desunti dagli swap

Figura 14 Inflazione di pareggio, ricavata da rendimenti zero coupon e tassi swap indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro

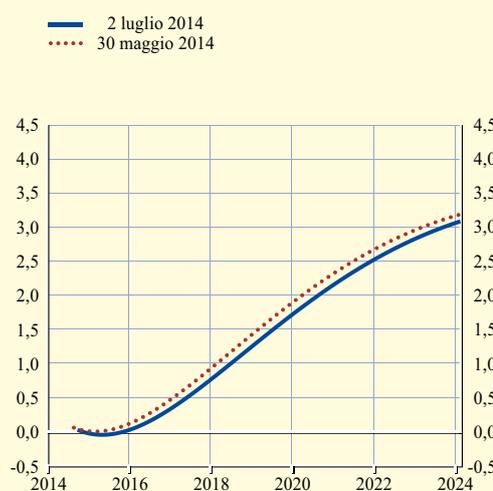
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



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

Figura 15 Tassi di interesse overnight impliciti a termine nell'area dell'euro

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



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

indicizzati all'inflazione, leggermente meno volatili, sono lievemente aumentati, al 2,1 per cento. Nel complesso, gli indicatori desunti dai mercati finanziari continuano a suggerire che le attese di inflazione si mantengono pienamente coerenti con la stabilità dei prezzi²⁾. Il riquadro 4 tratta dei premi per il rischio di inflazione incorporati nelle misure desunte dai mercati delle aspettative di inflazione.

Tra la fine di maggio e il 2 luglio la struttura per scadenze dei tassi overnight impliciti a termine dell'area dell'euro si è spostata verso il basso per tutte le scadenze, con un calo più pronunciato nel caso delle scadenze a cinque anni (cfr. figura 15).

Nel periodo in rassegna i differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie di qualità più elevata (investment grade) nell'area dell'euro (rispetto all'indice delle obbligazioni sovrane con rating AAA dell'UEM elaborato da Merrill Lynch) si sono ristretti per tutte le categorie di rating.

2) Per un'analisi più dettagliata dell'ancoraggio delle aspettative di inflazione a più lungo termine, cfr. l'articolo "Valutazione dell'ancoraggio delle aspettative di inflazione a più lungo termine", nel numero di luglio 2012 di questo Bollettino.

Riquadro 4

I PREMI PER IL RISCHIO DI INFLAZIONE NELLE MISURE DELLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE TRATTE DAL MERCATO

A partire dall'estate del 2012, in linea con le oscillazioni dell'inflazione misurata sullo IAPC, si è osservata una tendenza calante delle misure a più breve termine delle aspettative di inflazione tratte dal mercato. Attualmente le aspettative di inflazione del mercato indicano che l'inflazione crescerà in modo solo molto graduale negli anni a venire, ritornando su livelli prossimi al 2 per cento soltanto nel 2020. Le aspettative di inflazione ricavate dall'indagine della BCE Survey of Professional Forecasters (SPF), tuttavia, segnalano un adeguamento leggermente più rapido verso livelli prossimi al 2 per cento (cfr. anche la figura B nel riquadro 5 della sezione 3, dove sono analizzati in maggiore dettaglio gli andamenti delle misure ricavate dalle indagini). Il presente riquadro mostra che le componenti relative al rischio incorporate nei tassi degli swap sull'inflazione sono in parte responsabili della discrepanza fra le aspettative di inflazioni ricavate dal mercato e quelle basate sulle indagini.

Valutazione delle componenti di rischio nei tassi degli swap sull'inflazione

La misura delle aspettative di inflazione ricavata dai tassi swap può risentire di effetti di liquidità e dei premi per il rischio, che in alcuni casi possono risultare assai significativi. La stima di queste componenti può contribuire a far luce sulle misure tratte dal mercato delle aspettative di inflazione.

I premi per il rischio e gli effetti di liquidità sono stimati effettuando una regressione della differenza fra le aspettative di inflazione ricavate dagli swap sull'inflazione e quelle tratte dalla SPF sugli indicatori di rischio (ad esempio i prezzi delle opzioni sull'inflazione, la volatilità dell'inflazione, ecc.) e sulla liquidità (misurata dalla differenza fra i tassi di inflazione di pareggio ricavati dalle obbligazioni e i tassi degli swap sull'inflazione sull'orizzonte corrispondente). La parte spiegata dai regressori relativi al rischio è considerata essere la misura del premio per il rischio di inflazione. Le figure A e B presentano una scomposizione dei tassi swap a termine indicizzati all'inflazione osservati in tassi di inflazione corretti, premi per il rischio di inflazione e una componente relativa alla liquidità.

Figura A Scomposizione dei tassi swap indicizzati all'inflazione a termine a un anno su un orizzonte di un anno

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: dati di Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: la scomposizione si basa sui risultati di una regressione della differenza fra i tassi swap indicizzati all'inflazione a termine a un anno su un orizzonte di un anno e le previsioni SPF a due anni su vari indicatori di rischio (cfr. il testo del riquadro). L'ultima osservazione si riferisce a maggio del 2014.

Figura B Scomposizione dei tassi swap indicizzati all'inflazione a termine a un anno su un orizzonte di quattro anni

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: dati di Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: la scomposizione si basa sui risultati di una regressione della differenza fra i tassi swap indicizzati all'inflazione a termine a un anno su un orizzonte di quattro anni e le previsioni SPF a cinque anni su vari indicatori di rischio (cfr. il testo del riquadro). L'ultima osservazione si riferisce a maggio del 2014.

La scomposizione mostra che, sebbene in media il premio per il rischio di inflazione sia stato positivo, negli ultimi mesi è divenuto negativo. La presenza di un premio per il rischio di inflazione (leggermente) negativo implica che le aspettative di inflazione potrebbero attualmente essere più elevate e quindi più prossime a quelle tratte dalle indagini rispetto a quanto lascerebbero a prima vista credere gli swap sull'inflazione. Ciò è particolarmente probabile sull'orizzonte a breve termine, mentre l'effetto risulta assai ridotto sull'orizzonte più lungo. Il ruolo degli effetti di liquidità appare limitato, a indicare che i mercati per la protezione dall'inflazione stanno funzionando correttamente, diversamente da quanto riscontrato nel periodo immediatamente successivo al fallimento di Lehman Brothers.

Interpretazione del premio per il rischio di inflazione

Il premio per il rischio di inflazione è collegato alle proprietà di copertura delle obbligazioni nominali rispetto alle obbligazioni e agli swap indicizzati all'inflazione, che dipendono a loro volta dalla natura degli shock all'economia più probabilmente previsti.

Qualora gli operatori di mercato considerino come altamente probabile uno scenario di calo del prodotto (e dei consumi) in termini reali e di aumento dell'inflazione, un'obbligazione nominale non si presterà a offrire una copertura adeguata, poiché il rendimento in termini reali diminuirebbe nei momenti di bassi consumi (assenza di modulazione dei consumi). Tuttavia, qualora dovessero calare sia il prodotto/i consumi e l'inflazione, le obbligazioni nominali offrirebbero una buona copertura dalla flessione dei consumi poiché il loro rendimento reale aumenterebbe con il calo dell'inflazione. Un premio negativo per il rischio di inflazione può pertanto essere razionale

nel caso in cui i mercati si attendano che uno shock macroeconomico con un calo dei consumi e dell'inflazione sia più probabile di uno shock accompagnato da un aumento dell'inflazione.

In sintesi, diversamente dal periodo immediatamente successivo al fallimento di Lehman Brothers, i mercati della protezione dall'inflazione stanno attualmente funzionando correttamente e il ruolo degli effetti di liquidità appare limitato. I rischi al ribasso per l'inflazione possono pertanto essere in parte interpretati come premio negativo per il rischio di inflazione. Ciò è collegato alle proprietà di copertura offerte dalle obbligazioni nominali contro una flessione dell'inflazione rispetto alle obbligazioni e agli swap indicizzati all'inflazione. Nel complesso, l'attuale basso livello dei tassi degli swap sull'inflazione potrebbe riflettere la compresenza di basse aspettative di inflazione e di una domanda contenuta di protezione dall'eventualità di un'elevata inflazione.

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

Nell'aprile 2014 i tassi di interesse applicati dalle IFM ai depositi delle famiglie sono diminuiti, mentre sono aumentati quelli sui depositi a breve termine delle società non finanziarie. I tassi di interesse sui depositi a lungo termine delle società non finanziarie sono rimasti pressoché invariati. Analogamente, la maggior parte dei tassi sui prestiti delle IFM si è mantenuta stabile, ad eccezione di quelli sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, che hanno continuato a diminuire. Rispetto ai tassi di mercato, i differenziali dei tassi sui prestiti sono calati lievemente in aprile per i periodi di determinazione iniziale del tasso brevi, mentre sono aumentati per quelli lunghi.

Analizzando innanzitutto le scadenze brevi e i periodi brevi di determinazione iniziale del tasso di interesse, nell'aprile del 2014 i tassi di interesse delle IFM sui depositi a breve termine con durata prestabilita fino a un anno sono aumentati di 7 punti base, allo 0,7 per cento, nel caso dei prestiti alle società non finanziarie mentre quelli sui corrispondenti depositi delle famiglie sono diminuiti di 1 punto base, all'1,6. I tassi sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni a tasso variabile e periodi di determinazione iniziale del tasso fino a un anno sono diminuiti di 7 punti base, al 2,7 per cento, e quelli sui prestiti a consumo di 17 punti base, al 5,7 per cento (cfr. figura 16). Per quanto riguarda le società non finanziarie, i tassi di interesse sui prestiti di modesto ammontare (fino a 1 milione di euro) e sui prestiti di importo elevato (superiore a 1 milione di euro) con periodi brevi di determinazione iniziale del tasso sono rimasti sostanzialmente stabili al 3,8 e al 2,3 per cento rispettivamente. Di conseguenza, il differenziale fra i tassi di interesse su queste due categorie di prestiti è aumentato leggermente in aprile, a 155 punti base, restando così considerevolmente superiore alla media di circa 120 punti base registrata dal 2007. L'entità relativa del differenziale continua a suggerire che le condizioni finanziarie rimangono più restrittive per le piccole e medie imprese che non per le imprese di grandi dimensioni.

Considerata la stabilità dell'Euribor a tre mesi in aprile, il differenziale fra i tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle famiglie con brevi periodi di determinazione iniziale del tasso e il tasso del mercato monetario a tre mesi si è ristretto di 9 punti base, a 238 punti, mentre il corrispondente differenziale relativo ai tassi sui prestiti di importo elevato con periodi brevi di determinazione iniziale del tasso a favore delle società non finanziarie si è ridotto di 4 punti, a 191 punti base (cfr. figura 17).

Dall'inizio del 2012 i tassi di interesse delle IFM sui depositi a breve termine, sia delle società non finanziarie sia delle famiglie, sono diminuiti in misura compresa fra 70 e 140 punti base, mentre i tassi di interesse a breve termine delle IFM, sia sui prestiti di importo elevato alle società non

Figura 16 Tassi di interesse delle IFM a breve termine e tasso di mercato a breve termine

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

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



Fonte: BCE.

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

Figura 17 Differenziali fra i tassi di interesse a breve termine delle IFM e il tasso del mercato monetario a tre mesi

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

- prestiti a società non finanziarie superiori a un milione di euro, a tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno
- prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, a tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno
- - - depositi delle famiglie con durata prestabilita fino a un anno



Fonte: BCE.

Nota: per i prestiti, i differenziali sono calcolati sottraendo al tasso sui prestiti il tasso del mercato monetario a tre mesi; per i depositi, sottraendo a quest'ultimo il tasso sui depositi. I dati a partire da giugno 2010 potrebbero non essere completamente confrontabili con quelli antecedenti tale data a causa di variazioni metodologiche derivanti dall'attuazione dei Regolamenti BCE/2008/32 e BCE/2009/7 (che modificano il Regolamento BCE/2001/18).

finanziarie, sia sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, sono scesi in misura compresa fra 50 e 70 punti base.

Passando all'esame delle scadenze più estese e dei periodi più lunghi di determinazione iniziale dei tassi, i tassi di interesse delle IFM sui depositi a lungo termine delle famiglie sono diminuiti in aprile, mentre quelli sui depositi delle società non finanziarie sono lievemente aumentati. Nel caso delle famiglie i tassi sono scesi di 3 punti base, all'1,8 per cento, mentre in quello delle società non finanziarie sono saliti di 1 punto base, all'1,6 per cento. I tassi di interesse sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con periodi lunghi di determinazione iniziale del tasso sono diminuiti di 3 punti base, portandosi al 3,0 per cento (cfr. figura 18). I tassi sui prestiti di importo sia piccolo sia elevato erogati alle società non finanziarie con periodi lunghi di determinazione iniziale del tasso sono rimasti invariati rispettivamente al 3,3 e al 3,0 per cento. Di conseguenza, il differenziale di tasso fra questi due tipi di prestiti è risultato stabile in aprile, a 30 punti base. Poiché nello stesso mese il rendimento medio sui titoli di Stato a sette anni dell'area dell'euro con rating AAA è lievemente diminuito, di 8 punti base, all'1,13 per cento, i differenziali tra i tassi sui prestiti con periodo lungo di determinazione iniziale del tasso e il rendimento di tali titoli è aumentato per i prestiti di tutte le categorie.

Dall'inizio del 2012 i tassi di interesse delle IFM sui depositi a lungo termine sono diminuiti di circa 140 punti base, mentre quelli sui prestiti a lungo termine hanno registrato una flessione meno marcata, di circa 60 punti base. Al contempo, il differenziale tra i tassi sui prestiti con periodi lunghi di determinazione iniziale del tasso e il rendimento medio dei titoli di Stato a sette anni con rating AAA, che può considerarsi un parametro di riferimento per le scadenze più lunghe, è oscillato fra 140 e 280 punti base nel caso dei prestiti alle società non finanziarie e fra 140 e 220 punti base nel caso dei mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, rimanendo così ben superiore ai livelli pre-crisi, che erano di circa 80 punti base per i prestiti di importo elevato alle società non finanziarie e di circa 100 punti base per i prestiti di piccolo importo alle società non finanziarie e per i mutui per l'acquisto di abitazioni.

Nell'insieme, la riduzione dei tassi di riferimento della BCE, assieme agli effetti delle misure non convenzionali di politica monetaria attuate o annunciate dalla BCE, si stanno gradualmente trasmettendo ai tassi attivi e passivi delle banche. Al tempo stesso, la debolezza delle condizioni economiche e la necessità che le banche consolidino i propri bilanci potrebbero continuare a esercitare pressioni sui tassi applicati ai prestiti bancari in alcuni paesi dell'area dell'euro.

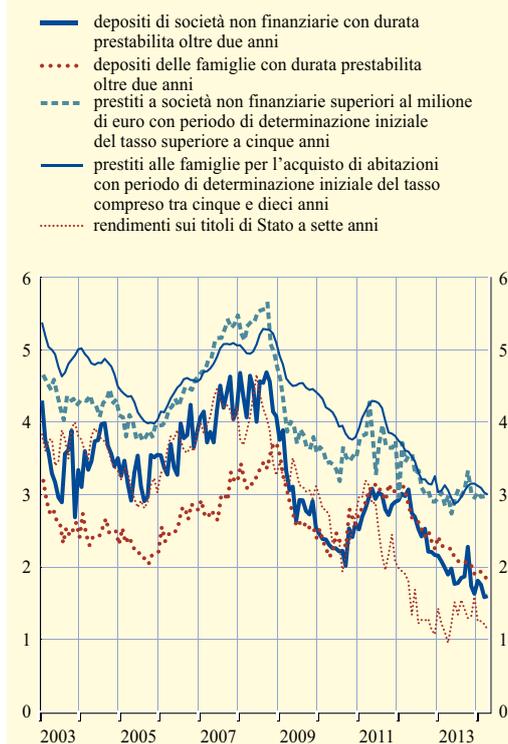
2.6 MERCATI AZIONARI

Tra la fine di maggio e gli inizi di luglio del 2014 i corsi azionari sono lievemente diminuiti nell'area dell'euro, sullo sfondo di dati economici contrastanti e di un'accentuazione delle tensioni geopolitiche. Negli Stati Uniti e in Giappone le quotazioni azionari sono invece cresciute sulla scia di un miglioramento dei dati economici in entrambi i paesi. Al tempo stesso, l'incertezza del mercato azionario, misurata dalla volatilità implicita, è calata sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, ai livelli più bassi osservati rispettivamente dal 2005 e dal 2007.

Nei giorni successivi alla riunione del Consiglio direttivo del 5 giugno, in cui si è deciso di abbassare i tassi di interesse di riferimento della BCE e di introdurre altre misure di politica monetaria volte a migliorare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, i corsi azionari nell'area dell'euro sono aumentati, in particolare nel settore finanziario. Verso la fine del periodo in rassegna, tuttavia, le quotazioni sono calate a livelli simili a quelli precedenti la riunione del Consiglio direttivo. Questa flessione è avvenuta in un contesto di dati economici contrastanti e di accresciute tensioni geopolitiche.

Figura 18 Tassi di interesse delle IFM a lungo termine e tasso di mercato a lungo termine

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



Fonte: BCE.

Nota: i dati a partire da giugno 2010 potrebbero non essere completamente confrontabili con quelli antecedenti tale data a causa di variazioni metodologiche derivanti dall'attuazione dei Regolamenti BCE/2008/32 e BCE/2009/7 (che modificano il Regolamento BCE/2001/18). Per l'area dell'euro sono considerati solo i rendimenti di titoli di Stato con rating AAA, che attualmente comprendono titoli di Austria, Finlandia, Germania e Paesi Bassi.

Nel complesso, tra la fine di maggio e il 2 luglio, i corsi azionari nell'area dell'euro, misurati dall'indice generale Dow Jones Euro Stoxx, sono lievemente diminuiti (cfr. figura 19), mentre quelli negli Stati Uniti, misurati dall'indice Standard & Poor's 500, sono aumentati del 3 per cento circa. Tale aumento si è verificato in un contesto di miglioramento dei dati economici per gli Stati Uniti e di una reazione positiva dei mercati azionari all'ultima riunione del Federal Open Market Committee (FOMC), nella quale si ribadiva che l'orientamento altamente accomodante della politica monetaria era considerato appropriato. Le quotazioni azionarie in Giappone, misurate dall'indice Nikkei 225, sono aumentate del 5 per cento circa, sulla scia del miglioramento dei dati economici e del protratto impegno della Banca del Giappone a mantenere un orientamento espansivo della politica monetaria per tutto il tempo necessario a raggiungere l'obiettivo di inflazione.

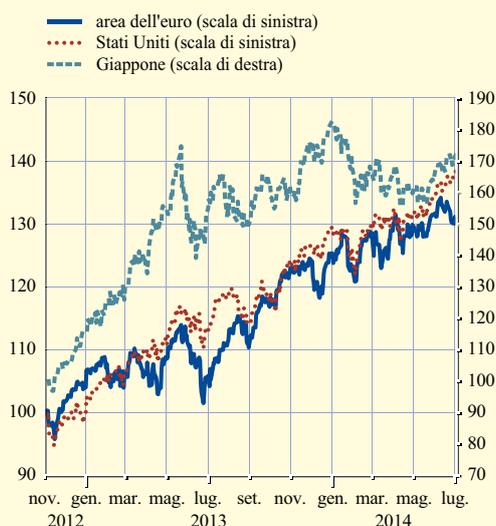
Nell'area dell'euro, a livello settoriale le flessioni maggiori sono state registrate nel comparto dei servizi ai consumatori, in quello finanziario e in quello industriale. Per contro, si sono osservati guadagni pari al 4 per cento circa nel settore del petrolio e del gas naturale e in quello dei servizi di pubblica utilità.

Anche negli Stati Uniti vi è stata qualche divergenza fra gli andamenti azionari dei titoli dei vari settori: il comparto del petrolio e del gas naturale e quello sanitario hanno segnato rialzi pari a circa il 5 per cento, i maggiori nel periodo, mentre i titoli del settore delle telecomunicazioni hanno registrato i risultati peggiori, calando lievemente.

L'incertezza relativa agli andamenti dei mercati azionari nell'area dell'euro, misurata dalla volatilità implicita, ha segnato una flessione tra la fine di maggio e gli inizi di luglio, passando dal 14

Figura 19 Indici dei corsi azionari

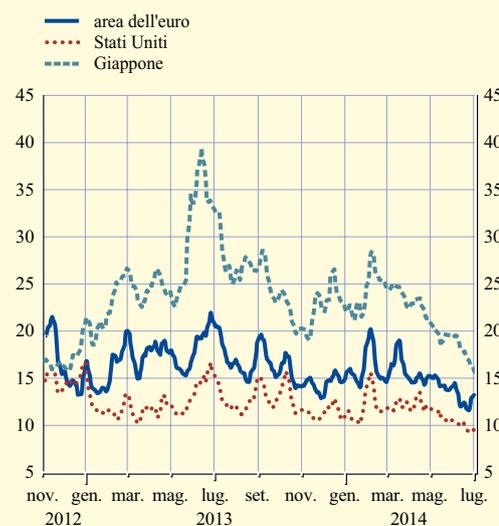
(indice: 1° novembre 2012 = 100; dati giornalieri)



Fonte: Thomson Reuters.

**Figura 20 Volatilità implicita
dei mercati azionari**

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



Fonte: Bloomberg.

Note: la serie della volatilità implicita riflette la deviazione standard attesa di variazioni percentuali dei prezzi delle azioni per un periodo fino a tre mesi, come implicito nei prezzi delle opzioni su indici azionari. Gli indici azionari a cui si riferiscono le volatilità implicite sono il Dow Jones Euro Stoxx 50 per l'area dell'euro, lo Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti e il Nikkei 225 per il Giappone.

al 13 per cento circa, in particolare nei giorni successivi alla riunione del Consiglio direttivo del 5 giugno (cfr. figura 20). La volatilità implicita negli Stati Uniti e in Giappone è anch'essa diminuita nel periodo in rassegna, collocandosi rispettivamente intorno al 9 e al 16 per cento il 2 luglio, rimanendo in Giappone di gran lunga superiore a quella nelle altre principali aree economiche. Il livello della volatilità implicita nel mercato azionario raggiunto nel periodo in rassegna è il più basso dalla fine del 2005 per l'area dell'euro e dall'inizio del 2007 per gli Stati Uniti.

3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, a giugno l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è rimasta allo 0,5 per cento, invariata rispetto a maggio. Tra le componenti principali, l'inflazione dei servizi è passata dall'1,1 per cento a maggio all'1,3 per cento nel mese successivo, mentre l'inflazione dei beni alimentari è diminuita dallo 0,1 al -0,2 per cento. In base alle ultime informazioni disponibili, nei prossimi mesi l'inflazione dovrebbe rimanere intorno ai bassi livelli correnti, per poi aumentare solo gradualmente nel corso del 2015 e 2016. Le aspettative di inflazione a medio-lungo termine rimangono saldamente ancorate, in linea con l'obiettivo principale della BCE di mantenere i tassi di inflazione appena al di sotto del 2 per cento nel medio termine.

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

3.1 PREZZI AL CONSUMO

Con riferimento ai dati più recenti, secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è rimasta invariata rispetto allo 0,5 per cento registrato in maggio. Questa tendenza discende dall'accelerazione dei prezzi dei servizi e dell'energia, compensata dal rallentamento dei prezzi dei prodotti alimentari (cfr. tavola 7 e figura 21). L'inflazione nell'area dell'euro rimane su livelli bassi, riflettendo i tassi di variazione moderati dei prezzi dei beni industriali non energetici e quelli bassi o negativi dei beni energetici e dei prodotti alimentari freschi. Le contenute pressioni sui prezzi nell'area dell'euro sono ascrivibili principalmente ai passati andamenti dei tassi di cambio ma anche all'ampio divario fra prodotto effettivo e prodotto potenziale.

Tavola 7 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

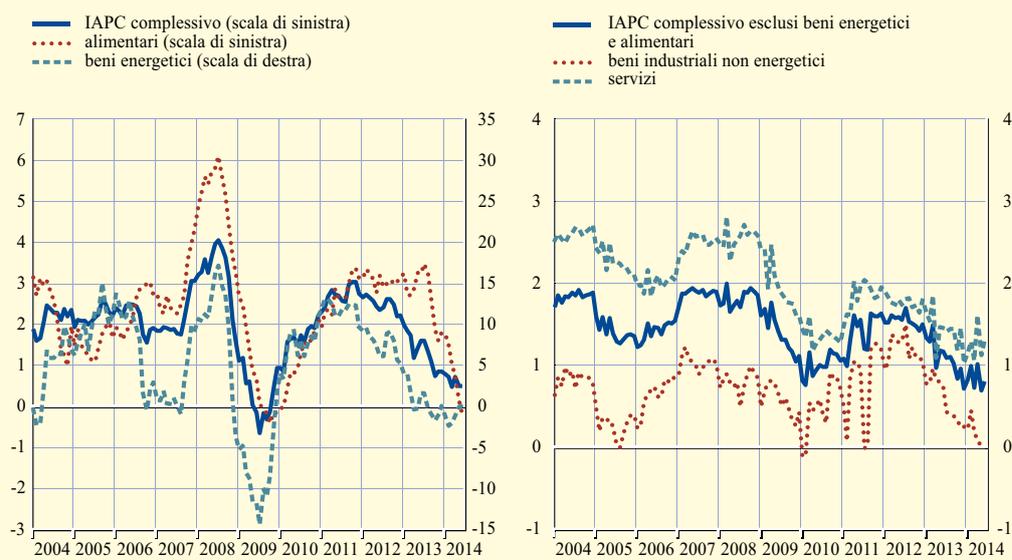
	2012	2013	2014 gen.	2014 feb.	2014 mar.	2014 apr.	2014 mag.	2014 giu.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti¹⁾								
Indice complessivo	2,5	1,4	0,8	0,7	0,5	0,7	0,5	0,5
Beni energetici	7,6	0,6	-1,2	-2,3	-2,1	-1,2	0,0	0,1
Beni alimentari	3,1	2,7	1,7	1,5	1,0	0,7	0,1	-0,2
Alimentari non trasformati	3,0	3,5	1,3	0,9	-0,1	-0,7	-2,1	.
Alimentari trasformati	3,1	2,2	2,0	1,8	1,7	1,6	1,5	.
Beni industriali non energetici	1,2	0,6	0,2	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0
Servizi	1,8	1,4	1,2	1,3	1,1	1,6	1,1	1,3
Altri indicatori di prezzi								
Prezzi alla produzione nell'industria	2,8	-0,2	-1,3	-1,7	-1,7	-1,2	-1,0	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	86,6	81,7	78,8	79,4	77,8	78,2	79,4	82,3
Prezzi delle materie prime non energetiche	-5,2	-8,0	-13,1	-13,1	-12,4	-7,5	-6,9	-2,7

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

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

Figura 21 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

Analizzando più nel dettaglio le principali componenti dello IAPC, la stima preliminare dell'Eurostat indica una dinamica positiva dei prezzi dell'energia in giugno (0,1 per cento rispetto allo 0,0 per cento del mese precedente) legata all'aumento del prezzo del petrolio.

Per la componente degli alimentari totali, che comprende sia gli alimentari freschi sia quelli trasformati, la stima preliminare dell'Eurostat segnala un'ulteriore diminuzione del tasso di variazione annuale, al -0,2 per cento, dallo 0,1 di maggio. In assenza di informazioni ufficiali sulla scomposizione della componente alimentare per il mese di giugno, il basso livello di inflazione degli alimentari negli ultimi mesi, in particolare per la componente degli alimentari freschi, è principalmente ascrivibile all'inverno mite e alle avverse condizioni meteorologiche dello scorso anno. Ne è seguito un forte calo del tasso di variazione tendenziale dei prezzi di frutta e verdura che, unitamente a effetti base al ribasso, ha comportato un crollo di 1,4 punti percentuali del tasso di variazione tendenziale dei prezzi dei prodotti alimentari freschi, facendo registrare alla componente il minimo storico (-2,1 per cento in maggio) dall'avvio, nel 1991, delle statistiche ufficiali. Anche l'inflazione dei prodotti alimentari trasformati ha subito una diminuzione, seppure minima, scendendo all'1,5 per cento a maggio, dall'1,6 per cento di aprile.

L'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle componenti volatili (beni alimentari ed energetici) è cresciuta allo 0,8 per cento in giugno, dopo lo 0,7 per cento di maggio, per effetto dell'accelerazione dei prezzi dei servizi (dall'1,1 per cento a maggio all'1,3 a giugno), a fronte di un tasso di variazione dei prezzi dei beni industriali non energetici invariato allo 0,0 per cento. Negli ultimi mesi la componente dei servizi ha evidenziato una forte volatilità, attribuibile in parte a effetti stagionali e di calendario (inizio della stagione estiva e diversa cadenza delle festività) sui prezzi dei servizi turistici (vacanze organizzate, trasporti aerei e servizi alberghieri). Il tasso di variazione tendenziale dei beni industriali non energetici allo 0,0 per cento registrato in giugno è stato il

più basso dall'estate del 2011, riflettendo la debolezza della domanda dei consumatori e l'impatto dell'apprezzamento del cambio sui prezzi dei beni di importazione.

I livelli bassi dell'inflazione IAPC al netto dei prodotti alimentari volatili e della componente energetica suggeriscono che, alla luce di un grado elevato di capacità inutilizzata nell'economia dell'area dell'euro, le pressioni inflazionistiche restano contenute.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

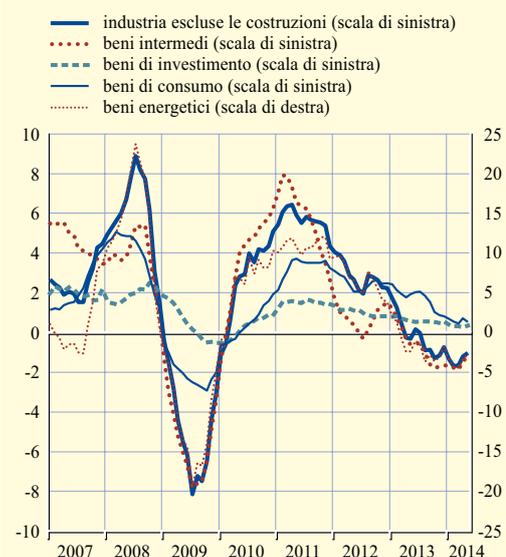
Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione al netto delle costruzioni ha registrato un'inversione della tendenza negativa, in rialzo al -1,0 per cento a maggio rispetto al -1,2 per cento del mese precedente (cfr. tavola 7 e figura 22). Il tasso di variazione al netto della componente energia si è collocato a -0,2 per cento a maggio, leggermente al di sopra del -0,3 per cento registrato ad aprile.

Le spinte inflazionistiche all'origine sui beni industriali non energetici sono rimaste modeste. L'inflazione alla produzione dei beni di consumo non alimentari è salita allo 0,5 per cento di maggio, confermando il trend avviatosi con lo 0,1 per cento registrato a novembre 2013. Gli indicatori dell'indagine per il settore al dettaglio segnalano un leggero indebolimento delle pressioni inflazionistiche negli stadi successivi della catena di formazione dei prezzi. Ai primi stadi della catena, anche le pressioni inflazionistiche, pur rimanendo in territorio negativo, hanno registrato un lieve aumento. In particolare, le pressioni al ribasso dei fattori esterni (quali il prezzo del petrolio in euro e il prezzo delle materie prime industriali) e dei fattori interni (quali i prezzi alla produzione dei beni intermedi) hanno continuato a indebolirsi, a giugno e maggio, rispettivamente.

Le spinte inflazionistiche sulla componente alimentare del paniere IAPC, sia ai primi sia agli ultimi stadi della catena di formazione dei prezzi, si sono sostanzialmente indebolite. L'inflazione sui dodici mesi del prezzo alla produzione dei prodotti alimentari industriali è scesa allo 0,5 per cento a maggio di quest'anno, dallo 0,7 per cento di aprile. I dati delle indagini sui prezzi alla produzione degli input dei prodotti alimentari sono rimasti sostanzialmente invariati a maggio, a fronte di una diminuzione dei margini dei dettaglianti di prodotti alimentari. Più a monte nella catena di formazione dei prezzi, il tasso di variazione tendenziale dei prezzi agricoli nell'area dell'euro e delle quotazioni internazionali delle materie prime alimentari in euro ha subito un ulteriore calo in giugno, con conseguente annullamento degli aumenti dei due mesi precedenti per effetto dell'attenuazione dei timori di impatti sul raccolto in diverse regioni del mondo, dovuti ad una forte manifestazione del fenomeno El Niño.

Figura 22 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)

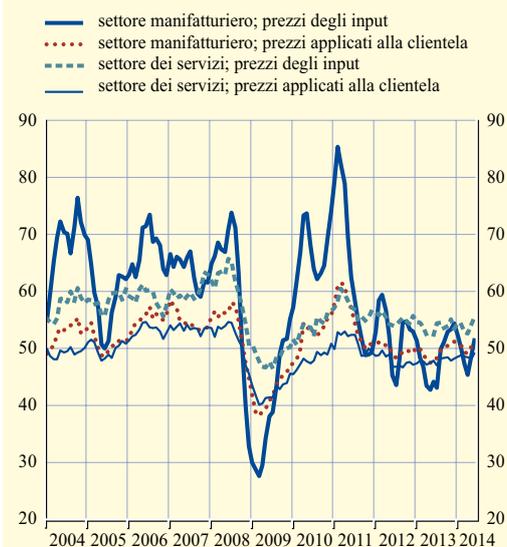


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

In un'ottica settoriale, le ultime evidenze basate sulle indagini confermano il contenimento delle spinte inflazionistiche sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi. L'indagine presso i responsabili degli acquisti (PMI) mostra un moderato aumento degli indici dei prezzi alla produzione degli input per il settore manifatturiero e dei servizi a giugno, seppure su livelli ancora contenuti. Tutti i sottoindici hanno continuato a oscillare in prossimità del valore soglia di 50, fornendo indicazioni di un aumento dei prezzi, rimanendo tuttavia al di sotto delle rispettive medie di lungo periodo (cfr. figura 23). Secondo l'indagine della Commissione europea, le aspettative sui prezzi di vendita sia nell'industria (al netto delle costruzioni) sia nel settore dei servizi sono migliorate a giugno, pur mantenendosi al di sotto delle rispettive medie di lungo periodo.

Figura 23 Indagini sui prezzi alla produzione degli input e degli output

(indici di diffusione; dati mensili)



Fonte: Markit.

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

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Gli ultimi dati sul costo del lavoro confermano le moderate pressioni sui prezzi interni (cfr. tavola 8 e figura 24). Nel primo trimestre del 2014, la crescita salariale sul periodo corrispondente ha rallentato in termini sia di redditi per occupato sia di ore lavorate. La dinamica salariale nell'area dell'euro cela ancora differenze sostanziali tra i singoli paesi.

Nel primo trimestre del 2014, i redditi per occupato sono aumentati dell'1,3 per cento sul periodo corrispondente, a fronte dell'1,6 per cento registrato nel quarto trimestre del 2013. La crescita salariale misurata in termini di ore lavorate è scesa allo 0,8 per cento nel primo trimestre di quest'anno, rispetto all'1,4 per cento del trimestre precedente. Il rallentamento complessivo della crescita salariale è attribuibile principalmente al minore contributo dei servizi non di mercato (figura 25), dove il profilo di crescita riflette gli effetti base associati all'aumento delle retribuzioni nel setto-

Tavola 8 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

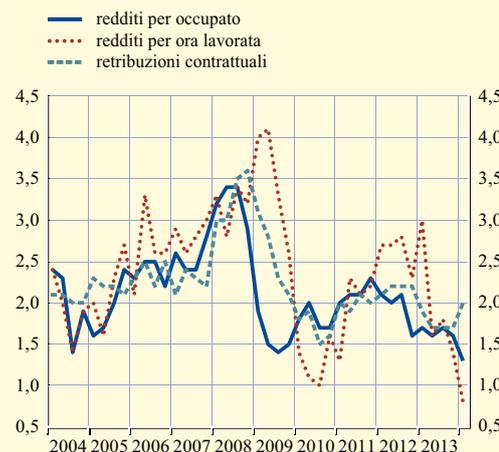
re pubblico in alcuni paesi dell'area nel 2013. Le retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro sono cresciute con un tasso del 2,0 per cento nel primo trimestre, raggiungendo livelli di molto superiori a quelli dei redditi per occupato, principalmente a causa di fattori una tantum in Germania. La crescita dei salari misurata dai redditi per ore lavorate è scesa allo 0,5 per cento nel primo trimestre del 2014, per effetto del rallentamento della crescita dei redditi per occupato e della relativa stabilità del tasso di variazione tendenziale della produttività del lavoro.

3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Sulla base delle informazioni attualmente disponibili, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC dovrebbe rimanere su livelli contenuti nei prossimi mesi, per poi aumentare gradualmente nel 2015 e 2016. Le aspettative di inflazione per l'area dell'euro nel medio e lungo periodo rimangono saldamente ancorate, in linea con l'obiettivo della BCE di mantenere i tassi di inflazione a livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento sul medio termine.

Figura 24 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



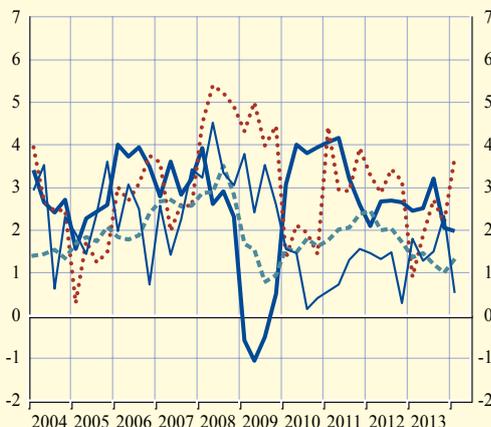
Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 25 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

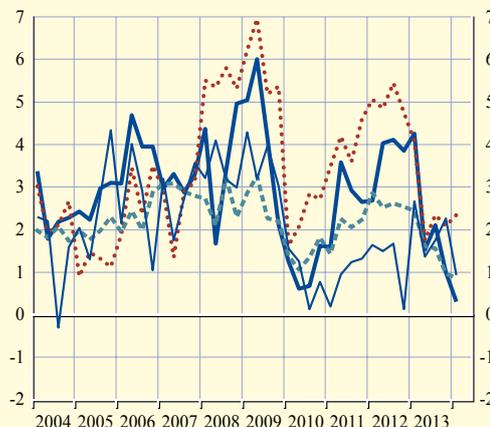
Redditi per occupato

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



Indice del costo orario del lavoro

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



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Note: i "servizi non di mercato" si riferiscono alle attività fornite dalle amministrazioni pubbliche e da istituzioni private no profit nel campo dei servizi pubblici, dell'istruzione e della salute (indicativamente i settori da O a Q della classificazione statistica delle attività economiche della Comunità europea, nota come "NACE Rev.2"). I "servizi di mercato" sono definiti per differenza rispetto al totale dei servizi (settori da G a U della classificazione NACE Rev. 2).

Le aspettative di inflazione basate sui dati di mercato e delle indagini (riquadro 5) sono sostanzialmente in linea con le recenti proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema. In un periodo di previsione di due anni, le aspettative di inflazione oscillano tra l'1,0 e l'1,5 per cento, a fronte di un intervallo compreso tra l'1,5 e il 2,1 per cento per un periodo di previsione di cinque anni, dando indicazione di un allontanamento contenuto e graduale del tasso di inflazione dai bassi livelli attuali.

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

Riquadro 5

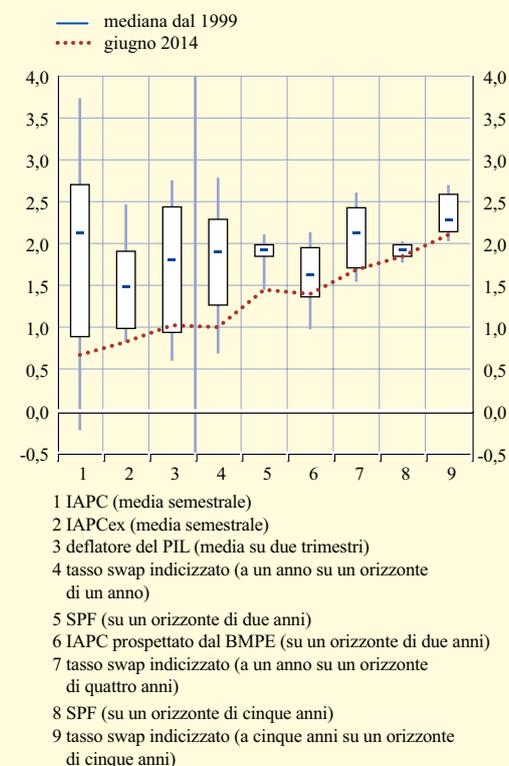
RECENTI ANDAMENTI DELLE PREVISIONI E DELLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE A BREVE E LUNGO TERMINE NELL'AREA DELL'EURO

Dalla fine del 2011 sia l'inflazione complessiva sia varie misure dell'inflazione di fondo sono diminuite considerevolmente a partire da livelli elevati. Questo calo è stato in gran parte anticipato dalle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, dalla Survey of Professional Forecasters (SPF) della BCE e dalle misure desunte dal mercato implicite negli swap sull'inflazione, perché ha rispecchiato in ampia misura il rallentamento dei prezzi dei beni energetici. Tuttavia, gli ulteriori cali dell'inflazione osservati dall'ultimo trimestre del 2013 sono stati anticipati in misura minore e hanno indotto gli operatori economici a rivedere le aspettative di inflazione a breve termine.

Al momento, sebbene il profilo futuro delle attese di inflazione sia nel complesso contenuto rispetto ai livelli medi osservati dal 1999, tutte le misure delle aspettative indicano che nei prossimi anni l'inflazione salirà ancora intorno al 2 per cento. La figura A riporta sia i recenti andamenti dell'inflazione effettiva sia le aspettative di inflazione su orizzonti di breve e lungo termine, attingendo a diverse fonti (misure desunte dai mercati implicite negli swap indicizzati all'inflazione, misure ricavate dall'SPF e dalle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema). Ogni misura viene presentata a fronte di un box plot (diagramma degli estremi e dei quartili)

Figura A Box plot dell'andamento delle aspettative di inflazione desunte da varie fonti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: BCE, Eurostat, Reuters ed elaborazioni della BCE.
 Note: le barre bianche rappresentano dal 10° al 90° percentile. L'IAPCex indica l'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e alimentari per la media semestrale. Le aspettative di inflazione della SPF ricavate dalle indagini si riferiscono al secondo trimestre del 2014.

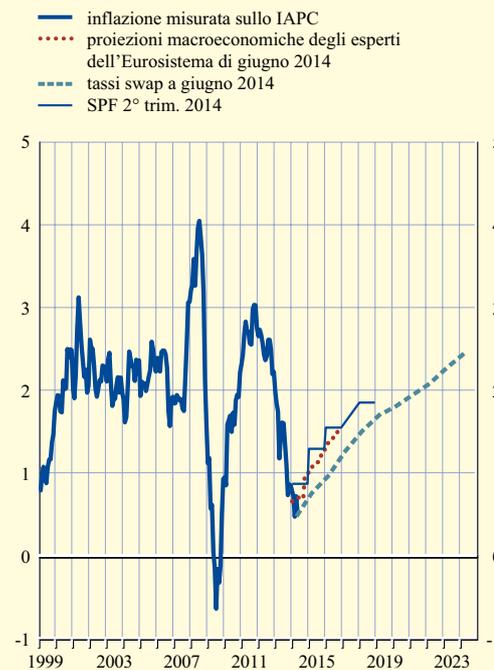
degli andamenti storici. La figura mostra che l'inflazione corrente è relativamente bassa in una prospettiva storica, anche se in passato vi sono state occasioni in cui i tassi di inflazione sono stati lievemente inferiori. Su un orizzonte a breve e medio termine (due anni), le attese di inflazione sono comprese tra l'1,0 e l'1,5 per cento, segno che ci si attende un aumento moderato e graduale dell'inflazione dagli attuali bassi livelli. In un orizzonte a più lungo termine (cinque anni), le aspettative di inflazione fondate sulle misure derivate dai mercati e dalle indagini si collocano tra l'1,5 e il 2,1 per cento.

Nel confrontare i recenti profili delle aspettative di inflazione desunte da varie fonti, la figura B mostra che gli indicatori delle aspettative ricavati dai mercati sono lievemente inferiori a quelli basati sulle indagini e alle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema. Come analizzato nel riquadro 4 della sezione 2, ciò riflette in parte i recenti andamenti dei premi per il rischio di inflazione incorporati nei tassi swap sull'inflazione. Il premio per il rischio di inflazione, pur essendo rimasto in media positivo, di recente è divenuto negativo. Tenendo conto di tale effetto, le indicazioni ricavate dalle tre diverse fonti di aspettative di inflazione a breve termine appaiono sostanzialmente coerenti.

Al fine di chiarire i rischi per lo scenario previsto centrale, è opportuno considerare le incertezze che caratterizzano le aspettative di inflazione su diversi orizzonti, secondo quanto riferito dai partecipanti all'SPF. Le figure C e D mostrano le probabilità che l'inflazione sia inferiore rispettivamente all'1 e allo 0 per cento su diversi orizzonti (uno, due e cinque anni). Al momento, la probabilità che l'inflazione sia inferiore all'1 per cento è relativamente elevata su orizzonti più brevi e sostanzialmente simile ai livelli registrati nel 2009, quando l'inflazione risentiva delle spinte al ribasso esercitate anche allora dai prezzi delle materie prime. Al contempo, la probabilità attribuita a un'inflazione negativa rimane molto bassa (meno del 5 per cento) e inferiore a quella registrata nel 2009. Gli interpellati

Figura B Andamento più recente delle aspettative di inflazione

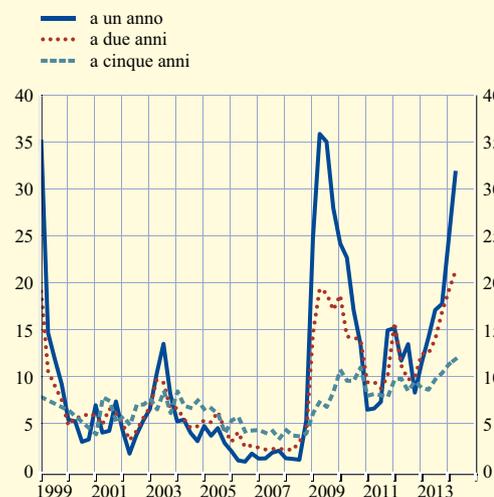
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: BCE, Eurostat, Reuters ed elaborazioni della BCE.

Figura C Probabilità di inflazione inferiore all'1 per cento

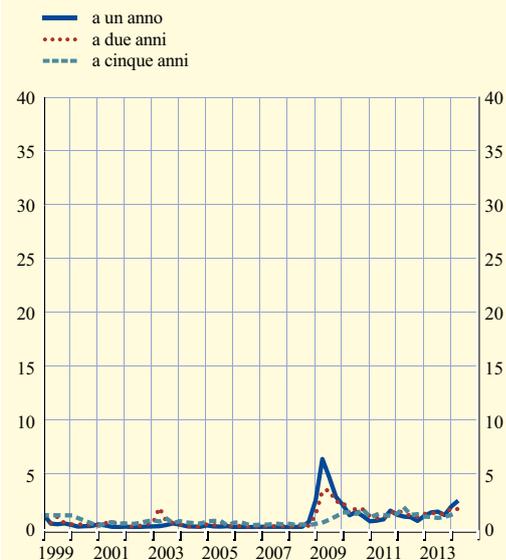
(percentuali)



Fonte: BCE.

Figura D Probabilità di inflazione inferiore allo 0 per cento

(percentuali)



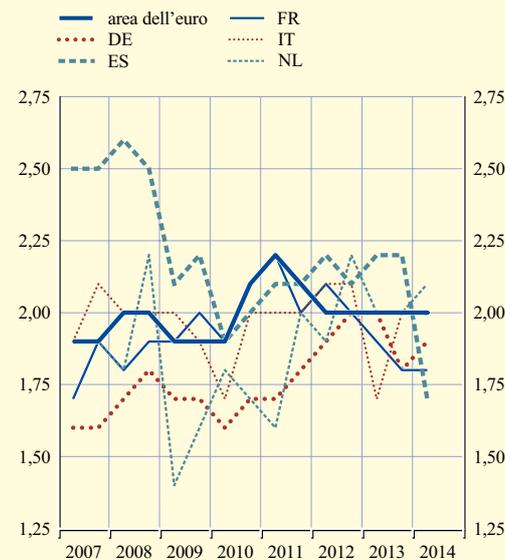
Fonte: BCE.

quindi percepiscono alcuni rischi di inflazione inferiore all'1 per cento nei prossimi anni, ma un rischio limitato di vera deflazione.

In un contesto contraddistinto da andamenti economici differenti e da un riequilibrio tra i paesi dell'area dell'euro, le aspettative sull'inflazione aggregata nell'area potrebbero celare dinamiche divergenti a livello nazionale. Le aspettative di inflazione a più lungo termine nelle cinque maggiori economie dell'area, raccolte da Consensus Economics, sono più volatili e caratterizzate da una certa eterogeneità, ma in realtà hanno mostrato una qualche convergenza dal 2008 (cfr. figura E). La traiettoria ascendente è condivisa da tutti i paesi, ma la sua pendenza riflette il livello di inflazione corrente ed è minima per la Germania e massima per la Spagna (cfr. figura F). Tale convergenza rappresenta di per sé uno sviluppo positivo perché potrebbe indicare una normalizzazione dopo il periodo di rapida espansione osservato in alcuni paesi dell'area prima della crisi.

Figura E Aspettative di inflazione su un orizzonte di 6-10 anni nelle maggiori economie dell'area dell'euro

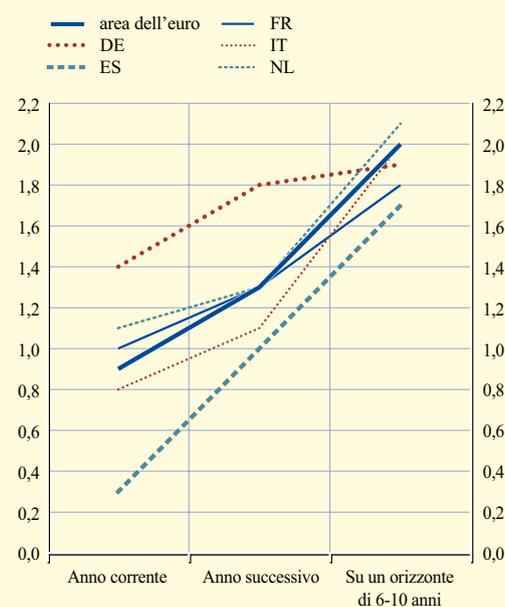
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: Consensus Economics.

Figura F Profilo più recente (aprile 2014) delle aspettative di inflazione nelle maggiori economie dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: Consensus Economics.

Nel complesso, il livello contenuto degli indicatori correnti delle aspettative di inflazione a breve termine è sostanzialmente in linea con le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, così come l'attesa di un graduale incremento nel tempo. Le aspettative di inflazione più a medio termine appaiono tuttora ben ancorate all'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere l'inflazione inferiore, ma prossima, al 2 per cento nel medio termine.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Nel primo trimestre di quest'anno il PIL reale dell'area dell'euro è salito dello 0,2 per cento sul periodo precedente. Gli indicatori economici, inclusi i risultati delle indagini disponibili fino a giugno, segnalano il procedere di una ripresa molto graduale nel secondo trimestre del 2014. In prospettiva, la domanda interna dovrebbe essere sostenuta da una serie di fattori, fra cui l'orientamento di politica monetaria ancora accomodante e i continui miglioramenti delle condizioni di finanziamento. Inoltre, i progressi compiuti sul fronte del risanamento dei conti pubblici e delle riforme strutturali, nonché gli incrementi del reddito disponibile reale, dovrebbero fornire un contributo positivo alla crescita economica. In aggiunta, la domanda di esportazioni dovrebbe trarre beneficio dalla ripresa in atto a livello mondiale. Tuttavia, sebbene i mercati del lavoro abbiano mostrato alcuni ulteriori segnali di miglioramento, la disoccupazione resta elevata nell'area dell'euro e nel complesso la capacità produttiva inutilizzata permane consistente. Inoltre, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti delle IMF al settore privato è rimasto negativo in maggio e i necessari aggiustamenti di bilancio nei settori pubblico e privato probabilmente continueranno a gravare sul ritmo della ripresa. I rischi per le prospettive economiche dell'area dell'euro continuano a essere orientati al ribasso.

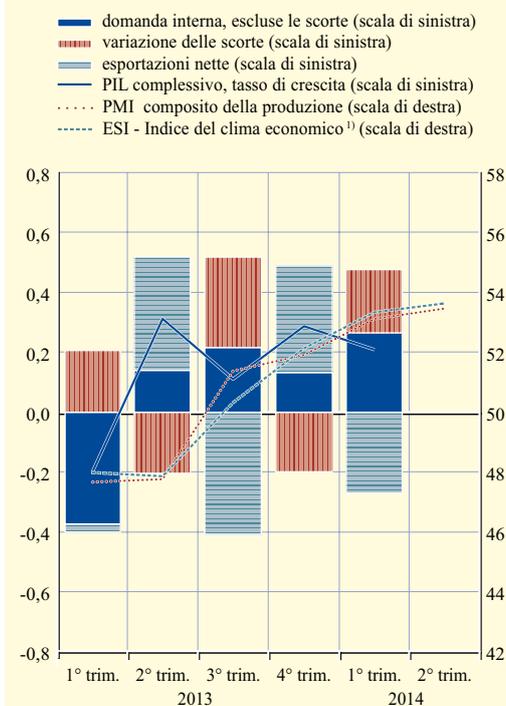
4.1 LE COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

Nel primo trimestre del 2014 il PIL in termini reali è aumentato nuovamente, dello 0,2 per cento in termini congiunturali, segnando un rialzo per il quarto trimestre consecutivo (cfr. figura 26). Al tempo stesso, la crescita del prodotto nell'ultimo periodo del 2013 è stata rivista al rialzo di 0,1 punti percentuali, allo 0,3 per cento. Il risultato del primo trimestre ha rispecchiato i contributi positivi forniti dalla domanda interna e dalla variazione delle scorte, mentre l'interscambio netto ha dato un contributo negativo. La domanda interna, pur contribuendo positivamente alla crescita, è rimasta lievemente inferiore alle attese. Tuttavia, tale debolezza sarebbe attribuibile a fattori temporanei, come l'inverno mite (che ha portato a un calo dei consumi energetici) e l'attuazione di vari provvedimenti fiscali (che hanno influito sul profilo di crescita dei consumi privati). Nel primo trimestre del 2014 il prodotto si è attestato su un livello inferiore del 2,5 per cento al suo massimo pre-recessione nel primo trimestre del 2008, ma su un livello superiore del 3,5 per cento rispetto al suo minimo post-recessione nel secondo trimestre del 2009.

Quanto al secondo trimestre di quest'anno, i dati delle indagini sono in linea con il protrarsi di una ripresa molto graduale. Sebbene sia l'indice composito dei responsabili degli acquisti (PMI) relativo al prodotto sia l'indicatore del clima economico (ESI), pubblicati dalla Commissione europea, siano diminuiti in giugno, essi sono au-

Figura 26 Crescita del PIL in termini reali e contributi, PMI composito relativo alla produzione e indice del clima economico

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



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

mentati ancora su base congiunturale tra il primo e il secondo trimestre di quest'anno. Nel secondo trimestre entrambi gli indicatori si sono collocati su livelli al di sopra delle rispettive medie di lungo periodo. La crescita dovrebbe rimanere moderata nel corso del 2014, per poi aumentare lievemente in seguito. Il riquadro 6 mostra che esiste una tendenza a sottostimare il vigore delle riprese.

Riquadro 6

PREVEDERE L'INTENSITÀ DELLE RIPRESE ECONOMICHE

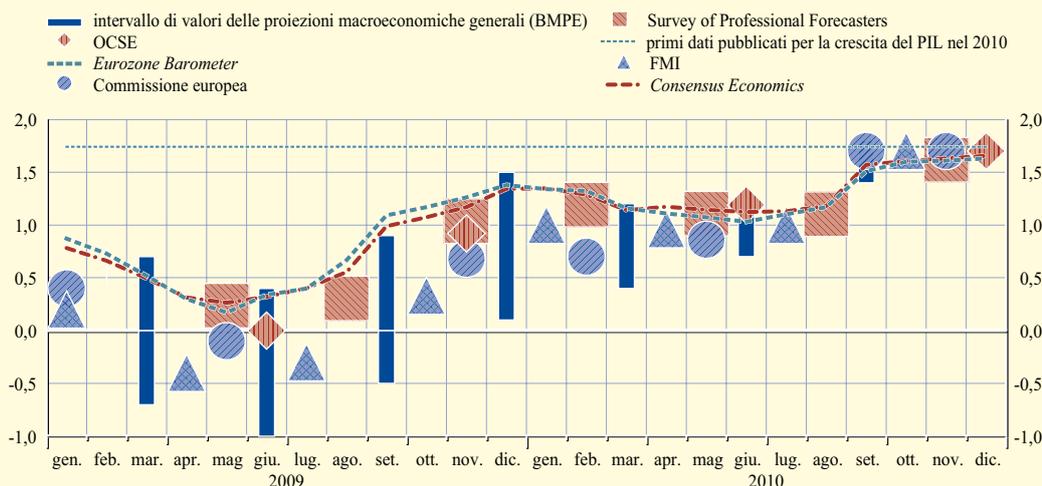
I previsori professionali concordano sulla particolare difficoltà di prevedere i punti di svolta del ciclo economico e l'ampiezza delle concomitanti variazioni del PIL¹⁾. In particolare, potrebbe esistere una tendenza a sottostimare sistematicamente la gravità delle recessioni e l'intensità delle riprese. Questo riquadro intende chiarire se vi sia realmente una tendenza a sottostimare il vigore delle riprese e quali potrebbero esserne le ragioni.

L'esperienza dei previsori professionali

La recente esperienza dimostra che in effetti potrebbe sussistere una tendenza a sottostimare il vigore delle riprese. Ad esempio, l'intensità della ripresa del 2010 nell'area dell'euro è stato sottostimato. Le proiezioni dei previsori professionali sulla crescita del PIL reale dell'area dell'euro per il 2010 sono state inferiori all'espansione del prodotto dal gennaio 2009 a metà del 2010 (cfr. figura A).

Figura A Serie di proiezioni della crescita annua del PIL nell'area dell'euro per il 2010

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Consensus Economics, BCE, Eurosystem, Eurozone Barometer, FMI e OCSE.

Nota: la crescita del PIL nel 2010 è stata rivista al rialzo al 2,0 per cento, dall'1,7 nella prima stima.

1) In tale contesto, sono stati elaborati indicatori anticipatori "qualitativi" intesi a fornire alcuni segnali anticipatori dei punti di svolta nel ciclo economico. Per l'evidenza relativa all'area dell'euro, cfr. il riquadro *La misurazione e le previsioni relative al ciclo economico dell'area dell'euro* nel numero di maggio 2011 di questo Bollettino, e de Bondt, G. e Hahn, E., "Introducing the Euro Area-wide Leading Indicator (ALI): Real-time signals of turning points in the growth cycle from 2007 to 2011", *Journal of Forecasting*, 33(1), 2014, pagg. 47-68.

Errori di previsione dei previsori professionali per la crescita del PIL reale ¹⁾

(punti percentuali)

	Fase del ciclo economico ²⁾				
	Complessivo	Espansione	Recessione	Primo anno di ripresa	Secondo anno di ripresa
Errore di previsione per l'anno corrente	0,1 [-0,1 – 0,2]	-0,2 [-0,4 – -0,1]	1,2 [0,8 – 1,6]	-0,6 [-1,0 – -0,2]	0,1 [-0,4 – 0,5]
Errore di previsione per l'anno successivo	1,0 [0,6 – 1,5]	0,0 [-0,2 – 0,3]	4,7 [3,5 – 5,8]	-1,1 [-1,7 – -0,6]	0,2 [-0,4 – 0,8]

Fonti: Consensus Economics ed elaborazioni della BCE.

Nota: i numeri riportati in parentesi quadre si riferiscono a due deviazioni standard attorno alla media dell'errore medio di previsione (previsione di crescita del PIL meno crescita effettiva del PIL), considerando che l'errore medio è stato calcolato dapprima per ogni singolo paese e quindi per tutti i 25 paesi.

1) Risultati basati su 25 paesi nel periodo 1990-2013.

2) L'espansione si riferisce a tutti gli anni salvo quelli di recessione (ossia con crescita negativa del PIL) e il primo anno delle riprese.

Esistono scarsi studi empirici di previsori professionali sulla capacità di prevedere l'intensità delle riprese. A parte una limitata casistica incentrata sulla ripresa dopo la crisi finanziaria del 2008-2009, le evidenze iniziali negli Stati Uniti dimostrano che il vigore delle riprese è stato sottostimato ²⁾. Peraltro, secondo un'analisi empirica dei dati aggregati dell'indagine dei previsori professionali condotta da Consensus Economics su 25 economie tra il 1990 e il 2013 ciò vale anche per altre economie. L'analisi evidenzia che esiste effettivamente una tendenza a sottostimare la crescita del PIL nel primo anno di ripresa, ma non vi sarebbe alcuna distorsione per il secondo anno (cfr. la tavola). Tale constatazione vale per le previsioni relative sia all'anno corrente sia a quello successivo, benché la distorsione sia lievemente più pronunciata per le previsioni relative all'anno successivo.

Questi risultati suggeriscono la possibilità che le proiezioni dei previsori professionali sulla crescita del PIL nel 2014 siano troppo basse, in quanto il 2014 sarebbe il primo anno con crescita positiva del PIL reale dopo la recessione del 2012-2013.

Il ruolo del ciclo delle scorte

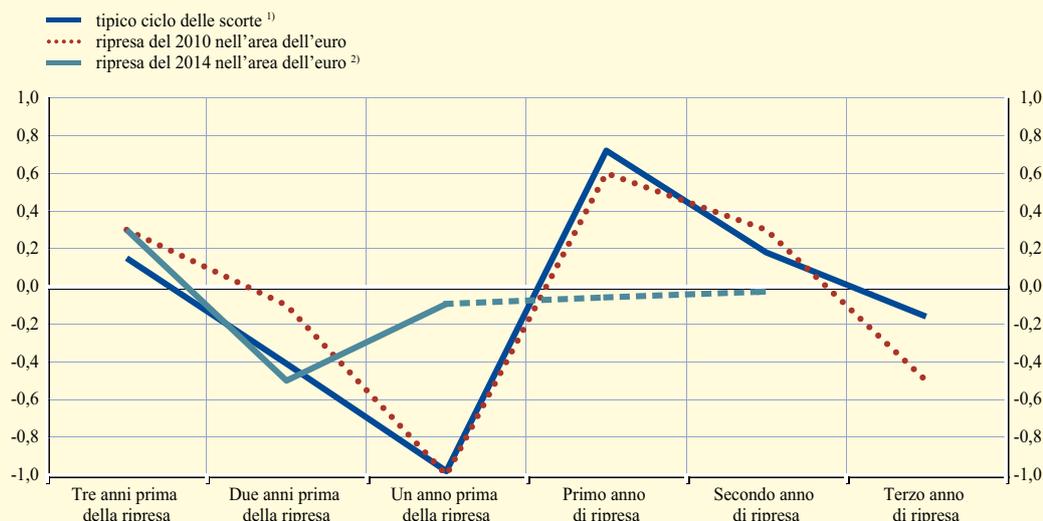
Un motivo dell'apparente tendenza a sottostimare il vigore delle riprese potrebbe essere legato al ciclo delle giacenze di magazzino. Per i previsori professionali è prassi comune considerare nullo l'effetto delle variazioni delle scorte e quindi prevedere che il loro contributo sia generalmente pari (o prossimo) a zero. Le ragioni di tale prassi potrebbero essere che la media di lungo periodo del contributo delle scorte alla crescita del PIL è normalmente prossima a zero, che i dati di contabilità nazionale sulle scorte subiscono a volte ampie revisioni e che in alcuni paesi mancano dati affidabili per stimare le variazioni delle scorte.

Tuttavia, la letteratura descrive un ciclo delle giacenze con un andamento ben definito nel ciclo economico. Tale andamento, confermato dall'evidenza negli Stati Uniti, comporta che le scorte forniscano un contributo fortemente negativo durante la recessione e un contributo positivo durante la ripresa. La variazione delle scorte costituisce la principale determinante dei forti

2) Cfr., ad esempio, Braun, P. e Zarnowitz, V., "Twenty two years of the NBER-ASA quarterly outlook surveys: Aspects and comparisons of forecasting performance", *NBER Working Paper* n. 3965, New York, 1992.

Figura B Contributo delle scorte alla crescita del PIL

(punti percentuali)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

1) In base a dati per 16 economie avanzate nel 1970-2013.

2) La linea tratteggiata verde indica le previsioni della Commissione europea per il 2014 e il 2015.

recuperi del PIL durante le riprese³⁾. Inoltre, analizzando i dati relativi a 16 economie avanzate nel periodo 1970-2013 vi è evidenza di forti variazioni delle scorte in concomitanza con i punti di svolta del ciclo economico. Nel primo anno di ripresa il contributo delle scorte alla crescita del PIL è stato di circa 0,7 punti percentuali, mentre nell'anno precedente la ripresa (che, per definizione, è un anno con crescita negativa del PIL) il contributo negativo alla crescita del PIL è stato pari a circa 1 punto percentuale (cfr. figura B). Mentre i contributi nel primo anno di ripresa e in quello precedente sono molto significativi, quelli negli altri anni non si discostano sensibilmente dallo zero. Questi risultati sono validi sia per le riprese successive a crisi finanziarie sia per quelle che seguono le "normali" recessioni. L'analisi di regressione rileva l'esistenza di uno stretto rapporto tra i contributi negativi prima di una ripresa e il contributo positivo nel primo anno di ripresa. In altre parole, quanto più è negativo il contributo delle giacenze l'anno prima di una ripresa, tanto più è positivo il loro contributo nel primo anno di ripresa.

Il contributo delle scorte alla crescita del PIL nell'area dell'euro durante la ripresa iniziata nel 2010 (il primo anno di ripresa) e negli anni precedenti è stato ampiamente in linea con il normale ciclo delle giacenze. Nel ciclo attuale, tuttavia, è probabile che il contributo delle scorte alla crescita del PIL sia meno consistente. In particolare, la Commissione europea prevede che il contributo delle variazioni delle scorte nel 2014 (il primo anno di ripresa) e nel 2015 sia quasi nullo. Sebbene l'evidenza passata indichi il rischio di sottostimare il vigore delle riprese, a seguito di un'inversione del ciclo delle giacenze superiore alle attese, tale rischio sembra essere relativamente limitato nel ciclo attuale, dato che il contributo negativo delle scorte alla crescita

3) Cfr., ad esempio, Sichel, D.E. "Inventories and the three phases of the business cycle", *Journal of Business and Economic Statistics*, 12(3), 1994, pagg. 269-277; e Bec, F. e Ben Salem, M., "Inventory investment and the business cycle: the usual suspect", *Studies in Nonlinear Dynamics and Econometrics*, 17(3), 2013, pagg. 335-343.

del PIL nel 2013 (un anno prima della ripresa) è stato solo moderatamente negativo rispetto ai cicli precedenti (-1,0 punti percentuali).

Effetti “rimbalzo” sul PIL

Le riprese a volte possono essere caratterizzate da effetti “rimbalzo” (non lineari) sul PIL, per cui quanto più è debole la crescita del PIL durante la recessione precedente, tanto più è forte durante la ripresa. Questi effetti rimbalzo sono determinati da fattori che esulano dal ciclo delle giacenze e potrebbero essere particolarmente evidenti quando un’economia è colpita da shock temporanei che non dovrebbero ridurre permanentemente il livello del PIL. È difficile trarre delle conclusioni dalla letteratura disponibile in merito all’eventuale esistenza di un effetto rimbalzo sul PIL durante le riprese. Sebbene vi siano alcuni riscontri, in particolare negli Stati Uniti (prima della crisi finanziaria del 2008-2009), le evidenze in diverse economie avanzate sono nettamente più deboli e in alcune di esse indicano persino l’assenza di effetti rimbalzo⁴⁾. Inoltre, può essere rilevante anche il tipo di recessione (ossia, normale o dovuta a crisi finanziaria) che ha preceduto il rimbalzo. In particolare, la letteratura rileva che le crisi finanziarie in genere sono seguite da riprese particolarmente deboli e che tali crisi hanno effetti avversi permanenti sul livello del PIL⁵⁾. Tale riscontro è sostanzialmente in linea con le proiezioni di un graduale rafforzamento della ripresa economica nell’area dell’euro, come attualmente previsto dai previsori professionali.

Conclusioni

In generale, alcune evidenze sembrano indicare che i previsori professionali sottostimino l’intensità delle riprese nel primo anno dopo una recessione. Tuttavia, i rischi al rialzo per la crescita del PIL nell’area dell’euro sembrano attualmente più contenuti che nella precedenti riprese cicliche. In primo luogo, il rischio al rialzo connesso al ciclo delle giacenze di magazzino sembra essere limitato perché nella recente recessione il contributo negativo delle scorte alla crescita del PIL è stato modesto e, pertanto, è più probabile un contributo moderatamente positivo per il 2014. In secondo luogo, il rischio di un effetto rimbalzo sul PIL durante l’attuale ripresa appare limitato perché l’area dell’euro è stata colpita da una crisi finanziaria e del debito sovrano, e forti effetti rimbalzo sono meno probabili dopo queste gravi crisi finanziarie.

4) Cfr., ad esempio, Bradley, M.D. e Jansen, D.W., “Nonlinear business cycle dynamics: Cross-country evidence on the persistence of aggregate shocks”, *Economic Inquiry*, 35, luglio 1997, pagg. 495-509; e Kim, C.-J., Morley, J. e Piger, J., “Nonlinearity and the permanent effects of recessions”, *Journal of Applied Econometrics*, 20(2), 2005, pagg. 291-309.

5) Cfr., ad esempio, Reinhart, C.M. e Rogoff, K.S., “This time it’s different: Eight centuries of financial folly”, University Press, Princeton, 2009; e “From recession to recovery: How soon and how strong?”, *World Economic Outlook*, FMI, Washington D.C., 2009.

Nel primo trimestre del 2014 i consumi privati nell’area dell’euro sono aumentati dello 0,2 per cento in termini congiunturali, dopo una crescita positiva ma modesta nei tre trimestri precedenti; vi ha contribuito molto probabilmente l’incremento dei consumi di beni al dettaglio, compensato in parte dalla minore spesa per servizi e acquisti di autovetture.

Per quanto riguarda il secondo trimestre di quest’anno, le informazioni disponibili tendono a suggerire nel complesso un ulteriore, ancorché moderato, incremento dei consumi privati. In aprile il volume delle vendite al dettaglio è salito dello 0,4 per cento sul mese precedente, por-

tandosi quindi su un livello superiore dello 0,6 per cento rispetto alla rilevazione media del primo trimestre, quando era aumentato dello 0,7 sul periodo precedente. Inoltre, in aprile e maggio le immatricolazioni di nuove autovetture nell'area dell'euro si sono collocate in media su un livello superiore di quasi il 2 per cento rispetto al valore medio del primo trimestre, quando si erano contratte del 2,5 in termini congiunturali. I dati desunti dalle indagini sul commercio al dettaglio per il secondo trimestre del 2014 segnalano che la crescita dei consumi di beni al dettaglio permane modesta (cfr. figura 27). L'indicatore della Commissione europea relativo al clima di fiducia nello stesso settore è migliorato ulteriormente nel secondo trimestre. Inoltre, il clima di fiducia dei consumatori, che ha seguito un andamento ascendente dall'inizio del 2013, è migliorato nettamente tra il primo e il secondo trimestre. Attualmente l'indice del clima di fiducia si colloca su un livello superiore alla sua media di lungo termine ed è quindi in linea con il protrarsi di lievi miglioramenti della spesa per consumi. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il commercio al dettaglio è salito in media dal 49,4 nel primo trimestre al 50,6 ad aprile e maggio, in linea con la moderata crescita delle vendite nel secondo trimestre del 2014. Infine, l'indicatore delle attese sugli acquisti rilevanti è rimasto su un livello contenuto, suggerendo il protrarsi di un atteggiamento di cautela da parte dei consumatori nelle decisioni di acquisto di beni durevoli.

Nel primo trimestre del 2014 gli investimenti fissi lordi hanno registrato un ulteriore aumento dello 0,2 per cento sul periodo precedente, il quarto consecutivo. Quanto alla scomposizione degli investimenti nel primo trimestre, l'aumento della componente nelle costruzioni è stato compensato in parte da un calo di quella nei settori diversi dalle costruzioni (ciascuna rappresentando circa la metà degli investimenti totali). In prospettiva, ci si attende che gli investimenti delle imprese aumentino in misura moderata parallelamente al recupero graduale della domanda, al miglioramento del clima di fiducia e delle condizioni di finanziamento e al diminuire dell'incertezza.

I nuovi dati sugli investimenti fissi sono complessivamente in linea con il protrarsi di una moderata espansione nel secondo trimestre di quest'anno. La produzione industriale di beni di investimento (un indicatore degli investimenti futuri al netto delle costruzioni) è diminuita in aprile dello 0,1 per cento sul mese precedente. Nello stesso mese la produzione di beni di investimento si è collocata su un livello inferiore dello 0,5 per cento rispetto alla sua media del primo trimestre del 2014, quando era aumentata dello 0,6 su base trimestrale. Sebbene ciò indichi un avvio debole del secondo trimestre, la forte volatilità mensile dei dati di produzione richiama alla cautela nelle valutazioni. I risultati delle indagini presentano un quadro lievemente più positivo. Ad esempio, il PMI relativo al

Figura 27 Vendite e PMI nel commercio al dettaglio e indicatori di fiducia

(dati mensili)

- vendite al dettaglio totali¹⁾ (scala di sinistra)
- clima di fiducia dei consumatori²⁾ (scala di destra)
- - - - - clima di fiducia nel commercio al dettaglio²⁾ (scala di destra)
- PMI³⁾ delle vendite effettive rispetto al mese precedente (scala di destra)



Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie, Markit ed elaborazioni BCE.

1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente; medie mobili di tre mesi; dati corretti per il numero di giornate lavorative; carburanti inclusi.

2) Saldi percentuali; dati destagionalizzati e al netto della media.

3) PMI: scostamenti da un valore dell'indice pari a 50.

settore manifatturiero, che mostra una tendenza al rialzo dalla metà del 2012, pur essendo sceso nel secondo trimestre di quest'anno, rimane ancora chiaramente al di sopra della soglia teorica compatibile con la crescita, pari a 50. Parimenti, l'indicatore del clima di fiducia delle imprese industriali elaborato dalla Commissione europea, che nel terzo trimestre dello scorso anno si era collocato su un livello superiore alla sua media di lungo periodo, è rimasto sostanzialmente stabile tra il primo e il secondo trimestre.

In aprile la produzione nel settore delle costruzioni è cresciuta dello 0,8 per cento in termini congiunturali, dopo un calo leggermente più contenuto nel mese precedente. Di conseguenza, la produzione nelle costruzioni nello stesso mese è risultata superiore dello 0,7 per cento alla media del primo trimestre, segnando un rallentamento rispetto alla crescita congiunturale registrata in tale periodo (2,3 per cento). Tuttavia, l'aumento nel primo trimestre riflette, almeno in parte, gli effetti positivi connessi alle condizioni meteorologiche insolitamente miti in alcune paesi dell'area dell'euro all'inizio dell'anno. I dati delle indagini qualitative segnalano un andamento modesto nel secondo trimestre. Ad esempio, nel secondo trimestre l'indicatore della Commissione europea sul clima di fiducia nelle costruzioni era ancora decisamente inferiore alla media storica e il PMI per lo stesso comparto nell'area dell'euro si è situato ben al di sotto di 50 in aprile e maggio.

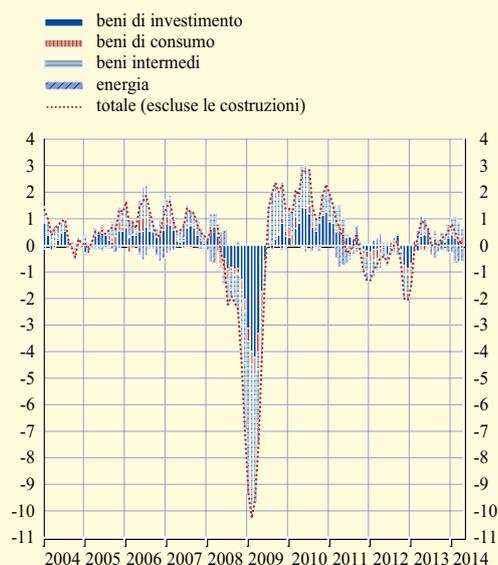
Il contributo alla crescita del PIL da parte dell'interscambio netto con l'estero si è riportato in territorio negativo nel primo trimestre del 2014, nonostante i flussi commerciali positivi. Mentre l'espansione delle esportazioni è rallentata (allo 0,2 per cento), quella delle importazioni ha accelerato (raggiungendo lo 0,8 per cento) nel primo trimestre. Per quanto riguarda il secondo trimestre, gli indicatori disponibili segnalano un lieve calo della crescita delle esportazioni e un rallentamento più marcato delle importazioni, che insieme sarebbero coerenti con un contributo lievemente positivo dell'interscambio netto in tale trimestre. In aprile il valore delle esportazioni è salito dello 0,4 per cento rispetto alla media del primo trimestre, mentre le importazioni sono scese dello 0,3. Stando agli indicatori di breve periodo, in aprile i prezzi dei beni scambiati sono diminuiti rispetto alla media del primo trimestre, segnalando che i flussi commerciali sono lievemente aumentati in volume. I dati congiunturali più recenti, riferiti a tutto il secondo trimestre, indicano una crescita delle esportazioni lievemente inferiore rispetto al primo trimestre. Il PMI per i nuovi ordinativi dall'estero, pur rimanendo più elevato rispetto alla soglia di espansione di 50 nel secondo trimestre, è sceso ancora rispetto al primo trimestre. L'indicatore relativo agli ordini esteri basato sull'indagine della Commissione europea traccia un quadro sostanzialmente analogo.

4.2 PRODOTTO PER SETTORE

Nel primo trimestre del 2014, il valore aggiunto in termini reali ha evidenziato un ulteriore incremento dello 0,1 per cento sul periodo precedente, che è risultato diffuso a tutti i principali settori economici. Fa eccezione l'industria al netto delle costruzioni, il cui valore aggiunto ha mostrato un lieve calo. Il valore aggiunto totale ha registrato un aumento cumulato dell'1 per cento dal primo trimestre dello scorso anno e attualmente si colloca su un livello superiore del 4 per cento rispetto al suo minimo post-recessione del secondo trimestre del 2009. In prospettiva, i dati delle indagini indicano un'ulteriore crescita del valore aggiunto nel secondo trimestre di quest'anno. Quanto agli andamenti per settore, i più recenti indici PMI relativi al prodotto mostrano una maggiore crescita nel settore manifatturiero, seguito da quello dei servizi, mentre ci si attende che il settore delle costruzioni mostri una dinamica più contenuta.

Figura 28 Crescita della produzione industriale e contributi

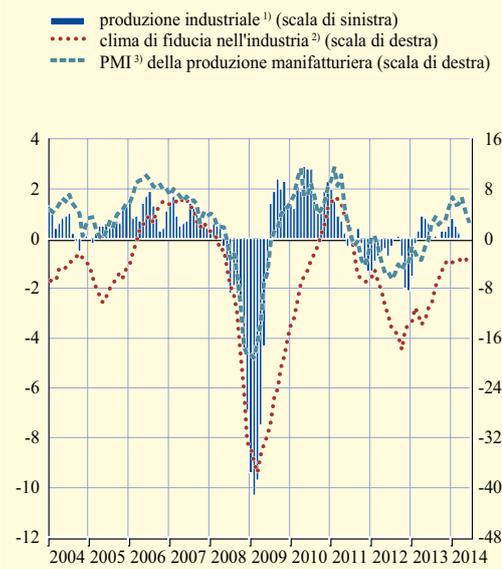
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)



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

Figura 29 Produzione industriale, clima di fiducia delle imprese industriali e PMI della produzione manifatturiera

(dati mensili; destagionalizzati)



Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, Markit ed elaborazioni della BCE.
Nota: le serie qualitative si riferiscono al settore manifatturiero.
1) Variazioni percentuali sui tre mesi precedenti.
2) Saldi percentuali.
3) PMI: scostamenti da un valore dell'indice pari a 50.

Quanto all'andamento nel secondo trimestre del 2014, in aprile la produzione industriale (al netto delle costruzioni) è aumentata dello 0,8 per cento sul mese precedente, risultando quindi superiore dello 0,6 alla sua media del primo trimestre. Si tratta di un avvio relativamente vigoroso del secondo trimestre se confrontato con l'aumento congiunturale dello 0,2 per cento nel primo trimestre (cfr. figura 28). Al contempo, l'indicatore della BCE sui nuovi ordini industriali nell'area dell'euro (al netto dei mezzi di trasporto pesante) è salito in aprile dello 0,5 per cento su base mensile, dopo un lieve calo nel mese precedente. Il livello dei nuovi ordini pertanto è stato superiore dello 0,3 per cento a quello del primo trimestre, quando era aumentato dello 0,9 sul periodo precedente. Gli esiti delle indagini, disponibili fino a giugno, indicano un'ulteriore espansione del prodotto nel settore industriale nel secondo trimestre (cfr. figura 29). Il PMI relativo al prodotto nel settore manifatturiero, pur essendo diminuito tra il primo e il secondo trimestre di quest'anno, indica ancora una robusta crescita nel secondo trimestre.

In aprile è cresciuta anche la produzione nel settore delle costruzioni, dello 0,8 per cento su base mensile, impartendo così uno slancio relativamente positivo al secondo trimestre dell'anno. Tuttavia, i risultati delle indagini più recenti indicano una perdurante debolezza in questo comparto.

L'indice PMI sui servizi alle imprese, nonostante un lieve calo in giugno, è aumentato ancora tra il primo e il secondo trimestre del 2014. L'indice, che ha registrato una media di 53,1 nel secondo trimestre, è quindi coerente con una nuova lieve espansione del prodotto nel comparto dei servizi nello stesso periodo. Altre indagini presso le imprese, come quelle della Commissione europea, presentano un quadro analogo.

4.3 MERCATO DEL LAVORO

Il mercato del lavoro nell'area dell'euro, che ha iniziato a stabilizzarsi nella primavera del 2013, ha mostrato ulteriori segni di un graduale miglioramento. Negli ultimi mesi l'occupazione è andata aumentando mentre la disoccupazione è diminuita. Anche i dati delle indagini sono ulteriormente migliorati, pur tuttavia indicando solo un lieve rafforzamento del mercato del lavoro nell'area dell'euro nel prossimo periodo. Tali andamenti sono in linea con il consueto ritardo con cui i mercati del lavoro rispondono ai miglioramenti dell'attività economica.

L'occupazione, scesa complessivamente dell'1,7 per cento tra il secondo trimestre del 2011 e il terzo del 2013, è aumentata dello 0,1 per cento sul periodo precedente sia nell'ultimo trimestre del 2013 sia nel primo del 2014 (cfr. tavola 9). Tali andamenti segnalano, quindi, la fine del prolungato periodo di perdita di posti di lavoro precedentemente rilevato. A livello settoriale, i dati più recenti segnalano una crescita dell'occupazione nel settore dei servizi e nell'industria in senso stretto, compensata in parte da ulteriori perdite di posti di lavoro nel comparto delle costruzioni. Le ore lavorate sono rimaste sostanzialmente stabili nel quarto trimestre dello scorso anno e nel primo del 2014. Tuttavia, rispetto a un anno prima le ore lavorate sono aumentate dello 0,5 per cento nel primo trimestre, mentre il numero di occupati è cresciuto solo dello 0,1 per cento. Ciò concorda con l'idea che le imprese, in fase di ripresa dell'attività economica, tendono a prolungare l'orario di lavoro prima di aumentare l'occupazione. Il miglioramento emerso dalle indagini campionarie conferma il quadro di un modesto rafforzamento dei mercati del lavoro nel secondo trimestre del 2014 (cfr. figura 30).

Nel primo trimestre del 2014 la produttività per occupato è ulteriormente aumentata dello 0,8 per cento su base annua, avendo registrato tassi di crescita positivi per quattro trimestri consecutivi (cfr. figura 31). L'ultimo incremento ha riguardato complessivamente tutti i settori, ma in maniera più intensa il comparto delle costruzioni e quello agricolo. Al contempo, il tasso di crescita annuale

Tavola 9 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

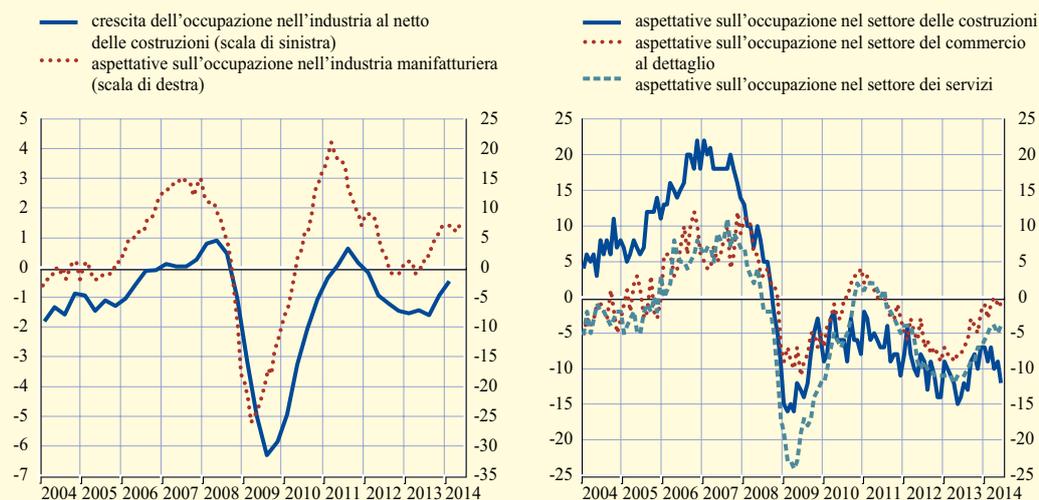
	Persone					Ore				
	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali			Variazioni annuali		Variazioni trimestrali		
	2012	2013	2013 3° trim.	2013 4° trim.	2014 1° trim.	2012	2013	2013 3° trim.	2013 4° trim.	2014 1° trim.
Totale economia	-0,6	-0,8	0,0	0,1	0,1	-1,4	-1,1	-0,1	0,1	-0,1
<i>di cui:</i>										
Agricoltura e pesca	-1,9	-1,4	-0,4	-0,5	0,0	-2,9	-1,0	-0,1	-0,1	0,7
Industria	-2,1	-2,3	-0,4	0,0	-0,2	-3,3	-2,4	-0,2	-0,3	-0,2
Escluse le costruzioni	-0,9	-1,4	-0,4	0,2	0,1	-2,0	-1,2	-0,1	-0,1	0,1
Costruzioni	-4,7	-4,6	-0,4	-0,5	-1,0	-6,1	-5,0	-0,6	-0,9	-0,7
Servizi	-0,1	-0,3	0,1	0,2	0,2	-0,7	-0,7	0,0	0,2	-0,2
Commercio e trasporti	-0,8	-0,8	-0,1	0,2	-0,1	-1,6	-1,2	-0,1	0,1	-0,2
Informatica e comunicazione	1,2	0,0	-0,3	0,6	0,1	0,6	-0,1	-0,5	0,7	-0,2
Finanziari e alle imprese	-0,4	-0,7	0,1	-0,1	0,0	-0,9	-0,8	0,1	-0,1	-0,4
Attività immobiliari	-0,4	-1,9	0,3	-1,2	1,5	-1,1	-2,4	-1,0	-1,5	1,3
Servizi professionali	0,7	0,4	0,5	0,1	0,4	0,5	-0,1	0,1	-0,3	0,4
Amministrazione pubblica	-0,3	-0,2	0,2	0,3	0,2	-0,5	-0,5	0,1	0,6	-1,0
Altri servizi ¹⁾	0,6	0,0	0,3	0,1	0,4	-0,1	-0,5	0,3	0,1	1,5

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

Figura 30 Crescita dell'occupazione e aspettative sull'occupazione

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



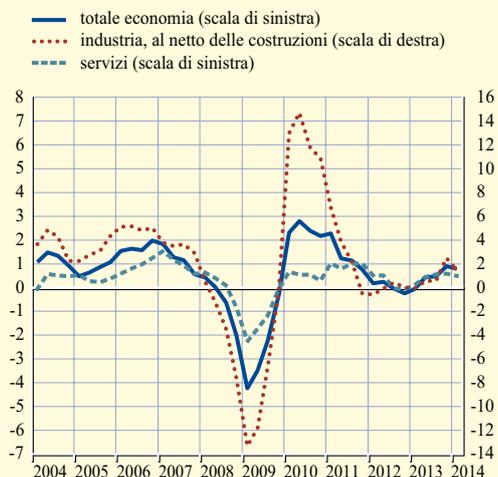
Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.
Nota: i saldi percentuali sono espressi come scarti dalla media.

della produttività per ora lavorata è sceso di 0,3 punti percentuali, allo 0,4 per cento, tra il quarto trimestre del 2013 e il primo di quest'anno. L'indice PMI per la produttività suggerisce comunque il perdurare di tale dinamica positiva anche nel secondo trimestre dell'anno.

Il tasso di disoccupazione, diminuito sia nell'ultimo trimestre del 2013 sia nel primo di quest'anno, ha registrato un nuovo calo in aprile, raggiungendo l'11,6 per cento, rimanendo poi stabile in maggio

Figura 31 Produttività del lavoro per occupato

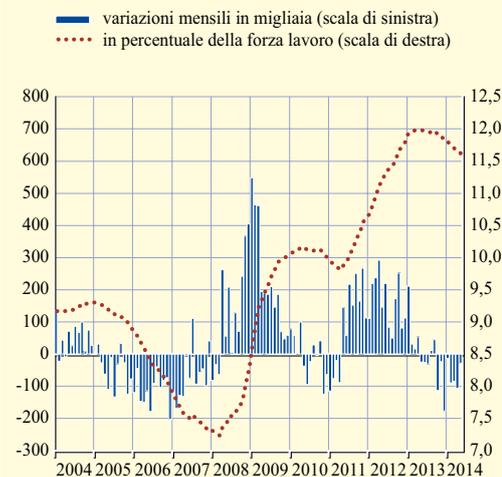
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 32 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

(cfr. figura 32). Tuttavia, tra aprile e maggio il numero di disoccupati nell'area dell'euro è sceso ulteriormente. La riduzione del tasso di disoccupazione dal più recente picco raggiunto nell'aprile 2013 ha riguardato entrambi i sessi e tutte le classi di età. Sebbene questo calo sia stato più marcato nei paesi soggetti a tensioni, le differenze tra i paesi dell'area dell'euro rimangono notevoli; a livello di singoli paesi, in maggio il tasso di disoccupazione complessivo andava da meno del 5 per cento a oltre il 25 per cento.

4.4 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Gli indicatori economici, inclusi i risultati delle indagini disponibili fino a giugno, segnalano il procedere di una ripresa molto graduale nel secondo trimestre del 2014. In prospettiva, la domanda interna dovrebbe essere sostenuta da una serie di fattori, fra cui l'orientamento di politica monetaria ancora accomodante e i continui miglioramenti delle condizioni di finanziamento. Inoltre, i progressi compiuti sul fronte del risanamento dei conti pubblici e delle riforme strutturali (cfr. riquadro 7), nonché gli incrementi del reddito disponibile reale, dovrebbero fornire un contributo positivo alla crescita economica. In aggiunta, la domanda di esportazioni dovrebbe trarre beneficio dalla ripresa in atto a livello mondiale. Tuttavia, sebbene i mercati del lavoro abbiano mostrato alcuni ulteriori segnali di miglioramento, la disoccupazione resta elevata nell'area dell'euro e nel complesso la capacità produttiva inutilizzata permane considerevole. Inoltre, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è rimasto negativo in maggio e gli aggiustamenti di bilancio necessari nei settori pubblico e privato potrebbero verosimilmente continuare a gravare sul ritmo della ripresa.

I rischi per le prospettive economiche dell'area dell'euro restano orientati al ribasso. In particolare, i rischi geopolitici, nonché gli andamenti nelle economie emergenti e nei mercati finanziari mondiali, potrebbero influenzare negativamente le condizioni economiche, anche per i loro effetti sui prezzi dell'energia e sulla domanda mondiale di prodotti dell'area dell'euro. Ulteriori rischi al ribasso sono connessi all'insufficiente attuazione delle riforme strutturali nei paesi dell'area e a una domanda interna inferiore alle attese.

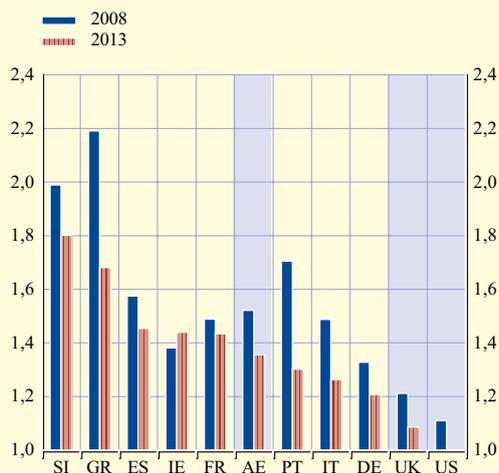
Riquadro 7

GLI EFFETTI MACROECONOMICI DELLE RIFORME STRUTTURALI

La crisi finanziaria e la successiva crisi del debito sovrano, nonché le recessioni che ne sono scaturite, hanno agito nel complesso da catalizzatore per le riforme strutturali in alcuni paesi dell'area dell'euro. Diverse economie dell'area hanno intensificato gli sforzi di riforma dall'inizio della crisi, al fine di potenziare il funzionamento dei mercati del lavoro e dei beni e servizi nonché di migliorare il quadro economico, soprattutto nell'ambito di programmi di aggiustamento macroeconomico. Ciò nonostante, i progressi conseguiti sono stati solo parziali e disomogenei, come emerge per esempio dagli indicatori sintetici sulla regolamentazione del mercato dei beni e servizi, sulle norme a tutela del lavoro e sul clima di fiducia delle imprese riportati nelle figure A, B e C con riferimento a taluni paesi dell'area, al Regno Unito e agli Stati Uniti.

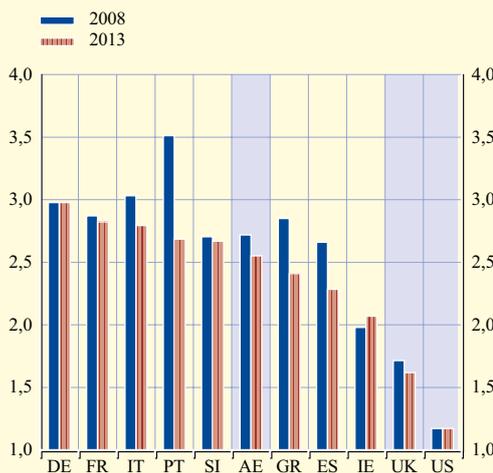
Studi analitici rivelano che le riforme strutturali recano benefici di medio-lungo periodo, come un aumento del prodotto potenziale. Al tempo stesso, alcune ricerche indicano la possibilità di ricadute avverse su determinate variabili (ad esempio sui consumi) nel breve termine, mentre altre concludono che l'impatto positivo delle misure sulle principali variabili macroeconomiche inizia

Figura A Regolamentazione dei mercati dei beni e servizi



Fonte: OCSE.
Note: è utilizzato un indicatore sintetico del rigore della regolamentazione nei mercati dei beni e servizi (ad esempio controllo statale, barriere all'imprenditoria e barriere al commercio e agli investimenti). Un valore più elevato corrisponde a regole più stringenti.

Figura B Legislazione a tutela dell'occupazione



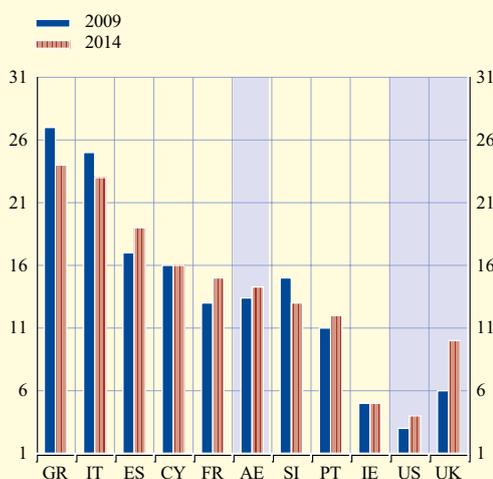
Fonte: OCSE.
Note: è utilizzato un indicatore sintetico del rigore della regolamentazione nei mercati del lavoro (ad esempio periodi di preavviso, indennità, utilizzo di contratti temporanei). Un valore più elevato corrisponde a regole più stringenti.

ad avvertirsi già su questo orizzonte temporale. Il presente riquadro espone in sintesi i risultati più salienti della letteratura empirica sugli effetti macroeconomici delle riforme strutturali.

Impatto di lungo periodo delle riforme strutturali

Le riforme strutturali possono determinare notevoli guadagni in termini di occupazione e di prodotto attraverso svariati canali. Intervendendo ad esempio sui sistemi pensionistici (in particolare sul fronte dei prepensionamenti) e su quelli di assistenza alla disabilità, nonché insistendo maggiormente sull'attivazione dei disoccupati mediante misure mirate alla permanenza nel mercato del lavoro, quali iniziative di formazione e servizi per l'occupazione più efficienti, si ottiene un incremento della partecipazione al mercato del lavoro e dell'occupazione, con un conseguente rialzo della crescita potenziale. In aggiunta, un processo di contrattazione dei salari più flessibile accresce la reattività delle retribuzioni al ciclo economico e agli andamenti della produttività, rendendole potenzialmente più commisurate alle specifiche condizioni ed esigenze delle singole

Figura C Classifica sulla facilità di fare impresa



Fonte: Banca mondiale / International Finance Corporation.
Nota: l'asse delle ordinate mostra la posizione di ciascun paese (su un totale rispettivamente di 181 e di 189) nella classifica sulla facilità complessiva di fare impresa, misurata da un ampio insieme di indicatori.

imprese. Inoltre, un grado inferiore di tutela dell'occupazione e una maggiore concorrenza nei mercati dei beni e servizi possono dar luogo ad abbinamenti più efficienti tra lavoratori e imprese, migliorare l'allocazione delle risorse e favorire la ristrutturazione delle economie, sostenendo così la produttività e la crescita e contribuendo a un calo della disoccupazione strutturale.

Sia le simulazioni basate su modelli sia gli studi empirici indicano perlopiù un impatto positivo delle riforme strutturali sul prodotto, sui consumi, sugli investimenti e sull'occupazione¹⁾. Tipicamente, nelle simulazioni con modelli dinamici stocastici di equilibrio generale (dynamic stochastic general equilibrium, DSGE) le riforme sono modellizzate come diminuzioni delle maggiorazioni salariali e dei prezzi oppure come incrementi dell'offerta di lavoro. In genere, le simulazioni che analizzano riforme che riducono alla media dell'UE o dell'OCSE i livelli di maggiorazione mettono in luce un aumento del PIL e dell'occupazione di diversi punti percentuali nelle economie meno flessibili. L'introduzione di pacchetti di misure più radicali, che assumano ad esempio come obiettivo gli standard dei paesi dell'UE in cui si registrano le dinamiche più positive o degli Stati Uniti, potrebbe determinare una crescita del PIL a due cifre in un'ottica di lungo periodo²⁾, come tendono a evidenziare le ricerche empiriche condotte su più economie³⁾.

Effetti transitori

Potrebbero trascorrere diversi anni perché l'impatto di queste riforme si materializzi appieno. In alcuni casi è anche possibile che il processo di aggiustamento successivo a una riforma comporti costi di breve periodo, poiché la conseguente riallocazione delle risorse dalle imprese a bassa produttività verso quelle ad alta produttività (riconducibile per esempio a interventi sul mercato dei beni e servizi) può tradursi in una temporanea flessione dell'attività economica e i consumi privati possono soffrire un momentaneo blocco⁴⁾. Tali costi di breve periodo risultano nulli o trascurabili nella maggior parte delle simulazioni basate su modelli DSGE⁵⁾, mentre altre analisi ne evidenziano, seppur esigua, l'incidenza⁶⁾. Ovviamente, i risultati dipendono in ampia misura dalle elasticità calibrate e da altre ipotesi sottostanti il modello. A titolo esemplificativo, nei modelli che assumono una soglia dello zero nella politica monetaria, le riforme che determinano un ribasso dei prezzi, causa a sua volta di un aumento dei tassi di interesse reali, sono suscettibili di

- 1) Cfr. ad esempio Gomes, S., Jacquinot, P., Mohr, M. e Pisani, M., "Structural reforms and macroeconomic performance in the euro area countries. A model-based assessment", *Working Paper Series*, n. 1323, BCE, 2011; Annicchiarico, B., Di Dio, F. e Felici, F., "Structural reforms and the potential effects on the Italian economy", *Journal of Policy Modeling*, vol. 35(1), 2013, pagg. 88-109; Lusinyan, L. e Muir, D., "Assessing the Macroeconomic Impact of Structural Reforms: The Case of Italy", *IMF Working Papers*, n. 13/22, 2013; Varga, J., Roeger, W. e In 't Veld, J., "Growth Effects of Structural Reforms in Southern Europe: The case of Greece, Italy, Spain and Portugal", *European Economy – Economic Papers*, n. 511, Commissione europea, 2013; Anderson, D., Barkbu, B., Lusinyan, L. e Muir, D., "Assessing the Gains from Structural Reforms for Jobs and Growth", capitolo 7 di *Jobs and Growth: Supporting the European Recovery*, FMI, 2014.
- 2) Cfr. ad esempio Gomes et al., op. cit.; Varga et al., op. cit.; Annicchiarico et al., op. cit.; Anderson et al., op. cit.
- 3) Cfr. ad esempio Bouis, R. e Duval, R., "Raising potential growth after the crisis. A quantitative assessment of the potential gains from various structural reforms in the OECD area and beyond", *Economics Department Working Papers*, n. 835, OCSE, 2011.
- 4) Il meccanismo preventivo del Patto di stabilità e crescita permette di tener conto dell'incidenza che consistenti riforme strutturali hanno sui conti pubblici nel breve periodo al momento di tracciare il percorso di aggiustamento verso l'obiettivo di bilancio a medio termine, definito in termini di saldo di bilancio strutturale, purché si mantenga un adeguato margine di sicurezza rispetto al valore di riferimento per il disavanzo, pari al 3 per cento del PIL, e ci si attenda un rientro della posizione nell'obiettivo a medio termine entro l'orizzonte temporale del programma di stabilità o di convergenza (cfr. articolo 5, comma 1, del Regolamento del Consiglio (CE) n. 1466/97).
- 5) Cfr. ad esempio Eggertsson, G., Ferrero, A. e Raffo, A., "Can structural reforms help Europe?", *Journal of Monetary Economics*, vol. 61, 2014, pagg. 2-22.
- 6) Cfr. ad esempio Eggertsson et al., op. cit. Questo modello non contempla gli effetti delle misure non convenzionali di politica monetaria.

agire da freno sulla crescita⁷⁾. D'altro canto, tale evoluzione potrebbe essere più che compensata dalle aspettative su un futuro miglioramento dei redditi dei consumatori e della crescita delle imprese di riflesso agli interventi attuati, con un conseguente impatto positivo sulla crescita anche nel breve periodo⁸⁾. In genere le stime empiriche incentrate su più paesi attribuiscono alle riforme strutturali effetti transitori nulli o di entità limitata⁹⁾. Naturalmente possono influire in maniera notevole sull'insorgere di costi temporanei il tipo di intervento e lo stato dell'economia. Se, ad esempio, in circostanze normali una maggiore attivazione nei programmi di sussidi alla disoccupazione provoca incrementi dell'occupazione già nel breve termine, non è certo che ciò accada in presenza di un significativo grado di eccesso di offerta nel mercato del lavoro.

Effetti di propagazione

La letteratura suggerisce inoltre che l'impatto delle riforme dipende dal più ampio contesto istituzionale. Ad esempio, gli interventi sul mercato del lavoro possono risultare più efficaci in un quadro caratterizzato da mercati dei beni e servizi flessibili. È quindi possibile che si abbiano importanti effetti di propagazione fra le riforme. Infatti, secondo alcuni studi, un esaustivo pacchetto di misure che verta sia sul mercato del lavoro sia su quello dei beni e servizi può, in proporzione, determinare guadagni più consistenti di iniziative isolate¹⁰⁾. Inoltre, i benefici degli interventi attuati possono trasmettersi anche da un paese all'altro attraverso legami commerciali positivi¹¹⁾.

A esemplificazione dei risultati disponibili in letteratura, la tavola A mostra gli esiti delle simulazioni condotte dall'FMI sull'impatto di possibili riforme nei paesi dell'area dell'euro in un orizzonte sia di breve sia di lungo periodo. Per ciascuna economia dell'area si modellizzano gli effetti che avrebbe una riduzione di circa il 50 per cento del divario con i casi frontiera dell'OCSE sul piano delle politiche per i mercati del lavoro e dei beni e servizi¹²⁾. La tavola indica che le misure su questo fronte potrebbero consentire un aumento della crescita di lungo termine di più di dieci punti percentuali¹³⁾, oltre a incidere positivamente sul PIL già nel primo anno; la tavola

Tavola A Effetti sulla crescita di pacchetti di riforme varati contemporaneamente nell'area dell'euro

	Anno 1	Anno 2	Anno 5	Nel lungo termine
Mercato dei beni e servizi	0,2	0,5	1,7	7,2
Mercato del lavoro	0,5	0,9	1,4	3,0
Mercati dei beni e servizi e del lavoro	0,7	1,5	3,3	11,0

Fonte: Anderson et al., 2014.

7) Cfr. ad esempio Eggertsson et al., op. cit. Questo modello non contempla gli effetti delle misure non convenzionali di politica monetaria.

8) Cfr. per esempio Fernández-Villaverde, J., Guerrón-Quintana, P.A. e Rubio-Ramírez, J., "Supply-Side Policies and the Zero Lower Bound", *NBER Working Papers*, n. 17543, 2011.

9) Cfr. ad esempio Bouis, R., Causa, O., Demmou, L., Duval, R. e Zdzienicka, A., "The Short-Term Effects of Structural Reforms. An empirical analysis", *Economics Department Working Papers*, n. 949, OCSE, 2012.

10) Cfr. ad esempio Cacciatore et al., 2012; Lusinyan and Muir, 2013; Anderson et al., 2014.

11) Cfr. per esempio Gomes et al., 2011; Anderson et al. 2014.

12) Le simulazioni, elaborate utilizzando il modello GIMF (*Global Integrated Monetary and Fiscal Model*), ipotizzano che i paesi dimezzino il divario fra la propria regolamentazione e il caso frontiera dell'OCSE in un arco di 13 anni, concentrando lo sforzo riformatore nei primi cinque. Per maggiori dettagli cfr. Anderson et al., 2014.

13) Se si includono le riduzioni delle maggiorazioni relativamente più cospicue ipotizzate nel lavoro dell'FMI, i risultati sono analoghi, sotto il profilo quantitativo e qualitativo, a quelli delle simulazioni basate su modelli della BCE (cfr. riquadro 2 dell'articolo *L'aggiustamento nei paesi dell'area dell'euro: lo stato delle cose* nel numero di maggio 2013 di questo Bollettino).

mette altresì in luce i vantaggi di un intervento congiunto sul mercato dei beni e servizi e su quello del lavoro.

Conclusioni

La letteratura sulle riforme strutturali dimostra che queste ultime possono recare grandi vantaggi, soprattutto nelle economie più rigide. Nonostante i considerevoli progressi compiuti negli ultimi anni, permangono un margine e una necessità notevoli di interventi di riforma che migliorino il funzionamento delle economie dei paesi dell'area dell'euro e di conseguenza sostengano la crescita del prodotto e la creazione di posti di lavoro. Per fornire un'indicazione quantitativa, dalla valutazione degli esperti della Commissione europea emerge che i paesi dell'area hanno attuato pienamente o in buona misura solo sette delle 86 raccomandazioni specifiche per paese approvate nel 2013 dal Consiglio europeo (cfr. tavola B).

Tavola B Attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese approvate nel 2013

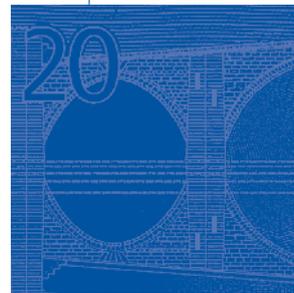
	Piena attuazione	Notevoli progressi	Qualche progresso	Progressi limitati	Nessun progresso	Numero totale di raccomandazioni
Belgio			3	4		7
Germania			2	2		4
Estonia		1	3	1		5
Spagna	1		8			9
Francia			4	2		6
Italia			1	5		6
Lettonia		1	5		1	7
Lussemburgo			1	5		6
Malta			3	2		5
Paesi Bassi		1	2	1		4
Austria			6	1		7
Slovenia		1	2	6		9
Slovacchia			2	4		6
Finlandia		2	3			5

Fonte: valutazione degli esperti della Commissione europea.

Mercati del lavoro e dei beni e servizi flessibili offrono un contributo essenziale affinché i paesi dell'area reagiscano agli shock in modo ottimale e con rapidità e si scongiurino i maggiori costi derivanti dal calo del prodotto e dall'incremento della disoccupazione che accompagnano l'aggiustamento, più lento e prolungato, delle economie rigide. Chiaramente i benefici si avvertono in misura superiore laddove le riforme si pongono finalità più ambiziose e vengono attuate insieme a provvedimenti in altri ambiti. In questo contesto, occorrono maggiori interventi di deregolamentazione nei mercati dei beni e servizi, dove l'azione riformatrice è stata debole negli ultimi anni, oltre a misure aggiuntive per il mercato del lavoro, che concorrerebbero a un calo della disoccupazione strutturale. Un pacchetto di riforme organico riduce altresì la possibilità di costi transitori durante il processo di aggiustamento. Nel complesso, per il raggiungimento di questi obiettivi è cruciale che i paesi dell'area dell'euro attuino tempestivamente e appieno le riforme indicate nelle raccomandazioni del 2014 specifiche per paese pubblicate di recente dalla Commissione europea.

ARTICOLI

I TASSI DI INTERESSE PRIVI DI RISCHIO DELL'AREA DELL'EURO: PROBLEMI DI MISURAZIONE, ANDAMENTI RECENTI E RILEVANZA PER LA POLITICA MONETARIA



Il presente articolo analizza il concetto di tasso di interesse privo di rischio, la sua rilevanza per l'economia in generale e per la politica monetaria in particolare, e illustra le difficoltà di misurazione dei tassi privi di rischio dell'area dell'euro dal punto di vista sia concettuale sia quantitativo. Esso sostiene che tali difficoltà sono aumentate dall'inizio della crisi finanziaria mondiale, in quanto le varie misure di questi tassi hanno evidenziato andamenti generalmente più eterogenei che in passato e offre delle spiegazioni di questa maggiore difformità. Infine, l'articolo mostra come i tassi ricavati dagli swap sull'indice overnight (Overnight Index Swap, OIS) possano utilmente integrare i rendimenti dei titoli con rating AAA nella comunicazione riguardante i tassi di interesse privi di rischio dell'area dell'euro.

I INTRODUZIONE

Il “tasso di interesse privo di rischio” – definito come il rendimento di un’obbligazione ideale, perfettamente liquida e senza rischio di credito – svolge un ruolo rilevante nei mercati finanziari e ai fini dell’analisi monetaria. In primo luogo esso costituisce un termine di riferimento (benchmark) fondamentale per la determinazione del prezzo di altre attività rischiose e viene in particolare impiegato come tasso di attualizzazione per calcolare il valore corrente dei progetti di investimento o quello di futuri pagamenti finanziari. I rendimenti privi di rischio sono importanti anche per l’autorità monetaria sia perché la trasmissione dei tassi ufficiali attraverso la loro struttura per scadenza rappresenta un elemento essenziale della trasmissione degli impulsi monetari sia perché possono fornire informazioni sulle aspettative di mercato riguardanti le principali variabili economiche, compresa l’evoluzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE.

Il concetto teorico di tasso di interesse privo di rischio è di norma misurato dal rendimento sui titoli sovrani con rating elevato. L’utilizzo di questa misura mostra che negli ultimi tre o quattro decenni i rendimenti privi di rischio sono andati calando nelle principali economie industrializzate e che quelli a lungo termine hanno raggiunto minimi storici negli ultimi due anni (cfr. figura 1). Parte del calo riflette indubbiamente lo stabilizzarsi delle aspettative di inflazione e la compressione dei premi per il rischio di inflazione¹⁾, ma nel periodo recente sono entrati in gioco anche altri fattori²⁾. Dopo l’avvio della crisi finanziaria mondiale alla fine del 2008, la maggiore domanda di attività liquide e non rischiose ha probabilmente stimolato un’ulteriore flessione dei rendimenti sulle attività considerate quasi prive di rischio. In aggiunta, anche

Figura 1 I rendimenti sui titoli di Stato a dieci anni in una prospettiva di lungo periodo

(valori percentuali in ragione d’anno)



Fonti: Deutsche Bundesbank, Bank of England e Federal Reserve Board.

- 1) I rendimenti obbligazionari nominali a lungo termine possono essere intesi come rendimenti reali a lungo termine, inflazione attesa media a lungo termine sull’orizzonte di vita residua dell’obbligazione e premio per il rischio di inflazione, vale a dire come una generalizzazione dell’equazione di Fisher.
- 2) Per un’analisi di alcune determinanti dei tassi obbligazionari a lungo termine, cfr. Turner, P., “Is the long-term interest rate a policy victim, a policy variable or a policy lodestar?”, in Chadha, J.S., Durré, A.C.J., Joyce, M.A.S. e Sarno, L. (a cura di), *Developments in Macro-Finance Yield Curve Modelling*, Cambridge University Press, 2014.

fattori più strutturali – quali la forte domanda degli investitori “real money” (comprendenti istituzioni quali i fondi pensione e le compagnie assicuratrici) nel contesto dell’invecchiamento demografico e delle modifiche al quadro regolamentare e contabile – hanno continuato a esercitare pressioni verso il basso sui rendimenti. Dal lato dell’offerta, negli ultimi anni è stato altresì osservato un ridimensionamento di talune categorie di attività prive di rischio. Ad esempio, alcuni strumenti di cartolarizzazione con rating elevato sono scomparsi e il volume di titoli di Stato con rating AAA si è ridotto per il deterioramento del merito di credito (e del rating creditizio) di diversi emittenti sovrani. Inoltre, in alcune giurisdizioni, anche gli ingenti acquisti di titoli a reddito fisso con rating elevato da parte delle banche centrali hanno contribuito alla diminuzione delle attività prive di rischio disponibili agli investitori del settore privato e di conseguenza al calo dei rendimenti.

La figura 1 utilizza i rendimenti delle obbligazioni pubbliche tedesche per misurare i tassi di interesse privi di rischio su un arco di tempo prolungato a cavallo dell’introduzione dell’euro. A partire da settembre 2004 la BCE pubblica una curva dei rendimenti (vale a dire, dei tassi di interesse a varie scadenze) basata sui titoli di Stato dell’area dell’euro con rating AAA, che potrebbe essere considerata in linea di principio una buona misura indiretta di quella dei tassi privi di rischio dell’area valutaria. Tuttavia, durante la crisi finanziaria il numero di emittenti con rating AAA si è ridotto e i tassi sulle loro emissioni hanno evidenziato andamenti a volte difforni riflettendo in vario grado sia i premi per il rischio di credito e per la liquidità sia altri fattori. Ciò ha ridotto la rappresentatività della curva AAA come curva dei tassi privi di rischio per l’insieme dell’area.

Il presente articolo prende le mosse da tale contesto per esaminare nel dettaglio le recenti difficoltà di misurazione dei tassi di interesse privi di rischio dell’area dell’euro. Oltre a evidenziare alcuni motivi alla base delle differenze tra le varie misure di detti tassi durante la crisi finanziaria, esso suggerisce che i tassi ricavati dagli swap sull’indice overnight (Overnight Index Swap, OIS) possono utilmente integrare i rendimenti dei titoli con rating AAA nella valutazione dei tassi di interesse privi di rischio.

L’articolo è strutturato come segue: la seconda sezione illustra il concetto di tasso di interesse privo di rischio, e la sua rilevanza per l’economia in generale e per la politica monetaria in particolare; la terza esamina le difficoltà di misurazione dei tassi privi di rischio dell’area dell’euro dal punto di vista sia concettuale sia quantitativo; la quarta descrive gli andamenti di questi tassi durante la crisi ed evidenzia le differenze emerse tra le misure basate sui titoli di Stato con rating AAA e quelle fondate sui contratti OIS; la quinta trae le conclusioni.

2 IL CONCETTO DI TASSO DI INTERESSE PRIVO DI RISCHIO E LA SUA RILEVANZA PER LA POLITICA MONETARIA

I concetti di “attività priva di rischio” e di “tasso di rendimento privo di rischio” svolgono un ruolo centrale nell’analisi economica e sono spesso richiamati dagli osservatori del mercato finanziario. A livello astratto, un’attività priva di rischio può essere definita come un titolo che paga un’unità di conto specificata a una determinata data futura in qualunque stato del mondo. Ne costituisce un esempio specifico un’obbligazione senza cedola (zero coupon) che paga con certezza assoluta 100 euro a tre anni³⁾. Il prezzo a cui il titolo viene acquistato ne determina il rendimento, che è poi definito “tasso di interesse privo di rischio a tre anni”. In questo esempio, la certezza di ottenere

3) Un’obbligazione senza cedola paga il capitale a scadenza, ma nessuna cedola prima; come illustrato nel riquadro 1, viene anche chiamata “di puro sconto”.

100 euro a scadenza equivale a dire che l'emittente onorerà il proprio obbligo in qualunque stato del mondo. Di conseguenza, la natura priva di rischio dell'obbligazione può essere definita come assenza del rischio di inadempienza o di credito.

In pratica, l'ipotesi di assoluta certezza quanto al pagamento promesso appare irrealistica. Anche se vi sono sempre stati emittenti pubblici e societari solidi che non hanno mai mancato di onorare i propri debiti, per qualunque nuova obbligazione esiste sempre un'incertezza residua quanto alla possibilità di escludere completamente il rischio di inadempienza nel periodo fino alla scadenza del titolo. Pertanto, gli investitori e gli osservatori utilizzano solitamente un concetto relativo di sicurezza con riferimento ai tassi privi di rischio. Una pratica diffusa consiste nel basarsi semplicemente sull'etichetta apposta dalle agenzie di rating per giudicare la rischiosità di un'obbligazione e quindi di considerare un rating AAA come la discriminante tra le attività (approssimativamente) prive di rischio e quelle maggiormente rischiose. Occorre tuttavia tenere presente che il rating costituisce di norma un'espressione relativa (più che assoluta) del rischio di credito. Quindi, anche se in generale ci si può attendere che un emittente con un rating più elevato sia meno esposto al rischio di insolvenza, il tasso di insolvenza atteso effettivo per ciascuna categoria di rating può variare nel tempo e lungo il ciclo economico⁴).

Il prezzo o il rendimento di un'attività è tuttavia soggetto a vari rischi aggiuntivi rispetto a quelli di insolvenza o di credito. Un'obbligazione può ad esempio presentare un rischio di liquidità se espone l'acquirente alla possibilità di condizioni future di mercato sfavorevoli in caso di vendita prima della scadenza. Questo rischio di riduzione della liquidità farebbe scendere il prezzo (e aumentare il rendimento) dell'obbligazione come conseguenza dei premi per la liquidità. Gli investitori saranno per contro disposti a pagare un prezzo generalmente più alto (vale a dire, ad accettare un rendimento più basso) per obbligazioni che soddisfano criteri particolarmente elevati in termini di sicurezza e liquidità, specie se tali attività sono più facilmente accettate in garanzia nelle operazioni finanziarie. Il premio per la liquidità negativo su questi titoli crescerebbe in termini assoluti in caso di minore disponibilità di obbligazioni di qualità elevata, poiché ciò farebbe aumentare la scarsità relativa di queste attività così richieste ("premio di scarsità"). Un'obbligazione nominale è anche tipicamente soggetta al rischio di inflazione. Riprendendo l'esempio precedente, l'ipotizzata assenza di rischio di credito implica che l'obbligazione rimborsa 100 euro dopo tre anni: questo la rende priva di rischio in termini "nominali", ma non "reali", poiché rimarrebbe l'incertezza riguardo alla quantità di beni di consumo (dell'area dell'euro) che potrebbe essere acquistata con l'importo ottenuto dal rimborso del titolo dopo tre anni⁵).

Nonostante queste ulteriori sfaccettature del concetto di assenza di rischio, nel prosieguo dell'articolo si considerano "prive di rischio" le attività che hanno un livello molto basso di rischio di credito percepito e di conseguenza il rating più elevato.

4) Il *Global Financial Stability Report* pubblicato dall'FMI ad aprile 2012 afferma che tra il 2007 e il 2011 la probabilità di insolvenza (ricavata dai differenziali sui credit default swap) mediamente associata a un rating AAA si è più che decuplicata, passando da circa lo 0,1 per cento ad approssimativamente l'1,3 per cento. Un importante elemento di cautela è costituito dal fatto che, di norma, i differenziali sui credit default swap incorporano anche premi per il rischio che vanno al di là della semplice compensazione per le perdite attese e che quindi il loro segnalato aumento potrebbe essere imputabile alla crescita di questi premi.

5) Il "rischio di cambio" è un ulteriore aspetto che sottolinea come la caratteristica di assenza di rischio sia connessa a un'unità di conto specifica. Ad esempio, per gli investitori che desiderano essere pagati in dollari statunitensi, il pagamento finale di 100 euro è (ipotizzato) certo ma il tasso di cambio euro/dollaro a tre anni è incerto e quindi il pagamento in dollari presenta un rischio. Infine, l'obbligazione a tre anni considerata nell'esempio è soggetta a un "rischio di tasso di interesse" se viene venduta prima della scadenza. Nel caso ipotetico di vendita dopo un anno, il prezzo corrisposto all'investitore dipenderà dal tasso a due anni al momento della vendita, del quale non vi è oggi certezza.

I tassi privi di rischio svolgono diverse funzioni importanti nei mercati finanziari e nell'economia più in generale. In primo luogo, le loro stime costituiscono un benchmark per la determinazione dei prezzi delle altre attività. Considerando l'esempio più semplice, i tassi privi di rischio per le varie scadenze (la struttura per scadenza dei tassi di interesse, cfr. il riquadro 1) sono necessari per calcolare il valore attuale netto di una sequenza di pagamenti finanziari futuri privi di rischio. La funzione di benchmark include anche un aspetto di comunicazione e di coordinamento, poiché spesso i rendimenti privi di rischio fungono anche da termine di riferimento per le attività rischiose, come attesta la prassi diffusa di quotare i rendimenti sulle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro in termini di differenziale rispetto ai corrispondenti titoli tedeschi oppure a un tasso swap⁶⁾.

Ai fini della politica monetaria, la struttura per scadenza dei rendimenti privi di rischio è importante per almeno due motivi: 1) costituisce un elemento rilevante della trasmissione degli impulsi monetari; 2) contiene informazioni utili sulle attese degli operatori riguardo alle principali variabili economiche.

Per quanto concerne il primo motivo, il passo iniziale in questo processo consiste di norma nel manovrare i tassi di interesse interbancari a brevissimo termine utilizzando strumenti di politica monetaria. Inoltre, attraverso la comunicazione e la strategia di politica monetaria, una banca centrale influisce altresì sulle attese di mercato riguardo alle proprie azioni future volte a orientare i tassi privi di rischio a breve termine⁷⁾. I tassi a breve correnti e quelli attesi costituiscono a loro volta una determinante di rilievo dell'intera struttura per scadenza dei tassi di interesse privi di rischio a breve e a più lungo termine. Tale struttura contribuisce quindi in misura fondamentale alla determinazione dei prezzi delle altre attività che sono rilevanti per le condizioni di finanziamento e per le decisioni di consumo, produzione e investimento di famiglie e imprese e, infine, per la formazione dei prezzi e l'inflazione. Ad esempio, a fronte di un determinato rischio di inadempienza e del connesso differenziale di credito di un emittente societario, un calo del tasso privo di rischio a una scadenza congrua ridurrebbe i costi di finanziamento dell'impresa e ne migliorerebbe tra l'altro la capacità di finanziare la produzione e gli investimenti. La struttura per scadenza dei tassi di interesse privi di rischio può quindi essere considerata la colonna portante della più ampia trasmissione dell'orientamento monetario a una gamma più estesa di prezzi di attività e, in ultima istanza, all'economia reale.

Con riferimento al secondo motivo, vale a dire alla funzione informativa, la curva dei rendimenti è uno strumento utile alla banca centrale per ricavare le aspettative degli operatori sui livelli futuri dei tassi di interesse, dell'inflazione e dell'attività reale. Un esempio in questo senso è il calcolo delle aspettative di inflazione basate sul mercato e dei premi per il rischio di inflazione su vari orizzonti temporali a partire dalla differenza tra la struttura a termine dei rendimenti obbligazionari nominali e quella dei rendimenti indicizzati all'inflazione⁸⁾. Un altro è il calcolo delle attese degli operatori circa il futuro corso della politica monetaria. Ciò è possibile perché, come indicato in precedenza, i tassi a lungo termine riflettono le aspettative su quelli a breve termine futuri, che a loro volta rispecchiano le attese circa i tassi di riferimento della banca centrale e il ricorso di quest'ultima ad altri strumenti di politica monetaria. In ogni caso, oltre alle aspettative sui tassi futuri, i rendimenti

6) Cfr. ad esempio l'articolo *Le determinanti dei differenziali di rendimento dei titoli di Stato dell'area dell'euro durante la crisi*, nel numero di maggio 2014 di questo Bollettino.

7) Cfr. ad esempio l'articolo *La forward guidance della BCE*, nel numero di aprile 2014 di questo Bollettino.

8) Cfr. ad esempio: Hørdahl, P. e Tristani, O., "Inflation Risk Premia In The Term Structure Of Interest Rates", *Journal of the European Economic Association*, vol. 10(3), pagg. 634-657, 2012; Garcia, J.A. e Werner, T., "Inflation compensation and inflation risk premia in the euro area term structure of interest rates", in Chadha, J.S., Durré, A.C.J., Joyce, M.A.S. e Sarno, L. (a cura di), *Developments in Macro-Finance Yield Curve Modelling*, Cambridge University Press, 2014.

a più lunga scadenza includono di norma dei premi (per il rischio) a termine di entità sconosciuta e probabilmente anche variabile nel tempo; di conseguenza, il calcolo delle aspettative sui tassi di interesse a partire dalla curva dei rendimenti presenta alcune difficoltà analitiche⁹⁾.

9) Per una rassegna degli studi che analizzano la struttura per scadenza dei tassi di interesse, cfr. ad esempio Gurkaynak, R.S. e Wright, J., "Macroeconomics and the Term Structure", *Journal of Economic Literature*, vol. L (giugno 2012), pagg. 331-367, 2012.

Riquadro I

RENDIMENTI OBBLIGAZIONARI: CONCETTI FONDAMENTALI E STIMA DI UNA CURVA DEI TASSI SUI TITOLI SENZA CEDOLA

Le obbligazioni con cedola sono titoli che conferiscono al detentore il diritto di ricevere fino al termine della loro vita (scadenza) un flusso specificato di pagamenti (cedole) e, alla data di scadenza, un pagamento cedolare finale assieme al valore di rimborso dell'obbligazione (capitale). Un'obbligazione senza cedola (o di puro sconto) costituisce la tipologia più semplice di titolo a reddito fisso, in quanto prevede un unico pagamento a scadenza (senza flussi cedolari nel periodo precedente). Un'obbligazione con cedola può quindi essere considerata come un insieme di obbligazioni senza cedola (zero coupon).

Il rendimento a scadenza è definito come il rendimento che uguaglia il valore attuale dei flussi di cassa dell'obbligazione al prezzo di quest'ultima. Per un'obbligazione con scadenza a "m" anni che paga cedole annuali di ammontare "C" per "m" anni e ha un valore di rimborso finale di "X", il rendimento a scadenza (y_m) risolve quindi la seguente equazione:

$$P_m = C/(1 + y_m) + C/(1 + y_m)^2 + \dots + (C + X)/(1 + y_m)^m \quad (1)$$

dove P_m è il prezzo dell'obbligazione e il lato destro dell'espressione rappresenta il valore corrente dei flussi di cassa dell'obbligazione attualizzato applicando il rendimento a scadenza.

Nel presente articolo il tasso a pronti per una determinata scadenza "m" è definito come il rendimento corrente a scadenza di un'obbligazione zero coupon avente scadenza "m". Il tasso a termine implicito a "m" anni su un orizzonte di "h" anni è invece inteso come il tasso a pronti a "m" anni effettivo tra l'anno "h" e l'anno "h+m" che può essere ottenuto oggi¹⁾. Questo tasso a termine può essere ricavato dai tassi a pronti effettivi e viceversa. Ad esempio, se S_2 è il tasso a pronti a due anni ed F_1 quello a termine a un anno su un orizzonte di un anno (vale a dire, il tasso a pronti a un anno effettivo tra un anno che può essere ottenuto oggi), allora:

$$(1 + S_2)^2 = (1 + S_1)(1 + F_1) \quad (2)$$

La curva dei rendimenti, o struttura per scadenza dei tassi di interesse, è definita come la relazione tra la vita residua e il corrispondente tasso a pronti (rendimento zero coupon). La curva a termine è la relazione tra l'orizzonte futuro "h" e il tasso a termine per il corrispondente periodo "m" dopo "h" periodi.

1) In alcuni casi il tasso a termine di uno strumento può essere negoziato direttamente, ma resta collegato alla struttura per scadenza dei tassi a pronti attraverso il processo di arbitraggio. Ciò avviene in quanto la struttura di remunerazione del contratto a termine può essere in principio replicata negoziando obbligazioni a scadenze diverse.

Infine, per una determinata vita residua “m” e una data struttura per scadenza dei tassi di interesse, il tasso di parità di un’obbligazione a “m” anni è l’ipotetica cedola a tasso fisso che renderebbe il prezzo dell’obbligazione pari al suo valore nominale (ad esempio, 100 euro), vale a dire che la quoterebbe “alla pari”.

Poiché le obbligazioni zero coupon scambiate su scadenze più lunghe sono poche (e a volte inesistenti), la struttura per scadenza dei rendimenti zero coupon non è immediatamente ricavabile dalle statistiche di mercato. Deve pertanto essere stimata sulla base di una serie di obbligazioni con cedola utilizzando tecniche matematiche. L’idea sottostante è che il prezzo di ciascuna obbligazione con cedola può essere considerato come la somma di tutti i pagamenti cedolari (più il capitale) attualizzati applicando il rispettivo tasso zero coupon, vale a dire il rispettivo punto sulla struttura per scadenza dei rendimenti zero coupon.

La BCE elabora e pubblica periodicamente due curve dei rendimenti zero coupon per l’area dell’euro (una basata su tutti i titoli di Stato e una ulteriore basata sui soli titoli con rating AAA). Essa individua in primo luogo le obbligazioni con liquidità sufficiente a giustificare la loro inclusione nella stima delle curve, utilizzando soltanto quelle con un volume di contrattazioni minimo di 1 milione di euro al giorno e uno scarto denaro-lettera non superiore a 3 punti base.

Si ipotizza che la curva dei rendimenti zero coupon abbia una forma funzionale specifica denominata “modello di Nelson-Siegel-Svensson”²⁾. La stima della curva viene effettuata con un algoritmo che minimizza la somma (su tutte le obbligazioni selezionate) delle differenze quadratiche tra i prezzi dei titoli osservati e quelli impliciti nella curva stimata.

Da ultimo, è possibile ottenere la struttura per scadenza dei tassi a termine con un calcolo matematico utilizzando la forma funzionale del modello e i parametri stimati³⁾.

2) La forma funzionale del tasso zero coupon $z(TTM)$ secondo il modello di Nelson-Siegel-Svensson è:

$$z(TTM) = \beta_0 + \beta_1 \left[\frac{1 - e^{-\left(\frac{-TTM}{\tau_1}\right)}}{TTM/\tau_1} \right] + \beta_2 \left[\frac{1 - e^{-\left(\frac{-TTM}{\tau_1}\right)} - e^{-\left(\frac{-TTM}{\tau_1}\right)} \right] + \beta_3 \left[\frac{1 - e^{-\left(\frac{-TTM}{\tau_2}\right)} - e^{-\left(\frac{-TTM}{\tau_2}\right)} \right]$$

dove TTM è la vita residua e β_1 e τ_1 sono i parametri da stimare. Cfr. Svensson, L.E.O., “Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994”, *NBER Working Paper*, n. 4871, 1994.

3) I concetti descritti in questo riquadro sono illustrati in maggiore dettaglio in molti manuali di finanza. Cfr. ad esempio Campbell, J.Y., Lo, A.W. e MacKinlay, A.C., *The Econometrics of Financial Markets*, capitolo 10, Princeton University Press, 1997.

3 MISURE DELLA CURVA DEI RENDIMENTI PRIVI DI RISCHIO DELL’AREA DELL’EURO

La BCE pubblica stime giornaliere di due curve dei rendimenti dell’area dell’euro, entrambe ricavate dai titoli di Stato¹⁰⁾. Una si basa sulle obbligazioni emesse da tutte le amministrazioni centrali dell’area dell’euro e fornisce una rappresentazione generale dell’area; essa non è tuttavia considerata una buona misura indiretta dei tassi privi di rischio a causa delle differenze fondamentali tra paesi, che trovano altresì riflesso nei diversi livelli di rating. L’altra si fonda

10) Queste serie di dati iniziano a settembre 2004. Per maggiori informazioni, si vedano il sito Internet della BCE e l’articolo *Le nuove curve dei rendimenti dell’area dell’euro*, nel numero di febbraio 2008 di questo Bollettino.

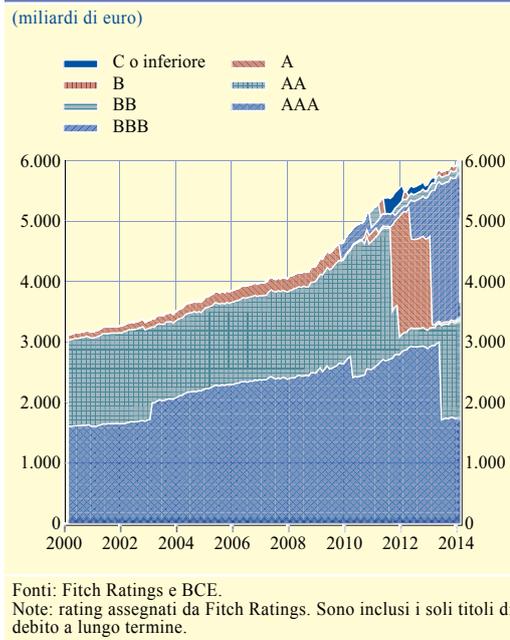
sulle obbligazioni emesse dalle amministrazioni centrali che hanno ricevuto un rating AAA da Fitch Ratings.

Il collegamento al rating fornito da un'agenzia specializzata pone due difficoltà nell'utilizzo della curva AAA come possibile misura della struttura per scadenza dei tassi privi di rischio. In primo luogo, se fino al 2007 gli operatori richiedevano rendimenti analoghi da tutti gli emittenti sovrani dell'area dell'euro con rating AAA, nel periodo successivo la valutazione del rischio associato ai singoli emittenti all'interno di questa categoria è divenuta più eterogenea come conseguenza della crisi finanziaria e di quella del debito sovrano e ciò trova riflesso in livelli di rendimento piuttosto diversi. In secondo luogo, gli abbassamenti di rating hanno modificato nel tempo il campione di obbligazioni alla base della stima della curva. Pertanto, come illustrato nella sezione 4, i rendimenti stimati possono risentire di queste modifiche di composizione. A ciò si aggiunge il fatto che la quota degli strumenti con rating AAA sul totale dei titoli delle amministrazioni centrali dell'area dell'euro in essere si è significativamente ridotta durante la crisi, da circa due terzi all'attuale livello di appena un terzo circa (cfr. figura 2), ponendo il problema della rappresentatività della curva dei rendimenti AAA come benchmark per l'area dell'euro.

Date le difficoltà di costruzione della curva dei rendimenti basata sugli emittenti sovrani con rating AAA, sembra ragionevole cercare rappresentazioni alternative della struttura per scadenza dei tassi privi di rischio¹¹⁾. Una di queste è costituita dai derivati su tassi di interesse, di norma contratti swap nei quali due controparti si scambiano la differenza tra un pagamento a tasso fisso (il tasso swap) e uno a tasso variabile basato sui tassi a breve futuri. Quando il tasso variabile dello swap è collegato a un tasso di riferimento che si ritiene prossimo al livello privo di rischio e destinato a rimanere tale per la durata del contratto, anche il tasso fisso quotato può essere considerato vicino a quello privo di rischio. L'eventuale rischio di controparte non distorce i tassi swap quotati in quanto il suo prezzo viene definito "separatamente"¹²⁾.

Prima della crisi finanziaria, gli operatori utilizzavano comunemente gli swap di tasso di interesse – nei quali la componente variabile era basata sui tassi Euribor – come benchmark per i tassi privi di rischio. Tuttavia, a seguito del forte aumento del rischio di credito incorporato nei tassi Euribor, la curva dei rendimenti basata sugli swap agganciati all'Euribor non ha più chiaramente rappresentato

Figura 2 Consistenze di titoli delle amministrazioni centrali dell'area dell'euro in base al rating



11) L'utilizzo di diverse curve dei rendimenti per scopi differenti è in linea con le raccomandazioni di un rapporto pubblicato a marzo 2013 da un gruppo di lavoro istituito dal Comitato consultivo economico della BRI, dal titolo *Towards better reference rate practices: a central bank perspective*.

12) Le rettifiche di valore della componente creditizia, o "credit value adjustments" (CVA), sono negoziate bilateralmente fra le controparti per compensare il rischio di controparte e poi aggiunte alle quotazioni osservate sul mercato, o da queste detratte, per ottenere il prezzo finale dell'operazione. Per maggiori informazioni sulle CVA, cfr. ad esempio Hull, J. e White, A., "LIBOR vs. OIS: The Derivatives Discounting Dilemma", *Journal of Investment Management*, vol. 11, n. 3, pagg. 14-27, 2013.

una buona misura indiretta di quella dei tassi privi di rischio¹³⁾. Lo sviluppo e l'articolazione del mercato degli OIS (cfr. riquadro 2) ha però reso possibile ricavare una curva dei rendimenti connessa ai tassi di interesse overnight futuri (l'Eonia). Poiché il rischio di credito dei prestiti overnight è naturalmente molto inferiore di quello dei prestiti a più lungo termine, la breve scadenza dell'Eonia comporta che il rischio di credito dei tassi OIS sia normalmente esiguo.

13) La BCE ha utilizzato gli swap basati sull'Euribor per ricavare la curva dei tassi di interesse a termine istantanei fino agli inizi del 2008, quando è passata a utilizzare la curva dei rendimenti sui titoli di Stato con rating AAA (cfr. il numero di febbraio 2008 di questo Bollettino). Oltre al rischio di credito, un ulteriore motivo che ha indotto la BCE a riconsiderare la funzione di tasso di riferimento svolta dall'Euribor va ricercato nei riscontri di manipolazione all'interno del gruppo di istituzioni che contribuiscono al calcolo dell'Euribor (cfr. l'articolo *I tassi di interesse di riferimento: ruolo, sfide e prospettive* nel numero di ottobre 2013 di questo Bollettino).

Riquadro 2

IL MERCATO DEGLI OVERNIGHT INDEX SWAP

Uno swap sull'indice overnight (overnight index swap, OIS) è un contratto finanziario tra due controparti per lo scambio di un tasso di interesse fisso a fronte di una media geometrica dei tassi di interesse overnight (nell'area dell'euro, l'Eonia) lungo l'arco della vita del contratto. Tale strumento appartiene alla classe di derivati nota come "swap su tassi di interesse".

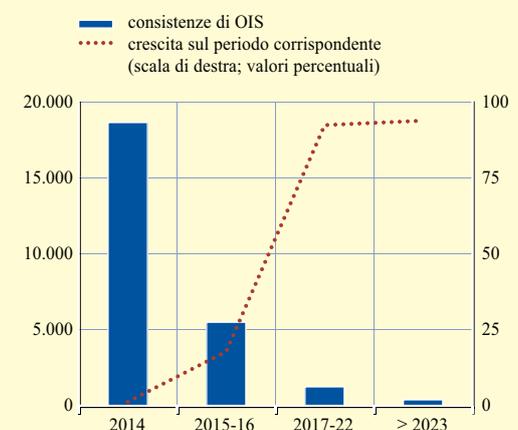
Al momento gli swap su tassi di interesse denominati in euro rientrano in due categorie principali secondo una distinzione basata soprattutto sull'esposizione al tasso variabile: 1) gli OIS, il cui tasso variabile è la media dei tassi Eonia; 2) gli swap basati sull'Euribor, con un tasso variabile corrispondente a uno dei tassi Euribor (ad esempio, a tre o sei mesi). Essi sono molto utilizzati dalle società sia finanziarie sia non finanziarie e la loro attrattiva consiste nel fatto che permettono una facile gestione del rischio di tasso di interesse. Un'impresa può ad esempio emettere obbligazioni a tasso fisso e lunga scadenza e sottoscrivere uno swap su tassi di interesse nel quale si impegna a pagare un tasso di interesse variabile in cambio di uno fisso. In questo modo, trasforma da fissa a variabile l'esposizione del suo debito al tasso di interesse.

Una differenza importante rispetto alle obbligazioni consiste nel fatto che gli swap non prevedono né un pagamento iniziale né lo scambio del capitale. Non è quindi possibile investire in tali contratti, nel senso che non possono essere utilizzati come riserva di valore.

Il mercato degli swap su tassi di interesse è quello fuori borsa (over the counter, OTC), ma molti strumenti con scadenza fino a 30 anni sono quotati su varie piattaforme di contrattazione. Gli OIS sono considerati lo standard di mercato per gli swap con scadenza fino a circa un anno, come altresì documentato dalle indagini annuali della BCE sul mercato monetario. Gli swap la cui parte variabile è agganciata

Consistenze di contratti OIS per scadenza

(miliardi di euro; valori percentuali)



Fonte: Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC).
Nota: consistenze al 14 marzo 2014 di contratti OIS denominati in euro compensati attraverso la DTCC.

all'Euribor rimangono lo standard di mercato per gli orizzonti di scadenza superiori a due anni, ma il ricorso agli OIS a più lungo termine è aumentato (cfr. la figura) al punto che i tassi OIS quotati a queste scadenze sono considerati un segnale verosimilmente attendibile delle aspettative del mercato quanto ai tassi Eonia futuri (e ai connessi premi a termine). A dimostrazione dell'attendibilità percepita dei tassi OIS quotati, il settore finanziario ha adottato la curva OIS per l'attualizzazione dei derivati collateralizzati¹⁾.

1) Nelle operazioni in derivati, le controparti stanziano generalmente delle garanzie collaterali al variare del valore di mercato dello strumento. Tali operazioni comportano quindi premi per il rischio che possono essere considerati trascurabili. Di conseguenza, per valutare correttamente questi derivati collateralizzati, gli investitori necessitano di una curva di riferimento prossima a quella dei rendimenti privi di rischio. A titolo di esempio, a giugno 2010 LCH Clearnet – una delle principali stanze di compensazione – ha iniziato a utilizzare gli OIS per l'attualizzazione degli swap su tassi di interesse.

Un possibile timore connesso all'utilizzo dei tassi OIS come misura dei tassi privi di rischio riguarda il fatto che il mercato dei contratti OIS si sta ancora sviluppando, soprattutto per le scadenze superiori a un anno (cfr. riquadro 2). Ciò nonostante, la curva dei rendimenti basata su questi tassi viene al momento considerata un utile strumento aggiuntivo di valutazione. La curva a termine risultante (cfr. riquadro 3) è quindi utile anche sulle scadenze lunghe per calcolare le aspettative degli operatori in merito ai livelli futuri dei tassi di interesse overnight, fatto salvo l'impatto potenziale dei premi a termine.

Riquadro 3

LA COSTRUZIONE DI UNA CURVA DEI RENDIMENTI A PARTIRE DAI TASSI SUGLI OVERNIGHT INDEX SWAP

I tassi quotati per gli swap sull'indice overnight (overnight index swap, OIS) possono essere interpretati analogamente a quelli di parità per le obbligazioni, vale a dire al tasso cedolare fisso ipotetico che renderebbe il prezzo dell'obbligazione pari al valore nominale della stessa. La curva dei tassi sui titoli senza cedola (zero coupon) basata sui tassi OIS viene elaborata attraverso le due fasi descritte qui di seguito.

(i) Calcolo dei tassi a pronti zero coupon a partire dai tassi OIS quotati utilizzando un metodo di bootstrapping¹⁾.

(ii) Utilizzo di questi tassi per stimare una curva dei tassi zero coupon con una smoothing spline²⁾. La specificazione della smoothing spline permette di stimare una curva regolare che

1) Si definisce bootstrapping un metodo di calcolo dei tassi zero coupon a partire da una serie di tassi su titoli con cedola o di tassi swap quotati. Partendo da un tasso zero coupon osservato o determinato, il metodo permette di generare il tasso zero coupon di un'obbligazione provvista di cedola con scadenza più lunga applicando un'equazione del tasso a termine implicito con condizione di non arbitraggio. Tramite sostituzione in avanti (forward substitution) è possibile ad esempio ricavare il tasso zero coupon a tre anni una volta che i tassi zero coupon a uno e due anni sono noti e il tasso di parità a tre anni è osservato. Questo processo può essere iterato per generare i tassi zero coupon per tutte le scadenze dei titoli con cedola osservati. Cfr. ad esempio McEnally, R.W. e Jordan, J.V., "The Term Structure of Interest Rates", nel capitolo 37 di Fabozzi, F.J. e Fabozzi, T.D. (a cura di), *The Handbook of Fixed Income Securities*, quarta edizione, New York, Irwin Professional Publishing, 1995.

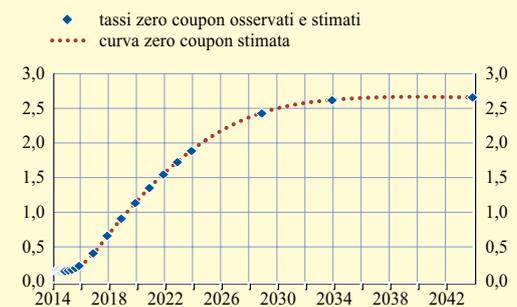
2) Una smoothing spline è un metodo che consiste nell'adattare una funzione regolare (smooth) (curva dei rendimenti) a osservazioni individuali potenzialmente influenzate da rumore statistico (tassi zero coupon per scadenze specifiche). Ne costituisce un esempio una funzione $s(x)$ che minimizza $p \sum_i w_i (y_i - s(x_i))^2 + (1-p) \int \left(\frac{d^2 s}{dx^2} \right)^2 dx$ in cui p è un parametro specifico di smoothing, x_i una scadenza specifica, y_i il corrispondente tasso zero coupon e w_i i pesi la cui somma è pari a 1. Il parametro di smoothing p determina il peso relativo attribuito agli obiettivi contrastanti di una "s" regolare e con una buona capacità di approssimazione dei dati.

al tempo stesso fornisce una buona approssimazione dei tassi zero coupon alle scadenze osservate (cfr. la figura). Rispetto alla stima dell'intera curva in una sola fase attraverso un'ottimizzazione numerica quale il modello di Nelson-Siegel-Svensson impiegato per calcolare le curve dei rendimenti obbligazionari (cfr. riquadro 1), la smoothing spline permette di approssimare in maniera relativamente buona i dati osservati per le scadenze sia brevi sia lunghe, in modo indipendente.

Infine, la curva dei tassi zero coupon così ottenuta può essere utilizzata per costruire le curve a termine basate sugli OIS.

Esempi di costruzione dei tassi OIS zero coupon mediante l'utilizzo di una smoothing spline

(valori percentuali in ragione d'anno; 2 gennaio 2014)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Note: i punti blu denotano i tassi zero coupon basati sulle quotazioni osservate; la linea tratteggiata rossa è la curva zero coupon su un intervallo giornaliero.

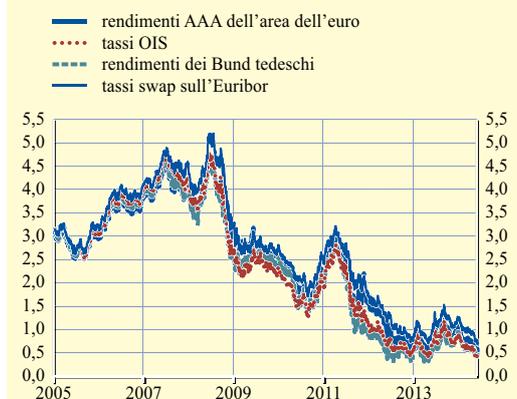
4 ANDAMENTI RECENTI DEI TASSI OIS E DEI TASSI SULLE OBBLIGAZIONI AAA DELL'AREA DELL'EURO

Prima dell'avvio delle tensioni sui mercati monetari verificatosi nell'estate del 2007, i tassi privi di rischio ricavati da strumenti diversi dell'area dell'euro evidenziavano andamenti piuttosto omogenei. La figura 3 illustra questo punto presentando quattro misure che, all'inizio del 2007, avrebbero potuto essere considerate delle proxy dei tassi privi di rischio a cinque anni: i rendimenti delle obbligazioni dell'area dell'euro con rating AAA, i tassi OIS, i rendimenti dei Bund tedeschi¹⁴⁾ e i tassi swap sull'Euribor. Tutte e quattro erano associate a un rischio di credito esiguo, si collocavano su livelli molto simili e seguivano andamenti analoghi.

A partire dalla seconda metà del 2007, tuttavia, queste misure hanno iniziato a mostrare differenze significative in diversi momenti, come descritto nelle sezioni 4.1 e 4.2 (ad esempio, il differenziale tra le quattro misure presentate nella figura 3 ha raggiunto un massimo di oltre 100 punti base a settembre 2008 dopo il tracollo di Lehman Brothers e si è innalzato su livelli simili a novembre 2011 durante la crisi del debito sovrano). Ciò ha posto il problema di individuare le misure più attendibili quali proxy del tasso privo di rischio dell'area dell'euro, che viene affrontato nella sezione 4.3.

Figura 3 Misure dei tassi privi di rischio a cinque anni

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BCE, Thomson Reuters e Deutsche Bundesbank.

14) Per "curva dei Bund tedeschi" si intende la struttura per scadenza dei rendimenti sui titoli di Stato della Germania, stimata dalla Deutsche Bundesbank su base giornaliera a partire dalle obbligazioni pubbliche tedesche provviste di cedola utilizzando l'approccio di Nelson-Siegel-Svensson.

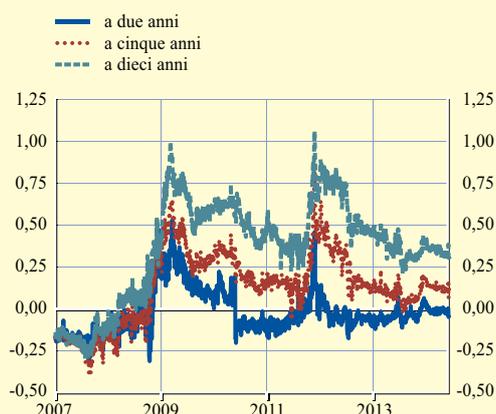
4.1 LA CRISI FINANZIARIA MONDIALE

Nel periodo antecedente l'inizio della crisi finanziaria mondiale a settembre 2008 esisteva un piccolo differenziale negativo tra i rendimenti delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro con rating AAA e dei Bund tedeschi da un lato e i tassi OIS dall'altro (cfr. figura 4 e 5). Le curve a termine nel riquadro in alto a sinistra della figura 6 mostrano ad esempio che a giugno 2007 i tassi a termine ottenuti dall'OIS erano superiori a quelli ricavati dalle obbligazioni con rating AAA e dai Bund tedeschi per tutti gli orizzonti, a eccezione di quelli a brevissimo termine. I differenziali tra i tassi OIS da un lato e quelli dei Bund e delle obbligazioni con rating AAA dall'altro in questo periodo possono avere riflesso l'estrema avversione al rischio di credito bancario esistente all'epoca, che potrebbe altresì avere influito sulle aspettative riguardo ai tassi Eonia futuri. In questo periodo anche il differenziale di rendimento tra le obbligazioni emesse dalla KfW¹⁵⁾ e i Bund tedeschi, una misura comune del premio per il rischio di liquidità, si è ampliato gradualmente. Ciò potrebbe segnalare l'esistenza di flussi indirizzati verso attività liquide e con rating elevato e potrebbe altresì contribuire a spiegare il basso livello dei rendimenti dei Bund tedeschi e delle altre obbligazioni con rating AAA (rispetto ai tassi OIS).

Dopo il fallimento di Lehman Brothers il 15 settembre 2008, la relazione fra i rendimenti delle obbligazioni con rating AAA e dei Bund tedeschi da un lato e i tassi OIS dall'altro è variata e si è venuto a creare un differenziale positivo (il diagramma in alto a destra della figura 6, che fotografa le curve a termine a fine novembre 2008, mostra come all'epoca la curva AAA si collocasse al di sopra delle altre). Tale risultato va probabilmente ricondotto, fra l'altro, alla maggiore percezione del rischio di credito sovrano nell'area dell'euro, che ha influito anche sugli emittenti sovrani con rating AAA dopo che questi si sono assunti numerosi oneri e rischi originatisi nei rispettivi settori finanziari nazionali¹⁶⁾. Ciò trova altresì riflesso nei premi sui credit default swap (CDS) dei

Figura 4 Differenziali tra i rendimenti delle obbligazioni con rating AAA e i tassi OIS a due, cinque e dieci anni

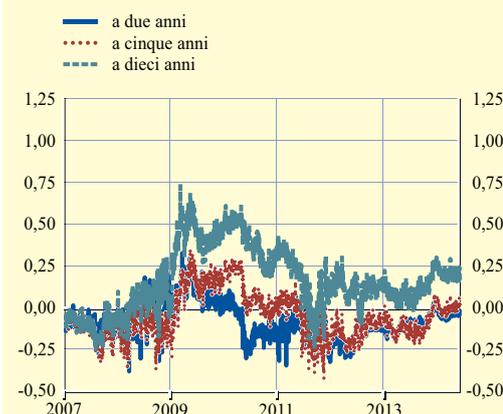
(punti percentuali)



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

Figura 5 Differenziali tra i rendimenti dei Bund tedeschi e i tassi OIS a due, cinque e dieci anni

(punti percentuali)



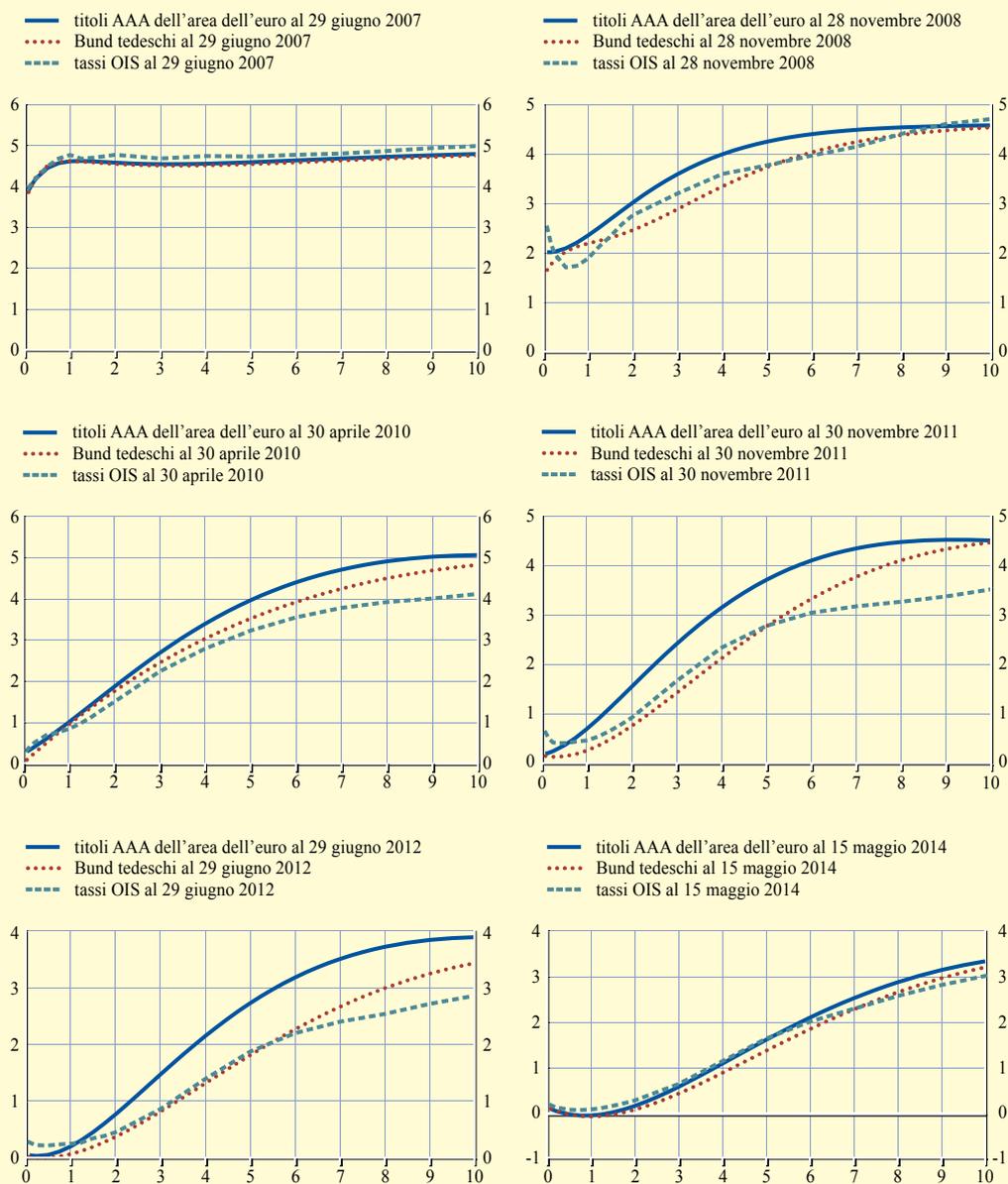
Fonti: Deutsche Bundesbank e Thomson Reuters.

15) La Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) è una banca di sviluppo tedesca. Sia le obbligazioni emesse dalla KfW sia i Bund tedeschi godono della garanzia dello Stato tedesco e, pertanto, comportano lo stesso rischio di credito. Cfr. anche il riquadro *Nuove evidenze sui premi per il rischio di credito e per la liquidità incorporati in alcuni rendimenti sovrani dell'area dell'euro*, nel numero di settembre 2009 di questo Bollettino.

16) Cfr. ad esempio l'articolo *Le determinanti dei differenziali di rendimento dei titoli di Stato dell'area dell'euro durante la crisi*, nel numero di maggio 2014 di questo Bollettino.

Figura 6 Curve dei tassi a termine impliciti istantanei ricavate dalle obbligazioni con rating AAA, dai Bund tedeschi e dagli OIS

(valori percentuali in ragione d'anno)



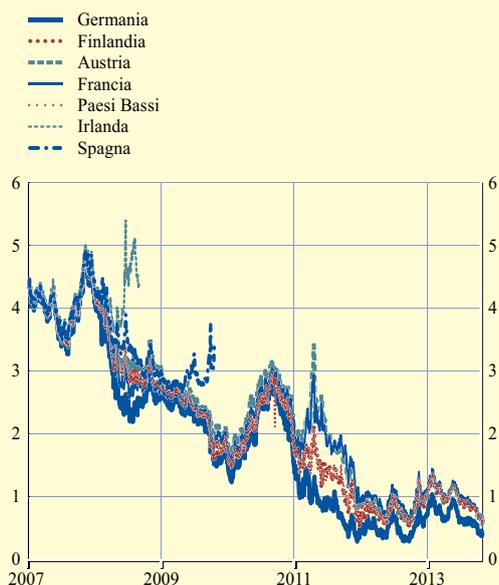
Fonti: BCE, Deutsche Bundesbank e Thomson Reuters.

mutuatari sovrani con rating AAA, che nel periodo sono saliti su livelli senza precedenti (anche in Germania, dove i premi sui CDS a cinque anni sono aumentati a circa 90 punti base nel febbraio del 2009).

Al tempo stesso sono state osservate crescenti differenze tra i rendimenti dei titoli di Stato all'interno del gruppo di emittenti sovrani con rating AAA. Dalla figura 7 si evince ad esempio che nei mesi successivi al tracollo di Lehman Brothers i tassi sulle obbligazioni a cinque anni tedesche

Figura 7 Rendimenti sui titoli di Stato a cinque anni con rating AAA

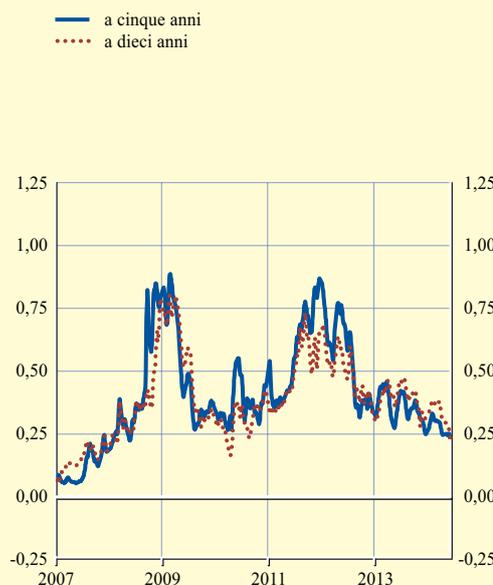
(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters e Deutsche Bundesbank.

Figura 8 Differenziali KfW-Bund a cinque e dieci anni

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

erano inferiori di 275 punti rispetto a quelli sui corrispondenti titoli irlandesi¹⁷⁾. Tale fenomeno si spiega in parte con il fatto che l'andamento dei rendimenti ha prontamente riflesso l'accresciuto rischio di credito per l'Irlanda – anche se l'abbassamento del rating non era ancora avvenuto – alla luce dell'atteso onere connesso al sostegno del governo per il sistema finanziario nazionale. Un'ulteriore spiegazione probabile è tuttavia da ricercare nella fuga verso la liquidità, in linea con il considerevole ampliarsi del differenziale di rendimento tra le obbligazioni della KfW e i titoli di Stato tedeschi in questo periodo (cfr. figura 8). Ciò può anche spiegare in parte il motivo per cui i differenziali AAA-OIS si sono ampliati molto di più di quelli Bund-OIS.

4.2 LA CRISI DEL DEBITO SOVRANO

Durante la crisi del debito sovrano, originatasi alla fine del 2009, i rendimenti basati sull'insieme delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro con rating AAA sono rimasti superiori a quelli sui Bund tedeschi e ai tassi OIS. La figura 6 riporta le curve a termine in due momenti fondamentali della crisi (diagramma centrale a destra e diagramma in basso a sinistra) oltre che, a titolo di confronto, subito prima della brusca intensificazione della crisi (diagramma centrale a sinistra).

I differenziali tra i rendimenti delle obbligazioni con rating AAA, quelli dei Bund e i tassi OIS hanno raggiunto nuovi massimi a novembre 2011 allorché le tensioni nei mercati finanziari si sono intensificate e i timori per la crisi del debito sovrano hanno fatto aumentare notevolmente i premi per il credito su gran parte delle emissioni sovrane dell'area dell'euro, comprese quelle di

17) Nella figura 7, la discontinuità nella curva relativa ai rendimenti sui titoli di Stato irlandesi a cinque anni rispecchia il fatto che ad aprile 2009 l'Irlanda è stata declassata da Fitch Ratings e di conseguenza rimossa dalla curva dei rendimenti AAA.

alcuni paesi con rating AAA. Ciò ha dato origine a un'altra ampia divergenza tra i rendimenti sui titoli di Stato AAA all'interno dell'area dell'euro (come mostra la figura 7). Poiché l'esclusione dal gruppo di paesi con rating AAA richiede un declassamento da parte di Fitch Ratings, che può essere successivo all'acuirsi dei timori riguardo al merito di credito di un paese, questo effetto temporale può avere parzialmente contribuito all'aumento complessivo dei tassi sui titoli AAA.

Più o meno alla stessa epoca anche il differenziale tra i rendimenti sulle obbligazioni tedesche e i tassi OIS è divenuto negativo, a indicare l'impatto verso il basso esercitato sui primi dai flussi verso investimenti più liquidi (cfr. figura 5). Ciò è in linea con l'ampliamento dei differenziali KfW-Bund nel periodo considerato, a indicare un forte aumento della preferenza per la liquidità. Il differenziale negativo tra i rendimenti sulle obbligazioni tedesche e i tassi OIS è stato particolarmente persistente sugli orizzonti a breve e medio termine, il che suggerisce una concentrazione degli afflussi verso i Bund a tali scadenze.

A fine novembre 2011 i differenziali AAA-OIS hanno ripreso a restringersi al migliorare del clima di fiducia, sullo sfondo degli interventi coordinati della BCE assieme ad altre banche centrali volti ad allentare le tensioni nel mercato monetario e delle misure non convenzionali di liquidità introdotte dalla BCE ai primi di dicembre¹⁸). Sono poi diminuiti ulteriormente, pur mantenendosi poco al di sopra di 10 e 30 punti base, rispettivamente, sulle scadenze a cinque e dieci anni fino alla fine di maggio 2014. Nello stesso periodo i differenziali Bund-OIS a breve e medio termine sono risaliti su livelli prossimi allo zero, mentre sulle scadenze più lunghe sono rimasti positivi.

4.3 IMPLICAZIONI DELLA CRISI PER LA MISURAZIONE DEI TASSI PRIVI DI RISCHIO

L'esperienza durante la crisi mostra che non esiste una misura unica del tasso privo di rischio dell'area dell'euro. L'aumento dei premi per il rischio di credito, l'abbassamento dei rating e i flussi verso investimenti liquidi hanno esercitato effetti diversi e considerevoli sulle misure tradizionali basate sulle obbligazioni. Una misura più robusta può essere offerta dalla curva dei rendimenti basata sui contratti OIS, che durante la crisi è parsa meno interessata (sebbene non interamente isolata) dagli effetti dei suddetti fattori speciali, come conferma l'analisi statistica presentata nel riquadro 4.

Per quanto concerne il raffronto specifico tra la curva OIS e quella basata sui Bund tedeschi, l'evidenza empirica esaminata in questo articolo sta generalmente a indicare che la differenza tra le due è verosimilmente più pronunciata nei periodi di tensione sui mercati finanziari. Come illustrato nel diagramma centrale a destra della figura 6, alla fine del 2011 la curva a termine basata sui Bund era significativamente inferiore di quella analoga basata sui tassi OIS sulle scadenze più brevi. I valori inferiori per i rendimenti basati sui Bund durante le tensioni finanziarie di novembre 2011 sono in linea con gli effetti della fuga verso la liquidità evidenziati dall'analisi econometrica formale presentata nel riquadro 4. Come mostra la figura del riquadro 4, detti effetti possono verosimilmente far aumentare i prezzi dei titoli considerati più liquidi (quali ad esempio i Bund). Essi influiscono invece in misura minore sulla curva OIS ed è quindi probabile che le misure del tasso privo di rischio basate sui contratti OIS risentano meno di distorsioni connesse ai premi per il rischio di liquidità o di scarsità.

18) In particolare, l'8 dicembre 2011 la BCE ha annunciato l'intenzione di condurre due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre anni a dicembre 2011 e febbraio 2012. Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 3 *L'impatto delle due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre anni*, nel numero di marzo 2012 di questo Bollettino.

Esistono pertanto buone ragioni per considerare i tassi OIS come integrativi, anche se non interamente sostitutivi, alle misure tradizionali dei tassi privi di rischio. Come indicato in precedenza, tuttavia, il mercato OIS è di per sé piuttosto giovane e presenta una concentrazione della liquidità sulle scadenze a breve e medio termine, due caratteristiche che ne rendono sconsigliabile l'utilizzo in via esclusiva.

Riquadro 4

LA RILEVANZA DEL RISCHIO DI CREDITO E DI LIQUIDITÀ PER I RENDIMENTI DELLE OBBLIGAZIONI CON RATING AAA, I RENDIMENTI DEI BUND E I TASSI OIS

Questo riquadro valuta l'impatto del rischio di credito e della "fuga verso la liquidità" (nel senso della preferenza per attività estremamente liquide) nell'area dell'euro sui rendimenti a cinque anni ricavati dalle curve dei rendimenti delle obbligazioni con rating AAA, dei Bund tedeschi e degli overnight index swap (OIS) utilizzando metodi di regressione. Il rischio di credito nell'area dell'euro viene misurato dalla prima componente principale dei differenziali dei credit default swap (CDS) sovrani dell'area dell'euro rispetto ai CDS sovrani tedeschi. La fuga verso la liquidità è data dal differenziale KfW-Bund richiamato nel testo principale dell'articolo ¹⁾.

Sono state effettuate tre diverse regressioni rolling con finestra di tre anni utilizzando la medesima serie di regressori che, assieme alle misure appena descritte, include: un'intercetta, la variabile dipendente ritardata di un periodo, il tasso OIS a tre mesi, il differenziale Euribor-OIS a tre mesi, i CDS sovrani tedeschi, il differenziale denaro-lettera dei titoli sovrani tedeschi, il tasso di cambio euro/dollaro, la volatilità implicita del tasso di cambio euro/dollaro, il tasso di uno swap indicizzato all'inflazione dell'area dell'euro, un differenziale sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro, l'indice dei prezzi azionari statunitensi ritardato di un periodo, la volatilità implicita del mercato azionario statunitense ritardato di un periodo e il tasso OIS statunitense ritardato di un periodo. Tutte le variabili sono in differenze prime e tutte quelle rappresentate da titoli a reddito fisso utilizzate come variabili dipendenti hanno scadenza a cinque anni.

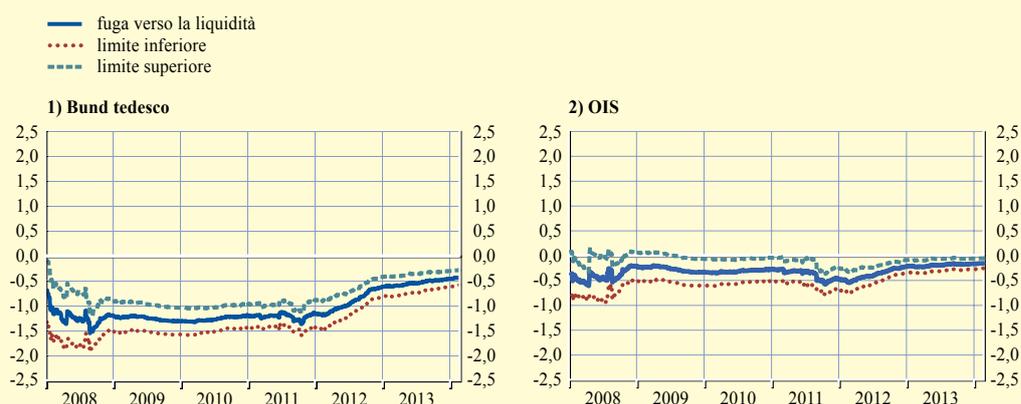
I risultati presentati in forma sintetica nella figura (riguardanti i soli tassi OIS e sui Bund tedeschi, per brevità) indicano che, durante la crisi, le variazioni giornaliere dei tassi OIS sono state in generale meno sensibili alla variazione dei flussi verso investimenti sicuri rispetto a quelle dei rendimenti sui titoli AAA o sui Bund. Nello specifico, la figura riporta la trasmissione del rischio di credito e della misura della fuga verso la liquidità nell'area dell'euro a tali rendimenti, assieme ai rispettivi intervalli di confidenza al 95 per cento. Nel periodo 2008-2011, come era prevedibile, l'effetto di trasmissione della fuga verso la liquidità è stato negativo e mediamente corrispondente a circa -1,2 punti percentuali per i rendimenti dei Bund tedeschi, -1 punto percentuale per quelli dei titoli AAA dell'area dell'euro e -0,3 punti percentuali per il tasso OIS (cfr. il riquadro A nella figura). Nel 2013 e 2014 tale effetto si è ridotto costantemente e in modo proporzionale nelle tre classi di attività. Durante la crisi del debito sovrano il rischio di credito nell'area dell'euro ha influito negativamente sia sui rendimenti dei Bund tedeschi sia, in misura

1) Cfr. anche De Santis, R.A., "The euro area sovereign debt crisis: identifying flight-to-liquidity and the spillover mechanism", *Journal of Empirical Finance*, vol. 26, pagg. 150-170, 2014; Monfort, A. e Renne, J.-P., "Credit and liquidity risks in euro-area sovereign yield curves", *Banque de France Working Paper Series*, n. 352, 2011.

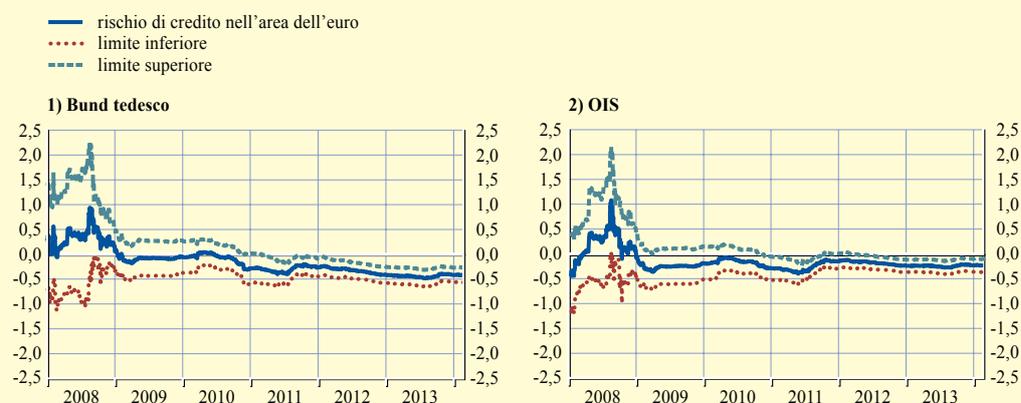
Impatto della fuga verso la liquidità e del rischio di credito nell'area dell'euro sui rendimenti dei Bund tedeschi e sul tasso OIS a cinque anni

(punti percentuali; febbraio 2008-aprile 2014)

Riquadro A: impatto della fuga verso la liquidità



Riquadro B: impatto del rischio di credito



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: I limiti inferiore e superiore definiscono l'intervallo di confidenza al 95 per cento. La variazione nel tempo è ottenuta utilizzando regressioni rolling con finestra di tre anni.

inferiore, sul tasso OIS (cfr. il riquadro B nella figura). Esso ha esercitato un impatto solo esiguo sui rendimenti dei titoli AAA, il che rispecchia probabilmente i suoi effetti contrapposti sul Bund tedesco (indicati nel riquadro B della figura) e su altri titoli sovrani con rating elevato.

5 CONCLUSIONI

Lo scoppio della crisi finanziaria mondiale ha comportato una serie di difficoltà per la misurazione dei tassi privi di rischio nell'area dell'euro, in un contesto in cui le varie misure hanno evidenziato andamenti generalmente più difforni che in passato. La curva dei rendimenti dell'area dell'euro basata sui titoli di Stato con rating AAA, che viene pubblicata periodicamente dalla BCE, ha subito pressioni sia verso l'alto sia verso il basso derivanti dai modi in cui la crisi si è sviluppata. I flussi verso investimenti sicuri hanno ad esempio depresso i rendimenti di alcuni di questi titoli in misura

ARTICOLI

I tassi di interesse privi di rischio dell'area dell'euro: problemi di misurazione, andamenti recenti e rilevanza per la politica monetaria

diversa e in momenti differenti, mentre l'aumento dei premi per il rischio ha fatto salire i tassi sulle obbligazioni di taluni emittenti con rating AAA più di quelli di altri. Inoltre, gli abbassamenti di rating hanno automaticamente ridotto il pool di titoli di Stato con rating AAA e questo ha reso la curva AAA meno rappresentativa dell'area nel suo insieme.

Lo sviluppo del mercato OIS offre uno strumento alternativo per la misurazione dei tassi privi di rischio dell'area dell'euro. Tale mercato è cresciuto rapidamente negli ultimi anni in un contesto in cui gli operatori hanno utilizzato sempre più diffusamente i tassi OIS come benchmark. Inoltre, essendo basati sull'Eonia (il principale tasso overnight del mercato monetario), i tassi OIS sono particolarmente informativi dal punto di vista della politica monetaria. In questo senso può considerarsi giustificata un'analisi congiunta dei tassi OIS e AAA nella valutazione degli andamenti del tasso privo di rischio o nella misurazione delle aspettative di mercato sull'andamento futuro dei tassi di interesse o delle variabili macroeconomiche.



ACCESSO DELLE PMI AI FINANZIAMENTI NELL'AREA DELL'EURO: OSTACOLI E POSSIBILI AZIONI CORRETTIVE

Le piccole e medie imprese sono più soggette, soprattutto in periodi di crisi, a incontrare difficoltà nell'ottenere finanziamenti esterni rispetto alle grandi imprese. Ciò riflette le limitazioni nell'accesso a fonti di finanziamento esterne diverse dai prestiti bancari derivanti dalle dimensioni più ridotte, dalle informazioni meno dettagliate riportate nei bilanci e dalla storia aziendale più breve. Tali fattori a loro volta comportano maggiori problemi di asimmetria informativa, una più accentuata dipendenza dal credito bancario e costi di finanziamento più elevati. Data l'importanza delle PMI per l'economia dell'area dell'euro, le autorità europee, comprese quelle dell'Eurosistema, dedicano crescente attenzione a politiche che possano facilitare loro l'accesso ai finanziamenti.

I INTRODUZIONE

Le piccole e medie imprese (PMI) rappresentano il 99 per cento circa di tutte le imprese dell'area dell'euro, impiegano circa i due terzi della forza lavoro e generano approssimativamente il 60 per cento del valore aggiunto dell'area, svolgendo pertanto un ruolo determinante nell'economia europea¹⁾. Il loro contributo all'attività economica varia considerevolmente da un settore all'altro; nel 2013 il loro apporto al valore aggiunto era compreso tra il 24 per cento nel settore energetico e più dell'80 per cento nei settori edile e immobiliare. Anche le differenze tra vari paesi sono significative: le PMI in Germania e Irlanda producono metà del valore aggiunto totale del paese, mentre quelle in Italia, Spagna e Portogallo più del 65 per cento.

Per quanto riguarda la struttura finanziaria, le PMI dell'area dell'euro dipendono maggiormente dai prestiti bancari rispetto alle aziende più grandi. Le PMI sono generalmente percepite come imprese più rischiose e meno trasparenti. Per questi motivi esse incontrano maggiori difficoltà nel reperire fondi alternativi al credito bancario, ad esempio sul mercato obbligazionario. Inoltre, tali imprese sono in genere troppo piccole per poter sostenere i costi fissi associati all'emissione di titoli di debito nel mercato finanziario. Le PMI, pertanto, dipendono maggiormente dai finanziamenti bancari e sono più esposte ad aumenti dell'avversione al rischio delle banche.

L'accesso ai finanziamenti rappresenta di per sé una grossa sfida per le PMI in una congiuntura normale; esso lo è stato ancor di più durante la crisi finanziaria, quando le fonti di credito per le aziende più piccole tendevano a esaurirsi più rapidamente rispetto alle aziende grandi, compromettendo quindi in misura maggiore la loro attività imprenditoriale e d'investimento. Inoltre, la crisi del debito sovrano e la conseguente frammentazione dei mercati finanziari hanno influito sulle condizioni di raccolta delle banche e sulla loro capacità di fornire credito a società non finanziarie, soprattutto nei paesi caratterizzati da un'elevata percentuale di PMI dipendenti dal credito bancario.

Questo articolo descrive le difficoltà riscontrate dalle PMI durante la crisi e fornisce una panoramica sugli strumenti esistenti e sui possibili nuovi strumenti, anche a livello dell'area dell'euro, per potenziare l'accesso ai finanziamenti per questa categoria di imprese.

2 ACCESSO AI FINANZIAMENTI DA PARTE DELLE PMI IN PERIODI DI CRISI

Alla luce dell'importanza delle PMI per l'economia dell'area dell'euro, è indispensabile valutare se queste imprese non debbano sostenere oneri eccessivi per via della riduzione della leva finanziaria

1) Cfr. Commissione europea, *A Recovery on the Horizon? Annual Report on European SMEs 2012/2013*, DG Imprese e industria, 2013.

nei bilanci delle banche. Questo articolo analizza quindi l'accresciuta eterogeneità delle condizioni dei finanziamenti bancari applicate alle PMI negli Stati membri dell'area dell'euro negli ultimi anni utilizzando i dati delle statistiche sui tassi di interesse delle IFM (tassi bancari attivi), dell'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (Bank Lending Survey, BLS) e dell'indagine sull'accesso al credito delle PMI (SME access to finance survey, SAFE)². In particolare questa sezione esamina il ruolo delle caratteristiche finanziarie e non finanziarie delle imprese nella contrazione del credito verificatesi durante la recente crisi finanziaria.

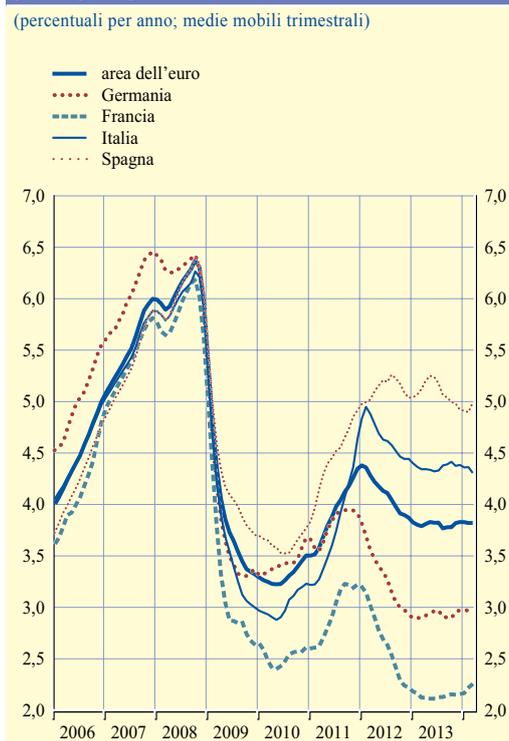
TASSI BANCARI ATTIVI

Data l'importanza dei finanziamenti bancari per le PMI, le condizioni di finanziamento bancario cui esse sono soggette nell'area dell'euro sono un utile indicatore del livello complessivo di accesso a tali finanziamenti da parte delle piccole aziende, sia se si raffrontino le differenze tra i paesi dell'area dell'euro, sia nel confronto con le condizioni applicate alle aziende più grandi. In tale contesto le condizioni di finanziamento per le PMI possono essere approssimate dai tassi applicati sui prestiti di ammontare contenuto (inferiore o pari a un milione di euro). L'andamento dei tassi a breve termine per questa tipologia di prestiti a imprese non finanziarie ha mostrato una crescente eterogeneità fra i maggiori paesi dell'area dell'euro all'inizio della crisi finanziaria, nel biennio 2008-2009, fenomeno che si è ulteriormente intensificato nel 2011 e 2012 (cfr. figura 1).

Tale andamento, soprattutto a partire dal 2011, suggerisce considerevoli differenze nei costi di finanziamento delle piccole imprese localizzate in Francia e Germania, da una parte, e in Italia e Spagna dall'altra. Simili disparità riflettono probabilmente sia il contesto economico e il rischio sovrano associato sia i rispettivi costi della raccolta delle banche nazionali.

Inoltre dal confronto fra i costi del finanziamento bancario delle PMI con quelli sostenuti dalle grandi aziende (approssimati dalla categoria dei prestiti alle imprese di ammontare superiore a un milione di euro) emerge che le PMI nell'area dell'euro sono state particolarmente colpite dall'incremento dei differenziali tra i tassi di interesse bancari all'inizio della

Figura 1 Tassi bancari attivi a breve termine sui prestiti a imprese non finanziarie di importo massimo pari a un milione di euro in tutta l'area dell'euro e nei suoi principali paesi



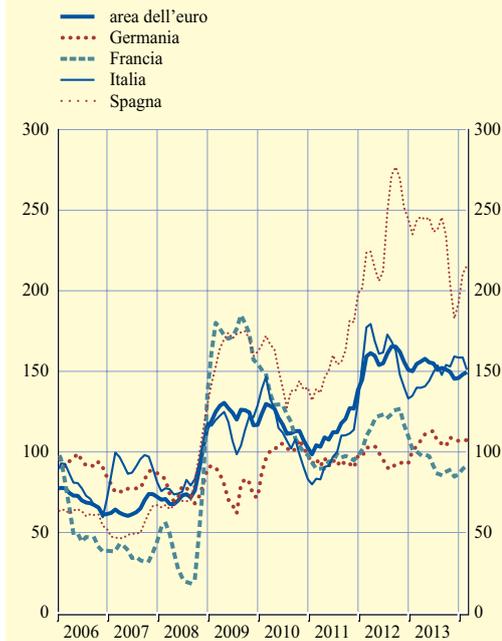
Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.
Nota: i tassi attivi a breve termine corrispondono a una media ponderata dei prestiti a tasso variabile e con un periodo di determinazione iniziale del tasso pari a un massimo di un anno. Le medie sono ponderate con i nuovi volumi di attività.

2) Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM (MFI interest rate statistics, MIR) forniscono informazioni sui tassi attivi bancari e sui tassi sui depositi nell'area dell'euro per diverse categorie di prestiti e depositi. L'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (bank lending survey, BLS) raccoglie dati sulle condizioni di domanda e di offerta del credito bancario a imprese e famiglie nei mercati dell'area dell'euro. L'indagine sull'accesso al credito delle PMI (SME access to finance survey, SAFE) nell'area dell'euro concerne microimprese nonché piccole, medie e grandi imprese e fornisce dati sulle condizioni di finanziamento applicate alle PMI rispetto a quelle cui sono soggette imprese di maggiori dimensioni.

crisi e soprattutto nel 2011, con la crisi del debito sovrano (cfr. figura 2). Data l'elevata dipendenza delle PMI dal finanziamento bancario, l'incremento del differenziale dei tassi d'interesse pagati sui prestiti di ammontare contenuto può in parte riflettere l'impatto della crisi del debito sovrano sui costi di finanziamento delle banche localizzate nei paesi sottoposti a tensioni, costi trasferiti alle PMI proprie clienti sotto forma di tassi bancari più elevati. Un altro fattore che spiega i più elevati costi di indebitamento per questo tipo di aziende nelle economie soggette a tensioni è il complessivo deterioramento dell'attività economica in tali paesi, che ha colpito le PMI più delle grandi aziende, per via della maggiore dipendenza delle prime dalla domanda interna. Nei principali paesi dell'area dell'euro l'andamento di questi differenziali sembra inoltre indicare che tra le aziende italiane e spagnole, non solo il livello assoluto dei tassi bancari era sostanzialmente più elevato rispetto alle imprese francesi e tedesche, ma anche che i maggiori premi versati dalle PMI rispetto alle grandi aziende sono aumentati considerevolmente nel 2011 e nel 2012. Solo nella seconda metà del 2012, a seguito dell'allentamento delle tensioni sui mercati dei titoli di stato, questi differenziali hanno iniziato a diminuire, pur mantenendo livelli elevati per tutto il 2013, con la sola eccezione della Spagna, dove sono diminuiti – temporaneamente in modo piuttosto sensibile ³⁾ – verso la fine del 2013. Sulla base delle serie temporali aggregate disponibili è difficile stabilire se e in quale misura un maggior incremento del rischio di credito individuale delle imprese più piccole o l'impatto diretto e indiretto delle complessive tensioni macroeconomiche e del debito sovrano abbiano determinato questo aumento dei differenziali. In particolare è arduo distinguere tale divario dall'aumento pro-ciclico dei differenziali che tipicamente si osserva al momento dell'inversione di tendenza. Ciononostante, dati empirici sulla trasmissione del tasso di interesse per i prestiti alle imprese non finanziarie suggeriscono che per i paesi sottoposti a tensioni il rischio macroeconomico e il rischio di credito, come pure i differenziali dei titoli sovrani abbiano contribuito significativamente all'aumento dei tassi attivi applicati alle imprese a partire dal primo trimestre del 2011 ⁴⁾. Per quanto concerne l'impatto della crisi finanziaria sull'offerta di credito alle imprese, evidenze empiriche suggeriscono che le aziende di piccole dimensioni, dipendenti dal finanziamento bancario, sono particolarmente colpite. Studi relativi all'economia negli Stati Uniti indicano che le banche che hanno subito maggiori perdite a seguito della crisi dei mutui

Figura 2 Differenziale tra i tassi bancari attivi su prestiti di contenuto e grande ammontare a favore di imprese dell'area dell'euro e dei suoi principali paesi

(punti base; medie mobili trimestrali)



Fonti: BCE.

Nota: per prestiti di contenuto e grande ammontare si intendono, rispettivamente, prestiti del valore massimo di un milione di euro o superiore. I dati aggregati si basano sui nuovi volumi di attività.

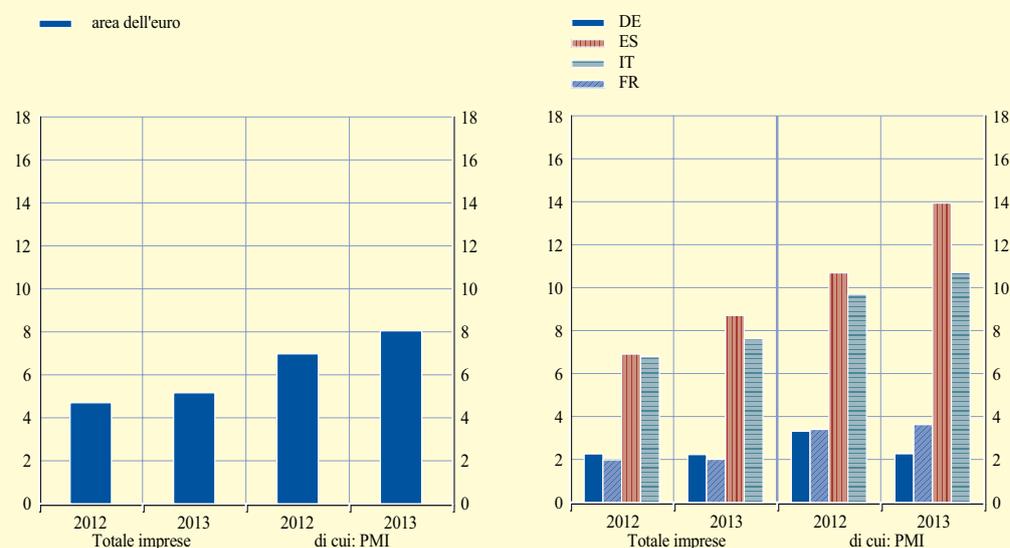
- 3) Tale forte calo temporaneo del differenziale in Spagna è stato determinato da un marcato temporaneo incremento dei tassi bancari per prestiti di importi consistenti, mentre i tassi sui prestiti di ammontare contenuto sono diminuiti in maniera stabile e moderata (cfr. tabella 1).
- 4) Cfr. l'articolo *La trasmissione della politica monetaria ai tassi bancari al dettaglio nell'area dell'euro in periodo di frammentazione finanziaria*, nel numero di agosto 2013 di questo Bollettino, pag. 79.

sub-prime hanno aumentato i tassi soltanto per i debitori che dipendono fortemente dai loro finanziamenti⁵⁾. Analogamente secondo dati sui prestiti in Portogallo esaminati da Iyer et al., la forte contrazione della liquidità interbancaria durante il periodo compreso tra il 2007 e il 2009 si è tradotta in un irrigidimento dell'offerta di credito soprattutto per quelle piccole aziende clienti di banche che prima della crisi si finanziavano maggiormente sul mercato interbancario⁶⁾. Tali risultati sembrano indicare che l'impatto della crisi del debito sovrano sui finanziamenti e sui bilanci delle banche ha probabilmente avuto conseguenze più pesanti sulle aziende più piccole e che dipendono maggiormente dai prestiti bancari e sulla loro attività reale, come mostrato anche dai primi studi empirici effettuati su dati italiani⁷⁾.

Ad ogni modo occorre riconoscere che le considerevoli differenze rilevate nei tassi attivi fra i paesi più grandi dell'area dell'euro e fra aziende di diverse dimensioni riflettono in larga misura la diversa rischiosità insita nei singoli prestiti, indipendentemente dai fattori di rischio iniziali connessi con la specificità dell'impresa o del paese di appartenenza. Il grafico di destra della figura 3 mostra la ripartizione delle rettifiche di valore e degli accantonamenti in rapporto alle esposizioni domestiche lorde verso le aziende fra i principali paesi dell'area dell'euro, quali riportati dalle

Figura 3 Rettifiche di valore e accantonamenti in rapporto alle esposizioni domestiche lorde delle banche verso le imprese e le PMI (area dell'euro e principali paesi)

(percentuali)



Fonti: esercizio di trasparenza ABE 2013; elaborazioni proprie.

Nota: rettifiche di valore e accantonamenti in rapporto alle rispettive esposizioni domestiche lorde per le banche dell'area dell'euro rilevate nel corso dell'esercizio di trasparenza ABE 2013 a livello dell'UE.

- 5) Cfr. Santos, J.A., "Bank Corporate Loan Pricing Following the Subprime Crisis", *Review of Financial Studies*, Vol. 24, n. 6, 2011, pagg. 1916-1943.
- 6) Cfr. Iyer, R., Peydró, J.-L., da-Rocha-Lopes, S. and Schoar, A., "Interbank Liquidity Crunch and the Firm Credit Crunch: Evidence from the 2007-2009 Crisis", *Review of Financial Studies*, Vol. 27, n. 1, 2014, pagg. 347-372.
- 7) Balduzzi, P., Brancati, E. e Schiantarelli, F., in "Financial Markets, Banks' Cost of Funding, and Firms' Decisions: Lessons from Two Crises", Istituto per lo studio del Lavoro (Institute for the Study of Labor, IZA), *Discussion Paper n. 7872*, 2013, osservano, sulla base di dati incrociati su banche e imprese in Italia, che un aumento dei CDS bancari e una diminuzione delle quotazioni azionarie bancarie inducono le aziende più giovani e più piccole a ridurre l'indebitamento, gli investimenti e l'occupazione. Effetti simili a quelli descritti e causati dalla crisi finanziaria del 2008-2009 alle piccole e medie imprese degli Stati Uniti sono stati rilevati in Chodorow-Reich, G., "The employment effects of credit market disruptions: firm-level evidence from the 2008-9 financial crisis", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 129, n. 1, 2014, pagg. 1-59.

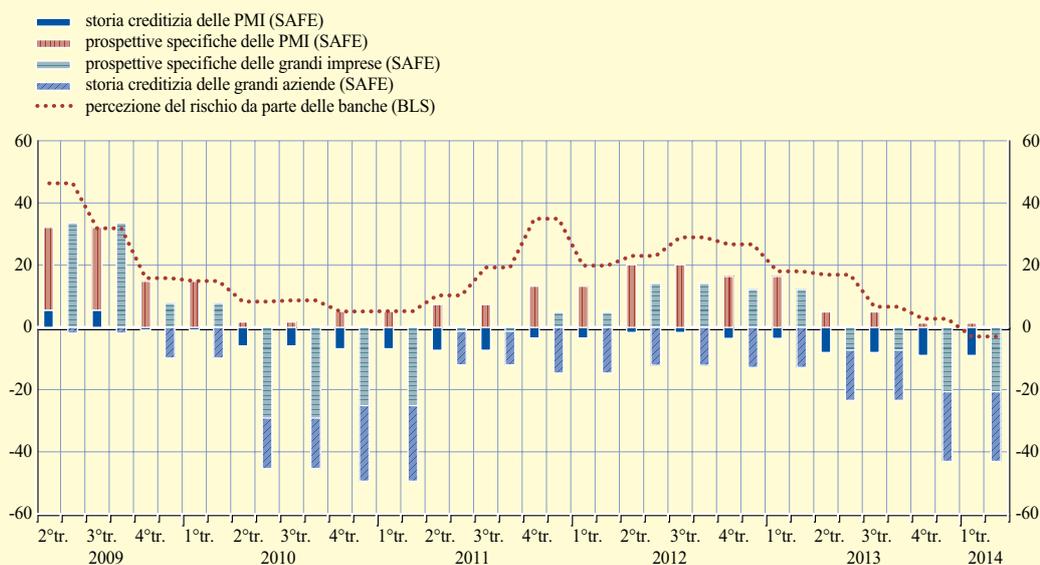
banche coinvolte nell'esercizio di trasparenza svolto dall'Autorità bancaria europea (ABE) nel 2013. I risultati presentavano notevoli differenze tra le banche tedesche e francesi, da un lato, e quelle italiane e spagnole dall'altro, sia alla fine del 2012 che a metà del 2013 (ultima rilevazione dell'esercizio). Più specificamente le rettifiche di valore e gli accantonamenti sulle esposizioni domestiche lorde corrispondevano al 2 per cento circa del portafoglio aziendale complessivo del campione di banche tedesche e francesi esaminato, mentre nel caso delle banche italiane e soprattutto spagnole raggiungevano livelli significativamente più elevati, ossia rispettivamente il 7 e l'8 per cento nei due periodi.

Analogamente, come indicato dalla figura 3 per quanto concerne l'area dell'euro, le rettifiche di valore sulle esposizioni domestiche lorde per crediti concessi alle PMI erano notevolmente più elevate rispetto al resto del portafoglio domestico complessivo delle banche. Fra i principali paesi dell'area dell'euro, tale differenza era particolarmente accentuata nel caso delle banche italiane e spagnole (si veda la ripartizione per paese nel grafico a destra della figura 3), con rettifiche di valore per esposizioni verso PMI pari al 10 per cento circa del portafoglio aziendale delle banche italiane e fino al 14 per cento nel caso delle banche spagnole. Ciò può trovare in parte corrispondenza nel differenziale particolarmente elevato dei tassi attivi applicati ai prestiti di ammontare contenuto e a quelli di grande importo per i paesi rappresentati nella figura 2. Le esposizioni non garantite più granulari verso le PMI comprese nel portafoglio al dettaglio di queste banche hanno registrato rettifiche di valore e accantonamenti ancor più elevati (non riportati in figura). Pertanto questi dati sembrano in generale indicare una differenza insita nel rischio di credito a seconda delle dimensioni del debitore, che si fa più marcata in presenza di tensioni economiche e legate ai debiti sovrani.

Alcune indagini evidenziano variazioni nel rischio di credito e differenze fra debitori di varie dimensioni. In particolare, secondo quanto rilevato dall'indagine trimestrale sul credito bancario

Figura 4 Variazioni nella percezione del rischio delle imprese da parte delle banche e indicatori di rischio per dimensioni delle imprese

(percentuali)



Fonti: SAFE; BLS dell'Eurosistema; elaborazioni proprie.

Nota: l'indicatore sulla percezione del rischio è calcolato come media di tre fattori di rischio (prospettive economiche generali, prospettive economiche settoriali e prospettive economiche specifiche delle aziende e rischio sulle garanzie richieste).

nell'area dell'euro (BLS), la percezione del rischio è tornato ad essere uno dei fattori impliciti con cui le banche esaminate spiegano l'irrigidimento degli standard creditizi a livello dell'area dell'euro verificatosi all'inizio della crisi del debito sovrano nel 2011 (cfr. figura 4, percezione del rischio da parte delle banche). Tale percezione del rischio si è poi gradualmente attenuata a seguito dell'allentamento delle tensioni sui mercati dei titoli di Stato iniziato nell'estate del 2012. Questo andamento è stato in linea con il temporaneo aumento dei tassi attivi a breve termine applicati ai prestiti di ammontare contenuto a favore di imprese non finanziarie nel 2011 e con il successivo calo verificatosi nel 2012 (come indicato in figura 1). Al tempo stesso i dati dell'indagine sull'accesso al credito delle PMI (SAFE) rispecchiano per grandi linee la percezione che le banche hanno del rischio di credito delle aziende, anche se con marcate differenze tra le diverse classi dimensionali (cfr. le colonne rappresentanti le prospettive specifiche delle imprese e la loro storia creditizia nella figura 4). Con riferimento alle condizioni di accesso al credito, sia le prospettive specifiche delle imprese che la loro storia creditizia sono fattori che hanno avuto un impatto sistematicamente più favorevole per le grandi imprese piuttosto che per le PMI. Le differenze riconducibili alle dimensioni dell'azienda sono particolarmente pronunciate in relazione alla storia creditizia; questo lascia supporre che, per le aziende dell'area dell'euro, le differenze nel rischio di credito tra le PMI e le grandi società abbiano carattere strutturale.

OSTACOLI AI FINANZIAMENTI E CARATTERISTICHE DELLE PMI

Il panel a) della figura 5 mostra un indicatore composito degli ostacoli nell'accesso ai finanziamenti riscontrati dalle PMI e dalle grandi aziende nell'area dell'euro calcolato sulla base dei dati dell'indagine sull'accesso al credito delle PMI (SAFE). Esso è stato frequentemente utilizzato per identificare aziende con difficoltà nell'accesso al credito bancario⁸⁾. Dall'inizio dell'indagine in media il 12 per cento delle PMI ha riscontrato ostacoli nell'accesso ai finanziamenti, contro l'8 per cento delle grandi aziende. Il livello e la natura degli ostacoli sono piuttosto diversi tra i due gruppi di imprese. L'indagine più recente, riferita al periodo compreso tra ottobre 2013 e marzo 2014, indica che la percentuale delle PMI che non hanno richiesto prestiti per il timore che la domanda fosse respinta era pari al 6 per cento, rispetto al 2 per cento per le grandi aziende (colonne blu a righe nella figura 5)⁹⁾. Il 3 per cento delle piccole imprese hanno riferito di essersi viste respingere categoricamente la domanda di finanziamento contro l'1 per cento delle grandi aziende (colonna blu in figura 5). Al tempo stesso una notevole percentuale di imprese non ha presentato alcuna domanda perché disponeva di fondi interni a sufficienza (47 per cento delle PMI e 48 per cento delle grandi imprese) o per altre ragioni (22 per cento delle PMI e 12 per cento delle grandi aziende). Quanto alle differenze tra paesi soggetti e non soggetti a tensioni (figura 5, panel b)), è evidente che nei primi le PMI hanno riscontrato proporzionalmente maggiori difficoltà¹⁰⁾.

Quanto ai fattori che influenzano la disponibilità di finanziamenti esterni, dai dati dell'indagine risulta una distinzione tra fattori legati alle caratteristiche specifiche delle imprese come la storia

8) Gli ostacoli nell'accesso ai finanziamenti sono definiti come la somma delle percentuali delle imprese le cui domande di prestiti bancari sono state respinte, che hanno ottenuto soltanto parte dell'importo richiesto o che non hanno contratto il prestito a causa di costi di indebitamento troppo elevati. Essa comprende inoltre la percentuale di imprese che non hanno presentato alcuna domanda per timore che questa venisse respinta (effetto di "scoraggiamento" dei richiedenti). L'indagine dà anche una misura della percezione dei vincoli finanziari sulla base delle risposte delle imprese riguardo alla possibilità che l'accesso al finanziamento rappresenti uno dei problemi più pressanti. Questo indicatore non è stato utilizzato nel presente articolo.

9) Per un'analisi delle caratteristiche dei richiedenti scoraggiati e della loro importanza ai fini della trasmissione della politica monetaria cfr. Popov, A., "Monetary policy, bank capital and credit supply: a role for discouraged and informally rejected firms", *Working Paper* BCE 1593, 2013.

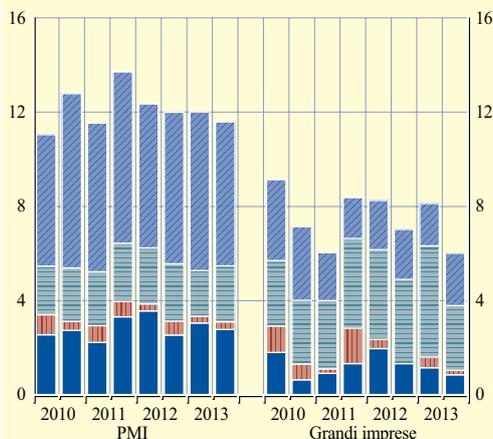
10) Per un'analisi più dettagliata cfr. il numero speciale "Divergence in financing conditions of small and medium-sized enterprises (SMEs) in the euro area" della pubblicazione *Financial integration in Europe*, BCE, aprile 2014.

Figura 5 Ostacoli ai finanziamenti riscontrati da imprese non finanziarie

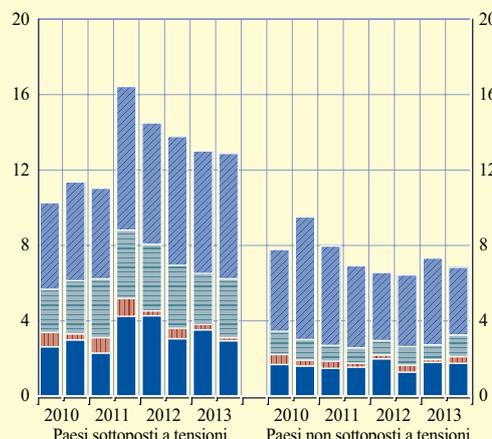
(percentuali)

- domanda respinta
- costi troppo elevati
- finanziamento concesso solo in parte
- richiedenti scoraggiati

a) Ripartizione per dimensioni dell'impresa



b) Ripartizione per paesi sottoposti a tensioni o non sottoposti a tensioni



Fonti: BCE (SAFE) ed elaborazioni BCE.

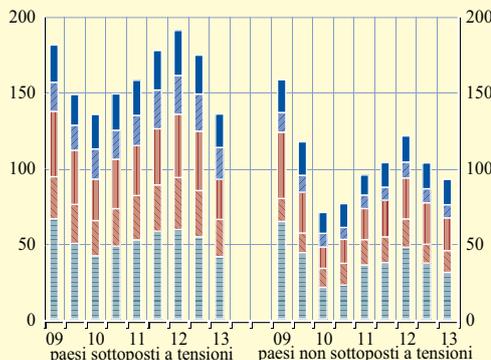
Nota: gli ostacoli ai finanziamenti sono definiti come la somma delle percentuali delle imprese le cui domande di prestiti bancari sono state respinte, che hanno ottenuto soltanto parte dell'importo richiesto o che non hanno contratto il prestito a causa di costi di indebitamento troppo elevati. Essa comprende inoltre la percentuale di imprese che non hanno presentato alcuna domanda per timore che questa venisse respinta (effetto di "scoraggiamento" dei richiedenti). Per paesi sottoposti a tensioni si intendono Irlanda, Grecia, Spagna, Italia e Portogallo. I dati per Cipro e Slovenia, anch'essi a appartenenti a questo gruppo, non sono disponibili.

creditizia, il capitale proprio e le prospettive in termini di vendite, redditività e piani industriali, e fattori esterni come l'andamento generale dell'attività economica percepita dalle aziende e l'importanza dell'accesso al sostegno pubblico, comprese le garanzie. Secondo un numero maggiore di imprese nei paesi soggetti a tensioni, un peggioramento di questi fattori ha un'incidenza sulla disponibilità di finanziamenti esterni (cfr. figura 6). In questi paesi più del 50 per cento dei rispondenti sostiene che le prospettive economiche generali sono un fattore determinante, seguite dalle prospettive specifiche della loro impresa (36 per cento). Per le imprese in paesi non soggetti a tensioni le percentuali rilevate sono più basse, pari rispettivamente al 37 e al 24 per cento. La storia creditizia svolge un ruolo più importante per le imprese situate in paesi soggetti a tensioni (22 per cento) rispetto alle imprese in paesi che non lo sono (10 per cento), fattore che riflette le differenze nel rischio di credito sottostante.

Figura 6 Fattori il cui peggioramento incide sulla disponibilità di finanziamenti esterni tra paesi dell'area dell'euro sottoposti a tensioni e non sottoposti a tensioni

(percentuali di tutti i rispondenti; medie ponderate)

- capitale proprio
- prospettive specifiche dell'impresa
- prospettive economiche generali
- storia creditizia
- sostegno pubblico



Fonti: BCE (SAFE) ed elaborazioni BCE.

Note: per paesi sottoposti a tensioni si intendono Irlanda, Grecia, Spagna, Italia e Portogallo. I dati per Cipro e Slovenia, anch'essi appartenenti a questo gruppo, non sono disponibili.

L'andamento di questi fattori nel tempo è strettamente correlato alle differenti fasi della crisi del debito sovrano.

In particolare, le imprese hanno riferito un'attenuazione di questi fattori nell'indagine relativa al periodo compreso fra ottobre 2013 e marzo 2014, dopo il picco della crisi osservato nell'estate del 2012 e il successivo allentamento delle tensioni sul mercato dei titoli di Stato. Restano differenze tra i due gruppi di paesi, riconducibili alla persistente divergenza delle prospettive economiche e delle prospettive specifiche delle imprese fra i vari paesi e al proseguire della frammentazione dei mercati.

Benché in diminuzione, le conseguenze delle recenti tensioni finanziarie e della crisi del debito sovrano, unite alla recessione, hanno comportato un forte aumento del rischio di credito, che costituisce un rilevante ostacolo all'offerta di credito. Ciò è particolarmente vero nel caso delle PMI, il cui merito di credito e la cui solidità finanziaria ha subito un peggioramento più marcato rispetto a quello delle aziende di grandi dimensioni. In effetti, secondo i dati dell'indagine, durante la crisi l'andamento degli utili delle PMI, delle riserve di liquidità e del capitale proprio è stato meno positivo rispetto a quello delle grandi imprese, con un conseguente peggioramento della loro fragilità finanziaria (cfr. figura 7).

Figura 7 Solidità finanziaria delle PMI dell'area dell'euro rispetto alle grandi imprese

(negli ultimi sei mesi; percentuali nette dei rispondenti)



Fonti: BCE (SAFE) ed elaborazioni BCE.

Come ampiamente documentato dall'analisi teorica ed empirica, vi è una correlazione tra gli ostacoli nell'accesso ai finanziamenti riscontrati dalle imprese e la loro struttura economica e finanziaria, in particolare la loro fragilità finanziaria ¹¹⁾. I risultati dimostrano spesso che le imprese fortemente indebitate, le imprese che realizzano utili contenuti e quelle che dispongono di scarse garanzie trovano maggiori difficoltà nell'accesso ai finanziamenti esterni. Anche la dimensione e la proprietà dell'azienda rilevano a questo proposito ¹²⁾. Nel riquadro 1 è descritto l'esito di un'indagine empirica basata su un campione di PMI dell'area dell'euro che conferma tali risultati ed evidenzia le differenze fra alcuni paesi dell'area.

- 11) Per una rassegna della letteratura esistente cfr. Silva, F. and Carreira, C., *Measuring firms' financial constraints: a rough guide*, Estudos do GEMF n. 14, 2012.
- 12) Precedenti studi dimostrano che le aziende private (Brav, O., "Access to Capital, Capital Structure, and the Funding of the Firm", *Journal of Finance* 64, 2009, pagg. 263-307), piccole (Berger, A. N. e Udell, G. F., "Small Business and Debt Finance", in *Handbook of Entrepreneurship Research*, Kluwer Academic Publishers, UK, 2003, pagg. 299-328) e giovani (ad esempio Rauh, J.D., "Investment and Financing Constraints: Evidence from the Funding of Corporate Pension Plans", *Journal of Finance* 61, 2006, pagg. 33-71; e Fee, C. E., Hadlock, C.J. and Pierce, J. R., "Investment, Financing Constraints, and Internal Capital Markets: Evidence from the Advertising Expenditures of Multinational Firms", *Review of Financial Studies* 22, 2009, pagg. 2362-2392) devono far fronte a vincoli differenti e spesso più stringenti rispetto alle grandi aziende.

Riquadro 1

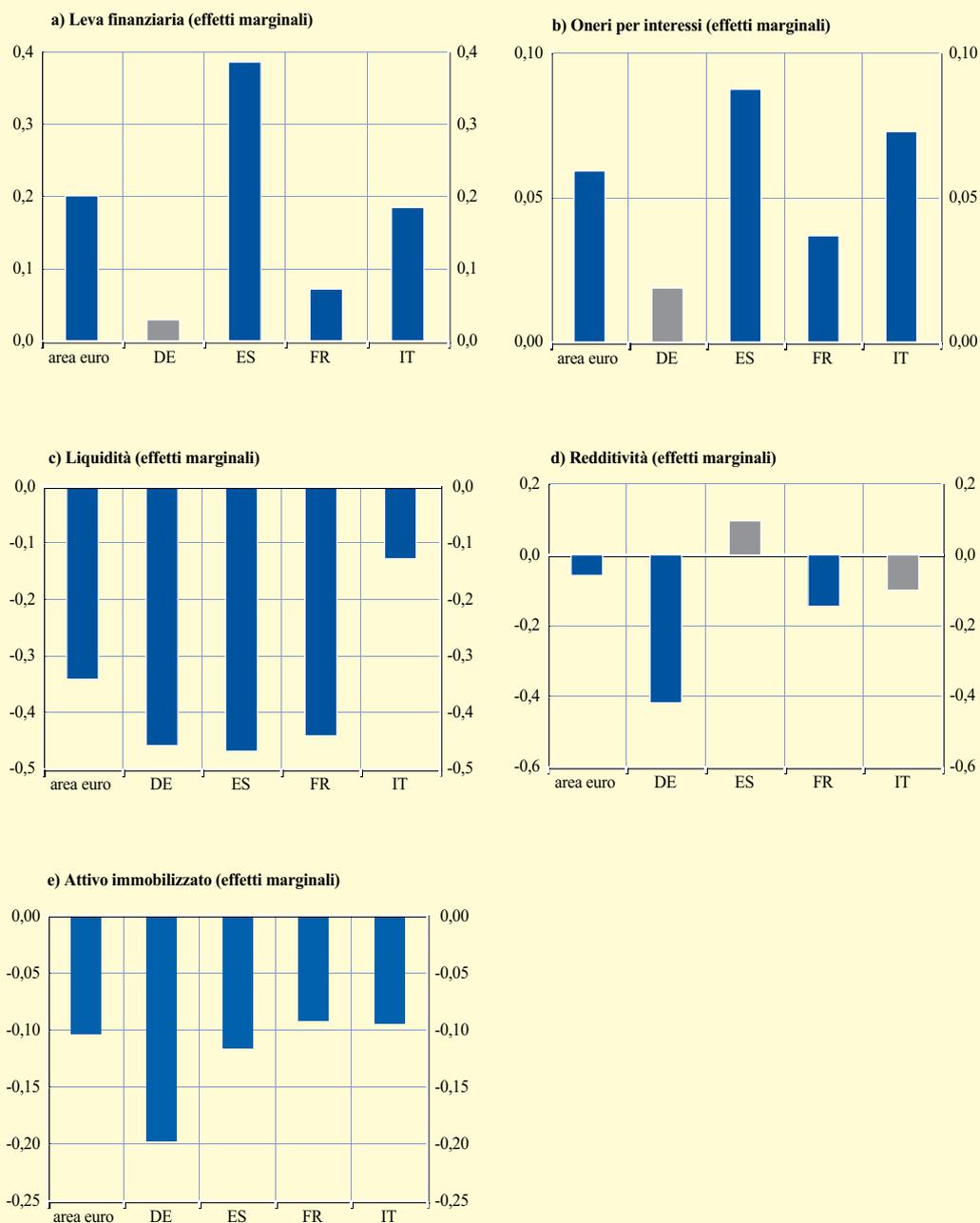
IMPATTO DELLA STRUTTURA ECONOMICA E FINANZIARIA DELLE PMI SUGLI OSTACOLI NELL'ACCESSO AI FINANZIAMENTI

L'impatto della struttura economica e finanziaria delle PMI sugli ostacoli nell'accesso ai finanziamenti, presentato nella figura, è stimato sulla base di diverse caratteristiche finanziarie (redditività, liquidità, leva finanziaria e oneri derivanti dal pagamento degli interessi) e non finanziarie (età, dimensione) comunemente utilizzate in letteratura per valutare se un'impresa ha difficoltà di finanziamento. La stima utilizza un sottoinsieme di PMI esaminate nell'indagine SAFE per le quali erano disponibili informazioni di tipo finanziario. Sono state incluse ulteriori variabili per tener conto della proprietà dell'impresa, dell'anno, del paese e del settore in cui opera l'azienda. La figura illustra gli effetti marginali di diverse variabili, mostrando la loro incidenza sull'intero campione dell'area dell'euro nonché su determinati paesi. I dati confermano che le aziende con un maggior livello di indebitamento e bassi profitti, come pure quelle che dispongono di meno liquidità e meno attività da stanziare a garanzia, hanno maggiori probabilità di incontrare ostacoli nell'accesso ai finanziamenti. Anche le imprese maggiormente gravate da oneri finanziari incontrano più ostacoli nell'accesso ai finanziamenti. La portata degli effetti marginali varia da un paese all'altro, il che mostra come la posizione finanziaria costituisca, per le imprese che hanno difficoltà di finanziamento, un fattore di discriminazione molto più importante in Spagna e Italia piuttosto che in Germania e Francia ¹⁾.

- 1) La prima variabile esaminata, l'indebitamento, è data dal rapporto tra debito finanziario e attività totali; l'onere per interessi corrisponde al rapporto tra la spesa per interessi sugli utili al lordo di interessi, imposte, deprezzamenti e ammortamenti, sommata ai proventi finanziari, e le attività totali. L'indicatore di redditività è dato dal rapporto tra utili/perdite di esercizio e il fatturato; la liquidità è definita come il rapporto tra attività liquide e attività totali; l'attivo immobilizzato è dato dal rapporto tra attività immobilizzate materiali e attività totali. Il modello tiene anche conto di variabili dummy come dimensione (con il logaritmo delle attività totali), età, settore e paese. Esso comprende inoltre variabili dummy relative alla proprietà (controllo familiare o imprenditoriale). Tutte le variabili basate sui conti finanziari sono ritardate al fine di ridurre problemi di endogeneità. Per un'analisi simile basata su dati dell'indagine SAFE, cfr. Ferrando, A. and Mulier, K., "Firms' financing constraints: do perceptions match the actual situation?", BCE, *Working Paper n. 1577*, agosto 2013.

Figura Ostacoli al finanziamento riscontrati dalle PMI e determinanti

(coefficienti statisticamente significativi in blu; coefficienti non significativi in grigio)



Fonti: BCE (SAFE) e Bureau van Dijk AMADEUS; elaborazioni BCE.

Note: le analisi delle determinanti degli ostacoli ai finanziamenti delle imprese sono basate su un modello probit in cui la variabile dipendente corrisponde agli ostacoli ai finanziamenti riscontrati dalle imprese che hanno richiesto un prestito e che partecipano all'indagine SAFE. La variabile è una dummy che assume il valore 1 se la domanda di prestito bancario dell'impresa è stata respinta, se è stata accordata solo una parte dell'importo richiesto o se l'impresa non ha contratto il prestito a causa di costi di indebitamento troppo elevati. Essa comprende inoltre le imprese che non hanno presentato alcuna domanda per timore che questa venisse respinta (effetto di "scoraggiamento" dei richiedenti). L'analisi probit è stata condotta su un sottoinsieme di imprese di 11 paesi dell'area dell'euro (Belgio, Germania, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia) per i quali erano disponibili dati nel periodo 2010-2013 (edizioni 3-8 dell'indagine). Il numero di imprese esaminate nell'intero campione è pari a 14.000.

3 STRUMENTI ALTERNATIVI DI FINANZIAMENTO PER LE PMI E INIZIATIVE DELL'EUROSISTEMA

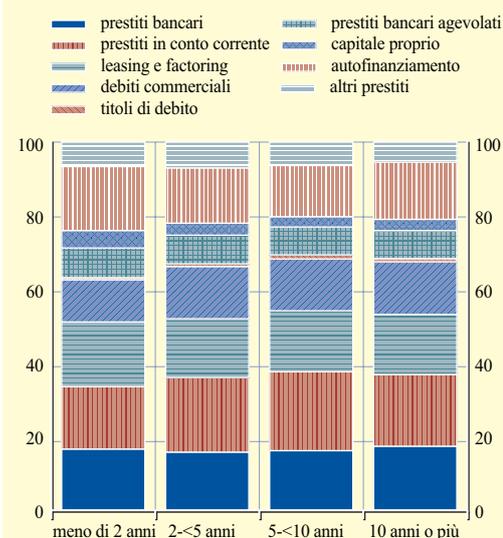
Nell'area dell'euro il settore delle PMI presenta grandi differenze fra paesi e settori industriali in termini di dimensioni, redditività e prospettive di crescita. Alla luce di tale intrinseca eterogeneità è opportuno considerare diversi strumenti e modalità di finanziamento al fine di soddisfare le esigenze di imprese, creditori e investitori. Ciò comporta anche che le politiche volte a incentivare un maggior accesso ai finanziamenti da parte delle PMI possano prevedere sia interventi concertati dagli Stati membri dell'UE che iniziative nazionali (e regionali), incentrate tanto sul canale bancario, che continuerà a essere importante per il finanziamento delle PMI, quanto su quello non bancario. In termini generali, a seconda della fase di sviluppo di una data impresa, le strategie migliori per il sostegno al suo finanziamento possono variare da un paese all'altro.

In genere le PMI sono percepite come particolarmente rischiose nelle prime fasi del loro sviluppo, quando spesso non sono in grado di generare flussi di cassa che consentano loro di sostenere il servizio del debito. In queste fasi iniziali il capitale è costituito dalle risorse del proprietario o dei familiari e amici. Laddove possibile, le PMI si rivolgono anche a operatori specializzati nell'investimento nel capitale di rischio quali investitori privati (business angels) e società di venture capital. Nelle fasi successive di sviluppo le aziende possono vantare un'attività consolidata e offrire garanzie, per cui i rischi per gli investitori diminuiscono e gli intermediari finanziari diventano gli interlocutori più comuni o le aziende stesse possono essere in grado di quotarsi in Borsa.

In effetti, secondo i dati raccolti nell'indagine SAFE, i vari strumenti finanziari sono utilizzati in modo differente a seconda dell'età e della dimensione dell'impresa (man mano che le aziende maturano e crescono di dimensioni, migliora anche il loro accesso a fonti di finanziamento esterne). Nelle prime fasi dello sviluppo delle PMI il ricorso a prestiti bancari e prestiti in conto corrente è più comune in quanto esse sono in grado di costruire rapporti con le banche che consentono una riduzione delle asimmetrie informative tipicamente correlate a realtà con una storia aziendale più recente¹³⁾. Tuttavia, man mano che le imprese crescono di dimensioni, hanno accesso a una più vasta gamma di strumenti e il contributo complessivo dei prestiti bancari diviene lievemente meno importante (cfr. figure 8 e 9). Inoltre, prestiti bancari agevolati o di altro tipo da parte di imprese collegate o di singoli (ad esempio familiari o amici) svolgono un ruolo importante per le imprese piccole e giovani, mentre al maturare dell'attività aziendale diventa più frequente il ricorso all'autofinanziamento e ai debiti commerciali.

Figura 8 Utilizzo degli strumenti di finanziamento da parte delle PMI dell'area dell'euro per età delle aziende

(quota percentuale; media 2009-2013)



Fonti: BCE (SAFE) ed elaborazioni BCE.
Nota: le colonne rappresentano la somma delle percentuali delle PMI che hanno riferito di essersi avvalse di uno strumento specifico tra il 2009 e il 2013.

13) Cfr. anche Chavis et al., "The Impact of the Business Environment on Young Firm Financing", *Policy Research Working Paper Series*, Banca mondiale, 2010.

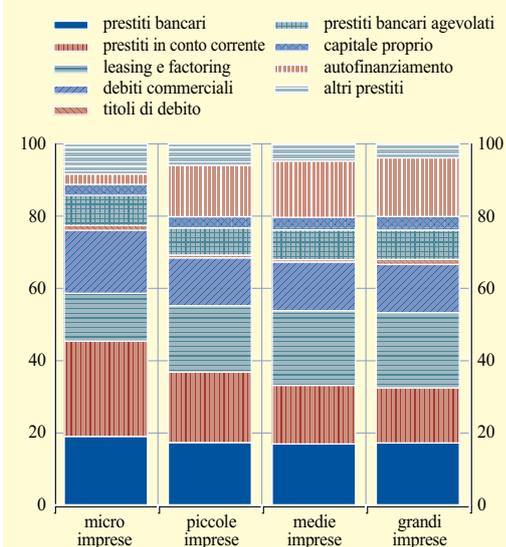
Anche l'impiego dei vari strumenti di finanziamento varia da un paese all'altro (cfr. figura 10). Ad esempio, il credito bancario è in media maggiormente utilizzato dalle PMI in Francia, mentre in Italia e in Spagna si ricorre più spesso a debiti commerciali e prestiti bancari agevolati¹⁴⁾. Il leasing, al contrario, è molto più diffuso tra le piccole e medie imprese tedesche.

In particolare, secondo un'indagine della Commissione europea¹⁵⁾, nel 2011 almeno il 50 per cento delle PMI in Germania ha fatto ricorso a leasing, affitto con riscatto o factoring, rispetto al 40 per cento in Francia, mentre la quota in Spagna e in Italia era relativamente più bassa (25 per cento circa). Quanto alle ragioni della scelta del leasing, alla luce delle risposte fornite dalle imprese, le considerazioni legate al prezzo (prezzo del leasing rispetto ad altre forme di finanziamento) sembrano essere il fattore determinante¹⁶⁾.

È interessante osservare che le ragioni alla base della scelta del leasing variano in base alle dimensioni dell'azienda. Ad esempio, sembra che le medie imprese ricorrono al leasing per motivi legati al prezzo, a una migliore gestione del flusso di cassa e al fatto che non siano richieste garanzie. Per converso, nel caso delle micro-imprese la preferenza per il leasing è principalmente riconducibile a sgravi fiscali e valutazioni legate al prezzo.

Figura 9 Utilizzo degli strumenti di finanziamento da parte delle imprese non finanziarie dell'area dell'euro per dimensione delle aziende

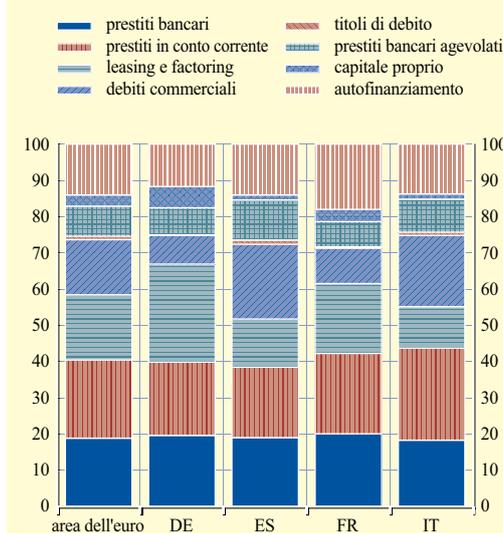
(quota percentuale; media 2009-2013)



Fonti: BCE (SAFE) ed elaborazioni BCE. Nota: le colonne rappresentano la somma delle percentuali delle imprese non finanziarie che hanno riferito di essersi avvalse di uno strumento specifico tra il 2009 e il 2013.

Figura 10 Utilizzo degli strumenti di finanziamento da parte delle PMI in alcuni paesi dell'area dell'euro

(quota percentuale; media 2009-2013)



Fonti: BCE (SAFE) ed elaborazioni BCE. Nota: le colonne rappresentano la somma delle percentuali delle PMI che hanno riferito di essersi avvalse di uno strumento specifico tra il 2009 e il 2013.

14) I sistemi di garanzia del credito sono ampiamente utilizzati in varie economie come un importante strumento per attenuare le difficoltà di finanziamento di PMI e imprese in fase di avviamento. Per una rassegna di ulteriori misure a sostegno del finanziamento delle PMI introdotte da diversi governi dell'area dell'euro durante la crisi, cfr. "Divergence in financing conditions of small and medium-sized enterprises (SMEs) in the euro area", numero speciale del rapporto della BCE *Financial integration in Europe*, 2014.

15) Commissione europea, *SMEs' Access to Finance Survey 2011*, 2011.

16) Oxford Economics, *The Use of Leasing Amongst European SMEs*, rapporto redatto per Leaseurope, novembre 2011 e Kraemer-Eis, H. e Lang, F., "The importance of leasing for SME financing", *EIF WP 15*, 2012.

La possibilità delle PMI di ricorrere a fonti di finanziamento alternative esterne è ancora più limitata laddove esse riscontrano difficoltà anche nell'accesso ai prestiti bancari. L'evidenza empirica (cfr. riquadro 2) mostra comunque che le imprese che hanno avuto difficoltà di finanziamento tra il 2009 e il 2013 hanno tentato di sostituire i prestiti bancari con altri tipi di prestiti concessi da privati (ad esempio familiari e amici), da aziende dello stesso gruppo e da azionisti. Vi è stata inoltre una tendenza al ricorso ai debiti commerciali, mentre strumenti basati sul mercato o persino sovvenzioni o prestiti agevolati sembrano essere meno comuni. L'analisi del riquadro non tiene esplicitamente conto del crowdfunding (benché la categoria "familiari e amici" potrebbe in parte comprenderlo), un nuovo tipo di finanziamento basato sul mercato potenzialmente capace di contribuire a stimolare la ripresa economica convogliando capitali verso le PMI. In generale per crowdfunding si intende l'utilizzo di piccole somme di denaro, ricavate da un numero elevato di privati o organizzazioni, al fine di finanziare un progetto, un prestito aziendale o personale o altre iniziative. Si tratta di risorse che possono essere reperite tramite differenti canali, ad esempio attraverso piattaforme Internet online. Nonostante la sua rapida crescita, il crowdfunding ha ancora una diffusione limitata. Secondo un recente studio dello IOSCO (International Organization of Securities Commissions), esso vale circa 6,4 miliardi di dollari a livello globale ¹⁷⁾.

Le differenze nell'accesso e nell'utilizzo di vari strumenti finanziari comportano la necessità di un coordinamento delle varie politiche attuate dalle diverse autorità con obiettivi differenti. Pertanto gli eventuali strumenti e soluzioni dovrebbero idealmente tener conto di diversi aspetti quali il potenziamento del ruolo del leasing, del factoring, del private equity e dei mini-bonds nonché dell'apertura dei mercati borsistici alle imprese più piccole, che potrebbero fungere da strumenti complementari rispetto ai prestiti bancari tradizionali al fine di ampliare l'accesso delle PMI ai finanziamenti. Come spiegato nella sezione 4 sono state avviate diverse iniziative in questi ambiti.

17) Cfr. *Crowd-Funding: An Infant Industry Growing Fast*, IOSCO, febbraio 2014.

Riquadro 2

IMPIEGO DI FONTI ALTERNATIVE DI FINANZIAMENTO DA PARTE DELLE PMI DURANTE LA CRISI FINANZIARIA

Sulla scorta del lavoro di Casey e O'Toole ¹⁾, l'impiego di quattro fonti specifiche di finanziamento esterno – debiti commerciali, altri prestiti (informali o infragruppo), forme di finanziamento basate sul mercato (tra cui emissione di titoli di debito, capitale versato dai titolari dell'impresa o da investitori esterni e prestiti subordinati) nonché sovvenzioni e prestiti agevolati – è messo in relazione con un indicatore degli ostacoli nell'accesso ai finanziamenti e con una serie di variabili di controllo. Le variabili dipendenti sono definite come variabili categoriche che assumono il valore 1 se l'impresa ha utilizzato una specifica fonte di finanziamento nei sei mesi precedenti o, diversamente, il valore 0. I regressori tengono conto delle dimensioni, dell'età, del settore e di altre variabili e sintetizzano le condizioni operative, l'ambiente macroeconomico complessivo e le tensioni sui mercati finanziari.

1) Cfr. Casey, E. e O'Toole, C., "Bank-lending constraints and alternative financing during the financial crisis: Evidence from European SMEs", *ESRI Working Paper* 450, 2013. Secondo gli autori le imprese con difficoltà di accesso al credito ricorrono più frequentemente ai debiti commerciali, prestiti informali, prestiti da parte di altre aziende o prestiti agevolati.

Nella tabella sono rappresentati gli effetti marginali delle differenti caratteristiche delle imprese sull'impiego di fonti alternative di finanziamento. A partire dalla prima colonna si può notare che le imprese con difficoltà di finanziamento hanno probabilità maggiori del 7 per cento di ricorrere ai debiti commerciali e probabilità maggiori del 20 per cento di attingere a finanziamenti di amici, familiari o aziende operanti nel medesimo gruppo. Non vi è invece alcuna evidenza significativa di una sostituzione dei prestiti con strumenti basati sul mercato, sovvenzioni o prestiti agevolati. Quest'ultimo risultato è in una certa misura sorprendente in quanto i sistemi di garanzia del credito sono stati la misura più comunemente adottata dai governi durante la crisi finanziaria. Il principale obiettivo di queste misure consisteva nell'indurre le banche a riattivare i loro canali di credito, riducendo quindi i rischi aggiuntivi che dovevano assumere in bilancio al momento della concessione di nuovi prestiti. Il risultato potrebbe essere legato al fatto che gli intermediari finanziari sono direttamente coinvolti nella scelta delle imprese ammissibili; pertanto è possibile che le imprese cui era già stato negato un prestito possano trovare difficile anche chiedere di avvalersi di tali sistemi di garanzia. Inoltre, le imprese con difficoltà di finanziamento operanti in paesi soggetti a tensioni hanno trovato maggiori problemi nell'accesso a fonti alternative di finanziamento, come dimostrato dal coefficiente negativo ma statisticamente significativo del termine di interazione²⁾.

Effetti delle tensioni finanziari sull'utilizzo di fonti alternative di finanziamento

(effetti marginali; percentuali)

	Crediti commerciali	Significatività statistica	Altri prestiti (informali o da parte di altre imprese)	Significatività statistica	Finanziamento sul mercato	Significatività statistica	Sovvenzioni-prestiti agevolati	Significatività statistica
Ostacoli al finanziamento t-1	7	***	20	**	6	5		
Ostacoli al finanziamento t-1*								
Paesi sottoposti a tensioni	-6	*	-12	**	-8	-4		
Piccole imprese	6	***	3	***	-2	8	***	
Medie imprese	6	***	8	**	-1	14	***	
Età > 10 anni	2	1	***	1	-3	*		
A conduzione familiare	4	**	-10	**	1	3		
Settore manifatturiero ed estrattivo	10	***	3	***	5	**	-1	
Settore edile e immobiliare	9	***	0	***	2	4	*	
Commercio all'ingrosso e al dettaglio	6	***	0	-2	0			
Prospettive economiche generali	3	*	4	***	8	***	10	***
Crescita degli utili	6	***	2	-1	1			
Economie sottoposte a tensioni	32	***	17	***	11	***	11	***

Fonti: SAFE ed elaborazioni BCE.

Nota: la stima è basata su un modello probit per dati panel con effetti causali ed errori standard robusti. È stata elaborata per undici paesi dell'area dell'euro (Belgio, Germania, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia) tra il 2009 e il 2013. Per paesi soggetti a tensioni si intendono: Irlanda, Grecia, Spagna, Italia e Portogallo. La variabile dipendente è una variabile categorica che assume il valore 1 se l'impresa ha utilizzato una specifica fonte di finanziamento nei sei mesi precedenti. Ulteriori regressori non riportati nella tabella sono: crescita del PIL e rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni. Gli asterischi indicano la significatività statistica: * p<0.10, **p.<0.05 e *** p<0.01.

2) In un recente discorso, B. Cœuré (2013) ha rilevato che per alcune misure pubbliche di sostegno volte ad agevolare l'accesso ai finanziamenti da parte delle PMI è stato difficile raggiungere gli obiettivi stabiliti.

STRUMENTI E INIZIATIVE DELL'EUROSISTEMA

L'Eurosistema dispone di vari strumenti che attualmente stanno contribuendo a ripristinare il normale funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria agevolando in tal modo anche il finanziamento delle PMI. Data la natura del sistema finanziario dell'area dell'euro, basato sul finanziamento bancario, il principale canale tramite il quale l'impulso della politica monetaria della BCE

raggiunge l'economia reale è costituito dai tassi bancari attivi. Attraverso l'attuazione della politica monetaria l'Eurosistema controlla i tassi d'interessi a brevissimo termine. Le variazioni in questi tassi influiscono anche sui tassi di mercato a più lungo termine, costituendo quindi un importante fattore per la determinazione del costo di raccolta delle banche all'interno dell'area dell'euro. In tempi normali l'Eurosistema attua la politica monetaria attraverso operazioni volte a fornire liquidità con scadenze di una settimana e tre mesi. Esso ha anche fatto ricorso a operazioni straordinarie durante la crisi, tra cui le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine condotte nel dicembre 2011 e nel febbraio 2012. Tali operazioni hanno contribuito ad agevolare i finanziamenti a favore delle PMI erogando fondi alle banche la cui scadenza rispondeva meglio a quella dei prestiti bancari.

Inoltre il sistema di garanzie previste dall'Eurosistema prevede un'ampia gamma di attività da utilizzare come garanzie nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema. La disponibilità di garanzie aiuta a determinare la capacità delle controparti di ottenere fondi dalle banche centrali. Al tempo stesso, sono anche necessarie misure di mitigazione dei rischi per preservare il bilancio dell'Eurosistema in ogni fase del ciclo economico.

I prestiti alle PMI sono stanziabili come garanzia per le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema secondo varie modalità. Innanzitutto, i singoli crediti costituiscono garanzie idonee, purché soddisfino determinati criteri. I crediti costituiscono attualmente una delle più ampie classi di attività stanziate a garanzia nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema e rappresentano circa 316 miliardi di euro al netto degli scarti di garanzia (alla fine di maggio 2014). L'importo totale ha subito fluttuazioni nel tempo e il suo livello attuale è circa il 25 per cento al di sotto del picco raggiunto nel secondo trimestre del 2012, ma circa il 25 per cento al di sopra del livello della fine del 2008. Un sottoinsieme di questo importo totale è costituito da prestiti a società non finanziarie (SNF), tra cui PMI, per un valore di circa 56 miliardi di euro. Il resto si riferisce a più di 160.000 singoli prestiti, distribuiti tra soggetti pubblici e di altro tipo, il cui ammontare varia da importi molto contenuti, probabilmente riconducibili a PMI, a più di 2 miliardi di euro. I prestiti di importo inferiore a 1 milione di euro costituiscono approssimativamente il 70 per cento di tutti i crediti verso le SNF accettati come garanzia.

In secondo luogo, un prestito a una piccola impresa può anche essere utilizzato nel pool di un'attività cartolarizzata (asset-backed security, ABS), che costituisce anch'esso una classe di attività stanziabili a garanzia. Le cartolarizzazioni garantite da prestiti alle PMI corrispondono a 57,8 miliardi in valore nominale (alla fine di maggio 2014). Recentemente, anche i prestiti alle PMI sono stati utilizzati in obbligazioni garantite strutturate, a loro volta anch'esse stanziabili a garanzia per le operazioni dell'Eurosistema, e in obbligazioni garantite dal settore pubblico, i cui portafogli di attività consistono in prestiti alle PMI garantiti dallo Stato, ammissibili come garanzia dall'Eurosistema. In terzo luogo, anche le obbligazioni di società non finanziarie sono accettate a garanzia, benché più probabilmente emesse da medie imprese, oltre che da grandi aziende, piuttosto che da imprese più piccole. Infine, da febbraio 2012 è attivo il programma per le forme temporanee di allargamento di garanzie stanziabili (additional credit claims), in base al quale i prestiti vivi, tra cui quelli alle SNF e alle PMI, possono essere depositati presso le banche centrali dei paesi partecipanti¹⁸⁾. Alla fine di maggio 2014 essi ammontavano a circa 62 miliardi di euro. L'importo complessivo è composto da prestiti a SNF (circa 29 per cento), prestiti al settore pubblico e prestiti alle famiglie. L'importo medio di ogni credito aggiuntivo è pari a circa 127.000 euro.

18) A differenza dei crediti previsti dal sistema di garanzie permanente, il programma per le forme temporanee di allargamento di garanzie stanziabili si basa su un regime di non condivisione del rischio che consente di accettare a garanzia prestiti vivi che non soddisfano i requisiti di idoneità di cui alla lista unica (ad esempio i prestiti con una probabilità di inadempienza leggermente più elevata sulle attività sottostanti).

Inoltre, l'Eurosistema ha rivisto al ribasso i requisiti minimi di rating per alcune attività cartolarizzate, tra cui quelle garantite da prestiti a PMI, nel dicembre 2011 e a giugno 2012. Il 18 luglio 2013, fra i significativi miglioramenti in materia di trasparenza ottenuti grazie alla "ABS loan-level data initiative", che prevedeva obblighi informativi a livello di singolo prestito sulle ABS (cfr. riquadro 3 sulle cartolarizzazioni garantite da prestiti alle PMI), il Consiglio direttivo ha deciso di introdurre misure volte ad abbassare i requisiti minimi di rating e gli scarti di garanzia¹⁹. Specificamente i requisiti di rating all'emissione delle ABS soggette agli obblighi informativi a livello di singolo prestito sono stati abbassati ad almeno due "singola A" (A-) da due "tripla A" (AAA-). Inoltre gli scarti di garanzia sono stati ridotti di 6 punti percentuali fino al 10 per cento per le ABS con almeno due rating "singola A" (cioè idonei in base al sistema permanente) e di 4 punti percentuali, fino al 22 per cento, per le ABS con almeno due rating "tripla B" (cioè idonei in base al sistema temporaneo). Tali decisioni consentono alle banche dell'area dell'euro di disporre di maggiori fondi utilizzando la stessa quantità di garanzie, incoraggiandole quindi a erogare più credito alle PMI.

Infine, allo scopo di migliorare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria sostenendo la concessione di credito all'economia reale, il 5 luglio 2014 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di condurre una serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (targeted longer-term refinancing operations, TLTRO), finalizzate a migliorare l'erogazione di prestiti bancari a favore del settore privato non finanziario dell'area dell'euro per un periodo di due anni, e di intensificare i lavori preparatori per l'acquisto definitivo di attività cartolarizzate semplici e trasparenti le cui attività sottostanti consistano in crediti nei confronti del settore privato non finanziario dell'area dell'euro.

19) Tali modifiche hanno di fatto introdotto nel sistema di garanzie permanente titoli considerati idonei dal sistema temporaneo introdotto nel dicembre 2011. Tuttavia, le ABS con almeno due rating "tripla B" restano ammissibili soltanto nell'ambito del sistema temporaneo. Inoltre, per poter costituire garanzie stanziabili, le ABS dovranno essere valutate da almeno due agenzie di rating differenti.

Riquadro 3

UN'ANALISI DEI DATI SUI SINGOLI PRESTITI ALLE PMI PER LE ATTIVITÀ CARTOLARIZZATE

L'iniziativa di stabilire dei requisiti informativi sui singoli prestiti per le attività cartolarizzate ("ABS loan-level data initiative") annunciata dall'Eurosistema alla fine del 2010 è una misura chiave per migliorare la trasparenza e la tempestività degli ABS da stanziare a garanzia a beneficio dell'Eurosistema e degli operatori di mercato. Gli obblighi informativi a livello di singolo prestito devono essere soddisfatti da qualsiasi transazione relativa agli ABS affinché questi siano stanziabili a garanzia per le operazioni dell'Eurosistema. Dato l'ampio utilizzo delle ABS come garanzie per ottenere liquidità dall'Eurosistema, i soggetti cedenti (originator) sono fortemente incentivati a rispettare tali requisiti.

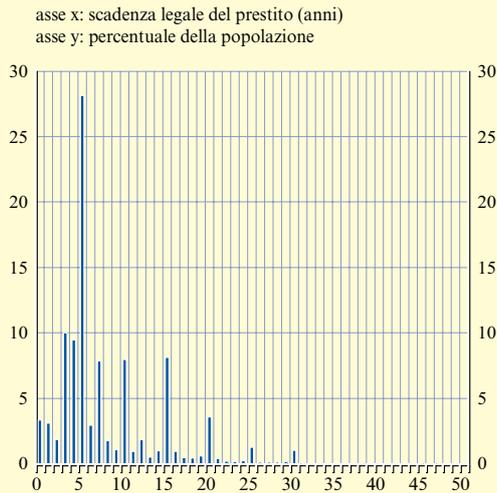
Dati a livello di singolo prestito per le attività cartolarizzate delle PMI

(a partire da maggio 2014)

Paese	Importo ammissibile (miliardi di euro)	Numero di tranches	Numero di prestiti (milioni)
Belgio	14.0	4	0.23
Francia	3.9	7	0.21
Germania	0.9	2	0.03
Italia	14.7	31	0.24
Paesi Bassi	10.8	2	0.02
Portogallo	2.3	3	0.04
Spagna	11.1	65	0.33
Totale	57.7	114.0	1.10

Fonte: dati dell'Eurosistema a livello di singolo prestito.
Nota: i paesi indicati sono i paesi in cui le attività sono state generate.

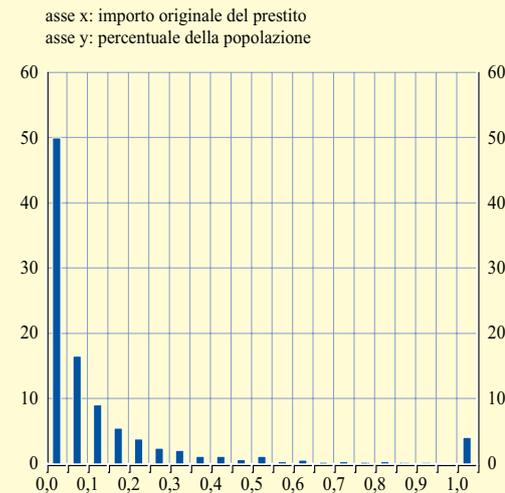
Figura A Ripartizione per scadenza (anni) dei dati a livello di singolo prestito per le attività cartolarizzate delle PMI



Fonte: dati dell'Eurosistema a livello di singolo prestito.

Figura B Ripartizione per importo originale del prestito dei dati a livello di singolo prestito per le attività cartolarizzate delle PMI

(milioni di euro)



Fonte: dati dell'Eurosistema a livello di singolo prestito.

Gli obblighi informativi a livello di singolo prestito per le cartolarizzazioni garantite da prestiti alle PMI sono stati introdotti dall'Eurosistema il 3 gennaio 2013 e sono indicati in appositi modelli pubblicati sul sito Internet della BCE. I dati devono essere forniti con frequenza trimestrale e sono raccolti in un apposito archivio, lo European Data Warehouse, cui gli investitori possono attingere previo versamento di una modesta tariffa di sottoscrizione.

A seguito dell'introduzione di questi requisiti, l'Eurosistema dispone ora di dati standardizzati a livello di tranche e di singolo prestito per 114 tranche senior di ABS di PMI¹⁾, per un valore di circa 57,7 miliardi di euro a partire da maggio 2014, tra cui 1,1 milioni di prestiti (cfr. la tabella per una ripartizione su base nazionale). La raccolta dati prevede sia campi obbligatori a livello di singolo prestito (come frequenza dei rimborsi, tasso d'interesse corrente, importo originale del prestito e classificazione del debitore secondo le disposizioni di Basilea III), sia campi opzionali (come data del pagamento successivo, scopo del prestito e rating equivalenti da parte di S&P/Moody's/Fitch e rating interni delle banche).

Pur essendo relativamente recente e ancora in via di sviluppo, la banca dati offre informazioni interessanti per studiare le caratteristiche dei prestiti alle PMI che confluiscono in attività cartolarizzate. Ad esempio, la figura A illustra la ripartizione per scadenza. La grande maggioranza del milione circa di prestiti per cui si dispone di informazioni sembra avere scadenze inferiori ai dieci anni e la metà di essi scadenze al di sotto dei cinque anni. Tale scenario appare relativamente costante fra i vari paesi, benché i prestiti alle PMI olandesi tendano a protrarsi verso scadenze relativamente più lunghe. Al tempo stesso la figura B suggerisce che la maggior parte dei prestiti sono di ammontare relativamente contenuto: su un totale di 1.118.359, per 548.728 di essi l'importo originario era inferiore a 50.000 e per 337.518 di essi era inferiore a 25.000 euro.

1) Nell'ambito di una transazione ABS soltanto le tranche senior delle attività cartolarizzate sono stanziabili a garanzia per le operazioni dell'Eurosistema.

Complessivamente la quota di garanzie legate alle PMI rispetto al totale delle garanzie dell'Eurosistema è significativa.

L'Eurosistema dispone tuttavia di ulteriori strumenti. Grazie al ruolo svolto nei mercati finanziari, esso può contribuire a coordinare gli interventi delle controparti e a correggere i fallimenti del mercato; in altre parole, esso può fungere da catalizzatore. I vari interventi effettuati dall'Eurosistema in questa sua funzione hanno riguardato, tra l'altro, cartolarizzazioni, obbligazioni garantite e mercato monetario.

Inoltre, grazie agli espliciti requisiti di trasparenza per le attività cartolarizzate dell'UE stabiliti con l'iniziativa sui dati a livello di singoli prestiti, l'Eurosistema ha potuto contribuire al miglioramento della fiducia degli operatori di mercato nella qualità creditizia di queste attività. Per via degli effetti di rete generati dall'introduzione della trasparenza quale requisito di idoneità delle garanzie, gli operatori di mercato si aspettano ora che per gli strumenti ABS più tradizionali (come mutui residenziali e prestiti alle PMI entrambi cartolarizzati) emessi nell'area dell'euro siano forniti dati a livello di singolo prestito. Questo circolo virtuoso sta aiutando a combattere la stigmatizzazione legata ai mutui sub-prime degli Stati Uniti di cui sono state oggetto molte attività cartolarizzate sane, tra cui quelle garantite da prestiti alle PMI.

4 RECENTI INIZIATIVE VOLTE A PROMUOVERE IL FINANZIAMENTO DELLE PMI NELL'AREA DELL'EURO

A causa dell'impatto negativo della crisi economica e finanziaria sulle PMI, sono state avviate diverse iniziative al fine di promuovere i finanziamenti a favore delle PMI nell'area dell'euro. L'esigenza di simili iniziative era stata inizialmente evidenziata nel marzo 2013 dal Libro verde della Commissione europea dal titolo *Long-Term Financing of the European Economy*, seguito dalla comunicazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio del 27 marzo 2014²⁰⁾. Nella comunicazione la Commissione ha presentato i suoi piani sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea ed evidenziato diversi interventi ad ampio spettro. Alcuni di questi interventi riguardano il miglioramento dell'accesso ai finanziamenti delle PMI, mentre altri potrebbero influenzare positivamente ma in modo indiretto la loro situazione finanziaria. In particolare la Commissione mira ad avere un quadro delle legislazioni e delle pratiche nazionali e dell'Unione che incidono sulla disponibilità di informazioni creditizie relative alle PMI, con l'obiettivo considerare un possibile orientamento dell'UE nei confronti delle società di che si occupano di scoring creditizio e di valutare la fattibilità dell'incremento della comparabilità dei dati sulle PMI nell'UE. La mancanza di informazioni creditizie appropriate, comparabili, affidabili e rapidamente disponibili sulle PMI era stata anche rilevata dal rapporto di un gruppo di esperti di alto livello²¹⁾, contenente varie raccomandazioni a breve e medio termine rivolte sia alle autorità pubbliche che agli operatori di mercato, concernenti la regolamentazione finanziaria, le infrastrutture di mercato, la trasparenza delle informazioni, la tassazione, il quadro regolamentare in materia di diritto fallimentare e le disposizioni che limitano gli investimenti transfrontalieri.

20) Cfr. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014DC0168&qid=1403706944431&from=IT> e "COM(2014) 168 final" del 27 marzo 2014.

21) Dopo la pubblicazione del Libro verde, il Consiglio ECOFIN informale ha invitato il comitato economico e finanziario (Economic and Financial Committee, EFC) a valutare l'istituzione di un gruppo di esperti di alto livello. Il rapporto finale *Finance for Growth* dell'11 dicembre 2013 conteneva di un elenco dettagliato di raccomandazioni a breve e medio termine, anche a livello dell'UE, in materia di accesso ai finanziamenti da parte delle PMI e delle infrastrutture: http://europa.eu/efc/working_groups/hleg_report_2013.pdf

Nella comunicazione di marzo 2014 la Commissione ha anche proposto di dare nuovo impulso al dialogo fra le banche e le PMI in particolare per quanto riguarda il feedback da parte delle banche sulle richieste di prestito e la valutazione delle migliori prassi utilizzate per favorire le PMI nell'accesso al mercato dei capitali.

La Commissione europea sottolinea anche l'importanza del crowdfunding (come definito sopra) quale potenziale misura per migliorare l'accesso delle PMI ai finanziamenti. A tale proposito essa propone di condurre uno studio per conoscere gli sviluppi del mercato e il potenziale del crowdfunding per il finanziamento della ricerca e dell'innovazione e per valutare la possibilità di attingere a fondi pubblici per sostenere progetti attraverso questo tipo di finanziamento.

SOLUZIONI PER IL MERCATO DEI CAPITALI

La comunicazione sul finanziamento a lungo termine pubblicata dalla Commissione europea a marzo 2014 sostiene anche fortemente la messa a punto di soluzioni per il mercato dei capitali finalizzate al finanziamento delle PMI. Una di queste soluzioni prevede lo sviluppo di un segmento di alta qualità nel mercato delle cartolarizzazioni e delinea un potenziale trattamento normativo preferenziale compatibile con i vigenti principi prudenziali. La cartolarizzazione dei prestiti alle PMI potrebbe beneficiare di questo possibile sviluppo e pertanto fungere da strumento complementare e alternativo al finanziamento bancario tradizionale, se integrata da una serie di raccomandazioni volte ad agevolare tale sviluppo sia dal punto di vista normativo che attraverso politiche di condivisione del rischio. Benché costituiscano il secondo principale mercato nel settore delle attività cartolarizzate (dopo quello dei mutui residenziali cartolarizzati), il segmento delle ABS dei prestiti alle PMI mantiene dimensioni contenute rispetto all'insieme delle attività di cartolarizzazione e rappresenta circa l'8 per cento del totale dei titoli in essere. Si tratta di circa 130 miliardi di euro²²⁾, gran parte dei quali trattenuti dal 2008 nei bilanci dei soggetti che li hanno originati per essere utilizzati nelle operazioni di rifinanziamento presso le banche centrali²³⁾.

Un altro approccio mirato a sbloccare il credito a favore delle PMI potrebbe essere incentrato sul coinvolgimento del settore pubblico nel correggere i fallimenti del mercato, anche quelli non legati al problema delle asimmetrie informative. In tali casi, per quanto riguarda la concessione di credito alle PMI, le banche sono refrattarie a rinnovare i finanziamenti (o lo fanno soltanto a tassi d'interesse più alti) alle imprese, fattore che accresce l'incapacità di queste ultime di onorare gli impegni assunti o, nella migliore delle ipotesi, limita le loro prospettive di crescita; ciò a sua volta rallenta la ripresa macroeconomica e incrementa ulteriormente l'avversione al rischio da parte delle banche. A questo proposito le banche di sviluppo nazionali o banche come la Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) in Germania, l'Instituto de Credito (ICO) in Spagna e il Gruppo pan-europeo della Banca europea degli investimenti (Gruppo BEI, comprendente anche il Fondo europeo per gli investimenti) sono attive sia nel finanziamento diretto delle PMI, sia nella fornitura di garanzie. Ad esempio, nel 2013 la BEI ha sottoscritto prestiti per un valore di 18,5 miliardi di euro a favore di PMI e società a media capitalizzazione, mentre ulteriori risorse sono state stanziare dal FEI per le cartolarizzazioni garantite da prestiti alle PMI. Potrebbe inoltre essere utile mettere a frutto il vantaggio comparato

22) Cfr. Associazione per i mercati finanziari in Europa (Association for Financial Markets in Europe, AFME), *Securitisation Data Report Q4 2013*.

23) Dal 2008 anche l'emissione di attività cartolarizzate garantite da prestiti alle PMI è stata modesta per diverse ragioni: l'incertezza normativa riguardo al trattamento delle cartolarizzazioni che ha caratterizzato i requisiti in materia di capitale e liquidità, la debolezza del contesto macroeconomico tradottasi in un'economia delle transazioni di scarsa qualità, l'effetto di stigmatizzazione sulle attività cartolarizzate dell'UE derivante dai problemi legati ai mutui residenziali cartolarizzati sub-prime negli Stati Uniti; anche una maggiore avversione al rischio nei confronti delle PMI e una scarsa standardizzazione della documentazione e la poca trasparenza hanno svolto un ruolo importante. Benché siano stati compiuti dei progressi nel superamento di queste barriere, la loro completa abolizione continua ad essere rilevante affinché la cartolarizzazioni possano essere considerate una soluzione diffusa, sostenibile e di lungo termine per il finanziamento delle PMI.

di cui godono le banche di sviluppo nazionali in termini di bassi costi di finanziamento (che potrebbero essere trasferiti ai clienti) nonché la loro conoscenza dei mercati nazionali, soprattutto in presenza di una più stretta cooperazione transfrontaliera tra le banche di sviluppo nazionali. Ne è un esempio l'accordo sottoscritto tra Germania (KfW) e Spagna (ICO) a luglio 2013, con il quale entrambe le istituzioni hanno deciso di versare 800 milioni di euro a favore del finanziamento delle PMI in Spagna.

Altrove anche gli strumenti creati attraverso i mercati del collocamento privato possono migliorare l'accesso al mercato dei capitali da parte delle PMI quale alternativa al finanziamento bancario. Ad esempio, in Germania il mercato degli *Schuldscheindarlehen*, strumenti ibridi a metà strada tra un'obbligazione e un prestito sindacato, è un mercato nazionale per il collocamento privato già consolidato, con un volume di finanziamenti annui pari a 12 miliardi. Recentemente sono state avviate varie iniziative volte a sviluppare il mercato del collocamento privato sul modello sviluppato negli Stati Uniti (*US private placement model*, USPP). In Francia l'iniziativa per la creazione di un mercato del collocamento privato "Euro PP", sponsorizzata dalla Banque de France, mira ad agevolare l'accesso delle medie imprese francesi alle nuove fonti di finanziamento e ha permesso di raccogliere circa 7 miliardi di euro dalla prima emissione a settembre 2012²⁴).

INIZIATIVE REGOLAMENTARI

Negli ultimi anni la regolamentazione finanziaria dell'UE è stata aggiornata al fine di agevolare il finanziamento delle PMI. Il regolamento sui requisiti patrimoniali (*Capital Requirements Regulation*, CRR) e la quarta revisione della direttiva sui requisiti patrimoniali (*Capital Requirements Directive IV*, CRD IV) del 27 giugno 2013 prevedono un fattore di correzione volto a ridurre i requisiti patrimoniali relativi alle esposizioni verso le PMI²⁵). Inoltre la direttiva rivista relativa ai mercati degli strumenti finanziari (*Markets in Financial Instruments Directive*, MiFID II) prevede la creazione di piattaforme di negoziazione dedicate denominate "mercati di crescita delle PMI" tese a rendere i mercati delle PMI più visibili e liquidi, fattore che dovrebbe contribuire ad attrarre investitori avversi al rischio. Altre normative hanno ridotto gli oneri amministrativi che gravano sulle PMI per quanto concerne la rendicontazione (direttive sul prospetto e sulla trasparenza) e la semplificazione della preparazione dei bilanci d'esercizio (direttiva sulla contabilità). Per quanto attiene agli investimenti, la Commissione europea ha istituito uno speciale passaporto dell'UE per gestori di fondi che investono in start-up e imprese sociali. Essa ha anche proposto un nuovo quadro regolamentare per fondi di investimento (fondi di investimento europei a lungo termine) per operatori di mercato che vogliono investire in aziende e progetti nel lungo termine.

Più in generale, l'istituzione dell'unione bancaria, compresi il meccanismo di vigilanza unico (MVU) e l'esercizio di valutazione complessiva (*comprehensive assessment*) delle condizioni delle banche attualmente in corso, accresceranno la fiducia nel sistema bancario migliorando quindi l'accesso ai finanziamenti da parte delle PMI, data la loro dipendenza dai finanziamenti bancari.

Infine, oltre a questi cambiamenti normativi a livello dell'UE, sono state recentemente avviate diverse iniziative a livello nazionale al fine di agevolare l'accesso ai finanziamenti da parte delle PMI. In particolare, il 19 febbraio 2014, il Parlamento italiano ha approvato un decreto legge che introduce una nuova categoria di obbligazioni garantite (obbligazioni bancarie collateralizzate, o

24) Un "Euro PP" consiste in un'operazione di finanziamento a medio o lungo termine tra un'impresa, quotata in Borsa o no, e un numero limitato di investitori istituzionali che richiede apposita documentazione negoziata tra il debitore e gli investitori e prevede in genere il coinvolgimento della figura di un *arranger*.

25) Il fattore di correzione è pari a 0,7619.

OBC), che possono essere garantite da obbligazioni societarie, prestiti a PMI, prestiti per il settore navale, crediti derivanti da leasing e factoring e tranches di cartolarizzazioni garantite da queste attività. Il 28 febbraio 2014 il governo spagnolo ha approvato una nuova legge sul finanziamento delle PMI per incentivare strumenti alternativi al finanziamento bancario a favore delle PMI, migliorando, tra l'altro, l'accesso delle imprese al mercato azionario alternativo e offrendo maggiore flessibilità per consentire alle società di venture capital di investire importi più consistenti nelle prime fasi di sviluppo delle PMI.

5 CONCLUSIONI

Le PMI dell'area dell'euro sono in genere maggiormente dipendenti dalle banche rispetto alle imprese più grandi per via della maggiore opacità dei loro bilanci e delle loro capacità aziendali, dovuta al minor numero di informazioni contenute nei loro bilanci e alla loro più breve storia aziendale. Le banche possono in parte mitigare queste asimmetrie informative e i più elevati costi di transazione per i potenziali investitori costruendo rapporti solidi e di lungo termine per la concessione del credito e agevolando la valutazione del merito di credito dei loro debitori. In periodi di congiuntura economica sfavorevole o di crisi, tuttavia, queste asimmetrie informative rendono particolarmente difficile per le PMI ottenere finanziamenti e le fonti di finanziamento, tra cui il credito bancario, tendono ad esaurirsi più rapidamente per le piccole imprese rispetto alle grandi. Pertanto la mancanza di fondi, unita a una generalmente più forte dipendenza dal contesto economico e istituzionale domestico, compromette in misura maggiore l'attività imprenditoriale e di investimento delle aziende più piccole.

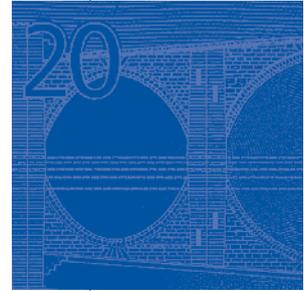
Data l'intrinseca eterogeneità del settore delle PMI nell'area dell'euro, al fine di soddisfare le esigenze delle imprese stesse, dei creditori e degli investitori, è opportuno valutare diversi strumenti e modalità di finanziamento. In effetti, durante la crisi, accanto alle politiche nazionali, le istituzioni sovranazionali hanno dato vita a varie iniziative volte a promuovere i finanziamenti a favore delle PMI in Europa. Molte di queste iniziative sono attualmente in corso di rafforzamento, in particolare a seguito della recente comunicazione della Commissione europea sul finanziamento a lungo termine. La regolamentazione finanziaria dell'UE è stata modificata per facilitare l'accesso ai finanziamenti per le PMI; allo stesso scopo le banche di sviluppo nazionali si sono attivate, anche attraverso una più stretta cooperazione fra le stesse banche di sviluppo.

L'Eurosistema ha inoltre adottato una serie di provvedimenti che stanno attualmente contribuendo a ripristinare il normale funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, con benefici anche per il finanziamento delle PMI. L'Eurosistema dispone però anche di altri strumenti ed è impegnato ad accrescere la fiducia nei mercati delle cartolarizzazioni per rafforzare le capacità di erogazione del credito da parte delle banche, principalmente attraverso la definizione di requisiti di trasparenza; ciò ha in parte mitigato l'effetto di stigmatizzazione che ha colpito anche le cartolarizzazioni garantite da prestiti alle PMI. A questo proposito il documento elaborato congiuntamente dalla BCE e dalla Bank of England dal titolo *The case for a better functioning securitisation market in the European Union*, pubblicato il 30 maggio 2014, rappresenta un contributo al rilancio del mercato delle cartolarizzazioni capace di integrare altre fonti di raccolta all'ingrosso sul lungo termine per l'economia reale, tra cui le PMI.

L'Eurosistema può altresì concorrere al coordinamento degli interventi delle controparti e alla messa a punto di soluzioni per correggere i fallimenti del mercato fungendo da catalizzatore. A questo proposito la BCE continuerà a studiare nuove soluzioni per stimolare gli sforzi del settore privato

al fine di migliorare le condizioni di finanziamento delle PMI e sostenere iniziative adottate dalle istituzioni europee.

Infine, politiche strutturali mirate a sviluppare un sistema finanziario che offra una più ampia gamma di strumenti di finanziamento alternativi possono contribuire a migliorare la struttura patrimoniale e finanziaria delle PMI. Inoltre un trattamento fiscale più equilibrato e armonizzato per i debiti delle imprese e per l'apporto di nuovo capitale potrebbe rafforzare la patrimonializzazione delle PMI, potenziare la loro capacità di finanziamento interno e migliorare il loro merito di credito, elemento determinante perché esse possano usufruire di finanziamenti esterni. Da ultimo misure capaci di innalzare il livello di concorrenza nei mercati dei prodotti e dei fattori della produzione sono fondamentali ai fini di una riallocazione delle risorse verso le PMI più produttive e quindi di una crescita della competitività complessiva dell'area dell'euro.



LA RELAZIONE DELLA CURVA DI PHILLIPS NELL'AREA DELL'EURO

La curva di Phillips, descritta sostanzialmente come la relazione tra l'inflazione e la capacità inutilizzata nell'economia, è uno schema standard utilizzato per spiegare e prevedere l'andamento dell'inflazione. Peraltro tale schema è caratterizzato da notevole incertezza in termini sia concettuali sia empirici. In particolare, la curva di Phillips non è descritta univocamente ma esistono varie specificazioni, parimenti plausibili, usando ad esempio differenti misure di capacità inutilizzata e inflazione, ipotesi diverse circa il ruolo e la forma delle aspettative, differenti variabili che incidono sui fattori dal lato dell'offerta o impostazioni econometriche divergenti. Il presente articolo esamina la relazione della curva di Phillips tra l'inflazione e il sottoutilizzo della capacità produttiva dal 1999 nel complesso dell'area dell'euro e nei singoli paesi. Il raffronto tra questi è significativo perché si evidenziano notevoli eterogeneità in termini di struttura economica e panorama istituzionale. L'articolo pone l'accento sulle incertezze che caratterizzano la relazione della curva di Phillips, in particolare per quanto riguarda la scelta di una misura adeguata della capacità inutilizzata, l'instabilità della relazione nel tempo e i suoi limiti nelle previsioni dell'inflazione. Per attenuare in qualche misura tali incertezze si prendono in considerazione differenti versioni della curva di Phillips che può essere uno strumento utile per condurre una verifica incrociata della dinamica dell'inflazione con gli andamenti del prodotto e della domanda. Tuttavia, data la complessità del processo inflazionistico, essa non rappresenta una base sufficiente per le previsioni sull'inflazione e per le indicazioni prospettiche di politica monetaria. La curva di Phillips quindi dovrebbe essere considerata solo come un elemento di un'analisi condotta su base più ampia.

I INTRODUZIONE

Dal 2008 gli effetti delle crisi finanziaria e del debito sovrano hanno determinato un periodo protratto di attività depressa e disoccupazione elevata. Le stime disponibili del prodotto potenziale e della disoccupazione strutturale indicano output gap persistentemente negativi e unemployment gap positivi. La teoria economica e le regolarità storiche suggeriscono che questo protratto sottoutilizzo della capacità dovrebbe determinare un abbassamento dell'inflazione.

La curva di Phillips, in senso lato, pone in relazione la crescita dei prezzi o dei salari con una misura della capacità produttiva inutilizzata, come l'output gap o l'unemployment gap, e fornisce un quadro di riferimento concettuale per analizzare e prevedere l'andamento dell'inflazione. Tale relazione è inclusa esplicitamente o implicitamente in numerosi modelli macroeconomici utilizzati per le raccomandazioni di politica economica. Tuttavia, per utilizzare in pratica la relazione della curva di Phillips è necessario tenere conto di varie considerazioni. Una di esse, ad esempio, riguarda le incertezze che caratterizzano le stime empiriche della capacità inutilizzata nell'economia. Un'altra considerazione è che il tasso di variazione dei prezzi può risentire di molte altre influenze oltre agli squilibri dell'offerta e della domanda nei mercati del lavoro e dei prodotti approssimati con le misure della capacità inutilizzata. Ad esempio, il fatto che l'inflazione al consumo nell'area dell'euro non sia scesa più marcatamente con gli ampi output gap degli ultimi anni, riflette in parte gli aumenti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati introdotti in diversi paesi dell'area dell'euro nel quadro delle misure di risanamento delle finanze pubbliche. Analogamente, l'andamento dei prezzi all'importazione, specie dei prodotti energetici, ha avuto negli ultimi anni effetti alterni al rialzo e al ribasso sull'inflazione nell'area dell'euro. Tali fattori hanno influenzato l'inflazione al di là del grado di sottoimpiego della capacità produttiva nazionale in quel dato momento.

Inoltre, l'intensità della relazione tra l'inflazione e il sottoutilizzo della capacità produttiva può dipendere dalle condizioni dell'economia e variare nel tempo. Ad esempio, le riforme economiche

strutturali nei mercati del lavoro e dei prodotti, tese ad attenuare le rigidità dei prezzi e dei salari, potrebbero modificare la risposta dell'inflazione al sottoimpiego della capacità. Inoltre, se i prezzi sono rigidi verso il basso, la relazione diviene non lineare: specialmente nei periodi di protratto sottoutilizzo della capacità produttiva, l'inflazione registrerebbe un calo nullo o lieve, mentre aumenterebbe in maniera significativa non appena le capacità di produzione venissero utilizzate interamente. Pertanto, l'andamento dell'inflazione non può essere correlato univocamente alle stime della capacità inutilizzata.

Il presente articolo esamina la relazione tra l'inflazione e la capacità inutilizzata nell'economia (nel prosieguo indicata come la curva di Phillips) nell'area dell'euro dal 1999. Poiché la curva di Phillips per l'aggregato dell'area dell'euro potrebbe celare sostanziali differenze tra i paesi, essa viene analizzata anche a livello nazionale.

L'articolo è strutturato nel modo seguente: la sezione 2 esamina il concetto della curva di Phillips per rilevare i diversi elementi di incertezza che possono insorgere nella sua applicazione empirica. La sezione 3 tratta la relazione della curva di Phillips sia nel complesso sia nei singoli paesi dell'area dell'euro nel periodo 1999-2013, esaminando le diversità nella correlazione con le misure alternative di sottoimpiego della capacità e le differenze tra paesi. La sezione 4 considera le eventuali variazioni nella relazione dopo le crisi finanziaria e del debito sovrano. La sezione 5 passa in rassegna ulteriori fattori che possono influenzare la relazione della curva di Phillips, mentre la sezione 6 conclude con alcune considerazioni generali sull'utilizzo di tale relazione per le analisi di politica economica.

2 IL CONCETTO DI CURVA DI PHILLIPS

La curva di Phillips è stata introdotta nel lavoro pionieristico di A. W. Phillips nel 1958, che osservava una relazione negativa tra la disoccupazione e il tasso di variazione dei salari nominali nel Regno Unito¹⁾. Tale osservazione ha indotto alcuni a ritenere che in un'economia esiste un trade-off utilizzabile tra l'inflazione e l'occupazione e che la politica monetaria può ridurre permanentemente la disoccupazione al costo di una più elevata inflazione. Tuttavia, i contributi successivi hanno dimostrato che le attese di inflazione hanno un ruolo rilevante e la politica monetaria non può influenzare permanentemente la disoccupazione, che invece sul lungo periodo converge verso il suo livello naturale, determinato dalle caratteristiche strutturali dell'economia²⁾. Nondimeno, a causa delle rigidità dei prezzi al consumo o dei salari, le deviazioni della disoccupazione dal suo livello naturale o, più in generale, la capacità inutilizzata nell'economia potrebbero influenzare l'inflazione nel breve periodo.

Le applicazioni empiriche della curva di Phillips spesso collegano l'inflazione a una misura del sottoimpiego della capacità produttiva, approssimata con le stime della disoccupazione o degli output gap, ma anche al precedente andamento dell'inflazione come un ampio proxy per l'inerzia dell'inflazione. Inoltre, sono stati inclusi fattori dal lato dell'offerta, come l'andamento delle quo-

1) Phillips, A.W., "The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957", *Economica*, vol. 25(100), pagg. 283-299.

2) Friedman, M., "The role of monetary policy", *The American Economic Review*, vol. LVIII, 1968; Phelps, E.S., "Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment Over Time", *Economica*, vol. 34(135), 1967, pagg. 254-281; Lucas R.E. Jr., "Expectations and the neutrality of money", *Journal of Economic Theory*, vol. 4(2), 1972, pagg. 103-124. Per un'approfondita disamina di come il concetto è evoluto nel tempo, cfr. ad esempio Gordon, R., "The History of the Phillips Curve: Consensus and Bifurcation", *Economica*, vol. 78, 2011, pagg. 10-50, o il primo capitolo in Fuhrer, J., Sneddon Little, J., Kodrzycki, Y. e Olivei, P. (ed.), "Understanding Inflation and the Implications for Monetary Policy: A Phillips Curve Retrospective", The MIT Press, 2009.

tazioni petrolifere (o, più in generale, dei prezzi all'importazione), o la crescita tendenziale della produttività³⁾. Questo schema "triangolare" ha trovato ampio riscontro quale strumento per spiegare le dinamiche inflazionistiche del passato e per le previsioni.

Sono state proposte varie versioni della curva di Phillips che includono differenti misure del sottoutilizzo della capacità, assegnando un ruolo più esplicito alle aspettative di inflazione (ad esempio, includendo come variabili esplicative le attese di inflazione desunte dai dati delle indagini) o, più di recente, ipotizzando che gli andamenti a livello mondiale abbiano un ruolo che va oltre quello rappresentato dai prezzi delle materie prime. Gli economisti non sono ancora concordi sulla precisa rappresentazione della curva di Phillips o sulla sua validità empirica. In particolare, è stata ventilata la possibilità che il sottoutilizzo della capacità produttiva abbia contribuito in misura minore all'andamento dell'inflazione. Inoltre è stato osservato che la relazione non è rimasta stabile nel tempo e sono stati introdotti elementi non-lineari o variabili nel tempo. Ad esempio, è stato suggerito che la reattività dell'inflazione alle variazioni del sottoutilizzo della capacità produttiva nelle economie avanzate è andata gradualmente scemando negli ultimi decenni e che uno dei fattori determinanti all'origine di tale andamento è stata una politica monetaria credibile che ha determinato il solido ancoraggio delle aspettative di inflazione⁴⁾. Infine, numerosi studi hanno rilevato che la curva di Phillips è caratterizzata da una qualità previsiva piuttosto debole.

Le sezioni seguenti trattano alcuni di questi aspetti, con particolare attenzione all'incertezza connessa al grado di sottoutilizzo della capacità produttiva, la stabilità della relazione della curva di Phillips e la sua qualità previsiva.

3 L'INFLAZIONE E IL SOTTOUTILIZZO DELLA CAPACITÀ PRODUTTIVA NELL'AREA DELL'EURO NEL PERIODO 1999-2013

La presente sezione analizza i coefficienti e l'adeguatezza di semplici curve di Phillips nel complesso dell'area dell'euro e nei singoli paesi dell'area nel periodo 1999-2013⁵⁾. L'analisi si incentra su una relazione lineare tra l'inflazione e varie misure del sottoutilizzo della capacità produttiva ed essa astrae dal ruolo delle attese di inflazione e degli shock dal lato dell'offerta. Come misura dell'inflazione, l'analisi utilizza l'inflazione armonizzata al netto dei beni energetici e alimentari perché è meno influenzata dai prezzi delle materie prime e riflette meglio le pressioni sui prezzi originate all'interno dell'area dell'euro.

Passando all'analisi per l'aggregato dell'area dell'euro, la figura 1 mostra un grafico di dispersione dell'inflazione armonizzata al netto dei beni energetici e alimentari per il periodo 1999-2013 rispetto a due misure della capacità inutilizzata nell'economia: l'unemployment gap (invertito) e l'output gap (entrambi ritardati di un trimestre)⁶⁾. Pertanto, i gap negativi sono connessi a un elevato grado di capacità inutilizzata o sottoimpiegata. Sono riportati anche i coefficienti di cor-

3) Cfr. il modello a "triangolo" proposto in Gordon, R., "Inflation, flexible exchange rates, and the natural rate of unemployment," in Baily, M.N. (ed.), *Workers, Jobs, and Inflation*, Washington, Brookings, 1982.

4) Cfr., ad esempio, "The dog that didn't bark: has inflation been muzzled or was it just sleeping?", *World Economic Outlook*, FMI, aprile 2013.

5) Il periodo prima del 1999 è stato caratterizzato da un differente regime di politica monetaria e dalla convergenza dell'inflazione nel periodo antecedente l'unione monetaria in numerosi paesi. Pertanto, una relazione in forma ridotta come la curva di Phillips potrebbe non essere significativa per questo periodo.

6) Le stime dell'unemployment gap e dell'output gap utilizzate nell'ambito dell'articolo sono tratte dalle previsioni della Commissione europea per l'inverno 2014. I dati annuali sono interpolati a frequenza trimestrale.

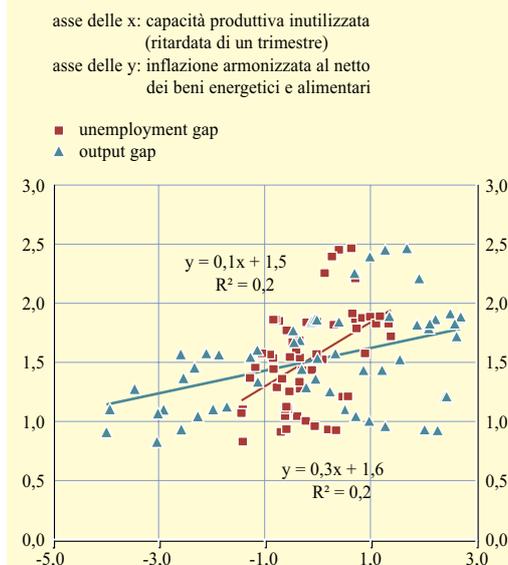
rispondenza lineare con la relativa misura R^2 del grado di tale corrispondenza. I coefficienti associati ai gap, o “inclinazioni” della curva di Phillips, sono significativi e i loro segni confermano le attese: i gap negativi più ampi si accompagnano normalmente a tassi di inflazione più contenuti. In base al coefficiente R^2 l’output gap e l’unemployment gap contribuiscono per circa il 20 per cento alla variazione dell’inflazione in questo semplice schema. Secondo tale misura di corrispondenza, non sembra che una misura del margine di capacità inutilizzata sia preferibile all’altra.

Queste semplici regressioni, benché illustrative, non considerano la persistenza dell’inflazione che ha importanza, ad esempio, per l’impatto dinamico complessivo della capacità inutilizzata sull’inflazione. Per tenerne conto, l’analisi seguente è basata su regressioni che collegano il tasso di inflazione trimestrale annualizzato con il suo valore nel trimestre precedente e con una misura della capacità inutilizzata ⁷⁾.

Va evidenziato che il sottoutilizzo della capacità produttiva è una variabile non osservabile la cui misura è caratterizzata da notevole incertezza, specialmente in tempo reale ⁸⁾. Le misure utilizzate normalmente, unemployment gap e output gap sono basate, rispettivamente, sulle stime del livello naturale di disoccupazione e di prodotto potenziale che, a loro volta, sono state imputate utilizzando specifici strumenti statistici o basati su modelli. Pertanto, i gap sono caratterizzati da un elevato grado di incertezza e sono oggetto di ampie revisioni. Essi inoltre tendono a differire a seconda della particolare metodologia adottata ⁹⁾. Per tale motivo, l’analisi fa ricorso anche a proxy alternativi del sottoutilizzo della capacità produttiva fra cui il tasso di disoccupazione, il tasso di disoccupazione a breve termine, la crescita del PIL, il costo reale del lavoro per unità di prodotto nonché le misure fornite dalle indagini per il settore manifatturiero che indicano il grado di uti-

Figura 1 Inflazione armonizzata al netto dei beni energetici e alimentari e misure di capacità produttiva inutilizzata

(variazioni percentuali sui dodici mesi e punti percentuali)



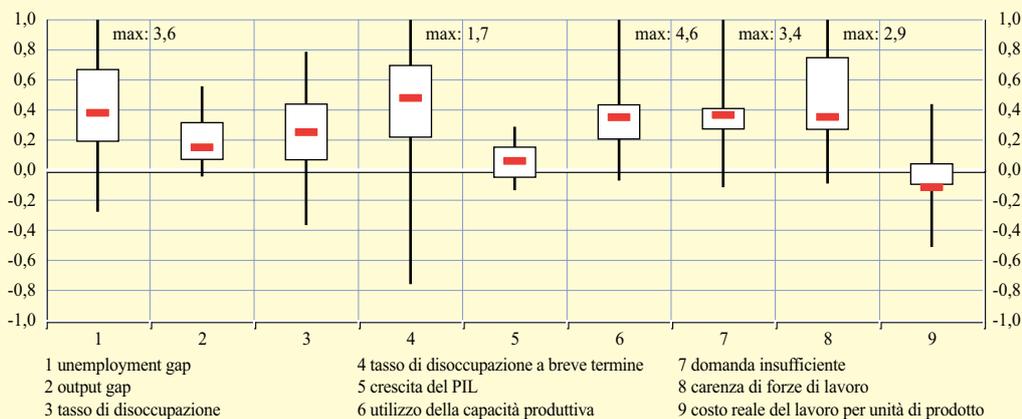
Fonti: Eurostat e Commissione europea.
 Note: in base ai dati trimestrali per il periodo 1999-2013. L’unemployment gap è stato utilizzato in forma invertita (moltiplicato per -1). Le misure dei gap sono state interpolate per ottenere i valori trimestrali.

7) Ossia, le regressioni: $\pi_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + \gamma\text{gap}_{t-1} + \varepsilon_t$, in cui π_t indica i tassi di variazione trimestrali annualizzati nello IAPC destagionalizzato al netto dei beni energetici e alimentari, gap_{t-1} si riferisce a una misura di capacità inutilizzata e ε_t rappresenta un errore casuale. Spesso nei lavori empirici è stata inclusa anche una misura delle attese di inflazione come variabile esplicativa. Tuttavia, le attese sull’inflazione non sono disponibili per tutti i paesi dell’area dell’euro, né lo sono quelle sull’inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari. Nondimeno, le aspettative di inflazione a lungo termine per l’area dell’euro sono rimaste stabili nel periodo considerato e quindi sono già incluse nelle costanti in queste regressioni.

8) Cfr. ad esempio l’articolo *Prodotto potenziale, sottoutilizzo della capacità produttiva e nesso con gli andamenti nominali dall’inizio della crisi* nel numero di novembre 2013 di questo Bollettino, o il riquadro *Sottoutilizzo della capacità produttiva nell’area dell’euro* nel numero di aprile 2014 di questo Bollettino.

9) Cfr. ad esempio Orphanides, A. e van Norden, S., “The Reliability of Inflation Forecasts Based on Output Gap Estimates in Real Time”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Blackwell Publishing, vol. 37(3), 2005, pagg. 583-601, o il riquadro *Evidenze recenti dell’incertezza che caratterizza le stime in tempo reale dell’output gap dell’area dell’euro* nel numero di novembre 2011 di questo Bollettino, o l’articolo “Zur Verlässlichkeit der Schätzungen internationaler Organisationen zur Produktionslücke”, *Monatsbericht*, Deutsche Bundesbank, aprile 2014.

Figura 2 Intervallo dei coefficienti di impatto a un anno per diversi paesi dell'area dell'euro in una curva di Phillips per l'inflazione armonizzata al netto dei beni energetici e alimentari



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: in base ai dati trimestrali per il periodo 1999-2013. Intervallo dei coefficienti di impatto a un anno, $\gamma(1+\beta+\beta^2+\beta^3)$, tra i paesi dell'area dell'euro da una regressione $\pi_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + \gamma\text{gap}_{t-1} + \epsilon_t$, in cui π_t indica i tassi di variazione trimestrali annualizzati dello IAPC destagionalizzato al netto dei beni energetici e alimentari. I margini inferiore e superiore delle caselle indicano il quartile inferiore e superiore degli intervalli. Il trattino rosso indica il coefficiente per l'area dell'euro. I segni dei coefficienti per le misure di capacità produttiva inutilizzata connesse alla disoccupazione sono stati invertiti e quelli per le misure basate sulle indagini sono stati riscaldati affinché la variabilità di tali misure corrispondesse a quella dell'unemployment gap. Il tasso di disoccupazione a breve termine è definito come la differenza tra il tasso di disoccupazione totale e la percentuale di popolazione attiva che è disoccupata da almeno 12 mesi. La "crescita del PIL" si riferisce ai tassi di variazione trimestrali annualizzati. "Utilizzo della capacità produttiva", "Domanda insufficiente" e "Carenze di forze di lavoro" sono tratti dall'indagine della Commissione europea sulle imprese nel settore manifatturiero. Il costo reale del lavoro per unità di prodotto è definito come il rapporto tra i redditi da lavoro dipendente e il PIL nominale e la sua deviazione logaritmica dalla media è inclusa nelle regressioni. Per alcuni paesi e misure di capacità inutilizzata le stime sono basate su un campione più limitato a causa della indisponibilità dei dati.

lizzo della capacità produttiva e i limiti alla produzione imputabili alla domanda e alla carenza di forze di lavoro ¹⁰⁾.

La figura 2 mostra l'impatto cumulato stimato a un anno della variazione di una unità nelle misure della capacità inutilizzata sull'inflazione armonizzata al netto dei beni energetici e alimentari per differenti misure di sottoutilizzo della capacità produttiva ¹¹⁾. Per ciascuna misura la figura mostra l'intervallo delle stime puntuali degli impatti a un anno nei vari paesi dell'area, con i margini superiore e inferiore delle caselle che indicano il quartile superiore e inferiore degli intervalli di valori e il trattino rosso che indica il coefficiente di impatto per l'aggregato dell'area dell'euro ¹²⁾. Per agevolare l'interpretazione dei risultati, i segni dei coefficienti per le misure della capacità inutilizzata relative alla disoccupazione sono stati invertiti e quelli per le misure basate sulle indagini sono

10) La disoccupazione a breve termine quale misura appropriata di capacità inutilizzata nel mercato del lavoro è stata proposta da Gordon, R., "The Phillips Curve is Alive and Well: Inflation and the NAIRU During the Slow Recovery", *NBER Working Paper*, n. 19390, agosto 2013, o da Llaudes, R., "The Phillips curve and long-term unemployment," *Working Paper Series*, n. 441, BCE, 2005. Il tasso di disoccupazione a breve termine è definito come la differenza tra il tasso di disoccupazione totale e la percentuale di popolazione attiva che è disoccupata da almeno 12 mesi. Gali, J., Gertler, M. e Lopez-Salido, J.D., in "European inflation dynamics", *European Economic Review*, vol. 45(7), 2001, pagg. 1237-1270, propongono di utilizzare la deviazione logaritmica del costo reale del lavoro per unità di prodotto dalla sua media quale misura del costo reale marginale in una nuova curva di Phillips keynesiana per l'area dell'euro. Il costo reale del lavoro per unità di prodotto è definito come il rapporto tra i redditi da lavoro dipendente e il PIL nominale. Per una disamina sulle misure delle indagini utilizzate per valutare il sottoutilizzo della capacità produttiva, cfr., ad esempio, il riquadro *Verifica incrociata tra stime dell'output gap dell'area dell'euro e altri indicatori ciclici* nel numero di giugno 2011 di questo Bollettino. Queste misure, pur avendo il vantaggio di essere soggette a revisioni molto limitate, riflettono solo informazioni relative al settore manifatturiero dell'economia.

11) Per una regressione $\pi_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + \gamma\text{gap}_{t-1} + \epsilon_t$ con dati trimestrali, l'impatto cumulato a un anno è definito come $\gamma(1+\beta+\beta^2+\beta^3)$; cfr. ad esempio Borio, C.E.V. e Filardo, A., "Globalisation and Inflation: New Cross-Country Evidence on the Global Determinants of Domestic Inflation", *Working Paper Series*, BRI, n. 227, 2007.

12) Il quartile inferiore e quello superiore si riferiscono al limite superiore dell'intervallo contenente rispettivamente il 25 e il 75 per cento dei valori minimi. Gli intervalli sono per le stime puntuali nei vari paesi e quindi l'incertezza del parametro statistico non è riflessa nei grafici.

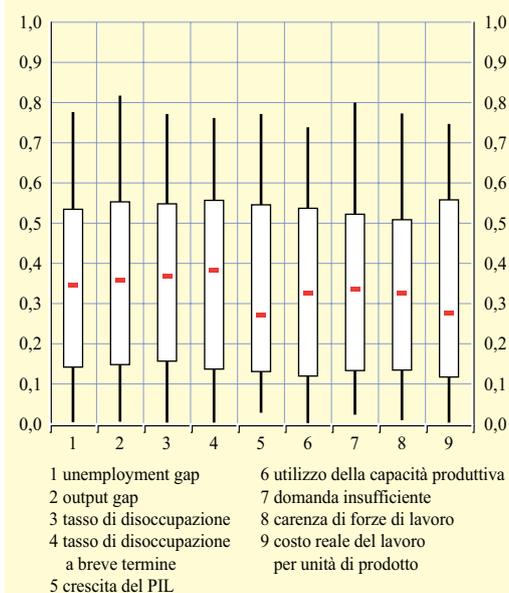
stati riscaldati affinché la variabilità di tali misure corrisponda a quella dell'unemployment gap. La figura 3 presenta gli intervalli degli adattamenti dei dati nel periodo di stima delle relative curve di Phillips misurate dal coefficiente R^2 .

Si può osservare una forte eterogeneità tra paesi per quanto riguarda l'entità dei coefficienti di impatto e l'adattamento della curva di Phillips. Per la maggioranza dei paesi e delle misure della capacità inutilizzata, con la notevole eccezione del costo reale del lavoro per unità di prodotto, i segni dei coefficienti corrispondono alle attese. Per alcuni paesi, comunque, essi sono quasi nulli o persino negativi. Per altri paesi, il livello dei coefficienti è piuttosto elevato. Anche gli intervalli degli adattamenti dei dati nel periodo di stima (R^2) sono relativamente ampi e non privilegiano una particolare misura della capacità inutilizzata.

I dati dei paesi alla base delle figure 2 e 3 consentono di formulare due osservazioni. In primo luogo, esistono differenze tra paesi circa la misura della capacità inutilizzata più adatta per i dati sull'inflazione. In secondo luogo, la curva di Phillips si adatta all'andamento dell'inflazione effettiva in misura diversa nei vari paesi e, per alcuni di essi, la relazione della curva di Phillips sembra incidere solo in minima parte sull'andamento dell'inflazione. Questi risultati sono sostanzialmente in linea con le precedenti analisi della curva per i salari nell'area dell'euro e nei cinque maggiori paesi dell'area, che hanno riscontrato forti differenze nella reattività dei salari all'unemployment gap e qualche vantaggio nell'analizzare la dinamica salariale a livello nazionale piuttosto che per l'intera area dell'euro¹³⁾.

L'eterogeneità osservata tra i paesi circa l'inclinazione e l'adattamento della curva di Phillips può essere dovuta a una serie di fattori. Una possibile causa è la differenza tra paesi nel grado di flessibilità dei mercati del lavoro e dei beni e servizi. Esistono ampie evidenze sulla eterogeneità delle rigidità di prezzi e salari nell'area dell'euro¹⁴⁾. Le rigidità nominali variano sostanzialmente tra paesi e dipendono fortemente da caratteristiche come l'intensità della concorrenza, l'esposizione ai mercati esteri o il quadro istituzionale¹⁵⁾.

Figura 3 Intervallo di valori dei coefficienti R^2 per diversi paesi dell'area dell'euro in una curva di Phillips per l'inflazione armonizzata al netto dei beni energetici e alimentari



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.
 Note: in base ai dati trimestrali per il periodo 1999-2013. Intervallo di valori di R^2 tra i paesi dell'area dell'euro da una regressione $\pi_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + \gamma \text{gap}_t + \epsilon_t$. I margini inferiore e superiore delle caselle indicano il quartile inferiore e superiore degli intervalli. Il trattino rosso indica l' R^2 per l'area dell'euro. Per le definizioni delle variabili cfr. le note al capitolo 2.

13) Cfr. Fabiani, S. e Morgan, J., "Aggregation and euro area Phillips curves", *Working Paper Series*, n. 213, BCE, febbraio 2013. Questo articolo inoltre esamina più in dettaglio i vantaggi e gli svantaggi dell'analisi della curva di Phillips a livello aggregato e a livello nazionale (riduzione del rumore a fronte della distorsione da aggregazione, rispettivamente).
 14) Per ulteriori dettagli, cfr. "Final Report on the Wage Dynamics Network (WDN)", BCE, 7 gennaio 2010, su http://www.ecb.int/home/html/researcher_wdn.en.html.
 15) Ad esempio, Morsy, H. e Jaumotte, F., "Determinants of Inflation in the Euro Area: The Role of Labor and Product Market Institutions", Fondo Monetario Internazionale, n. 12/37, 2012, utilizzando uno schema basato sulla curva di Phillips per dieci paesi dell'area dell'euro, dimostrano che "una elevata protezione dell'impiego, il coordinamento intermedio della contrattazione collettiva e un alto tasso di sindacalizzazione aumentano la persistenza dell'inflazione".

Un'altra fonte di eterogeneità potrebbero essere le differenze negli andamenti ciclici durante il periodo considerato. Secondo alcune ricerche, i coefficienti di inclinazione potrebbero variare nel tempo e dipendere dalla posizione ciclica o dal margine di capacità inutilizzata nell'economia¹⁶⁾. Inoltre, per i paesi entrati a far parte dell'area dell'euro dopo il 1999, la relazione tra l'inflazione e la capacità inutilizzata potrebbe essere distorta dalla tendenza calante dell'inflazione che riflette la convergenza dell'inflazione nel periodo immediatamente prima l'ingresso nell'unione monetaria e le variazioni nelle aspettative di inflazione a lungo termine. Il ruolo delle aspettative di inflazione è trattato più approfonditamente nella sezione 5.

La precedente analisi è basata su una specificazione semplificata della curva di Phillips, che va considerata con cautela. Ad esempio, le regressioni non sono ottimizzate in termini di rapporti anticipo/ritardo. La relazione potrebbe anche essere offuscata dagli effetti degli shock di offerta, come le variazioni dei prezzi delle materie prime o dei tassi di cambio. Le variazioni dei prezzi delle materie prime, e in particolare del petrolio, pur incidendo sull'inflazione armonizzata al netto dei beni energetici e alimentari in misura molto minore rispetto all'inflazione complessiva, presentano comunque alcuni effetti indiretti. Pertanto, la correlazione tra l'inflazione e la capacità inutilizzata in questa curva di Phillips semplificata può essere inferiore alle attese o persino cambiare segno se, ad esempio, le componenti del costo come i prezzi delle materie prime aumentano durante gli episodi di sottoutilizzo della capacità produttiva. Infine, un elevato adattamento nel periodo di stima non si traduce necessariamente in una buona capacità previsiva, specie se la relazione si dimostra instabile. Alcune di tali aspetti sono analizzati nelle seguenti sezioni.

Anche se permangono diversi motivi di cautela, l'analisi in questa sezione illustra che, nonostante sussistano evidenze di una relazione che richiama la curva di Phillips nell'area dell'euro nel periodo 1999-2013, la specificazione e la sua adattabilità sono caratterizzate da notevole incertezza e varianza tra paesi. La sezione successiva analizza la stabilità della relazione, incentrandosi sulle variazioni legate alla crisi finanziaria e del debito sovrano.

4 LA CURVA DI PHILLIPS E LE CRISI FINANZIARIA E DEL DEBITO SOVRANO

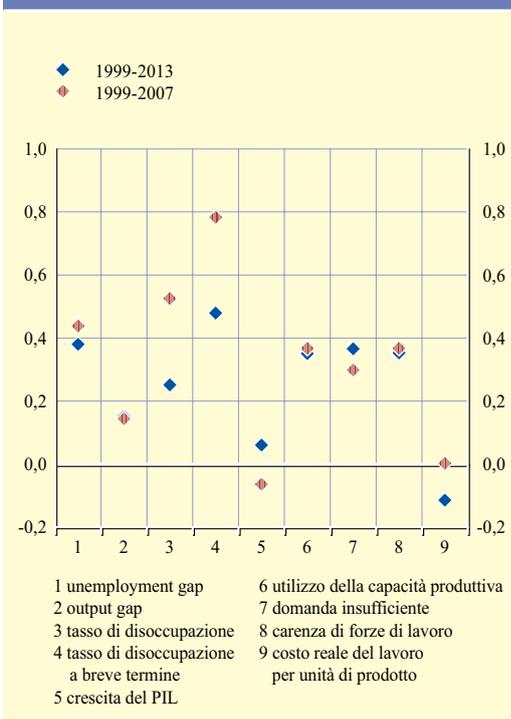
La crisi finanziaria e del debito sovrano ha avuto un considerevole impatto sull'attività economica nell'area dell'euro, determinando un protratto periodo di ampi output gap e unemployment gap, e ha dato slancio a riforme strutturali e ad altri aggiustamenti economici, come le riallocazioni tra settori. Questa sezione analizza come la crisi ha influenzato la relazione della curva di Phillips e ne valuta l'utilità per spiegare l'andamento dell'inflazione durante tali crisi. Essa inoltre illustra in che misura l'andamento dell'inflazione nel recente periodo di protratto sottoutilizzo della capacità è in linea con l'esperienza storica durante tali episodi.

4.1 STABILITÀ DELLA CURVA DI PHILLIPS

Alcune stime della relazione della curva di Phillips hanno suggerito che nel complesso dell'area dell'euro l'impatto esercitato sull'inflazione dal sottoutilizzo della capacità è diminuito dall'inizio

16) Cfr., ad esempio, Barnes, M.L. e Olivei, G.P., "Inside and outside bounds: threshold estimates of the Phillips curve," *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, 2003, o Dotsey, M., Fujita, S. e Stark, T. (2011), "Do Phillips Curves Conditionally Help to Forecast Inflation?," *Working Paper Series*, n. 11-40, Federal Reserve Bank of Philadelphia, settembre 2011. Le evidenze per l'area dell'euro e alcuni paesi sono riportate in Benkovskis, K., Caivano, M., D'Agostino, A., Dieppe, A., Hurtado, T., Karlsson, E., Ortega, E. e Várnai, T., "Assessing the sensitivity of inflation to economic activity," *Working Paper Series*, n. 1357, BCE, 2011.

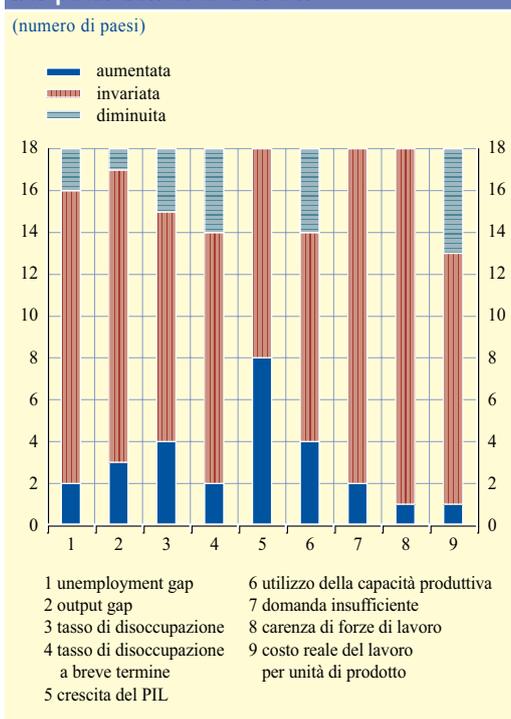
Figura 4 Reattività dell'inflazione armonizzata nell'area dell'euro al netto dei beni energetici e alimentari alla capacità produttiva inutilizzata



1 unemployment gap
2 output gap
3 tasso di disoccupazione
4 tasso di disoccupazione a breve termine
5 crescita del PIL
6 utilizzo della capacità produttiva
7 domanda insufficiente
8 carenza di forze di lavoro
9 costo reale del lavoro per unità di prodotto

Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE. Note: riporta $\gamma(1+\beta+\beta^2+\beta^3)$ da una regressione $\pi_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + \gamma gap_t + \varepsilon_t$, stimata per il periodo 1999-2007 e sull'intero campione. Per le definizioni delle variabili, cfr. le note al capitolo 2.

Figura 5 Variazioni della reattività dell'inflazione armonizzata al netto dei beni energetici e alimentari alla capacità produttiva inutilizzata nei paesi dell'area dell'euro



1 unemployment gap
2 output gap
3 tasso di disoccupazione
4 tasso di disoccupazione a breve termine
5 crescita del PIL
6 utilizzo della capacità produttiva
7 domanda insufficiente
8 carenza di forze di lavoro
9 costo reale del lavoro per unità di prodotto

Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE. Note: in base ai dati trimestrali per il periodo 1999-2013. Riporta il numero di paesi per i quali $\gamma(1+\beta+\beta^2+\beta^3)$ da una regressione $\pi_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + \gamma gap_t + \varepsilon_t$ è aumentata, rimasta identica o diminuita. L'impatto rimane invariato se non si discosta di oltre il doppio dal suo errore standard stimato per l'intero campione. Per le definizioni delle variabili, cfr. le note alla figura 2.

della crisi finanziaria¹⁷⁾. D'altro canto, nello stesso periodo tale relazione si è rafforzata in alcuni paesi¹⁸⁾. La presente sezione analizza le variazioni della relazione esaminando l'impatto della capacità inutilizzata sull'inflazione stimata in un campione pre-crisi (1999-2007) e in un campione intero (1999-2013) e propone alcune possibili spiegazioni di tali variazioni¹⁹⁾.

La figura 4 riporta la variazione dell'impatto a un anno sull'inflazione armonizzata al netto dei beni energetici e alimentari per le precedenti misure di capacità produttiva inutilizzata. L'impatto a un anno tiene conto delle possibili variazioni sia del coefficiente di inclinazione stimato sia della persistenza dell'inflazione. Per gran parte delle misure considerate per il sottoutilizzo della capa-

17) Cfr., ad esempio, l'articolo *L'andamento dei prezzi e dei costi durante la recessione del 2008-2009* nel numero di aprile 2012 di questo Bollettino e l'articolo *Prodotto potenziale, sottoutilizzo della capacità produttiva e nesso con gli andamenti nominali dall'inizio della crisi* nel numero di novembre 2013 di questo Bollettino.

18) Cfr., ad esempio, l'articolo "Variation in the cyclical sensitivity of Spanish inflation: an initial approximation", *Economic Bulletin*, Banco de España, luglio-agosto 2013, o il Bollettino Economico della Banca d'Italia, gennaio 2014. Per un'analisi sull'evoluzione della curva di Phillips in un arco di tempo più lungo, cfr., ad esempio, FMI, op. cit., o l'articolo "What Inflation Developments Reveal About the Phillips Curve: Implications for Monetary Policy", *Economic Review*, National Bank of Belgium, dicembre 2013.

19) Il campione dal 2008 è relativamente limitato e presenta output gap prevalentemente negativi. Pertanto, le variazioni vengono analizzate più indirettamente mediante estensione piuttosto che divisione dei campioni, riconoscendo che potrebbero essere necessarie variazioni relativamente marcate nel periodo 2008-2013 per segnalare le variazioni nel campione esteso.

cità, le variazioni sono minori, con la notevole eccezione del tasso di disoccupazione e del tasso di disoccupazione a breve termine per i quali l'impatto stimato a un anno è diminuito notevolmente²⁰. Guardando al confronto tra paesi, la figura 5 riporta il numero di paesi in cui l'impatto stimato a un anno è, rispettivamente, aumentato, rimasto identico o diminuito. Anche in questo caso, esistono forti differenze tra paesi. In alcuni il risultato è opposto a quello dell'aggregato per l'area dell'euro: la reattività dell'inflazione sarebbe effettivamente aumentata, una volta inclusi i dati successivi alla crisi finanziaria. Ciò si è verificato in alcuni paesi soggetti a tensioni e potrebbe riflettere il fatto che le riforme strutturali nei mercati del lavoro e dei beni e servizi adottate recentemente in essi potrebbero aver rafforzato la concorrenza o ridotto le rigidità nominali, permettendo un aggiustamento più marcato dei prezzi alle condizioni economiche.

Va notato che, per alcuni paesi, la variazione dell'entità dell'impatto potrebbe risentire degli effetti degli incrementi delle imposte indirette, che negli ultimi anni hanno fornito un contributo positivo non trascurabile all'inflazione in diversi paesi. Poiché gli aumenti sono stati trasmessi almeno in parte ai prezzi al consumo, l'inflazione è stata più elevata rispetto alle attese, considerando la relazione della curva di Phillips e il grado di sottoutilizzo della capacità produttiva in quel dato momento, determinando un apparente "appiattimento" della curva²¹.

Un aspetto importante è che i risultati a volte potrebbero essere sensibili alla specificazione scelta per la curva di Phillips²². Ad esempio, per alcuni paesi, la direzione della variazione dell'impatto a un anno dipende dalla particolare misura utilizzata per il sottoimpiego della capacità. Pertanto, è opportuno analizzare un'ampia gamma di specificazioni prima di trarre conclusioni sull'evoluzione della curva di Phillips e sulle sue implicazioni per l'inflazione in futuro.

4.2 PREVISIONI CONDIZIONATE BASATE SULLA CURVA DI PHILLIPS DOPO LA CRISI FINANZIARIA

Diversi studi hanno documentato che la capacità previsiva della curva di Phillips è nella migliore delle ipotesi controversa. È stato dimostrato che solo occasionalmente le sue performance sono state superiori a quelle dei semplici modelli univariati e che la specificazione più efficace della curva di Phillips può variare nel tempo. Comunque a giudizio di alcuni, durante una recessione economica la correlazione tra l'inflazione e la capacità inutilizzata nell'economia e la relativa qualità previsiva di un modello di curva di Phillips può effettivamente aumentare²³. Per capire l'importanza della relazione della curva nella determinazione delle dinamiche inflative durante le recenti crisi, sono state formulate alcune previsioni condizionate basate sugli ultimi dati disponibili relativi alle misurazioni di capacità inutilizzata nel periodo interessato.

20) La variazione dell'impatto stimato è più che doppia rispetto all'errore standard stimato per l'intero campione. L'articolo del 2014 della Deutsche Bundesbank (op. cit.) pone a confronto le inclinazioni delle curve di Phillips con l'output gap stimato per i periodi 1996-2009 e 1996-2013 e, parimenti, non riscontra alcuna evidenza di variazioni significative per l'area dell'euro.

21) Cfr., ad esempio, il riquadro *L'impatto delle recenti variazioni delle imposte indirette sullo IAPC* nel numero di marzo 2012 di questo Bollettino. Le variazioni delle imposte indirette rientrano negli shock dal lato dell'offerta in senso lato, che per semplicità vengono omessi nell'analisi esposta nel presente articolo.

22) Ad esempio, Oinonen, S., Paloviita, M. e Vilmi, L., "How have inflation dynamics changed over time? Evidence from the euro area and USA", *Research Discussion Papers*, n. 6, Bank of Finland, 2013, dimostrano che l'impatto dell'output gap sull'inflazione è aumentato negli ultimi anni. Tuttavia, l'analisi è fondata principalmente su stime dell'output gap basate sul filtro di Hodrick Prescott, che non sembrano plausibili per il periodo più recente, in quanto il gap diviene positivo.

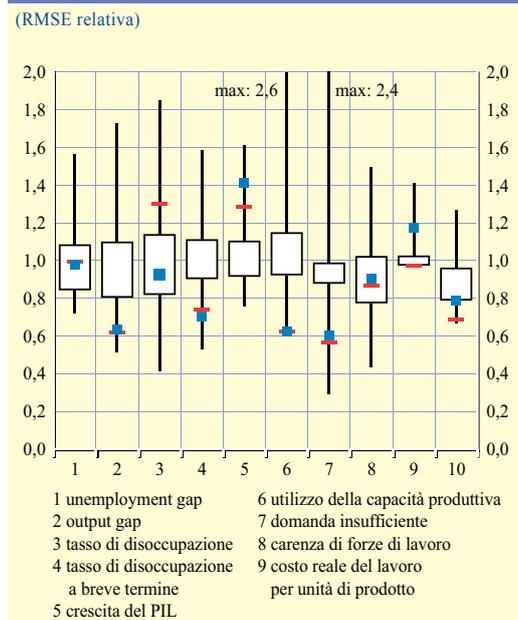
23) Cfr., ad esempio, Atkeson, A. e Ohanian, L.E., "Are Phillips Curves Useful for Forecasting Inflation?", *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 2001, o Stock, J.H. e Watson, M.W., "Phillips Curve Inflation Forecasts", in Fuhrer, J., Kodrzycki, Y., Little, J. e Olivei, G., "Understanding Inflation and the Implications for Monetary Policy", Cambridge: MIT Press, 2009, pagg. 361-382; Stock, J.H. e Watson, M.W., "Modeling Inflation After the Crisis", Federal Reserve Board of Kansas City Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 2010, su <http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/2010/stock-watson.pdf>; Faust, J. e Wright, J., "Inflation Forecasting" in Elliott, G. e Timmermann, A. (ed.), *Handbook of Economic Forecasting*, vol. 2, Amsterdam: North Holland, 2013.

La figura 6 riporta sinteticamente la capacità previsiva per il periodo 2008-2013 delle previsioni su un orizzonte di un anno per l'inflazione armonizzata al netto dei beni energetici e alimentari in base alle diverse misure della capacità inutilizzata considerate nelle sezioni precedenti. I coefficienti sono stimati ricorsivamente. L'accuratezza delle previsioni è misurata dalla radice dell'errore quadratico medio (root mean squared error, RMSE) per i tassi di inflazione annui. Per valutare meglio la qualità del modello viene riportata la RMSE relativa. In particolare, la figura 6 mostra il rapporto tra la RMSE della curva di Phillips e la RMSE di un modello autoregressivo univariato di ordine uno (AR(1))²⁴. Un rapporto inferiore a uno indica che la previsione della curva di Phillips è stata, in media, più precisa di quella effettuata con il modello univariato AR(1). Per l'area dell'euro vengono formulate due previsioni: la prima utilizza i dati aggregati per l'area dell'euro (indicati con un trattino rosso) mentre la seconda aggrega le previsioni basate sui dati nazionali (indicati con un quadratino blu). Le caselle rappresentano l'intervallo di valori delle RMSE relative dei paesi. L'ultima colonna riporta la qualità della previsione calcolata come media delle misure della capacità inutilizzata.

Nel periodo in esame le previsioni condizionate della curva di Phillips per l'area dell'euro sono più accurate di quelle effettuate con il semplice modello univariato per gran parte delle misure della capacità inutilizzata considerate. Tuttavia, la qualità previsiva non è robusta tra i vari paesi. Per ogni misura della capacità inutilizzata, in alcuni la performance della corrispondente curva di Phillips è peggiore di quella del modello univariato. In linea con i risultati ottenuti dalla letteratura sulle previsioni, la media delle previsioni tra le misure della capacità inutilizzata rafforzerebbe la qualità previsiva della curva di Phillips. Ad esempio, il valore massimo e il quartile superiore della RMSE relativa della media tra le misure della capacità inutilizzata sono inferiori a quelli osservati per le singole misure della capacità inutilizzata. Per l'area dell'euro, l'accuratezza delle previsioni indirette (ottenute aggregando le previsioni nazionali) è comparabile a quella delle previsioni desunte dai dati aggregati, considerando che l'accuratezza della prime è nettamente superiore solo nel caso in cui il tasso di disoccupazione sia la misura della capacità inutilizzata.

Un importante motivo di cautela è che questa analisi è basata sulle più recenti stime dell'output gap e dell'unemployment gap, che sono caratterizzate da una notevole incertezza, in particolare per i trime-

Figura 6 Intervallo di valori della performance relativa delle previsioni condizionate a un anno ricavate da una curva di Phillips per l'inflazione armonizzata al netto dei beni energetici e alimentari nel periodo 2008-2013



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE. Note: intervallo di valori della radice degli errori quadratici medi (root mean squared errors, RMSE) per l'inflazione armonizzata al netto dei beni energetici e alimentari dal modello $\pi_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + \gamma gap_t + \epsilon_t$ nei vari paesi. Il modello è stimato ricorsivamente a iniziare dal 1999 e la RMSE è valutata per il periodo 2008-2013 per l'inflazione armonizzata al netto dei beni energetici e alimentari. La RMSE è relativa alla RMSE di un processo autoregressivo di ordine 1 (corrispondente alla precedente regressione con $\gamma=0$). Per l'area dell'euro, le previsioni sono ricavate o direttamente, utilizzando il modello per i dati aggregati (trattino rosso), o indirettamente, aggregando le previsioni nazionali (casella blu). Per le definizioni delle variabili, cfr. le note alla figura 2.

24) Ciò corrisponde alla regressione della curva di Phillips descritta nella nota 7 con il coefficiente della misura di capacità inutilizzata vincolato a 0. Pertanto, la RMSE relativa può essere considerata un'indicazione del "valore aggiunto" dato dall'inserimento nell'equazione di una misura del sottoutilizzo della capacità.

stri più recenti, e potrebbero essere oggetto di ampie revisioni. In particolare, potrebbe essere sovrastimata la valenza esplicativa delle variabili dei gap rispetto alle misure alternative della capacità inutilizzata, dato che le misure dei gap spesso sono desunte in base a una relazione della curva di Phillips²⁵⁾.

4.3 LA DINAMICA DELL'INFLAZIONE DURANTE GLI EPISODI DI PERSISTENTE E AMPIO SOTTOUTILIZZO DELLA CAPACITÀ PRODUTTIVA

Dopo la crisi finanziaria e la successiva recessione, il prodotto effettivo è sceso al di sotto del livello del prodotto potenziale, dando luogo a un output gap significativamente negativo per l'area dell'euro. Poiché gran parte dei paesi dell'area dovrebbero segnare solo un lento recupero, ci si attende che permanga a lungo un grado considerevole di capacità produttiva inutilizzata. L'inflazione tuttavia dovrebbe aumentare lentamente nell'orizzonte previsivo. Diversi fattori possono determinare un incremento dell'inflazione, anche in presenza di un'ampia capacità inutilizzata, come le aspettative di inflazione ben ancorate, le rigidità nominali verso il basso, le strozzature a livello regionale o settoriale e la rapidità dei mutamenti nell'economia o effetti speed limit (cfr. il riquadro).

25) Come per i precedenti risultati, la qualità previsiva valutata potrebbe essere sensibile anche alla specificazione scelta. Tuttavia, le specificazioni alternative, fra cui il tasso di cambio come ulteriore variabile esplicativa o la selezione del ritardo basata sul criterio AIC, non hanno prodotto previsioni sistematicamente più precise.

Riquadro 1

EVIDENZE DI EFFETTI "SPEED LIMIT" SULL'INFLAZIONE NELL'AREA DELL'EURO

La relazione tra l'inflazione e il sottoutilizzo della capacità inutilizzata nell'economia viene tipicamente analizzata in un semplice modello lineare di curva di Phillips (descritta nella sezione 2), in cui la pressione inflazionistica è in relazione con il livello dell'output gap e dell'employment gap. Tuttavia, può avere un ruolo anche la velocità dei cambiamenti economici e dei gap. Il presente riquadro esamina se nell'area dell'euro vi sono evidenze di tali effetti "speed limit", in virtù dei quali una forte variazione dell'output gap o dell'unemployment gap può determinare pressioni inflazionistiche, anche in presenza di un elevato grado di sottoutilizzo della capacità produttiva.

Gli effetti speed limit possono manifestarsi attraverso diversi canali. Ad esempio, gli attriti che influiscono sulla riallocazione dei fattori di produzione, del capitale e del lavoro, potrebbero creare strozzature nell'economia e determinare pressioni verso l'alto sull'inflazione anche in presenza di sottoutilizzo della capacità produttiva. In generale, è necessario del tempo affinché le imprese possano adeguare la loro capacità (pianificazione e installazione) per soddisfare i cambiamenti della domanda. Inoltre, i lavoratori licenziati non possono essere riassunti e non diventano produttivi immediatamente, ma spesso necessitano di formazione e istruzione. Pertanto, le imprese sostengono i costi di aggiustamento del prodotto oltre ai costi di produzione, e ciò può dar luogo a strozzature temporanee dell'offerta se la domanda aumenta più rapidamente del grado di utilizzo della capacità produttiva. Anche le variazioni nella composizione della domanda possono esercitare pressioni al rialzo sui prezzi in alcuni settori, mentre in altri settori permane un considerevole sottoutilizzo della capacità produttiva¹⁾. Nell'area dell'euro, gli attriti dovuti alle ampie eterogeneità tra paesi e alla limitata mobilità dei fattori potrebbero dare origine a strozzature in

1) Per ulteriori informazioni, cfr. Dwyer, A., Lam, K. e Gurney, A., "Inflation and the Output Gap in the UK", *Economic Working Paper*, n. 6, Treasury, 2010.

Stime della curva di Phillips per l'area dell'euro utilizzando il livello e le variazioni della capacità inutilizzata

	Capacità inutilizzata = output gap		Capacità inutilizzata = unemployment gap	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Inflazione	0,88***	0,90***	0,90***	0,92***
Capacità inutilizzata _{t-1} (livello)	0,06***	0,06***	0,09**	0,06**
Capacità inutilizzata _{t-1} (variazione)		0,11**		0,37***
R ² aggiustato	0,884	0,887	0,876	0,883
Paesi = 18				
Osservazioni = 1075				

Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: ***, ** e * indicano la significatività statistica al livello, rispettivamente, dell'1, del 5 e del 10 per cento. La tavola mostra le stime del campione per 18 paesi dell'area dell'euro utilizzando un modello a effetti fissi. Il periodo di campionamento va dal quarto trimestre del 1999 al quarto trimestre del 2013. La relazione di una curva generale di Phillips è stimata utilizzando la dinamica dello IAPC al netto dei beni energetici e alimentari come variabile dipendente, e i regressori comprendono un valore ritardato della variabile dipendente e un periodo ritardato di capacità inutilizzata, oltre a una variazione ritardata di un trimestre della capacità inutilizzata, per cogliere sia il livello sia l'effetto "speed limit" sull'inflazione. Le colonne (1) e (2) riportano i coefficienti stimati utilizzando l'output gap come misura della capacità inutilizzata, mentre l'unemployment gap è utilizzato nelle colonne (3) e (4). Le stime della Commissione europea (interpolate per ottenere valori trimestrali) dell'output gap e dell'unemployment gap sono utilizzati nelle stime.

alcuni paesi e trainare l'inflazione, pur in presenza di un elevato grado di capacità inutilizzata nel complesso dell'area. Le evidenze empiriche degli effetti speed limit sono contrastanti²⁾.

Allo stato attuale, l'esistenza di effetti speed limit potrebbe essere un fattore che spiegherebbe l'aumento futuro dell'inflazione nell'area dell'euro, anche se il sottoutilizzo della capacità produttiva nell'economia dovrebbe rimanere considerevole³⁾. Come indicato nella tavola, le stime ricavate dalla relazione di una curva generale di Phillips, che includono sia la capacità inutilizzata ritardata sia una variazione ritardata di un trimestre della capacità inutilizzata, hanno trovato conferma dell'esistenza di effetti speed limit nell'area dell'euro (indipendentemente dalla misura di capacità inutilizzata valutata). Di fatto, i risultati suggeriscono che sia il livello sia la variazione della capacità inutilizzata nell'area dell'euro hanno avuto effetti positivi e statisticamente rilevanti sull'inflazione.

- 2) Ad esempio, Turner, D. (1995), "Speed Limit and Asymmetric Inflation Effects from the Output Gap in the Major Seven Economies", *Economic Studies*, n. 24, OCSE, 1995, presenta evidenze di effetti "speed limit" in tre paesi (Germania, Italia e Giappone) tra le sette principali economie dell'OCSE nel periodo 1960-1993.
- 3) Altri fattori, come il ruolo delle aspettative di inflazione e il sottoutilizzo della capacità produttiva a livello mondiale, potrebbero trainare l'inflazione, anche in presenza di un'ampia capacità inutilizzata nell'area dell'euro. Per una trattazione sull'importanza delle aspettative di inflazione nel processo inflazionistico, cfr. ad esempio Forsells, M. e Kenny, G., "Further evidence on the properties of consumers' inflation expectations in the euro area" e Paloviita, M. e Vrn, M., "The role of expectations in the inflation process in the euro area", entrambi in Sinclair, P. (ed.), "Inflation Expectations", Routledge, 2010. Per ulteriori dettagli sul ruolo del sottoutilizzo della capacità produttiva a livello mondiale, cfr. ad esempio Borio, C. e Filardo, A., "Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation", *Working Paper Series*, n. 227, BRI, 2007.

In tale contesto, la presente sezione illustra la dinamica dell'inflazione nell'area dell'euro durante gli episodi caratterizzati da un grado elevato e persistente di sottoutilizzo della capacità produttiva e pone a confronto gli episodi più recenti con le esperienze storiche. In linea con le precedenti ricerche, un periodo di output gap ampi e persistenti è definito come un episodio caratterizzato da output gap negativi superiori a -1,5 per cento per almeno otto trimestri consecutivi²⁶⁾. Considerando

26) Cfr. Meier, A., "Still Minding the Gap – Inflation Dynamics during Episodes of Persistent Large Output Gaps", *Working Paper*, n. 189, FMI, 2010, pagg. 10-189.

Episodi storici di output gap ampi e persistenti

Paese	Periodo	Durata (trimestri)	Gap medio	Livello minimo
Belgio	1° trim. 1977 - 3° trim. 1979	11	-1,9	-2,4
	2° trim. 1985 - 3° trim. 1987	10	-1,7	-2
Germania	2° trim. 2003 - 4° trim. 2005	11	-1,9	-2,4
Estonia	1° trim. 2009 - 4° trim. 2010	8	-8	-11
Spagna	3° trim. 1980 - 3° trim. 1986	25	-2,5	-3,1
	1° trim. 1993 - 1° trim. 1997	17	-2,9	-3,8
	1° trim. 2009 - 4° trim. 2011 (at least)	≥12	-4,4	-5
Francia	1° trim. 2009 - 4° trim. 2010	8	-2,5	-3,3
Grecia	1° trim. 1974 - 4° trim. 1975	8	-4,1	-6,4
	3° trim. 1982 - 2° trim. 1984	8	-2,2	-2,8
	3° trim. 2009 - 4° trim. 2011 (at least)	≥10	-5,9	-10,2
Irlanda	4° trim. 1982 - 4° trim. 1988	25	-3,6	-5,7
	1° trim. 1993 - 4° trim. 1994	8	-2,7	-3,1
	1° trim. 2009 - 2° trim. 2011	10	-4,4	-5,8
Lussemburgo	1° trim. 1982 - 4° trim. 1983	8	-2,7	-3,1
	3° trim. 1995 - 3° trim. 1997	9	-2,8	-3,7
	1° trim. 2009 - 1° trim. 2011	9	-3,5	-5,5
Lettonia	1° trim. 2009 - 4° trim. 2011 (at least)	≥12	-9,7	-14,3
Paesi Bassi	1° trim. 1982 - 4° trim. 1983	8	-2,2	-2,6
	4° trim. 2002 - 3° trim. 2005	12	-2,1	-2,7
Portogallo	1° trim. 1975 - 4° trim. 1978	16	-6,3	-8,8
	1° trim. 1984 - 4° trim. 1986	12	-3,7	-4,3
Slovenia	1° trim. 2009 - 4° trim. 2010	8	-3,2	-5
Slovacchia	4° trim. 1999 - 2° trim. 2003	15	-2,2	-2,7
Finlandia	2° trim. 1976 - 2° trim. 1979	13	-4,2	-5,8
	3° trim. 1991 - 3° trim. 1996	21	-4,1	-6,4
	1° trim. 2009 - 4° trim. 2010	8	-4,1	-6,3
Average		11,9	-3,7	-5,1

Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: l'elenco comprende tutti i periodi in cui l'output gap è stato inferiore a -1,5 per almeno otto trimestri consecutivi. I dati in esame si riferiscono alle stime della Commissione europea dell'output gap in 18 paesi dell'area dell'euro, con un periodo di campionamento massimo tra il primo trimestre del 1970 e il quarto trimestre del 2011. Nel campione disponibile per Austria, Cipro, Italia e Malta non vi sono episodi di interesse. Le stime dell'output gap sono state interpolate per ottenere valori trimestrali.

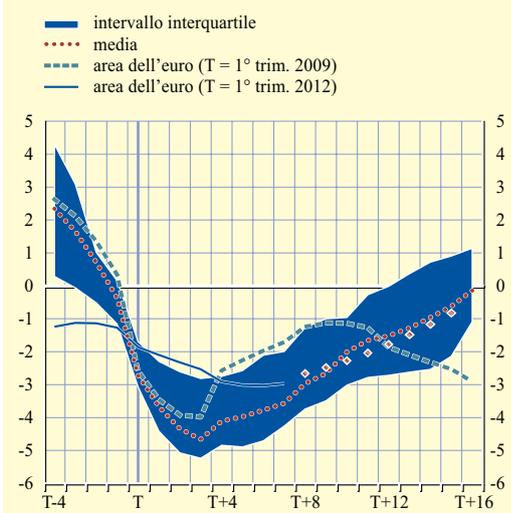
un periodo di campionamento massimo tra il primo trimestre del 1970 e il quarto trimestre del 2011, sono stati osservati 27 di questi episodi storici nell'area dell'euro (cfr. la tavola).

In tutti i paesi, salvo Austria, Cipro, Italia e Malta, si conta almeno un episodio di output gap ampio e persistente, e in alcuni, come Spagna, Grecia, Irlanda, Lussemburgo e Finlandia, fino a tre. In questo campione, un episodio di output gap negativo ampio e persistente dura in media circa tre anni (11,9 trimestri), considerando che durante l'episodio l'output gap medio è pari a -3,7 per cento. A partire dalla crisi finanziaria mondiale del 2008 si è verificato un terzo (nove) di tutti gli episodi osservati. Dal quarto trimestre del 2011 la maggioranza dei paesi dell'area dell'euro (dieci) ha registrato un nuovo episodio con output gap ampi e persistenti.

La figura 7 mostra la distribuzione degli andamenti dell'output gap nel campione identificato di episodi con un grado ampio e persistente di capacità inutilizzata. Dopo l'inizio della crisi finanziaria nel 2008, l'output gap dell'area ha toccato il livello minimo dopo tre trimestri in linea con

Figura 7 Output gap durante gli episodi di capacità produttiva inutilizzata elevata e persistente

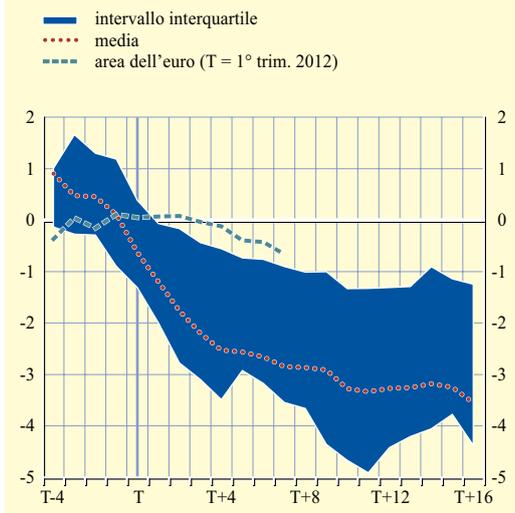
(percentuali del PIL)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.
 Note: T rappresenta il primo trimestre di ciascun episodio in cui l'output gap è stato inferiore a -1,5 per cento per almeno otto trimestri consecutivi. I dati si riferiscono a un periodo che va da quattro trimestri prima dell'episodio (T-4) a 16 trimestri dopo (T+16). L'intervallo dei cicli per gli episodi di output gap ampi e persistenti è ricavato dalla differenza tra il quartile superiore e quello inferiore degli andamenti durante tutti gli episodi individuati. I dati in esame si riferiscono alle stime della Commissione europea dell'output gap nei 18 paesi dell'area dell'euro, con un periodo di campionamento tra il primo trimestre del 1970 e il quarto trimestre del 2011. Le stime dell'output gap sono state interpolate per ottenere i valori trimestrali. I punti rossi rappresentano le proiezioni della Commissione europea sull'output gap dell'area dell'euro per il 2014 e il 2015.

Figura 8 Inflazione al netto dei beni energetici e alimentari normalizzata durante gli episodi di output gap ampi e persistenti

(crescita annua, normalizzata rispetto all'inflazione media sui dodici mesi nei cinque anni prima del primo trimestre di ciascun episodio)



Fonti: Eurostat, OCSE ed elaborazioni della BCE.
 Note: tassi trimestrali normalizzati di inflazione al netto dei beni energetici e alimentari durante 24 episodi di output gap ampi e persistenti (output gap inferiori a -1,5 per cento per almeno otto trimestri consecutivi) tra il primo trimestre del 1970 e il quarto trimestre del 2011. La normalizzazione dei tassi di inflazione è in rapporto all'inflazione media nei cinque anni prima del primo trimestre di ciascun episodio (indicato da T). Sono state escluse le informazioni su Grecia (1974-1975; 1982-1984) e Portogallo (1975-1978) per carenza di dati.

le regolarità passate, ma si è ridotto più rapidamente rispetto alla media degli episodi precedenti. Ciò è ascrivibile in parte al rallentamento della crescita potenziale nell'area dell'euro dopo il 2008²⁷⁾. Il gap negativo stimato sarebbe stato più ampio se, in aggiunta alla dinamica del prodotto effettivo, non si fosse registrato anche un sensibile rallentamento della crescita del prodotto potenziale. La crisi del debito sovrano che ha fatto seguito alla crisi finanziaria ha determinato una nuova contrazione dell'attività economica, e l'output gap si è ampliato, a partire da un livello negativo. In questo episodio, il livello minimo dell'output gap è stato raggiunto successivamente e si è ridotto più gradualmente rispetto agli episodi precedenti. In prospettiva, le proiezioni (basate su quelle della Commissione europea per l'inverno 2014) suggeriscono che l'output gap si chiuderà gradualmente, pur rimanendo lievemente negativo alla fine dell'orizzonte previsivo. Ciò implica un andamento in linea con le regolarità storiche per gli episodi di sottoutilizzo protratto della capacità produttiva.

Episodi di output gap notevoli e persistenti sono stati posti in relazione con un forte calo dei tassi di inflazione (cfr. figura 8)²⁸⁾. Di fatto, l'inflazione armonizzata al netto dei beni energetici e

27) Per ulteriori informazioni, cfr. l'articolo *Prodotto potenziale, sottoutilizzo della capacità produttiva e nesso con gli andamenti nominali dall'inizio della crisi* nel numero di novembre 2013 di questo Bollettino.

28) Cfr. anche Meier, A., op. cit., per risultati simili basati sulla valutazione condotta in 15 paesi dell'OCSE.

alimentari tende a diminuire lievemente prima dell'episodio e la flessione si protrae in media per dieci trimestri prima di toccare il punto minimo a livelli inferiori. Il calo dell'inflazione prima dell'episodio riflette l'output gap negativo prima dell'inizio dell'episodio. La dinamica dell'inflazione armonizzata al netto dei beni energetici e alimentari nell'area dell'euro dal 2012, è caratterizzata da un calo insolitamente attenuato a fronte degli episodi precedenti (cfr. figura 8) ma anche rispetto alla crisi finanziaria, quando il calo era stato contenuto e di breve durata rispetto al passato (cfr. figura 9). La correzione più contenuta dell'inflazione armonizzata al netto dei beni energetici e alimentari a partire dalla crisi finanziaria, riflette in ampia misura gli aumenti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati a causa del processo di risanamento dei conti pubblici in diversi paesi dell'area dell'euro, nonché la tenuta dei margini di profitto nei settori protetti²⁹⁾. Essa rifletterebbe anche le rigidità nominali verso il basso che potrebbero divenire più vincolanti a livelli inferiori di inflazione.

Evidentemente, è diminuita rispetto ai decenni scorsi la reattività dell'inflazione armonizzata al netto dei beni energetici e alimentari alla capacità produttiva inutilizzata, a indicare che è necessaria una variazione relativamente importante della capacità inutilizzata per incidere sull'inflazione in modo significativo. Questi risultati sono coerenti con quelli di una relazione della curva di Phillips più piatta negli ultimi anni, come riportato in altri studi (cfr., ad esempio, il rimando alla nota 4).

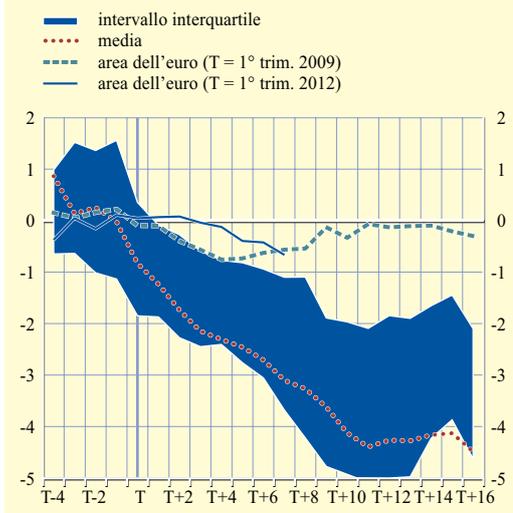
5 ULTERIORI FATTORI CHE INFLUENZANO LA RELAZIONE TRA L'INFLAZIONE E LA CAPACITÀ INUTILIZZATA

La precedente analisi astrae da diversi fattori che potrebbero incidere sulla relazione tra l'inflazione e il sottoutilizzo della capacità produttiva. Tali fattori includono, fra l'altro, le aspettative di inflazione, la globalizzazione o le riforme strutturali tese a rendere più flessibili i mercati del lavoro e dei prodotti³⁰⁾.

Da tempo è stato riconosciuto che le aspettative connesse più direttamente all'inflazione o, più indirettamente, agli obiettivi e alla conduzione della politica monetaria possono modificare i coefficienti della curva di Phillips. In particolare, gli impegni assunti dalle autorità monetarie

Figura 9 Inflazione al netto dei beni energetici e alimentari normalizzata durante gli episodi di *output gap* ampi e persistenti escludendo il periodo di crisi finanziaria

(crescita annua, normalizzata rispetto all'inflazione media sui dodici mesi nei cinque anni prima del primo trimestre di ciascun episodio)



Fonti: Eurostat, OCSE ed elaborazioni della BCE.

Note: cfr. le note alla figura 8. Il campione fa riferimento a 15 episodi di *output gap* ampi e persistenti, con un periodo di campionamento massimo tra il primo trimestre del 1970 e il quarto trimestre del 2007, escludendo quindi la crisi finanziaria mondiale. Sono state omesse le informazioni relative a Grecia (1974-1975 e 1982-1984) e Portogallo (1975-1978) per carenza di dati.

29) Per ulteriori informazioni, cfr. l'articolo *L'aggiustamento nei paesi dell'area dell'euro: lo stato delle cose* nel numero di maggio 2013 di questo Bollettino.

30) Per informazioni più dettagliate, cfr. Galati, G. e Melick, W., "The Evolving Inflation Process: An Overview", *Working Paper Series*, n. 196, BRI, 2006.

per raggiungere la stabilità dei prezzi perseguendo un obiettivo di inflazione hanno consentito di ridurre i tassi di inflazione e ancorare le aspettative di inflazione futura in diversi paesi. Alcune versioni della curva di Phillips attribuiscono alle attese di inflazione un ruolo esplicito, includendole in una variabile esplicativa³¹⁾. Peraltro, non è facile stabilire la rilevanza empirica di tale componente prospettica rispetto alla formulazione rivolta al passato che utilizza solo i ritardi dell'inflazione, e gli economisti non sono concordi su quale versione offra una migliore rappresentazione dei dati³²⁾.

Secondo alcune evidenze, tuttavia, è importante considerare l'andamento variabile dell'inflazione quando si stimano relazioni che richiamano la curva di Phillips o quando queste ultime vengono applicate a fini previsivi, considerando che le attese di inflazione a lungo termine possono agire da proxy per tale andamento³³⁾. Infine, è stato suggerito che le previsioni professionali ampiamente utilizzate potrebbero non essere i proxy più rilevanti delle attese di inflazione nel contesto della curva di Phillips³⁴⁾. Pertanto, sebbene le aspettative di inflazione siano considerate una determinante importante dell'inflazione, manca un consenso generale quanto al modo e all'eventualità di includerle nel quadro di riferimento empirico per la curva di Phillips di breve periodo.

Fattori economici globali, come la crescente concorrenza internazionale a seguito della maggiore apertura, sono divenuti determinanti importanti dell'inflazione interna e quindi possono influenzare la relazione della curva di Phillips³⁵⁾. Esistono vari canali attraverso cui la globalizzazione può influenzare la dinamica dell'inflazione. Ad esempio, la maggiore concorrenza internazionale potrebbe indurre le singole imprese a modificare il processo di formazione dei prezzi in senso più contro-ciclico per difendere le quote di mercato (ossia, gli aumenti dei prezzi rimangono contenuti durante i periodi di forte espansione). Allo stesso tempo, il maggiore volume di beni e servizi scambiati nell'economia ha rafforzato il ruolo del tasso di cambio nella trasmissione internazionale dell'inflazione attraverso i prezzi all'importazione. Nel mercato del lavoro, inoltre, l'accresciuta offerta di manodopera straniera o il possibile ricorso all'outsourcing utilizzando lavoro meno costoso potrebbero contenere la crescita salariale e renderla meno reattiva alle condizioni interne. Pertanto, la globalizzazione può rendere i prezzi meno sensibili alle pressioni dal lato della domanda interna, determinando un appiattimento della curva di Phillips, ma potrebbe anche accentuare l'inclinazione della curva qualora l'accresciuta concorrenza contribuisca a una maggiore flessibilità di prezzi e salari³⁶⁾. Tuttavia, mancano finora prove empiriche definitive a sostegno del concetto che la globalizzazione ha reso l'inflazione interna meno reattiva alla capacità inutilizzata a livello nazionale ma più dipendente dal grado di utilizzo della capacità produttiva a livello mondiale. Mentre alcuni ritengono che i modelli tradizionali di inflazione sono soggetti a problemi di mispecificazione, perché non incorporano l'influenza della capacità

31) L'esempio più rilevante è la nuova curva di Phillips keynesiana (ibrida) in cui l'inflazione corrente è determinata dal costo reale marginale, dalle attese di inflazione futura (e dall'inflazione passata). Cfr., ad esempio, Galí, J. e Gertler, M., "Inflation Dynamics: A Structural Econometric Approach", *Journal of Monetary Economics*, n. 44(2), 1999.

32) Cfr., ad esempio, le trattazioni in Gordon, R., op. cit.; Mavroeidis, S., Plagborg-Møller, M. e Stock, J.H., "Empirical Evidence on Inflation Expectations in the New Keynesian Phillips Curve", *Journal of Economic Literature*, vol. 52(1), 2014.

33) Cfr., ad esempio, Faust, J. e Wright, J.H., op. cit. e Carlstrom, C.T. e Fuerst, T.S., "Explaining Apparent Changes in the Phillips Curve: Trend Inflation isn't Constant", *Economic Commentary*, Federal Reserve Bank of Cleveland, 2008.

34) Cfr., ad esempio, Coibion, O. e Gorodnichenko, Y., "Is The Phillips Curve Alive and Well After All? Inflation Expectations and the Missing Disinflation," *NBER Working Paper*, n. 19598, 2013.

35) Per esempio, in Borio, C. e Filardo, A., op. cit., si stabilisce un nesso tra l'appiattimento della curva di Phillips e la diffusione della globalizzazione.

36) Per ulteriori informazioni, cfr. Rogoff, K.S., "Impact of Globalization on Monetary Policy", *Proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Conference*, 2006, pagg. 265-305.

inutilizzata mondiale sull'inflazione interna, altri sostengono che le variabili a livello mondiale abbiano un impatto solo limitato o non sistemico sui prezzi interni³⁷⁾.

Il grado di flessibilità dei prezzi (rappresentato dalla frequenza degli aggiustamenti o dal grado di indicizzazione) e il quadro istituzionale (potere dei sindacati e sistema di contrattazione salariale, normative a tutela dell'occupazione, ecc.) svolgono un ruolo importante nel determinare la reattività dell'inflazione al sottoutilizzo della capacità produttiva. In presenza di mercati flessibili e competitivi l'economia potrebbe raggiungere livelli di prodotto più elevati sul lungo periodo. Allo stesso tempo, le pressioni inflazionistiche rimarrebbero contenute. In aggiunta, la riduzione delle rigidità renderebbe i prezzi e i salari più reattivi nel breve periodo alle variazioni dei costi o alle misure di capacità produttiva inutilizzata (modificando l'inclinazione della curva di Phillips). Pertanto, un'economia con mercati dei prodotti e del lavoro flessibili può reagire più rapidamente agli shock ed evitare gli elevati costi della perdita di prodotto e dell'aumento della disoccupazione connessi agli aggiustamenti più lenti e protratti delle economie rigide. In particolare, è stato dimostrato che i necessari aggiustamenti economici dopo una crisi finanziaria comportano una minore perdita di prodotto e maggiori riduzioni dei prezzi in un'economia in cui le rigidità reali e nominali sono contenute³⁸⁾.

I recenti aggiustamenti dei prezzi nell'area dell'euro potrebbero risentire dei cambiamenti strutturali avvenuti in diversi paesi. Di fatto, il calo relativo dell'inflazione in gran parte dei paesi soggetti a tensioni coincide con un intenso impegno per le riforme strutturali teso a rimuovere le rigidità nominali di prezzi e salari e a rafforzare la flessibilità dei mercati del lavoro e dei prodotti. Queste riforme strutturali, pur determinando un incremento del prodotto potenziale con implicazioni per le stime della capacità produttiva inutilizzata, potrebbero altresì accrescere in futuro la reattività dell'inflazione al sottoutilizzo della capacità. Pertanto, la relazione della curva di Phillips diviene ancora più incerta in diversi paesi dell'area in base all'impatto delle riforme strutturali intraprese.

6 CONCLUSIONI

La curva di Phillips fornisce uno schema intuitivo per valutare la relazione tra il livello di sottoutilizzo della capacità produttiva e il tasso di inflazione nell'economia ed è stata uno strumento utilizzato diffusamente per spiegare e prevedere gli andamenti dell'inflazione.

Allo stesso tempo, una serie di limitazioni, poste in evidenza da questo articolo, suggeriscono che la semplice prospettiva della curva di Phillips rappresenta una base analitica insufficiente per prevedere l'inflazione e indirizzare la politica monetaria. Per questi obiettivi, in particolare, non è stata ancora stabilita chiaramente una definizione ottimale della curva di Phillips. Al contrario, le specificazioni della curva di Phillips sono varie e altrettanto plausibili, ad esempio a seconda delle differenti misure della capacità inutilizzata nell'economia. Inoltre, l'adeguatezza di ciascuna di tali specifiche potrebbe variare tra i paesi. Ciò è di particolare rilevanza nell'area dell'euro, perché

37) Evidenze dell'importanza del sottoutilizzo della capacità produttiva a livello mondiale quale determinante dell'inflazione interna sono state fornite, ad esempio, da Borio, C. e Filardo, A., op. cit.. Tuttavia, questi risultati sono stati posti in dubbio, ad esempio, da Ihrig, J., Kamin, S.B., Lindner, D. e Marquez, J., "Some Simple Tests of the Globalization and Inflation Hypothesis", *International Finance*, vol. 13(3), 2010, pagg. 343-375. Analogamente, Calza, A. (2008), "Globalisation, domestic inflation and global output gaps – evidence from the euro area", *Working Paper Series*, n. 890, BCE, trova scarse evidenze a sostegno della "ipotesi dell'output gap mondiale" per l'area dell'euro.

38) Per ulteriori informazioni cfr. Cuerpo C., Drumond, I., Lendvai, J., Pontuch, P. e Raciborski, R., "Indebtedness, Deleveraging Dynamics and Macroeconomic Adjustment", *Economic Papers, European Economy*, p. 477 (Bruxelles: Commissione europea).

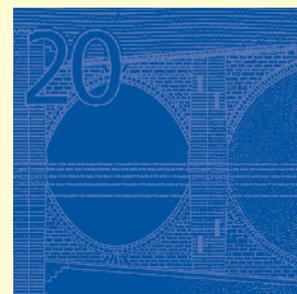
i paesi che ne fanno parte mostrano una sostanziale eterogeneità in termini di struttura economica e quadro istituzionale, ad esempio in relazione ai mercati del lavoro e dei prodotti.

Considerare un'ampia gamma di specificazioni della curva di Phillips può contribuire in qualche misura ad attenuare tali incertezze e, in particolare, può rafforzare la qualità previsiva. Nel complesso, tuttavia, questo quadro non riesce a rappresentare adeguatamente la complessità del processo di inflazione né la relazione con le sue determinanti.

In tale contesto, il quadro analitico imperniato su due pilastri della BCE è costruito su un insieme ampio e granulare di strumenti e indicatori per valutare i reali andamenti economici e dei prezzi, e la relazione della curva di Phillips tra la capacità inutilizzata e l'inflazione non è che uno degli elementi. In particolare, il quadro include uno schema completo di previsione per gli andamenti dell'inflazione a breve e medio termine, utilizzando un'ampia gamma di modelli e un'analisi economica e monetaria³⁹⁾.

39) Cfr. "A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises", BCE, giugno 2001, disponibile sul sito Internet della BCE.

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO



INDICE ¹⁾

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

S5

I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

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

2 MONETA, BANCHE E ALTRE SOCIETÀ FINANZIARIE

2.1	Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro	S10
2.2	Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro	S11
2.3	Statistiche monetarie	S12
2.4	Scomposizione dei prestiti delle IFM	S15
2.5	Scomposizione dei depositi presso le IFM	S17
2.6	Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM	S20
2.7	Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM	S21
2.8	Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro	S22
2.9	Titoli di debito detenuti dai fondi di investimento, suddivisi per emittente	S23
2.10	Bilancio aggregato delle società veicolo finanziarie dell'area dell'euro	S24
2.11	Bilancio aggregato delle società di assicurazione e dei fondi pensione dell'area dell'euro	S25

3 CONTI DELL'AREA DELL'EURO

3.1	Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale	S26
3.2	Conti non finanziari dell'area dell'euro	S30
3.3	Famiglie	S32
3.4	Società non finanziarie	S33
3.5	Società di assicurazione e fondi pensione	S34

4 MERCATI FINANZIARI

4.1	Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione	S35
4.2	Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento	S36
4.3	Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro	S38
4.4	Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
4.5	Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro	S42
4.6	Tassi di interesse del mercato monetario	S44
4.7	Curve dei rendimenti dell'area dell'euro	S45
4.8	Indici del mercato azionario	S46

5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1	IAPC, altri prezzi e costi	S47
5.2	Produzione e domanda	S50
5.3	Mercato del lavoro	S54

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

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

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

Con l'ingresso della Lettonia nell'area dell'euro a gennaio 2014, il numero dei paesi membri dell'area è salito a 18. Tutte le serie che contengono osservazioni relative al 2014 si riferiscono agli Euro 18 (area dell'euro, inclusa la Lettonia) per l'intera serie storica, salvo diversa indicazione. Per i tassi di interesse, le statistiche monetarie, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e le riserve ufficiali – nonché, per ragioni di coerenza, per le componenti e le controparti di M3 e per le componenti dello IAPC – le serie statistiche relative all'area dell'euro si riferiscono alla sua composizione evolutiva.

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

Segni convenzionali nelle tavole

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

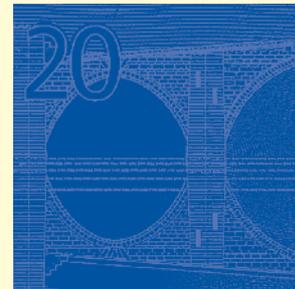


TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Andamenti monetari e tassi di interesse ¹⁾

	M1 ²⁾	M2 ²⁾	M3 ^{2) 3)}	M3 ^{2) 3)} media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche ²⁾	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM ²⁾	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor; valori percentuali in ragione d'anno; valori medi)	Tassi a pronti a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno; fine periodo) ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	4,0	3,1	2,9	-	-0,2	0,7	0,57	1,72
2013	7,0	4,0	2,4	-	-1,5	1,0	0,22	2,24
2013 3° trim.	6,9	4,0	2,2	-	-1,9	1,5	0,22	2,05
4° trim.	6,4	3,1	1,5	-	-2,2	1,4	0,24	2,24
2014 1° trim.	6,0	2,4	1,1	-	-2,2	-1,1	0,30	1,82
2° trim.	.	.	.	-	.	.	0,30	1,44
2014 gen.	6,1	2,4	1,1	1,1	-2,3	-1,1	0,29	1,89
feb.	6,2	2,4	1,3	1,1	-2,2	-1,0	0,29	1,88
mar.	5,6	2,2	1,0	1,0	-2,2	-1,1	0,31	1,82
apr.	5,2	2,0	0,7	0,9	-1,8	-2,7	0,33	1,72
mag.	5,0	2,1	1,0	.	-2,0	.	0,32	1,56
giu.	.	.	.	.	.	.	0,24	1,44

2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro

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

3. Statistiche sull'estero

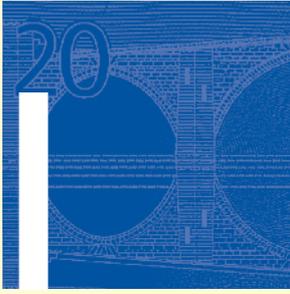
(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)			Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Posizione patrimoniale netta sull'estero (in percentuale del PIL)	Debito estero lordo (in percentuale del PIL)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-20 ⁵⁾ (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Investimenti diretti e di portafoglio					Nominale	Reale (IPC)	
		Beni							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2012	139,6	89,0	23,9	689,4	-13,2	128,8	97,9	95,6	1,2848
2013	247,8	165,2	80,9	542,1	-12,1	121,0	101,7	98,9	1,3281
2013 3° trim.	56,0	38,1	-7,7	586,8	-13,3	125,2	101,9	99,2	1,3242
4° trim.	95,5	48,0	45,5	542,1	-12,1	121,0	103,1	100,0	1,3610
2014 1° trim.	47,9	35,6	44,5	570,6	.	.	103,9	100,7	1,3696
2° trim.	.	.	.	.	.	.	103,8	100,1	1,3711
2014 gen.	8,0	0,7	10,3	570,8	-	-	103,4	100,3	1,3610
feb.	16,5	15,5	57,4	578,6	-	-	103,6	100,4	1,3659
mar.	23,5	19,3	-23,2	570,6	-	-	104,6	101,3	1,3823
apr.	19,9	15,7	-107,0	568,0	-	-	104,5	101,0	1,3813
mag.	.	.	.	568,7	-	-	103,8	100,1	1,3732
giu.	.	.	.	.	-	-	103,0	99,1	1,3592

Fonti: BCE, Commissione europea (Eurostat e DG Affari economici e finanziari) e Thomson Reuters.

Nota: per ulteriori informazioni sui dati utilizzati, cfr. le rispettive tavole successive della presente sezione.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Le variazioni percentuali sul periodo corrispondente sono calcolate su dati di fine periodo per i dati mensili, su medie nel periodo per i dati trimestrali e annuali. Cfr. le Note tecniche per i dettagli.
- 3) M3 e le sue componenti non comprendono le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e le obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute da non residenti nell'area dell'euro.
- 4) Basati sulle curve dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro con rating AAA. Cfr. la sezione 4.7 per i dettagli.
- 5) Per una definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.



STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

1. Attività

	30 maggio 2014	6 giugno 2014	13 giugno 2014	20 giugno 2014	27 giugno 2014
Oro e crediti in oro	326.477	326.478	326.478	326.479	326.479
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	245.902	248.259	247.484	244.415	244.416
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	23.788	22.865	23.399	25.542	24.394
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	19.592	19.925	18.836	18.404	18.563
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	679.749	653.280	607.617	565.019	568.373
Operazioni di rifinanziamento principali	174.002	149.351	136.766	97.887	115.041
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	505.682	503.892	470.840	467.126	453.276
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	64	37	11	5	56
Crediti connessi a scarti di garanzia	1	0	0	0	0
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	57.409	61.125	63.814	62.898	65.198
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	573.745	570.850	569.966	569.373	570.574
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	215.260	212.847	212.543	209.920	209.920
Altri titoli	358.485	358.003	357.423	359.453	360.654
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	27.267	27.267	27.267	27.267	27.267
Altre attività	243.166	242.266	239.419	240.579	242.834
Attività totali	2.197.095	2.172.316	2.124.281	2.079.975	2.088.099

2. Passività

	30 maggio 2014	6 giugno 2014	13 giugno 2014	20 giugno 2014	27 giugno 2014
Banconote in circolazione	953.817	957.808	956.549	955.931	958.314
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	352.187	343.693	325.814	237.777	243.158
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	209.392	187.123	199.831	211.226	217.727
Depositi overnight	39.910	37.312	17.175	26.544	25.423
Depositi a tempo determinato	102.878	119.200	108.650	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	7	58	158	7	7
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	1.687	1.848	2.663	8.014	8.560
Certificati di debito	0	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	163.008	141.639	124.145	168.296	171.568
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	76.456	78.278	67.104	61.649	59.728
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	1.005	989	971	1.057	809
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	5.342	6.638	6.588	6.192	5.477
Contropartite dei DSP dell'FMI	52.830	52.830	52.830	52.830	52.830
Altre passività	209.205	206.278	205.302	204.012	203.433
Rivalutazioni	288.913	288.913	288.913	288.913	288.913
Capitale e riserve	92.644	93.403	93.403	95.305	95.309
Passività totali	2.197.095	2.172.316	2.124.281	2.079.975	2.088.099

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

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

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

Fonte: BCE.

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

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

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
				Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			
				Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Operazioni di rifinanziamento principali								
2014 26 mar.	121.305	121	121.305	0,25	-	-	-	7
2 apr.	110.643	113	110.643	0,25	-	-	-	7
9	104.619	142	104.619	0,25	-	-	-	7
16	112.165	172	112.165	0,25	-	-	-	7
23	121.816	155	121.816	0,25	-	-	-	7
30	172.621	266	172.621	0,25	-	-	-	7
7 mag.	129.140	177	129.140	0,25	-	-	-	7
14	137.302	199	137.302	0,25	-	-	-	7
21	131.957	193	131.957	0,25	-	-	-	7
28	174.002	267	174.002	0,25	-	-	-	7
4 giu.	149.351	229	149.351	0,25	-	-	-	7
11	136.766	193	136.766	0,15	-	-	-	7
18	97.887	150	97.887	0,15	-	-	-	7
25	115.041	151	115.041	0,15	-	-	-	7
2 luglio	97.103	124	97.103	0,15	-	-	-	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine ⁵⁾								
2014 15 gen.	7.092	28	7.092	0,25	-	-	-	28
30	4.955	69	4.955	0,25	-	-	-	92
12 feb.	6.480	30	6.480	0,25	-	-	-	28
27	6.297	63	6.297	0,25	-	-	-	91
12 mar.	7.522	30	7.522	0,25	-	-	-	28
27	11.617	83	11.617	0,23	-	-	-	91
9 apr.	28.023	35	28.023	0,25	-	-	-	35
2 mag. ⁶⁾	13.193	97	13.193	-	-	-	-	90
14	32.335	54	32.335	0,25	-	-	-	28
29 ⁶⁾	10.949	89	10.949	-	-	-	-	91
11 giugno	9.970	44	9.970	0,15	-	-	-	28
26 ⁶⁾	10.386	84	10.386	-	-	-	-	91

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile					Durata della operazione (giorni)
					Aste a tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso massimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2013 5 mar.	Raccolta di depositi a tempo determinato	219.131	165	175.500	-	-	0,25	0,23	0,22	7
12	Raccolta di depositi a tempo determinato	219.077	159	175.500	-	-	0,25	0,23	0,21	7
19	Raccolta di depositi a tempo determinato	223.227	160	175.500	-	-	0,25	0,22	0,21	7
26	Raccolta di depositi a tempo determinato	180.901	138	175.500	-	-	0,25	0,25	0,22	7
2 apr.	Raccolta di depositi a tempo determinato	199.721	152	175.500	-	-	0,25	0,23	0,21	7
9	Raccolta di depositi a tempo determinato	192.515	156	172.500	-	-	0,25	0,24	0,22	7
16	Raccolta di depositi a tempo determinato	153.364	139	153.364	-	-	0,25	0,25	0,23	7
23	Raccolta di depositi a tempo determinato	166.780	139	166.780	-	-	0,25	0,25	0,23	7
30	Raccolta di depositi a tempo determinato	103.946	121	103.946	-	-	0,25	0,25	0,24	7
7 mag.	Raccolta di depositi a tempo determinato	165.533	158	165.533	-	-	0,25	0,25	0,23	7
14	Raccolta di depositi a tempo determinato	144.281	141	144.281	-	-	0,25	0,25	0,24	7
21	Raccolta di depositi a tempo determinato	137.465	148	137.465	-	-	0,25	0,25	0,24	7
28	Raccolta di depositi a tempo determinato	102.878	119	102.878	-	-	0,25	0,25	0,25	7
4 giu.	Raccolta di depositi a tempo determinato	119.200	140	119.200	-	-	0,25	0,25	0,24	7
11	Raccolta di depositi a tempo determinato	108.650	122	108.650	-	-	0,15	0,15	0,13	7

Fonte: BCE.

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

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

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

1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva

Aggregato soggetto a riserva nel periodo: (fine periodo)	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva positivo ¹⁾			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi a vista e depositi con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso oltre 2 anni	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	
2010	18.948,1	9.962,6	644,3	2.683,3	1.335,4	4.322,5	
2011	18.970,0	9.790,9	687,7	2.781,2	1.303,5	4.406,8	
2012	18.564,7	9.971,7	637,5	2.583,9	1.163,1	4.208,4	
2013	17.847,1	9.811,6	518,8	2.447,1	1.152,6	3.917,1	
2013 dic. ²⁾	17.847,1	9.811,6	518,8	2.447,1	1.152,6	3.917,1	
2014 gen.	18.010,5	9.834,5	569,0	2.436,0	1.233,4	3.937,5	
feb.	17.994,9	9.825,2	572,2	2.409,7	1.281,0	3.906,9	
mar.	17.978,0	9.885,5	553,4	2.395,7	1.232,6	3.910,7	
apr.	18.000,0	9.948,1	541,2	2.364,4	1.257,2	3.889,1	

2. Assolvimento dell'obbligo di riserva

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
2010	211,8	212,5	0,7	0,5	1,00
2011	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2012	106,4	509,9	403,5	0,0	0,75
2013	103,3	220,2	116,9	0,0	0,25
2014 11 feb.	103,6	216,0	112,4	0,0	0,25
11 mar.	102,8	201,1	98,3	0,0	0,25
8 apr.	103,6	195,2	91,6	0,0	0,25
13 mag.	103,5	191,2	87,7	0,0	0,25
10 giu.	103,9	192,3	88,3	0,0	0,25
8 lug.	104,4	.	.	.	.

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema					Banconote in circolazione	Conti delle amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)				
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità ³⁾				Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità ⁴⁾		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1.073,1
2011	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1.335,3
2012	708,0	74,0	1.044,1	1,6	277,3	231,8	208,5	889,3	121,1	144,5	509,9	1.631,0
2013	550,8	91,6	625,3	0,1	241,5	48,3	177,4	925,9	80,2	57,2	220,2	1.194,4
2014 14 gen.	532,7	129,3	592,1	0,3	236,8	60,1	149,3	947,9	61,2	24,7	248,1	1.256,0
11 feb.	510,3	105,4	576,4	0,3	232,5	42,1	164,4	931,8	83,4	-12,9	216,0	1.190,0
11 mar.	510,4	91,8	570,4	0,3	229,5	29,5	175,5	932,1	81,8	-17,6	201,1	1.162,8
8 apr.	518,9	105,4	534,6	0,7	227,5	29,2	175,5	938,4	73,8	-25,0	195,2	1.162,8
13 mag.	536,4	128,1	519,6	0,2	222,6	29,7	152,4	947,9	87,7	-2,1	191,2	1.168,8
10 giu.	536,8	148,1	507,8	0,1	215,9	28,3	126,0	951,0	111,5	-0,4	192,3	1.171,6

Fonte: BCE.

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



MONETA, BANCHE E ALTRE SOCIETÀ FINANZIARIE

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2012	5.288,1	3.351,2	16,9	1,0	3.333,3	723,1	568,4	10,5	144,2	-	23,4	799,9	8,3	382,3
2013	4.073,0	2.283,2	15,0	1,2	2.267,1	715,3	567,6	24,9	122,8	-	25,0	632,4	8,3	408,7
2013 4° trim.	4.073,0	2.283,2	15,0	1,2	2.267,1	715,3	567,6	24,9	122,8	-	25,0	632,4	8,3	408,7
2014 1° trim.	3.916,3	2.087,4	15,0	1,2	2.071,2	721,9	578,0	22,9	121,0	-	26,6	658,0	7,9	414,5
2014 feb.	3.988,7	2.156,6	15,0	1,2	2.140,5	717,8	571,3	25,0	121,5	-	26,5	668,5	7,9	411,4
mar.	3.916,3	2.087,4	15,0	1,2	2.071,2	721,9	578,0	22,9	121,0	-	26,6	658,0	7,9	414,5
apr.	3.926,6	2.101,1	14,1	1,2	2.085,9	712,3	567,6	22,7	122,0	-	26,7	662,3	8,0	416,3
mag. ^(p)	3.888,0	2.064,3	14,1	1,3	2.049,0	706,3	567,1	17,4	121,8	-	26,9	664,3	8,0	418,2
IFM escluso l'Eurosistema														
2012	32.694,6	17.987,2	1.153,4	11.043,4	5.790,4	4.901,6	1.627,0	1.423,3	1.851,3	66,8	1.227,8	4.045,7	214,7	4.250,9
2013	30.444,8	16.983,4	1.082,4	10.651,2	5.249,7	4.671,4	1.694,3	1.334,4	1.642,7	58,1	1.232,7	3.856,0	210,6	3.432,6
2013 4° trim.	30.444,8	16.983,4	1.082,4	10.651,2	5.249,7	4.671,4	1.694,3	1.334,4	1.642,7	58,1	1.232,7	3.856,0	210,6	3.432,6
2014 1° trim.	30.586,7	16.943,9	1.092,9	10.642,0	5.208,9	4.697,9	1.774,5	1.305,9	1.617,6	54,0	1.249,2	3.981,5	202,3	3.458,0
2014 feb.	30.744,2	16.974,8	1.095,3	10.640,9	5.238,6	4.752,1	1.768,8	1.317,4	1.665,9	53,2	1.237,8	4.003,8	208,4	3.514,1
mar.	30.586,7	16.943,9	1.092,9	10.642,0	5.208,9	4.697,9	1.774,5	1.305,9	1.617,6	54,0	1.249,2	3.981,5	202,3	3.458,0
apr.	30.738,8	16.962,3	1.093,7	10.651,0	5.217,6	4.679,0	1.790,7	1.270,7	1.617,7	54,0	1.267,9	4.035,9	202,8	3.537,0
mag. ^(p)	30.870,7	16.928,9	1.095,3	10.590,0	5.243,6	4.715,6	1.807,0	1.314,3	1.594,4	51,7	1.256,3	4.106,5	203,1	3.608,8

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ³⁾	Obbligazioni ⁴⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2012	5.288,1	938,2	3.062,2	81,4	64,5	2.916,4	-	0,0	536,6	298,7	452,5
2013	4.073,0	982,4	2.004,3	62,3	40,1	1.901,9	-	0,0	406,3	202,2	477,8
2013 4° trim.	4.073,0	982,4	2.004,3	62,3	40,1	1.901,9	-	0,0	406,3	202,2	477,8
2014 1° trim.	3.916,3	965,6	1.860,2	86,1	38,4	1.735,7	-	0,0	440,5	166,5	483,5
2014 feb.	3.988,7	960,0	1.921,3	94,9	42,7	1.783,7	-	0,0	445,6	177,5	484,4
mar.	3.916,3	965,6	1.860,2	86,1	38,4	1.735,7	-	0,0	440,5	166,5	483,5
apr.	3.926,6	975,4	1.859,4	112,4	50,2	1.696,8	-	0,0	440,0	167,5	484,2
mag. ^(p)	3.888,0	980,3	1.811,4	116,7	50,8	1.643,8	-	0,0	442,2	167,8	486,3
IFM escluso l'Eurosistema											
2012	32.694,6	-	17.195,3	169,6	10.870,4	6.155,3	534,7	4.848,9	2.344,0	3.494,5	4.277,2
2013	30.444,8	-	16.646,8	152,5	10.940,3	5.554,0	462,9	4.352,6	2.399,7	3.106,4	3.476,4
2013 4° trim.	30.444,8	-	16.646,8	152,5	10.940,3	5.554,0	462,9	4.352,6	2.399,7	3.106,4	3.476,4
2014 1° trim.	30.586,7	-	16.654,6	181,1	10.955,7	5.517,9	458,1	4.297,8	2.452,9	3.224,9	3.498,5
2014 feb.	30.744,2	-	16.687,9	177,6	10.941,2	5.569,1	475,0	4.344,6	2.431,6	3.250,1	3.555,0
mar.	30.586,7	-	16.654,6	181,1	10.955,7	5.517,9	458,1	4.297,8	2.452,9	3.224,9	3.498,5
apr.	30.738,8	-	16.658,7	144,2	10.925,6	5.588,9	463,1	4.284,1	2.462,7	3.295,7	3.574,5
mag. ^(p)	30.870,7	-	16.742,0	172,9	10.950,0	5.619,1	455,5	4.279,0	2.453,2	3.310,5	3.630,4

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Consistenze di titoli emessi da residenti nell'area dell'euro. Le consistenze di titoli emessi da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle attività verso non residenti nell'area dell'euro.
- 3) Consistenze detenute da residenti nell'area dell'euro.
- 4) Le consistenze di titoli con scadenza fino a due anni e detenute da non residenti dell'area dell'euro sono incluse nelle passività verso non residenti nell'area dell'euro.

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

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

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività ²⁾
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2012	26.251,1	12.214,6	1.170,3	11.044,3	3.629,2	2.195,4	1.433,8	767,0	4.845,6	222,9	4.571,8
2013	24.650,4	11.749,8	1.097,4	10.652,4	3.621,2	2.261,8	1.359,4	791,9	4.488,4	218,9	3.780,1
2013 4° trim.	24.650,4	11.749,8	1.097,4	10.652,4	3.621,2	2.261,8	1.359,4	791,9	4.488,4	218,9	3.780,1
2014 1° trim.	24.909,8	11.751,2	1.108,0	10.643,2	3.681,3	2.352,5	1.328,7	804,2	4.639,5	210,2	3.823,4
2014 feb.	24.991,4	11.752,3	1.110,2	10.642,1	3.682,5	2.340,0	1.342,5	792,3	4.672,3	216,3	3.875,7
mar.	24.909,8	11.751,2	1.108,0	10.643,2	3.681,3	2.352,5	1.328,7	804,2	4.639,5	210,2	3.823,4
apr.	25.045,6	11.759,9	1.107,7	10.652,2	3.651,6	2.358,2	1.293,3	825,6	4.698,1	210,8	3.899,7
mag. ³⁾	25.178,6	11.700,6	1.109,4	10.591,2	3.705,7	2.374,1	1.331,6	815,0	4.770,7	211,1	3.975,5
Transazioni											
2012	90,3	-35,2	-4,7	-30,6	113,1	183,6	-70,5	38,5	-151,1	-14,0	139,0
2013	-1.617,3	-276,3	-73,7	-202,6	-27,9	46,1	-74,1	14,0	-79,2	-2,1	-1.245,7
2013 4° trim.	-671,7	-100,1	-8,0	-92,1	-137,7	-75,2	-62,5	-5,2	-13,8	0,5	-415,4
2014 1° trim.	184,3	-3,8	9,1	-12,9	35,0	58,3	-23,4	13,4	117,9	-8,8	30,6
2014 feb.	-23,1	-1,5	-8,3	6,7	1,5	12,3	-10,8	-5,5	16,3	-0,8	-32,9
mar.	-77,3	5,1	-2,3	7,4	-10,8	3,5	-14,2	10,9	-23,1	-6,0	-53,4
apr.	137,9	14,0	0,1	13,9	-36,9	0,0	-36,9	19,6	64,9	0,5	75,8
mag. ³⁾	90,5	-56,4	1,6	-58,0	46,7	9,7	36,9	-12,5	37,0	0,4	75,4

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle amministrazioni centrali	Depositi di altre amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ³⁾	Obbligazioni ⁴⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività ²⁾	Eccesso di passività tra IFM rispetto alle attività
Consistenze										
2012	26.251,1	876,8	251,0	10.934,9	467,9	2.853,4	2.396,4	3.793,2	4.729,6	-52,1
2013	24.650,4	921,2	214,8	10.980,4	404,8	2.587,0	2.340,2	3.308,6	3.954,2	-60,9
2013 4° trim.	24.650,4	921,2	214,8	10.980,4	404,8	2.587,0	2.340,2	3.308,6	3.954,2	-60,9
2014 1° trim.	24.909,8	916,5	267,2	10.994,1	404,1	2.559,2	2.421,9	3.391,5	3.981,9	-26,5
2014 feb.	24.991,4	910,2	272,5	10.983,8	421,8	2.557,2	2.405,2	3.427,6	4.039,4	-26,3
mar.	24.909,8	916,5	267,2	10.994,1	404,1	2.559,2	2.421,9	3.391,5	3.981,9	-26,5
apr.	25.045,6	921,8	256,5	10.975,8	409,1	2.544,4	2.433,7	3.463,2	4.058,7	-17,7
mag. ³⁾	25.178,6	928,9	289,6	11.000,8	403,8	2.562,9	2.427,2	3.478,4	4.116,7	-29,6
Transazioni										
2012	90,3	19,5	-5,1	180,1	-18,2	-124,8	156,0	-251,7	151,0	-16,6
2013	-1.617,3	44,4	-37,0	163,1	-46,6	-198,9	78,9	-441,7	-1.187,2	7,7
2013 4° trim.	-671,7	27,2	-58,9	23,5	-12,7	-25,7	-1,8	-179,2	-426,1	-18,1
2014 1° trim.	184,3	-5,3	52,0	9,4	-0,6	-27,1	38,4	70,7	13,9	32,9
2014 feb.	-23,1	1,9	36,9	28,8	-0,7	-16,3	5,3	-16,4	-77,2	14,6
mar.	-77,3	6,3	-5,3	10,0	-17,6	2,5	19,5	-36,3	-56,0	-0,4
apr.	137,9	5,3	-10,7	-17,5	5,1	-13,3	7,7	75,0	74,8	11,4
mag. ³⁾	90,5	7,1	33,1	19,7	-5,2	11,6	-5,0	-13,1	54,1	-11,7

Fonte: BCE.

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

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

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

1. Aggregati monetari ²⁾ e loro contropartite

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro ³⁾		Attività nette sull'estero ⁴⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	Prestiti		12	
									10	11		
Consistenze												
2012	5.107,1	3.882,3	8.989,4	790,1	9.779,5	-	7.569,0	3.406,0	13.055,3	10.854,0	-	1.035,6
2013	5.390,0	3.812,4	9.202,4	625,2	9.827,6	-	7.303,4	3.402,2	12.694,5	10.542,0	-	1.162,3
2013 4° trim.	5.390,0	3.812,4	9.202,4	625,2	9.827,6	-	7.303,4	3.402,2	12.694,5	10.542,0	-	1.162,3
2014 1° trim.	5.488,3	3.791,7	9.280,0	602,4	9.882,4	-	7.348,4	3.452,9	12.660,6	10.534,5	-	1.263,2
2014 feb.	5.492,0	3.783,1	9.275,1	637,9	9.912,9	-	7.328,3	3.455,0	12.677,5	10.545,1	-	1.240,6
mar.	5.488,3	3.791,7	9.280,0	602,4	9.882,4	-	7.348,4	3.452,9	12.660,6	10.534,5	-	1.263,2
apr.	5.497,2	3.788,2	9.285,4	589,2	9.874,6	-	7.327,9	3.458,6	12.630,7	10.551,5	-	1.271,3
mag. ⁵⁾	5.530,7	3.799,9	9.330,6	593,0	9.923,6	-	7.322,4	3.466,2	12.611,8	10.494,8	-	1.305,4
Transazioni												
2012	307,4	78,1	385,5	-55,4	330,0	-	-116,4	184,9	-102,6	-70,8	-15,1	99,3
2013	291,1	-66,7	224,4	-123,8	100,6	-	-89,6	-25,2	-305,1	-245,7	-219,8	361,7
2013 4° trim.	48,7	-39,2	9,5	-20,1	-10,6	-	-17,8	-50,7	-152,6	-62,9	-57,1	155,2
2014 1° trim.	90,4	-23,9	66,5	-22,4	44,1	-	8,5	16,8	-29,3	-11,1	-8,3	79,9
2014 feb.	47,7	-9,7	38,0	-4,9	33,1	-	-10,7	-2,6	-9,8	6,4	8,5	36,7
mar.	-3,9	8,6	4,7	-35,5	-30,8	-	23,5	-11,1	-12,1	-4,3	-3,8	32,5
apr.	9,3	-3,2	6,1	-11,0	-4,9	-	-25,2	0,4	-28,2	21,9	23,2	11,2
mag. ⁵⁾	30,7	10,5	41,2	3,9	45,1	-	-12,2	1,4	-19,1	-53,8	-4,9	26,7
Variazioni percentuali												
2012	6,4	2,1	4,5	-6,5	3,5	3,5	-1,5	5,9	-0,8	-0,6	-0,1	99,3
2013	5,7	-1,7	2,5	-16,2	1,0	1,2	-1,2	-0,7	-2,3	-2,3	-2,0	361,7
2013 4° trim.	5,7	-1,7	2,5	-16,2	1,0	1,2	-1,2	-0,7	-2,3	-2,3	-2,0	361,7
2014 1° trim.	5,6	-2,3	2,2	-14,6	1,0	1,0	-1,0	-0,9	-2,5	-2,2	-2,0	375,7
2014 feb.	6,2	-2,6	2,4	-12,4	1,3	1,1	-1,3	0,1	-2,3	-2,2	-2,0	375,7
mar.	5,6	-2,3	2,2	-14,6	1,0	1,0	-1,0	-0,9	-2,5	-2,2	-2,0	375,7
apr.	5,2	-2,4	2,0	-15,3	0,7	0,9	-1,1	-0,9	-2,5	-1,8	-1,6	372,3
mag. ⁵⁾	5,0	-1,9	2,1	-13,4	1,0	.	-1,2	-1,4	-2,5	-2,0	-1,4	344,5

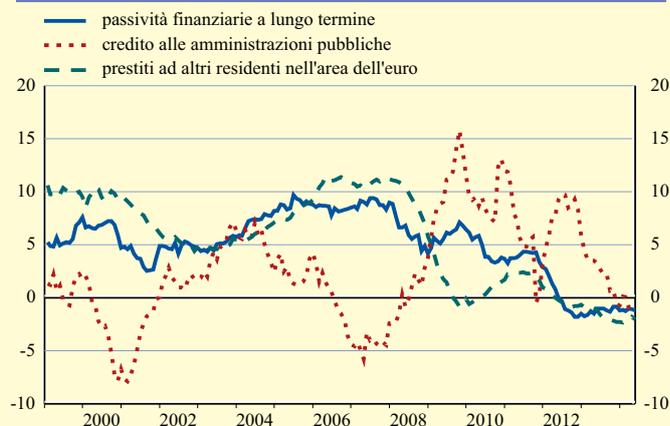
F1 Aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F2 Contropartite ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Gli aggregati monetari comprendono le passività monetarie delle IFM e delle amministrazioni centrali (Poste, Tesoro, ecc.) nei confronti dei residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM e dalle amministrazioni centrali. Per le definizioni di M1, M2 e M3 cfr. il Glossario.
- 3) Esclude le operazioni pronti contro termine con controparti centrali condotte da giugno 2012; i dati sono stati corretti per tener conto di tale effetto.
- 4) I valori nella sezione "variazioni percentuali" sono somme delle transazioni avvenute durante i 12 mesi terminanti nel periodo indicato.
- 5) Correzione dovuta alla cancellazione dei prestiti dai bilanci delle IFM a seguito di una loro cessione o cartolarizzazione.

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

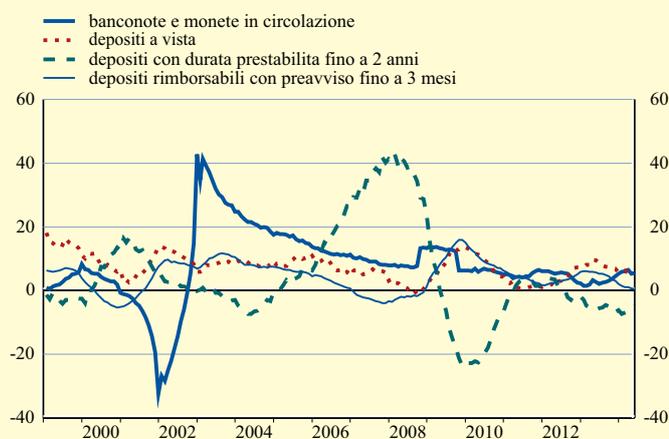
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine ²⁾	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2012	863,9	4.243,1	1.801,8	2.080,6	123,7	483,3	183,2	2.685,0	106,1	2.395,2	2.382,7
2013	909,6	4.480,4	1.690,8	2.121,6	118,8	417,9	88,5	2.510,7	91,7	2.372,8	2.328,2
2013 4° trim.	909,6	4.480,4	1.690,8	2.121,6	118,8	417,9	88,5	2.510,7	91,7	2.372,8	2.328,2
2014 1° trim.	926,3	4.561,9	1.667,4	2.124,3	116,8	402,0	83,6	2.472,6	91,2	2.358,7	2.425,9
2014 feb.	919,1	4.572,9	1.664,3	2.118,8	130,1	421,2	86,6	2.470,5	91,3	2.360,4	2.406,0
mar.	926,3	4.561,9	1.667,4	2.124,3	116,8	402,0	83,6	2.472,6	91,2	2.358,7	2.425,9
apr.	925,7	4.571,5	1.664,3	2.123,9	119,2	401,8	68,3	2.468,4	91,1	2.321,8	2.446,6
mag. ^(p)	928,5	4.602,2	1.672,9	2.127,0	120,5	395,2	77,3	2.480,6	91,1	2.310,6	2.440,1
Transazioni											
2012	20,2	287,2	-36,5	114,6	-17,0	-20,0	-18,4	-105,8	-10,2	-156,1	155,7
2013	45,6	245,5	-109,9	43,2	-11,9	-48,6	-63,3	-137,2	-14,3	-18,4	80,3
2013 4° trim.	15,9	32,9	-28,6	-10,6	9,6	-3,4	-26,3	17,2	-1,8	-18,2	-15,1
2014 1° trim.	16,1	74,3	-26,1	2,2	-2,1	-15,8	-4,6	-37,8	-0,5	-7,9	54,6
2014 feb.	5,3	42,4	-9,2	-0,5	5,6	-6,3	-4,3	-19,1	0,5	-3,5	11,4
mar.	7,2	-11,1	3,1	5,5	-13,3	-19,1	-3,2	2,8	-0,2	-1,8	22,7
apr.	-0,7	10,0	-3,0	-0,3	2,4	-0,2	-13,2	-4,8	-0,1	-36,7	16,5
mag. ^(p)	2,8	27,9	7,5	3,0	1,1	-6,5	9,3	5,1	0,0	-12,3	-5,0
Variazioni percentuali											
2012	2,4	7,2	-2,0	5,8	-11,8	-3,9	-9,6	-3,8	-8,8	-6,1	6,9
2013	5,3	5,8	-6,1	2,1	-9,5	-10,4	-37,4	-5,1	-13,5	-0,8	3,4
2013 4° trim.	5,3	5,8	-6,1	2,1	-9,5	-10,4	-37,4	-5,1	-13,5	-0,8	3,4
2014 1° trim.	6,5	5,4	-6,4	1,1	-9,9	-12,0	-28,4	-4,6	-9,6	-1,7	4,0
2014 feb.	6,2	6,2	-7,0	1,1	-2,5	-9,2	-31,8	-5,8	-10,7	-0,7	3,6
mar.	6,5	5,4	-6,4	1,1	-9,9	-12,0	-28,4	-4,6	-9,6	-1,7	4,0
apr.	5,3	5,2	-6,0	0,7	-7,9	-10,8	-39,1	-4,1	-8,3	-2,7	4,3
mag. ^(p)	5,5	4,9	-4,7	0,5	-7,1	-11,2	-27,9	-3,2	-6,7	-3,5	3,6

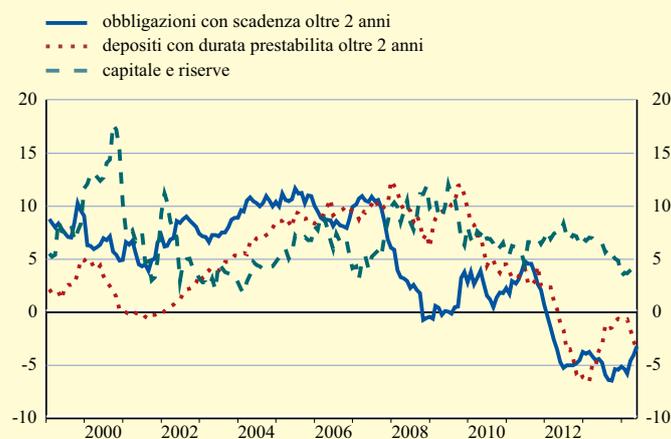
F3 Componenti degli aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

2) Esclude le operazioni pronti contro termine con controparti centrali condotte da giugno 2012; i dati sono stati corretti per tener conto di tale effetto.

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

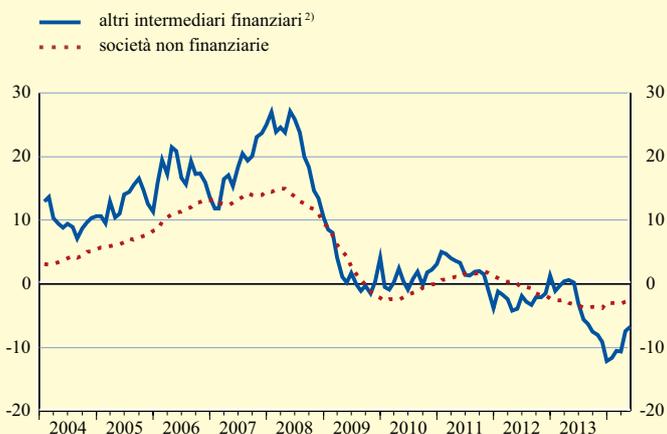
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

3. Prestiti in contropartita di M3

	Società di assicurazione e fondi pensione		Società non finanziarie				Famiglie ³⁾					
	Totale	Altri intermediari finanziari ²⁾	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti		
											Prestiti corretti per cessioni e cartolarizzazioni ⁴⁾	Prestiti corretti per cessioni e cartolarizzazioni ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2012	89,0	977,0	4.546,5	-	1.129,8	795,7	2.621,1	5.241,4	-	601,8	3.823,5	816,1
2013	98,3	866,8	4.356,1	-	1.067,9	740,5	2.547,8	5.220,7	-	573,3	3.851,6	795,7
2013 4° trim.	98,3	866,8	4.356,1	-	1.067,9	740,5	2.547,8	5.220,7	-	573,3	3.851,6	795,7
2014 1° trim.	101,1	861,6	4.339,7	-	1.058,7	734,7	2.546,3	5.232,1	-	572,6	3.867,1	792,4
2014 feb.	102,5	863,2	4.348,3	-	1.048,0	741,7	2.558,5	5.231,2	-	571,9	3.865,5	793,8
mar.	101,1	861,6	4.339,7	-	1.058,7	734,7	2.546,3	5.232,1	-	572,6	3.867,1	792,4
apr.	100,0	885,7	4.329,6	-	1.047,4	739,0	2.543,1	5.236,3	-	571,1	3.871,8	793,4
mag. ^(p)	95,8	887,8	4.319,3	-	1.038,3	739,8	2.541,1	5.191,9	-	568,2	3.833,1	790,6
Transactions												
2012	-2,0	12,9	-107,3	-60,1	6,5	-51,4	-62,4	25,6	34,3	-17,7	48,5	-5,1
2013	9,6	-119,2	-132,7	-127,5	-44,2	-44,9	-43,7	-3,4	14,1	-18,0	27,8	-13,1
2013 4° trim.	3,0	-33,2	-25,2	-26,8	-8,5	-17,7	1,1	-7,5	-0,6	-6,3	7,0	-8,2
2014 1° trim.	2,8	6,9	-28,5	-27,4	-7,1	-6,6	-14,8	7,7	9,1	0,4	10,2	-3,0
2014 feb.	2,6	11,0	-13,2	-12,8	-10,4	2,2	-5,1	5,9	7,7	-0,4	7,3	-1,0
mar.	-1,4	-1,5	-4,0	-3,4	12,0	-5,9	-10,1	2,6	2,3	1,4	1,6	-0,4
apr.	-1,2	24,3	-6,3	-3,4	-10,7	7,0	-2,7	5,1	3,0	-1,1	4,9	1,3
mag. ^(p)	-4,2	0,8	-7,6	-4,5	-8,7	-1,0	2,1	-42,8	2,8	-2,2	-39,0	-1,6
Growth rates												
2012	-2,2	1,3	-2,3	-1,3	0,6	-6,0	-2,3	0,5	0,7	-2,9	1,3	-0,6
2013	10,8	-12,2	-2,9	-2,8	-3,9	-5,7	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2013 4° trim.	10,8	-12,2	-2,9	-2,8	-3,9	-5,7	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014 1° trim.	9,0	-10,6	-3,1	-3,1	-4,9	-5,0	-1,7	-0,1	0,4	-1,9	0,6	-1,9
2014 feb.	11,0	-10,5	-3,0	-3,2	-5,7	-4,8	-1,3	-0,1	0,4	-2,6	0,6	-1,8
mar.	9,0	-10,6	-3,1	-3,1	-4,9	-5,0	-1,7	-0,1	0,4	-1,9	0,6	-1,9
apr.	5,4	-7,4	-2,8	-2,8	-5,1	-3,6	-1,5	0,0	0,4	-2,1	0,7	-1,7
mag. ^(p)	2,8	-6,7	-2,6	-2,5	-4,9	-3,8	-1,2	-0,7	0,5	-2,2	-0,3	-1,7

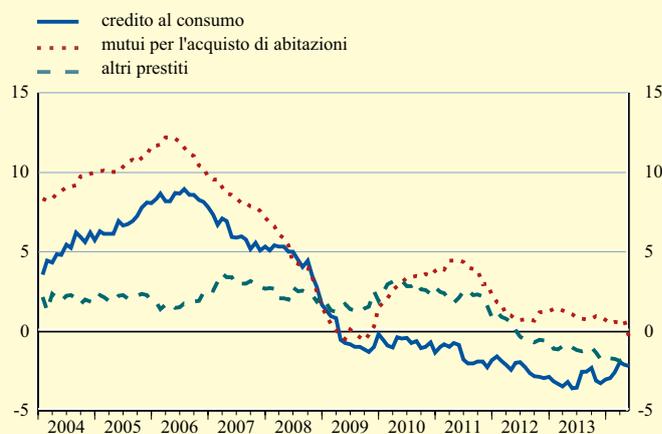
F5 Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



F6 Prestiti alle famiglie ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

2) Esclude le operazioni pronti contro termine con controparti centrali condotte da giugno 2010; i dati sono stati corretti per tener conto di tale effetto.

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

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

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

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

1. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione				Altri intermediari finanziari					Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	Pronti contro termine con controparti centrali 6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2013	90,0	72,6	4,1	13,3	986,2	122,9	439,4	223,7	323,0	4.345,0	1.059,7	739,4	2.545,9
2013 4° trim.	90,0	72,6	4,1	13,3	986,2	122,9	439,4	223,7	323,0	4.345,0	1.059,7	739,4	2.545,9
2014 1° trim.	99,4	82,0	4,0	13,4	980,3	117,8	440,3	221,2	318,8	4.338,9	1.061,0	734,0	2.544,0
2014 mar.	99,4	82,0	4,0	13,4	980,3	117,8	440,3	221,2	318,8	4.338,9	1.061,0	734,0	2.544,0
apr.	99,4	82,5	4,1	12,8	995,8	104,8	437,0	227,2	331,5	4.329,1	1.051,6	737,6	2.539,8
mag. ^(p)	97,2	80,2	4,1	12,9	988,4	96,2	431,0	231,5	325,9	4.321,0	1.041,7	741,7	2.537,7
Transazioni													
2013	8,8	8,8	-0,3	0,3	-74,4	44,8	-54,8	3,9	-23,5	-133,2	-44,0	-44,9	-44,3
2013 4° trim.	-8,4	-9,4	0,6	0,4	-47,8	-2,9	-52,3	9,3	-4,8	-35,8	-14,0	-20,3	-1,5
2014 1° trim.	9,3	9,4	-0,1	0,1	6,3	-5,2	4,6	-3,7	5,4	-18,0	3,5	-6,2	-15,3
2014 mar.	-1,0	-1,0	0,1	-0,1	8,5	3,1	9,1	0,3	-0,9	-3,9	12,2	-4,5	-11,6
apr.	0,0	0,5	0,1	-0,6	15,7	-13,0	-3,2	6,1	12,8	-6,1	-8,8	6,4	-3,6
mag. ^(p)	-2,2	-2,2	-0,1	0,1	-8,7	-8,6	-6,5	3,7	-5,9	-5,4	-9,5	2,2	1,9
Variazioni percentuali													
2013	10,7	13,7	-7,0	2,2	-6,6	24,4	-10,3	1,9	-6,7	-3,0	-4,0	-5,7	-1,7
2013 4° trim.	10,7	13,7	-7,0	2,2	-6,6	24,4	-10,3	1,9	-6,7	-3,0	-4,0	-5,7	-1,7
2014 1° trim.	8,9	9,1	3,9	9,7	-8,6	0,0	-13,8	2,3	-7,2	-3,1	-4,9	-5,0	-1,7
2014 mar.	8,9	9,1	3,9	9,7	-8,6	0,0	-13,8	2,3	-7,2	-3,1	-4,9	-5,0	-1,7
apr.	5,2	5,4	1,4	5,5	-6,8	-10,0	-14,2	4,4	-2,0	-2,8	-5,1	-3,7	-1,5
mag. ^(p)	2,7	2,0	5,9	6,0	-7,6	-19,9	-15,9	6,8	-3,4	-2,6	-4,9	-3,8	-1,2

2. Prestiti alle famiglie ³⁾

	Totale		Credito al consumo			Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti				
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Imprese individuali 11	12	13	14	
Consistenze														
2013	5.230,1	575,8	128,6	169,5	277,7	3.857,8	12,7	55,4	3.789,7	796,5	408,6	136,5	76,4	583,6
2013 4° trim.	5.230,1	575,8	128,6	169,5	277,7	3.857,8	12,7	55,4	3.789,7	796,5	408,6	136,5	76,4	583,6
2014 1° trim.	5.223,4	570,1	126,9	166,2	277,0	3.863,1	13,1	54,7	3.795,3	790,1	401,0	135,1	75,8	579,2
2014 mar.	5.223,4	570,1	126,9	166,2	277,0	3.863,1	13,1	54,7	3.795,3	790,1	401,0	135,1	75,8	579,2
apr.	5.226,7	569,9	126,4	165,3	278,2	3.866,3	13,1	54,7	3.798,4	790,5	399,4	134,7	76,0	579,8
mag. ^(p)	5.183,4	567,5	125,0	164,7	277,8	3.826,5	13,1	54,4	3.759,0	789,4	398,4	133,2	76,1	580,1
Transazioni														
2013	-3,8	-18,1	-4,0	-6,8	-7,3	27,5	-1,4	-1,5	30,4	-13,3	-10,7	-3,5	-3,7	-6,1
2013 4° trim.	0,0	-4,7	-0,5	-1,4	-2,8	11,6	0,1	-0,4	11,8	-6,9	-3,1	-0,4	-1,1	-5,3
2014 1° trim.	-10,4	-4,5	-1,5	-1,6	-1,3	0,0	0,2	-1,0	0,8	-6,0	-2,1	-1,2	-0,5	-4,2
2014 mar.	3,8	2,8	2,5	0,0	0,3	2,4	0,3	-0,4	2,5	-1,5	-0,5	1,4	-0,3	-2,6
apr.	4,2	0,2	-0,4	0,6	0,1	3,3	0,0	0,0	3,3	0,7	-0,8	-0,3	0,2	0,9
mag. ^(p)	-41,7	-1,7	-1,3	-0,6	0,2	-40,0	-0,1	-0,5	-39,5	0,0	-0,5	-1,2	0,2	1,1
Variazioni percentuali														
2013	-0,1	-3,0	-2,9	-3,9	-2,5	0,7	-9,9	-2,6	0,8	-1,6	-2,6	-2,5	-4,6	-1,0
2013 4° trim.	-0,1	-3,0	-2,9	-3,9	-2,5	0,7	-9,9	-2,6	0,8	-1,6	-2,6	-2,5	-4,6	-1,0
2014 1° trim.	-0,1	-1,9	-0,4	-2,8	-2,1	0,6	-4,6	-2,8	0,6	-1,9	-2,1	-2,8	-2,9	-1,5
2014 mar.	-0,1	-1,9	-0,4	-2,8	-2,1	0,6	-4,6	-2,8	0,6	-1,9	-2,1	-2,8	-2,9	-1,5
apr.	0,0	-2,1	-1,1	-2,7	-2,1	0,7	-5,0	-2,9	0,7	-1,7	-2,0	-2,6	-2,5	-1,4
mag. ^(p)	-0,7	-2,2	-1,5	-3,1	-1,9	-0,3	-5,6	-3,5	-0,2	-1,7	-2,1	-1,9	-2,5	-1,5

Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2012	1.153,4	341,8	221,6	565,9	24,1	2.868,2	1.906,7	961,5	60,7	900,7
2013	1.082,4	279,6	213,8	560,7	28,3	2.726,4	1.788,5	937,9	56,5	881,4
2013 2° trim.	1.101,8	290,3	218,1	565,3	28,0	2.877,8	1.893,7	984,1	58,0	926,1
3° trim.	1.090,4	285,1	213,8	560,0	31,6	2.767,3	1.807,6	959,7	59,3	900,5
4° trim.	1.082,4	279,6	213,8	560,7	28,3	2.726,4	1.788,5	937,9	56,5	881,4
2014 1° trim. ^(p)	1.092,9	289,2	213,5	562,0	28,2	2.864,7	1.904,5	960,1	58,4	901,7
Transazioni										
2012	-3,6	-4,1	-4,9	2,9	2,4	-128,3	-100,8	-27,5	-1,0	-26,5
2013	-72,1	-61,7	-7,9	-6,7	4,2	-72,3	-75,5	3,2	-2,1	5,3
2013 2° trim.	-22,1	-21,8	1,1	-3,5	2,0	18,6	25,2	-6,6	-1,3	-5,2
3° trim.	-12,4	-5,1	-4,5	-6,4	3,5	-91,4	-77,3	-14,0	2,4	-16,4
4° trim.	-8,0	-5,4	0,0	0,7	-3,3	-10,4	3,5	-13,9	-2,2	-11,8
2014 1° trim. ^(p)	9,1	8,5	-0,3	1,0	-0,1	134,9	113,2	21,6	2,1	19,5
Variazioni percentuali										
2012	-0,3	-1,2	-2,2	0,5	11,2	-4,2	-4,9	-2,8	-1,8	-2,8
2013	-6,2	-18,1	-3,5	-1,2	17,2	-2,6	-4,0	0,3	-3,6	0,5
2013 2° trim.	-5,9	-14,4	-9,5	-0,1	11,6	-4,1	-5,7	-0,9	3,2	-1,1
3° trim.	-6,3	-16,3	-7,7	-1,0	20,1	-5,5	-6,9	-2,8	3,3	-3,2
4° trim.	-6,2	-18,1	-3,5	-1,2	17,2	-2,6	-4,0	0,3	-3,6	0,5
2014 1° trim. ^(p)	-3,0	-7,6	-1,7	-1,4	8,5	1,8	3,5	-1,3	1,8	-1,5

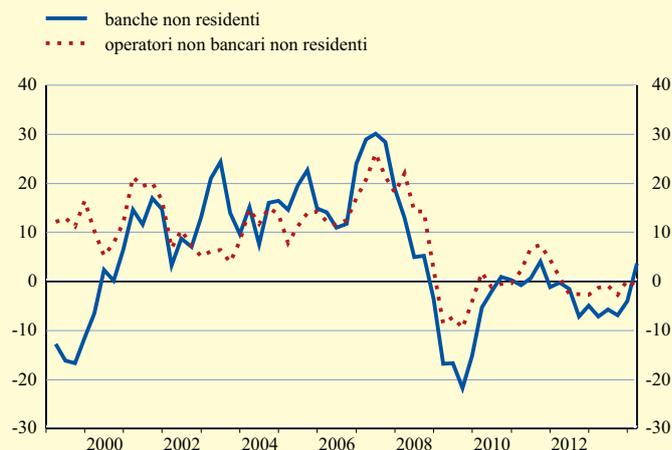
F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

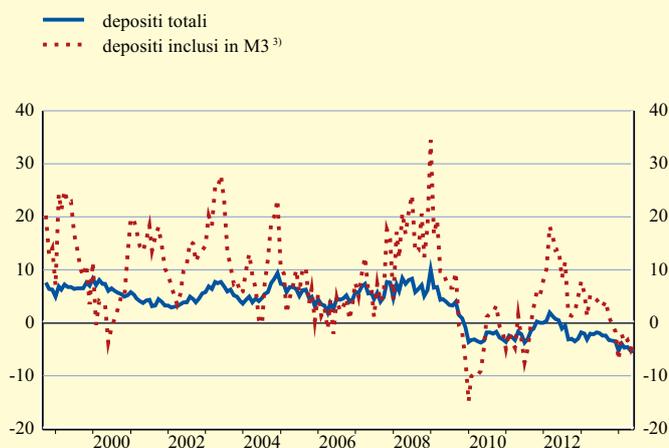
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Depositi degli intermediari finanziari

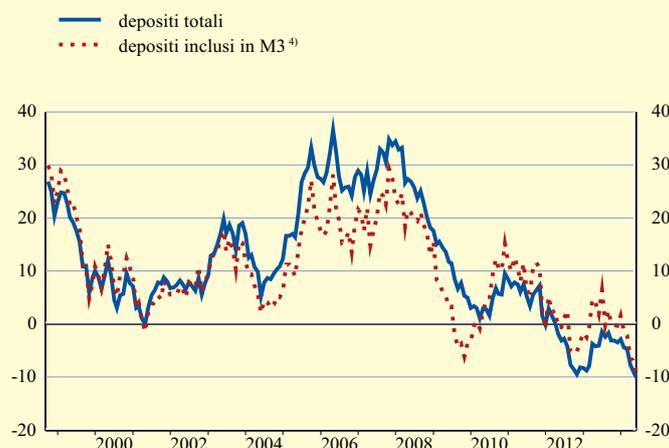
	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari							
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		con controparti centrali
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Consistenze															
2012	691,4	106,5	81,4	484,4	6,4	0,2	12,5	2.020,0	410,1	236,6	1.021,0	13,6	0,3	338,6	260,8
2013	653,5	96,0	76,5	462,8	7,0	0,1	11,0	1.861,6	424,0	221,5	943,0	16,4	0,5	256,1	184,2
2013 4° trim.	653,5	96,0	76,5	462,8	7,0	0,1	11,0	1.861,6	424,0	221,5	943,0	16,4	0,5	256,1	184,2
2014 1° trim.	665,6	111,4	78,0	456,0	8,0	0,1	12,0	1.843,2	439,6	215,3	915,3	18,5	0,5	254,0	177,1
2014 feb.	666,6	111,4	77,1	458,7	8,3	0,1	11,0	1.858,1	438,6	216,9	921,9	17,7	0,5	262,6	178,6
mar.	665,6	111,4	78,0	456,0	8,0	0,1	12,0	1.843,2	439,6	215,3	915,3	18,5	0,5	254,0	177,1
apr.	665,0	113,5	77,8	452,8	8,0	0,1	12,7	1.802,6	434,6	220,1	888,3	17,7	0,5	241,3	162,8
mag. ^(p)	658,7	110,5	77,2	451,1	8,0	0,1	11,8	1.781,4	437,0	220,4	878,0	16,7	0,3	228,8	147,2
Transazioni															
2012	-12,5	15,2	2,6	-27,6	2,0	0,0	-4,7	-181,2	23,4	-49,5	-166,0	-2,0	-0,3	13,2	9,4
2013	-36,0	-9,2	-5,3	-21,9	1,3	-0,1	-0,8	-54,2	14,8	-14,7	-76,2	3,0	0,3	18,6	32,6
2013 4° trim.	-15,8	-10,3	1,9	-7,7	-1,1	0,0	1,5	-81,0	-17,6	-13,3	-25,3	-0,5	0,2	-24,5	-15,0
2014 1° trim.	11,4	15,0	1,2	-6,8	0,9	0,0	1,0	-12,7	14,9	-6,5	-21,0	2,0	-0,1	-2,1	-7,1
2014 feb.	-10,7	-7,4	-0,2	-2,7	0,1	0,0	-0,4	7,3	2,4	-1,4	-7,4	-2,0	0,0	15,8	12,4
mar.	-1,1	0,0	0,9	-2,7	-0,3	0,0	1,0	-15,0	1,0	-1,6	-6,6	0,8	0,0	-8,6	-1,5
apr.	-0,2	2,2	-0,1	-2,9	0,0	0,0	0,7	-40,0	-4,9	5,1	-26,8	-0,7	0,1	-12,8	-14,3
mag. ^(p)	-6,4	-3,1	-0,7	-1,7	0,1	0,0	-0,9	-23,4	1,0	-0,1	-11,2	-0,5	-0,2	-12,5	-15,6
Variazioni percentuali															
2012	-1,8	16,5	3,4	-5,4	50,8	-	-32,1	-8,2	6,0	-17,4	-14,0	-14,0	-	2,9	2,5
2013	-5,2	-8,8	-6,5	-4,5	18,7	-	-7,3	-2,9	3,6	-6,2	-7,5	21,8	-	2,7	10,5
2013 4° trim.	-5,2	-8,8	-6,5	-4,5	18,7	-	-7,3	-2,9	3,6	-6,2	-7,5	21,8	-	2,7	10,5
2014 1° trim.	-4,5	-1,9	-7,1	-5,1	9,3	-	4,8	-7,7	0,1	-9,3	-9,1	23,5	-	-14,3	-12,8
2014 feb.	-4,6	-2,3	-6,9	-4,9	24,6	-	-12,7	-4,6	2,1	-7,9	-7,3	21,7	-	-5,3	-4,7
mar.	-4,5	-1,9	-7,1	-5,1	9,3	-	4,8	-7,7	0,1	-9,3	-9,1	23,5	-	-14,3	-12,8
apr.	-5,3	-4,1	-7,2	-5,3	5,2	-	-6,5	-8,8	-2,3	-4,6	-10,8	13,0	-	-16,3	-16,8
mag. ^(p)	-5,3	-1,2	-7,5	-6,2	4,4	-	1,9	-10,1	-1,4	-4,8	-11,2	12,6	-	-23,4	-27,8

F9 Depositi da imprese di assicurazione e fondi pensione ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)


F10 Depositi da altri intermediari finanziari ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie ³⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze														
2012	1.761,8	1.148,8	408,3	106,5	85,4	2,0	10,9	6.118,9	2.346,2	979,1	747,8	1.937,3	98,0	10,4
2013	1.873,5	1.236,4	404,3	122,9	91,7	1,8	16,5	6.263,3	2.521,5	877,4	806,7	1.969,3	83,9	4,5
2013 4° trim.	1.873,5	1.236,4	404,3	122,9	91,7	1,8	16,5	6.263,3	2.521,5	877,4	806,7	1.969,3	83,9	4,5
2014 1° trim.	1.852,6	1.214,8	400,2	126,4	95,8	1,8	13,6	6.287,3	2.538,5	869,7	813,7	1.976,0	83,7	5,7
2014 feb.	1.832,1	1.189,5	404,0	125,4	95,1	1,8	16,3	6.282,3	2.532,1	873,1	814,3	1.973,4	83,8	5,8
mar.	1.852,6	1.214,8	400,2	126,4	95,8	1,8	13,6	6.287,3	2.538,5	869,7	813,7	1.976,0	83,7	5,7
apr.	1.854,1	1.213,4	399,3	126,5	96,4	1,8	16,8	6.300,1	2.562,4	863,2	811,2	1.974,3	83,5	5,5
mag. ^(p)	1.875,4	1.238,4	393,5	126,5	98,3	1,9	16,8	6.322,5	2.589,2	860,4	809,4	1.975,1	83,3	5,0
Transazioni														
2012	82,2	99,6	-35,5	12,9	9,5	0,0	-4,3	224,6	90,1	33,7	21,8	100,7	-9,6	-12,3
2013	119,5	92,4	-3,8	17,8	7,5	-0,1	5,7	148,3	176,8	-100,1	59,5	32,2	-14,1	-5,9
2013 4° trim.	83,9	63,8	12,1	4,0	-3,0	0,1	6,8	61,5	61,9	-25,5	23,7	4,2	-1,0	-1,8
2014 1° trim.	-25,4	-25,2	-4,8	3,3	4,1	0,1	-2,9	20,9	14,9	-8,4	6,8	6,4	-0,2	1,3
2014 feb.	4,4	-1,2	2,6	1,5	1,1	0,1	0,3	12,9	11,0	-0,5	2,5	-1,0	0,2	0,7
mar.	20,5	25,2	-3,8	1,0	0,7	0,0	-2,6	4,9	6,3	-3,4	-0,5	2,7	-0,1	0,0
apr.	1,5	-1,2	-1,2	0,1	0,6	0,0	3,2	12,7	23,9	-6,4	-2,6	-1,7	-0,3	-0,3
mag. ^(p)	16,4	22,5	-6,2	0,0	0,2	0,1	-0,1	25,0	28,0	-3,0	-1,8	2,5	-0,2	-0,5
Variazioni percentuali														
2012	4,9	9,5	-8,0	13,4	13,0	-1,4	-26,5	3,8	4,0	3,6	3,0	5,5	-8,9	-54,2
2013	6,8	8,1	-0,9	16,8	8,7	-3,7	52,4	2,4	7,5	-10,2	8,0	1,7	-14,4	-57,0
2013 4° trim.	6,8	8,1	-0,9	16,8	8,7	-3,7	52,4	2,4	7,5	-10,2	8,0	1,7	-14,4	-57,0
2014 1° trim.	6,3	8,4	-2,5	15,4	5,6	16,7	23,4	2,0	6,8	-9,9	7,5	0,6	-10,1	-30,8
2014 feb.	6,8	8,4	-0,1	15,6	6,4	6,0	18,0	2,1	7,4	-10,6	8,3	0,7	-11,1	-33,6
mar.	6,3	8,4	-2,5	15,4	5,6	16,7	23,4	2,0	6,8	-9,9	7,5	0,6	-10,1	-30,8
apr.	6,1	7,7	-1,7	14,1	5,5	26,4	51,2	2,0	6,9	-9,4	6,6	0,3	-8,8	-21,9
mag. ^(p)	6,5	8,1	-0,3	11,5	5,3	20,7	27,7	2,2	7,5	-8,8	5,5	0,3	-6,9	-26,1

F11 Depositi da società non finanziarie ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

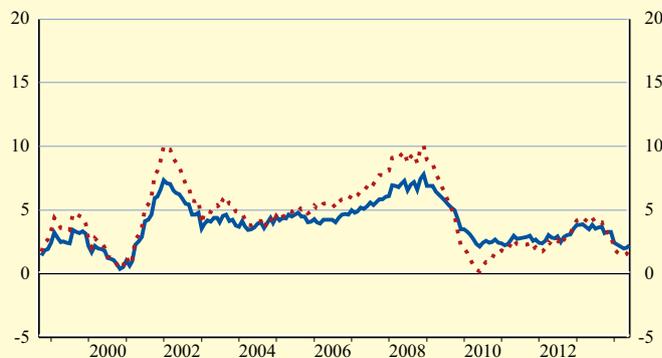
— depositi totali
 depositi inclusi in M3 ⁴⁾



F12 Depositi da famiglie ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

— depositi totali
 depositi inclusi in M3 ⁵⁾



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

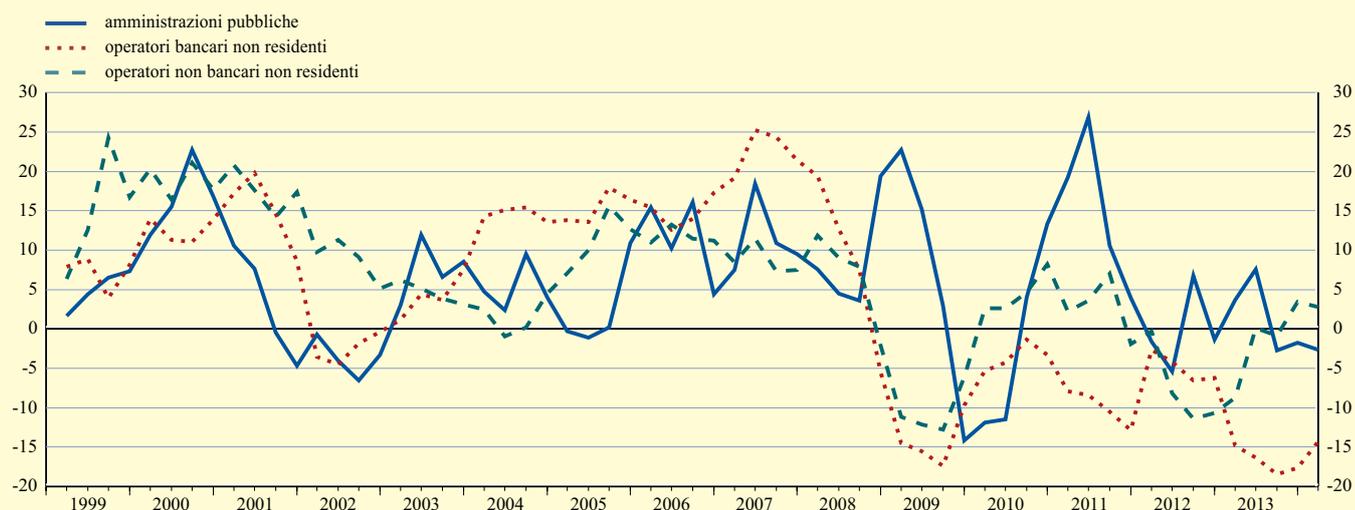
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2012	447,9	169,6	62,8	111,7	103,8	2.895,4	2.016,8	878,6	39,8	838,7
2013	441,0	152,5	64,1	109,2	115,3	2.519,8	1.626,0	893,8	29,8	864,0
2013 2° trim.	546,0	235,6	70,9	115,4	124,2	2.806,4	1.873,5	933,0	35,4	897,6
3° trim.	495,5	190,9	70,7	113,6	120,2	2.666,1	1.737,5	928,6	43,0	885,6
4° trim.	441,0	152,5	64,1	109,2	115,3	2.519,8	1.626,0	893,8	29,8	864,0
2014 1° trim. ^(p)	488,0	181,1	73,1	110,7	123,3	2.594,9	1.667,7	927,2	33,8	893,4
Transazioni										
2012	-7,9	-22,6	-0,3	-0,4	15,5	-240,2	-135,6	-104,6	-5,1	-99,5
2013	-8,0	-17,9	1,1	-2,6	11,3	-324,7	-355,1	30,4	-8,8	39,2
2013 2° trim.	46,7	27,7	3,8	3,6	11,7	-68,9	-99,2	30,3	-1,8	32,1
3° trim.	-49,8	-44,7	-0,1	-1,7	-3,3	-128,8	-127,6	-1,2	7,9	-9,1
4° trim.	-55,2	-39,1	-6,6	-4,5	-5,0	-124,7	-95,8	-29,0	-13,0	-16,0
2014 1° trim. ^(p)	45,5	28,5	9,0	1,3	6,7	63,3	38,1	25,2	3,9	21,2
Variazioni percentuali										
2012	-1,4	-11,7	10,3	-0,4	18,2	-7,5	-6,2	-10,7	-11,9	-10,6
2013	-1,8	-10,5	1,8	-2,3	10,8	-11,3	-17,7	3,4	-22,7	4,6
2013 2° trim.	7,6	23,9	-28,2	2,9	16,5	-11,6	-16,3	0,1	-14,4	0,8
3° trim.	-2,8	-5,4	-24,1	2,1	16,3	-13,1	-18,4	-0,9	2,0	-1,0
4° trim.	-1,8	-10,5	1,8	-2,3	10,8	-11,3	-17,7	3,4	-22,7	4,6
2014 1° trim. ^(p)	-2,6	-13,5	9,0	-1,2	9,0	-9,0	-14,4	2,8	-7,8	3,2

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

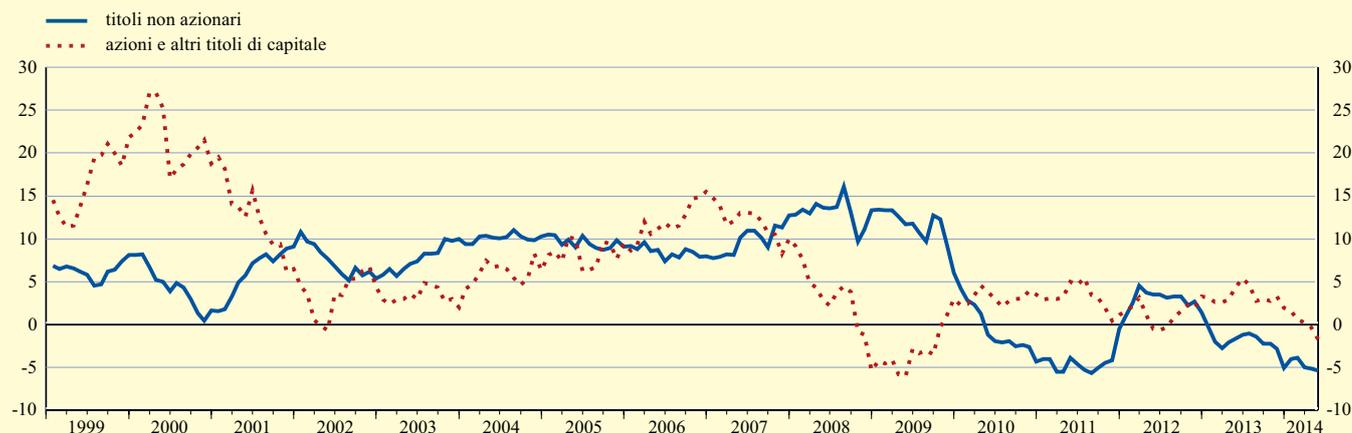
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ^{1), 2)}

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2012	5.774,4	1.748,4	102,9	1.594,2	32,8	1.399,6	23,6	872,8	1.528,5	475,7	752,1	300,7
2013	5.469,9	1.540,0	102,7	1.674,0	20,3	1.305,7	28,7	798,4	1.561,5	457,3	775,4	328,8
2013 4° trim.	5.469,9	1.540,0	102,7	1.674,0	20,3	1.305,7	28,7	798,4	1.561,5	457,3	775,4	328,8
2014 1° trim.	5.501,5	1.503,8	113,7	1.755,3	19,2	1.276,5	29,4	803,6	1.560,3	462,7	786,6	311,1
2014 feb.	5.563,1	1.552,7	113,2	1.749,7	19,1	1.288,4	29,0	811,0	1.546,3	463,1	774,7	308,5
mar.	5.501,5	1.503,8	113,7	1.755,3	19,2	1.276,5	29,4	803,6	1.560,3	462,7	786,6	311,1
apr.	5.489,2	1.506,1	111,5	1.772,0	18,6	1.241,9	28,7	810,2	1.577,6	460,1	807,8	309,7
mag. ^(p)	5.532,3	1.481,2	113,2	1.788,0	18,9	1.282,9	31,4	816,6	1.571,2	459,3	797,0	315,0
Transazioni												
2012	82,5	-17,8	15,9	191,7	10,5	-67,5	-3,9	-46,3	49,8	6,6	37,9	5,3
2013	-290,2	-220,7	-0,3	65,4	-11,3	-94,3	5,9	-35,0	29,7	-12,2	13,3	28,6
2013 4° trim.	-184,2	-62,8	1,6	-51,0	-9,0	-61,1	0,1	-2,1	1,9	2,3	-5,2	4,9
2014 1° trim.	10,5	-38,2	10,4	58,0	-1,4	-20,7	0,5	1,9	-4,2	-0,6	12,6	-16,2
2014 feb.	7,9	-5,7	5,7	11,9	-0,6	-8,7	-0,6	5,8	-26,8	-3,1	-5,7	-18,0
mar.	-68,5	-49,3	0,7	-0,8	0,1	-12,5	0,4	-7,1	14,5	0,4	10,9	3,1
apr.	-18,3	2,0	-2,3	12,5	-0,6	-36,0	-0,7	6,8	15,8	-2,2	19,6	-1,6
mag. ^(p)	26,8	-26,1	0,0	11,8	-0,1	40,2	2,1	-1,0	-8,7	-0,4	-12,5	4,2
Variazioni percentuali												
2012	1,5	-1,0	18,1	14,1	47,7	-4,6	-14,2	-4,9	3,3	1,3	5,2	1,8
2013	-5,0	-12,5	-0,4	4,1	-35,2	-6,7	25,2	-4,1	1,9	-2,6	1,8	9,6
2013 4° trim.	-5,0	-12,5	-0,4	4,1	-35,2	-6,7	25,2	-4,1	1,9	-2,6	1,8	9,6
2014 1° trim.	-5,0	-11,7	-6,4	2,6	-36,8	-7,0	11,0	-2,4	0,2	-0,6	1,0	-0,3
2014 feb.	-3,9	-10,5	-7,2	4,6	-38,5	-6,2	20,3	-1,6	0,6	-1,2	0,9	2,5
mar.	-5,0	-11,7	-6,4	2,6	-36,8	-7,0	11,0	-2,4	0,2	-0,6	1,0	-0,3
apr.	-5,2	-11,3	-6,1	3,4	-38,0	-10,0	1,8	-0,7	-0,3	-0,4	0,0	-1,0
mag. ^(p)	-5,4	-11,9	-5,3	0,9	-37,8	-7,5	10,8	-1,3	-1,7	-3,7	-0,8	-1,0

FI4 Disponibilità in titoli delle IFM ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

2.7 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM ^{1), 2)}
(percentuali sul totale; consistenze in miliardi di euro; dati di fine periodo)

1. Prestiti, titoli diversi da azioni e depositi

	IFM ³⁾							Non IFM						
	Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Prestiti a														
<i>Residenti nell'area dell'euro</i>														
2012	5.790,4	-	-	-	-	-	12.196,7	96,4	3,6	1,7	0,2	0,9	0,5	
2013	5.249,7	-	-	-	-	-	11.733,7	96,8	3,2	1,7	0,1	0,9	0,4	
2013 4° trim.	5.249,7	-	-	-	-	-	11.733,7	96,8	3,2	1,7	0,1	0,9	0,4	
2014 1° trim. ^(p)	5.208,9	-	-	-	-	-	11.735,0	96,8	3,2	1,7	0,1	0,9	0,3	
<i>Non residenti nell'area dell'euro</i>														
2012	1.906,7	47,3	52,7	31,9	1,9	3,5	10,1	961,5	40,1	59,9	38,2	2,0	2,9	9,9
2013	1.788,5	41,0	59,0	38,7	1,8	3,4	9,5	937,9	40,2	59,8	38,1	3,0	2,7	9,3
2013 4° trim.	1.788,5	41,0	59,0	38,7	1,8	3,4	9,5	937,9	40,2	59,8	38,1	3,0	2,7	9,3
2014 1° trim. ^(p)	1.904,5	39,1	60,9	39,0	2,6	3,6	10,1	960,1	40,5	59,5	37,9	2,7	2,6	9,4
Titoli non azionari														
<i>Emessi da residenti nell'area dell'euro</i>														
2012	1.851,3	94,4	5,6	2,7	0,1	0,4	2,0	3.050,3	98,1	1,9	1,2	0,1	0,1	0,4
2013	1.642,7	93,7	6,3	2,6	0,1	0,3	2,8	3.028,7	98,4	1,6	0,8	0,2	0,1	0,5
2013 4° trim.	1.642,7	93,7	6,3	2,6	0,1	0,3	2,8	3.028,7	98,4	1,6	0,8	0,2	0,1	0,5
2014 1° trim. ^(p)	1.617,6	93,0	7,0	2,9	0,1	0,2	3,3	3.080,4	98,4	1,6	0,8	0,1	0,1	0,5
<i>Emessi da non residenti nell'area dell'euro</i>														
2012	434,0	54,9	45,1	19,8	0,3	0,3	19,1	438,8	34,1	65,9	39,1	5,4	0,9	11,8
2013	421,5	52,4	47,6	20,2	0,2	0,6	20,0	376,9	38,2	61,8	37,5	4,1	1,0	10,7
2013 4° trim.	421,5	52,4	47,6	20,2	0,2	0,6	20,0	376,9	38,2	61,8	37,5	4,1	1,0	10,7
2014 1° trim. ^(p)	423,4	52,9	47,1	20,0	0,2	0,4	19,8	380,2	37,4	62,6	37,6	5,0	0,7	10,3
Depositi di														
<i>Residenti nell'area dell'euro</i>														
2012	6.155,3	93,8	6,2	3,9	0,2	1,1	0,6	11.040,0	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2013	5.554,0	93,4	6,6	4,2	0,2	1,0	0,7	11.092,8	96,8	3,2	2,2	0,1	0,1	0,4
2013 4° trim.	5.554,0	93,4	6,6	4,2	0,2	1,0	0,7	11.092,8	96,8	3,2	2,2	0,1	0,1	0,4
2014 1° trim. ^(p)	5.517,9	93,0	7,0	4,5	0,2	1,1	0,7	11.136,7	96,8	3,2	2,2	0,1	0,1	0,4
<i>Non residenti nell'area dell'euro</i>														
2012	2.016,8	58,3	41,7	27,7	1,6	1,0	7,3	878,6	52,4	47,6	31,3	1,9	1,1	6,3
2013	1.626,0	51,3	48,7	33,1	1,7	1,5	7,8	893,8	53,9	46,1	29,7	2,1	1,2	6,4
2013 4° trim.	1.626,0	51,3	48,7	33,1	1,7	1,5	7,8	893,8	53,9	46,1	29,7	2,1	1,2	6,4
2014 1° trim. ^(p)	1.667,7	51,5	48,5	33,8	1,6	1,5	7,2	927,2	53,8	46,2	30,0	2,2	1,0	6,6

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

	Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2012	5.068,0	81,8	18,2	9,6	1,6	1,9	2,5
2013	4.582,7	81,0	19,0	10,7	1,3	1,8	2,7
2013 4° trim.	4.582,7	81,0	19,0	10,7	1,3	1,8	2,7
2014 1° trim. ^(p)	4.550,7	80,5	19,5	11,0	1,3	1,8	2,8

Fonte: BCE.

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

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

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

1. Attività

	Totale	Depositi e prestiti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale (escl. quote di investimento/fondi comuni monetari)	Fondi di investimento/fondi comuni monetari	Attività non finanziarie	Altre attività (incl. prodotti finanziari derivati)
	1	2	3	4	5	6	7
Consistenze in essere							
2013 ott.	7.937,7	533,5	3.117,7	2.303,1	1.099,1	250,5	633,7
nov.	7.981,4	523,7	3.131,1	2.335,1	1.106,7	251,9	632,9
dic.	7.941,7	517,2	3.112,0	2.369,9	1.117,6	254,3	570,6
2014 gen.	8.042,4	536,5	3.171,4	2.341,7	1.120,2	255,5	617,2
feb.	8.203,9	544,0	3.213,9	2.422,6	1.143,7	255,6	624,0
mar.	8.358,7	553,2	3.281,7	2.415,4	1.178,7	258,0	671,8
apr. ^(p)	8.472,6	558,3	3.323,7	2.426,5	1.183,2	258,2	722,7
Transazioni							
2013 3° trim.	57,9	-8,4	58,8	28,4	28,7	2,2	-51,7
4° trim.	60,6	3,1	6,2	43,5	51,5	3,5	-47,2
2014 1° trim.	281,8	38,9	105,1	40,6	20,0	3,0	74,1

2. Passività

	Totale	Depositi e prestiti ricevuti	Quote di fondi di investimento emesse			Altre passività (incl. prodotti finanziari derivati)	
			Totale	Detenute da residenti nell'area dell'euro	Detenute da non residenti nell'area dell'euro		
							Fondi di investimento
	1	2	3	4	5	6	7
Consistenze in essere							
2013 ott.	7.937,7	172,2	7.198,5	5.274,0	871,3	1.924,5	567,0
nov.	7.981,4	174,8	7.244,3	5.312,3	881,2	1.932,0	562,3
dic.	7.941,7	169,7	7.263,2	5.329,0	885,9	1.934,2	508,8
2014 gen.	8.042,4	180,6	7.296,3	5.362,1	887,3	1.934,1	565,5
feb.	8.203,9	183,8	7.447,5	5.477,6	907,0	1.969,8	572,6
mar.	8.358,7	187,8	7.528,9	5.563,7	925,7	1.965,2	641,9
apr. ^(p)	8.472,6	195,4	7.596,5	5.619,8	931,3	1.976,7	680,6
Transazioni							
2013 3° trim.	57,9	3,7	102,2	68,1	28,3	34,0	-48,0
4° trim.	60,6	0,7	111,2	93,4	43,8	26,4	-56,0
2014 1° trim.	281,8	21,2	169,5	127,9	17,0	40,2	90,2

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

	Totale	Fondi suddivisi per strategia di investimento					Fondi suddivisi per tipologia			Per memoria: fondi comuni monetari
		Fondi obbligazionari	Fondi azionari	Fondi misti	Fondi immobiliari	Hedge fund	Altri fondi	Fondi aperti	Fondi chiusi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze in essere										
2013 set.	7.045,8	2.424,8	1.908,6	1.748,0	336,5	157,3	470,7	6.954,3	91,5	846,2
ott.	7.198,5	2.445,6	1.978,4	1.795,6	337,9	159,9	481,2	7.106,9	91,6	835,9
nov.	7.244,3	2.450,5	2.006,3	1.804,4	339,0	158,6	485,5	7.150,8	93,5	836,7
dic.	7.263,2	2.471,4	2.043,2	1.806,4	343,5	155,2	443,6	7.166,9	96,3	819,3
2014 gen.	7.296,3	2.501,2	2.014,9	1.822,8	346,2	158,2	452,9	7.193,6	102,7	855,0
feb.	7.447,5	2.531,2	2.084,3	1.864,8	347,4	159,0	460,9	7.343,9	103,5	854,9
mar.	7.528,9	2.561,1	2.092,6	1.891,5	351,2	162,3	470,3	7.421,5	107,5	835,2
apr. ^(p)	7.596,5	2.587,3	2.112,4	1.912,6	350,5	159,6	474,2	7.492,6	104,0	836,5
Transazioni										
2013 ott.	50,8	8,9	21,6	14,5	0,7	2,2	2,8	51,1	-0,3	-5,7
nov.	22,1	12,1	7,7	2,2	1,8	-3,7	1,9	20,6	1,5	-2,8
dic.	38,3	-8,8	19,5	14,3	3,5	7,3	2,6	34,6	3,8	-14,7
2014 gen.	46,4	8,2	12,9	19,6	1,7	1,1	2,9	45,0	1,4	29,6
feb.	58,1	22,7	13,3	19,6	0,1	1,7	0,6	57,5	0,7	4,9
mar.	65,0	28,5	9,9	20,6	2,7	1,8	1,5	66,0	-1,0	-19,6
apr. ^(p)	47,9	15,2	21,1	12,8	0,5	-2,4	0,7	51,9	-4,0	1,1

Fonte: BCE.

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

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

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

1. Titoli non azionari

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
		Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze in essere											
2013 2° trim.	3.045,3	1.649,5	404,3	770,9	247,9	8,4	218,0	1.395,9	324,9	551,1	15,2
3° trim.	3.096,9	1.686,8	394,4	798,5	257,4	9,0	227,4	1.410,1	343,5	548,7	14,9
4° trim.	3.112,0	1.708,0	390,3	807,3	264,5	10,4	235,5	1.404,0	346,4	547,9	13,7
2014 1° trim. ^(p)	3.281,7	1.843,8	412,7	858,4	299,1	12,1	261,4	1.437,9	394,5	553,9	14,6
Transazioni											
2013 3° trim.	58,8	30,0	-11,6	24,2	8,5	0,5	8,5	28,8	20,4	2,7	-0,3
4° trim.	6,2	9,2	-6,0	2,0	5,9	1,1	6,3	-3,1	6,1	-5,7	-0,6
2014 1° trim. ^(p)	105,1	63,8	9,5	27,1	12,5	0,8	13,8	41,9	12,9	19,1	0,4

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

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
		Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze in essere											
2013 2° trim.	2.095,0	738,3	58,9	-	52,2	28,1	599,1	1.356,7	181,7	482,3	109,5
3° trim.	2.228,6	817,2	72,6	-	56,2	30,4	658,1	1.411,3	197,8	502,7	112,8
4° trim.	2.369,9	886,3	85,4	-	64,7	35,5	700,7	1.483,6	215,4	536,0	123,2
2014 1° trim. ^(p)	2.415,4	920,8	92,6	-	62,0	33,8	731,2	1.495,8	215,3	552,9	117,2
Transazioni											
2013 3° trim.	28,4	12,9	1,3	-	0,4	0,6	10,7	15,4	3,3	12,2	0,9
4° trim.	43,5	18,3	3,6	-	2,4	1,6	10,7	23,4	8,7	0,5	10,0
2014 1° trim. ^(p)	40,6	20,8	3,9	-	10,3	-0,5	6,0	19,9	4,7	22,2	0,2

3. Quote dei fondi di investimento/fondi comuni monetari

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
		Totale	IFM ²⁾	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari ²⁾	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze in essere											
2013 2° trim.	1.018,5	880,2	86,8	-	793,4	-	-	138,3	31,4	46,1	0,6
3° trim.	1.064,3	924,0	86,2	-	837,7	-	-	140,3	33,8	47,6	0,5
4° trim.	1.117,6	971,0	85,1	-	885,9	-	-	146,6	36,6	49,4	0,5
2014 1° trim. ^(p)	1.178,7	1.013,6	87,9	-	925,7	-	-	165,1	40,6	62,0	0,4
Transactions											
2013 3° trim.	28,7	27,0	-1,3	-	28,3	-	-	1,7	1,5	1,3	0,0
4° trim.	51,5	43,5	-0,3	-	43,8	-	-	8,0	3,9	2,0	0,0
2014 1° trim. ^(p)	20,0	18,5	1,4	-	17,0	-	-	1,6	0,5	1,5	0,0

Fonte: BCE.

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

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

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

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

1. Attività

	Totale	Depositi e prestiti	Prestiti cartolarizzati							Titoli non azionari	Altre attività cartolarizzate	Azioni e altri titoli di capitale	Altre attività
			Totale	Originati nell'area dell'euro				Originati all'esterno dell'area dell'euro					
				IFM	Altri intermediari finanziari, società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Amministrazioni pubbliche						
									Mantenuti nel bilancio delle IFM ¹⁾				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Consistenze													
2013 1° trim.	2.031,7	287,2	1.366,4	1.049,8	462,7	163,6	25,8	4,0	123,1	192,3	86,4	37,8	61,9
2° trim.	1.998,9	271,7	1.349,0	1.041,5	456,5	162,1	24,3	3,6	117,5	193,2	88,5	35,9	60,7
3° trim.	1.960,0	264,6	1.326,7	1.031,8	449,9	156,2	19,9	3,5	115,2	180,8	87,6	36,2	64,3
4° trim.	1.914,8	252,7	1.291,2	1.009,3	442,9	145,4	19,5	3,1	114,0	179,2	90,2	37,8	64,2
2014 1° trim.	1.881,6	253,9	1.253,2	974,7	430,4	150,4	14,1	3,1	110,9	164,0	103,5	44,2	63,4
Transazioni													
2013 1° trim.	-29,5	6,0	-30,6	-28,3	-	-0,7	-0,1	0,0	-1,5	-0,1	-1,5	0,1	-3,5
2° trim.	-32,5	-15,3	-16,5	-8,0	-	-1,5	-1,4	-0,4	-5,3	1,4	2,7	-1,7	-3,0
3° trim.	-40,2	-6,5	-22,1	-9,6	-	-5,8	-4,3	0,0	-2,3	-12,8	-0,7	0,5	1,3
4° trim.	-47,2	-11,6	-35,5	-22,7	-	-10,7	-0,6	-0,4	-1,1	-0,8	2,5	1,1	-2,8
2014 1° trim.	-39,3	0,5	-30,3	-28,5	-	-0,5	0,0	0,0	-1,3	-3,2	-3,5	-1,1	-1,7

2. Passività

	Totale	Prestiti e depositi ricevuti	Titoli di debito emessi			Capitale e riserve	Altre passività
			Totale	Fino a 2 anni	Oltre 2 anni		
Consistenze							
2013 1° trim.	2.031,7	141,5	1.631,3	56,1	1.575,2	31,2	227,8
2° trim.	1.998,9	129,1	1.615,5	56,2	1.559,3	29,4	225,0
3° trim.	1.960,0	123,9	1.580,9	56,1	1.524,8	28,8	226,3
4° trim.	1.914,8	117,2	1.540,3	59,8	1.480,6	29,0	228,4
2014 1° trim.	1.881,6	134,1	1.480,6	85,0	1.395,6	28,5	238,5
Transazioni							
2013 1° trim.	-29,5	1,9	-34,6	2,3	-36,9	-0,3	3,5
2° trim.	-32,5	-12,2	-15,0	0,0	-15,1	-1,6	-3,7
3° trim.	-40,2	-4,2	-35,5	-0,1	-35,4	-0,7	0,2
4° trim.	-47,2	-6,1	-40,9	3,5	-44,4	0,6	-0,8
2014 1° trim.	-39,3	-0,7	-43,1	-3,7	-39,4	0,0	4,4

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

	Prestiti cartolarizzati originati da IFM dell'area dell'euro							Titoli non azionari					
	Totale	Settore debitore dell'area dell'euro ²⁾					Settore debitore esterno all'area dell'euro	Totale	Residenti nell'area dell'euro			Non residenti nell'area dell'euro	
		Famiglie	Società non azionarie	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche			Totale	IFM	Non IFM		
													Società veicolo finanziarie
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Consistenze													
2013 1° trim.	1.049,8	751,7	231,7	20,9	0,2	5,7	29,5	192,3	111,8	32,8	79,0	31,5	80,5
2° trim.	1.041,5	759,7	226,0	20,9	0,2	5,5	29,3	193,2	114,7	33,3	81,4	31,6	78,5
3° trim.	1.031,8	757,9	216,2	21,5	0,2	5,5	30,5	180,8	110,1	29,5	80,6	30,1	70,7
4° trim.	1.009,3	740,9	204,9	25,6	0,2	5,4	32,3	179,2	108,0	29,2	78,8	32,8	71,2
2014 1° trim.	974,7	725,4	192,4	23,7	0,2	5,2	27,7	164,0	99,9	26,9	73,0	33,4	64,1
Transazioni													
2013 1° trim.	-28,3	-20,6	-3,4	-2,4	0,0	0,0	-0,9	-0,1	-1,5	-1,3	-0,1	-0,4	1,4
2° trim.	-8,0	7,7	-5,6	0,2	0,0	-0,2	0,0	1,4	3,2	0,7	2,5	0,0	-1,8
3° trim.	-9,6	-2,1	-9,0	0,7	0,0	0,0	0,8	-12,8	-4,8	-4,0	-0,9	-1,5	-8,0
4° trim.	-22,7	-17,2	-11,2	4,1	0,0	-0,1	1,8	-0,8	-1,9	-0,1	-1,8	1,9	1,1
2014 1° trim.	-28,5	-15,1	-8,9	-0,7	0,0	-0,1	-3,7	-3,2	-2,5	-0,6	-1,9	-1,3	-0,5

Fonte: BCE.

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

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

1. Attività

	Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi comuni di investimento	Quote di fondi comuni monetari	Riserve premi e riserve sinistri	Altri conti attivi/passivi e strumenti derivati	Attività non finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2011 2° trim.	7.146,0	775,6	465,1	2.741,2	843,3	1.621,9	79,7	254,2	216,1	148,9
3° trim.	7.148,0	792,4	463,9	2.764,6	788,2	1.582,7	87,4	255,5	264,8	148,4
4° trim.	7.158,9	785,2	473,6	2.725,1	793,2	1.615,9	91,2	253,5	271,1	150,1
2012 1° trim.	7.444,9	797,5	472,9	2.868,9	806,4	1.712,6	103,2	258,1	276,9	148,4
2° trim.	7.470,3	786,3	471,9	2.882,4	801,6	1.717,1	107,0	261,4	293,7	149,1
3° trim.	7.684,8	785,8	481,4	2.996,3	819,1	1.796,2	109,1	263,0	284,6	149,3
4° trim.	7.771,8	788,5	480,4	3.042,9	817,2	1.837,7	110,4	261,7	281,6	151,3
2013 1° trim.	7.942,1	797,5	477,1	3.107,6	834,1	1.913,9	115,5	266,5	279,1	150,9
2° trim.	7.882,4	776,7	476,1	3.098,4	830,5	1.907,9	100,0	265,4	275,2	152,2
3° trim.	7.974,7	769,8	480,2	3.114,3	850,6	1.983,5	95,4	265,2	262,6	153,0
4° trim.	8.075,2	755,6	482,9	3.186,4	871,2	2.027,3	83,0	263,9	250,5	154,4
2014 1° trim. ^(p)	8.336,1	763,9	500,6	3.282,0	884,9	2.098,4	101,8	272,1	277,0	155,5

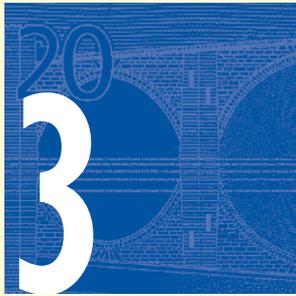
2. Titoli non azionari

	Totale	Emessi da residenti nell'area dell'euro					Emessi da non residenti nell'area dell'euro	
		Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazioni fondi comuni		Società non finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8
2011 2° trim.	2.741,2	2.325,1	628,4	1.288,1	234,6	16,7	157,2	416,1
3° trim.	2.764,6	2.346,7	635,0	1.309,5	226,8	16,7	158,6	418,0
4° trim.	2.725,1	2.303,0	634,7	1.264,8	223,3	16,3	163,9	422,1
2012 1° trim.	2.868,9	2.418,6	667,3	1.321,6	235,0	16,9	177,7	450,3
2° trim.	2.882,4	2.413,9	674,1	1.303,3	238,1	16,7	181,7	468,5
3° trim.	2.996,3	2.502,9	704,8	1.342,5	245,2	17,1	193,4	493,4
4° trim.	3.042,9	2.536,9	688,6	1.382,5	250,3	17,7	197,7	506,0
2013 1° trim.	3.107,6	2.614,9	718,0	1.414,9	255,3	17,4	209,3	492,7
2° trim.	3.098,4	2.596,3	685,2	1.431,0	254,9	17,4	207,8	502,2
3° trim.	3.114,3	2.603,1	684,9	1.432,7	257,8	17,8	209,9	511,1
4° trim.	3.186,4	2.657,2	659,0	1.509,1	256,9	18,0	214,3	529,2
2014 1° trim. ^(p)	3.282,0	2.738,5	663,3	1.583,4	255,8	18,3	217,6	543,5

3. Passività e ricchezza finanziaria netta

	Passività								Ricchezza netta	
	Totale	Prestiti ricevuti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Riserve tecniche di assicurazione			Altri conti attivi/passivi e strumenti derivati		
					Totale	Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita	Correzioni per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione			Riserve premi e riserve sinistri
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2011 2° trim.	6.944,0	263,0	42,4	454,1	6.007,4	3.352,4	1.842,1	813,0	177,0	202,1
3° trim.	7.052,5	270,7	41,6	409,3	6.140,1	3.332,9	1.995,7	811,5	190,7	95,6
4° trim.	7.067,8	263,7	41,3	408,1	6.167,7	3.345,2	2.018,4	804,0	187,1	91,1
2012 1° trim.	7.226,6	271,3	43,4	439,6	6.282,6	3.380,5	2.078,4	823,6	189,8	218,3
2° trim.	7.292,4	280,8	42,2	421,1	6.350,6	3.375,7	2.147,9	827,0	197,8	177,9
3° trim.	7.365,7	292,0	44,1	452,2	6.389,6	3.422,1	2.142,2	825,3	187,9	319,0
4° trim.	7.467,5	266,5	49,0	480,6	6.460,8	3.458,5	2.183,5	818,7	210,6	304,3
2013 1° trim.	7.580,2	278,6	48,6	496,8	6.542,3	3.503,0	2.196,2	843,0	213,9	361,9
2° trim.	7.628,2	277,8	45,4	505,2	6.577,3	3.517,7	2.220,2	839,4	222,5	254,3
3° trim.	7.652,4	276,1	46,0	522,3	6.594,0	3.558,6	2.197,5	837,9	214,0	322,3
4° trim.	7.749,2	266,4	47,2	540,8	6.674,5	3.601,4	2.238,3	834,8	220,4	325,9
2014 1° trim. ^(p)	7.941,7	279,0	48,4	540,8	6.832,3	3.667,3	2.297,4	867,6	241,1	394,5

Fonte: BCE.



CONTI DELL'AREA DELL'EURO

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale

(miliardi di euro)

Impieghi	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
4° trim. 2013						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						654
Saldo commerciale ¹⁾						-72
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	1.272	129	805	64	274	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	34	13	10	5	6	
Consumo di capitale fisso	383	103	218	11	52	
Margine operativo netto e reddito misto ¹⁾	519	269	226	27	-3	
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto						8
Redditi da lavoro dipendente						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	608	31	236	268	72	108
Interessi	313	28	52	162	72	44
Altri redditi da capitale	294	3	185	106	0	63
Reddito nazionale netto ¹⁾	2.112	1.728	96	42	247	
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	348	268	68	12	0	2
Contributi sociali	490	490				1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	504	1	18	36	448	1
Altri trasferimenti correnti	210	75	28	51	56	12
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	47	34	11	1	1	2
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	48			48		1
Altro	114	40	16	2	55	9
Reddito netto disponibile ¹⁾	2.085	1.492	17	43	533	
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.962	1.399			564	
Spese per consumi individuali	1.743	1.399			345	
Spese per consumi collettivi	219				219	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	14	0	1	13	0	0
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero ¹⁾	123	108	16	30	-31	-80
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	426	137	221	11	57	
Investimenti fissi lordi	452	137	247	11	57	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-26	0	-26	0	0	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0	-1	3	0	-2	0
Trasferimenti in conto capitale	48	11	2	1	34	11
Imposte in conto capitale	9	8	1	0		0
Altri trasferimenti in conto capitale	40	3	2	1	34	11
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) ¹⁾	89	74	33	32	-51	-89
Discrepanza statistica	0	-13	13	0	0	0

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

(miliardi di euro)

Risorse	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
4° trim. 2013						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						581
<i>Saldo commerciale</i>						
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	2.209	514	1.259	108	329	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	251					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	2.460					
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Consumo di capitale fisso						
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i>						
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto	519	269	226	27	-3	
Redditi da lavoro dipendente	1.276	1.276				4
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	300				300	-14
Redditi da capitale	624	213	106	283	22	91
Interessi	307	49	33	216	9	51
Altri redditi da capitale	317	164	73	66	13	40
<i>Reddito nazionale netto</i>						
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto	2.112	1.728	96	42	247	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	349				349	1
Contributi sociali	489	1	19	52	417	2
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	503	503				3
Altri trasferimenti correnti	183	94	16	49	25	38
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	48			48		1
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	46	36	9	1	0	2
Altro	89	58	6	0	24	35
<i>Reddito netto disponibile</i>						
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile	2.085	1.492	17	43	533	
Spese per consumi finali						
Spese per consumi individuali						
Spese per consumi collettivi						
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	14	14				0
<i>Risparmio netto/conto corrente verso l'estero</i>						
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	123	108	16	30	-31	-80
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	383	103	218	11	52	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	57	11	25	3	18	2
Imposte in conto capitale	9				9	0
Altri trasferimenti in conto capitale	49	11	25	3	9	2
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>						
Discrepanza statistica						

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

(miliardi di euro)

Attività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
4° trim. 2013								
Bilancio di apertura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		20.210	18.054	32.535	18.078	7.647	4.509	18.688
Oro monetario e DSP				391				
Banconote, monete e depositi		7.143	2.077	9.850	2.206	792	786	3.039
Titoli di debito a breve termine		39	60	481	412	56	26	669
Titoli di debito a lungo termine		1.262	270	6.250	3.106	3.053	428	4.186
Prestiti		87	3.146	12.867	4.549	489	858	2.756
<i>di cui: a lungo termine</i>		66	2.017	10.139	3.420	369	776	.
Azioni e altre partecipazioni		4.757	8.654	1.927	7.357	2.863	1.597	7.199
Azioni quotate		837	1.237	441	2.388	426	264	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.468	7.057	1.201	3.765	440	1.134	.
Quote di fondi di investimento		1.452	360	285	1.204	1.997	199	.
Riserve tecniche di assicurazione		6.416	179	3	0	244	8	265
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		506	3.667	765	448	150	806	574
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								
Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie								
Totale delle transazioni in attività finanziarie		87	139	-703	141	70	43	83
Oro monetario e DSP				0				0
Banconote, monete e depositi		82	89	-357	-103	-10	-81	-144
Titoli di debito a breve termine		-3	-4	-69	-23	0	8	-58
Titoli di debito a lungo termine		-27	-10	-127	74	48	-7	102
Prestiti		-1	-3	-110	-10	4	67	-33
<i>di cui: a lungo termine</i>		0	17	-44	6	5	48	.
Azioni e altre partecipazioni		-3	24	38	225	33	12	219
Azioni quotate		-5	-10	20	14	-2	-1	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		6	28	7	175	6	15	.
Quote di fondi di investimento		-4	6	10	36	29	-2	.
Riserve tecniche di assicurazione		43	-2	0	0	-1	0	8
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		-3	44	-77	-22	-3	44	-12
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
Conto delle altre variazioni: attività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		241	274	-37	30	28	11	-177
Oro monetario e DSP				-39				
Banconote, monete e depositi		-2	2	-18	-21	0	1	-23
Titoli di debito a breve termine		0	-1	0	-5	0	0	-8
Titoli di debito a lungo termine		-2	3	44	-21	5	1	-60
Prestiti		0	-10	-47	-9	0	11	-13
<i>di cui: a lungo termine</i>		0	-12	-11	-3	0	14	.
Azioni e altre partecipazioni		196	286	21	88	24	3	14
Azioni quotate		74	105	1	103	15	15	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		89	179	18	-41	-2	-16	.
Quote di fondi di investimento		33	1	3	26	11	4	.
Riserve tecniche di assicurazione		42	0	0	0	0	0	1
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		7	-5	2	-3	0	-6	-88
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
Bilancio di chiusura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		20.538	18.468	31.795	18.249	7.745	4.563	18.595
Oro monetario e DSP				352				
Banconote, monete e depositi		7.224	2.168	9.476	2.082	781	706	2.873
Titoli di debito a breve termine		36	55	412	383	56	34	604
Titoli di debito a lungo termine		1.232	264	6.166	3.159	3.105	422	4.228
Prestiti		86	3.134	12.710	4.530	493	936	2.710
<i>di cui: a lungo termine</i>		66	2.023	10.085	3.423	374	837	.
Azioni e altre partecipazioni		4.950	8.964	1.985	7.670	2.920	1.612	7.433
Azioni quotate		906	1.332	462	2.505	439	278	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.563	7.264	1.225	3.899	443	1.133	.
Quote di fondi di investimento		1.481	367	298	1.266	2.038	200	.
Riserve tecniche di assicurazione		6.500	178	3	0	243	8	274
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		510	3.707	689	423	147	844	474
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								

Fonte: BCE.

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

(miliardi di euro)

Passività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assic- urazione e fondi pensione	Ammini- strazioni pubbliche	Resto del mondo
4° trim. 2013								
Bilancio di apertura: passività finanziarie								
Totale delle passività		6.878	27.829	31.652	17.573	7.683	10.841	16.876
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			33	23.023	35	0	284	2.519
Titoli di debito a breve termine			91	583	111	2	680	276
Titoli di debito a lungo termine			992	4.300	3.151	50	6.913	3.148
Prestiti		6.165	8.480		4.144	295	2.291	3.378
<i>di cui: a lungo termine</i>		5.821	6.246		2.428	109	2.032	.
Azioni e altre partecipazioni		8	14.449	2.612	9.889	516	4	6.875
Azioni quotate			4.202	493	284	148	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		8	10.247	1.274	2.710	367	4	.
Quote di fondi di investimento				846	6.896			.
Riserve tecniche di assicurazione		37	351	70	1	6.656	1	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		668	3.433	1.063	241	165	667	679
<i>Ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>	-1.422	13.332	-9.775	883	505	-36	-6.332	
Conto finanziario, transazioni in passività								
Totale delle transazioni in passività		26	93	-689	121	44	94	172
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0	-503	0	0	-4	-16
Titoli di debito a breve termine			-13	-76	-14	0	-52	8
Titoli di debito a lungo termine			29	-36	-14	2	64	7
Prestiti		-4	-14	-96	-96	-12	81	-40
<i>di cui: a lungo termine</i>		-2	8	-37	-37	1	65	.
Azioni e altre partecipazioni		0	68	-7	260	3	0	221
Azioni quotate			22	3	2	1	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	47	13	141	2	0	.
Quote di fondi di investimento				-23	117			.
Riserve tecniche di assicurazione		0	1	0	0	48	0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		30	22	-67	-15	4	5	-9
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta per transazioni¹⁾</i>	89	61	47	-14	20	26	-51	-89
Conto delle altre variazioni: passività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		-9	502	1	-60	68	31	-125
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0	-43	0	0	0	-19
Titoli di debito a breve termine			0	-3	-2	0	0	-8
Titoli di debito a lungo termine			-13	-10	-17	0	47	-37
Prestiti		-9	-4		-68	2	4	8
<i>di cui: a lungo termine</i>		-6	-6		-27	1	-1	.
Azioni e altre partecipazioni		0	501	72	52	21	0	-14
Azioni quotate			292	75	24	12	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	209	1	-66	9	0	.
Quote di fondi di investimento				-4	94			.
Riserve tecniche di assicurazione		0	0	0	0	42	0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		0	18	-16	-24	3	-19	-55
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria¹⁾</i>	12	249	-227	-38	89	-40	-20	-52
Bilancio di chiusura: passività finanziarie								
Totale delle passività finanziarie		6.895	28.423	30.964	17.634	7.796	10.966	16.923
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			33	22.477	35	0	280	2.484
Titoli di debito a breve termine			77	503	95	2	627	277
Titoli di debito a lungo termine			1.008	4.255	3.121	51	7.024	3.118
Prestiti		6.152	8.462		3.980	285	2.375	3.346
<i>di cui: a lungo termine</i>		5.813	6.248		2.364	110	2.096	.
Azioni e altre partecipazioni		8	15.018	2.678	10.201	540	5	7.083
Azioni quotate			4.515	570	310	161	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		8	10.503	1.288	2.785	378	4	.
Quote di fondi di investimento				819	7.107			.
Riserve tecniche di assicurazione		37	353	70	1	6.746	1	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		699	3.473	981	202	171	654	615
<i>Ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>	-1.320	13.643	-9.955	831	614	-51	-6.402	

Fonte: BCE.

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri)

Impieghi	2009	2010	2011	1° trim. 2012- 4° trim. 2012	2° trim. 2012- 1° trim. 2013	3° trim. 2012- 2° trim. 2013	4° trim. 2012- 3° trim. 2013	1° trim. 2013- 4° trim. 2013
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	4.449	4.510	4.622	4.673	4.678	4.683	4.693	4.709
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	88	85	99	128	126	128	126	129
Consumo di capitale fisso	1.388	1.419	1.462	1.496	1.503	1.509	1.516	1.523
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i> ¹⁾	2.089	2.187	2.245	2.175	2.167	2.173	2.191	2.203
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	2.969	2.804	3.017	2.878	2.819	2.767	2.731	2.702
Interessi	1.593	1.381	1.546	1.463	1.407	1.359	1.317	1.282
Altri redditi da capitale	1.376	1.423	1.472	1.415	1.412	1.407	1.413	1.420
<i>Reddito nazionale netto</i> ¹⁾	7.534	7.754	7.977	8.008	8.014	8.031	8.062	8.096
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.027	1.056	1.114	1.171	1.178	1.195	1.203	1.211
Contributi sociali	1.678	1.704	1.752	1.786	1.793	1.799	1.808	1.815
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.771	1.815	1.843	1.885	1.897	1.908	1.920	1.930
Altri trasferimenti correnti	773	776	781	790	794	801	810	816
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	181	181	182	184	184	185	186	186
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	182	182	183	186	186	187	188	188
Altro	410	413	415	419	423	430	437	442
<i>Reddito netto disponibile</i> ¹⁾	7.427	7.644	7.869	7.899	7.902	7.913	7.940	7.972
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	7.147	7.306	7.471	7.512	7.515	7.528	7.551	7.576
Spese per consumi individuali	6.380	6.537	6.699	6.741	6.742	6.754	6.774	6.796
Spese per consumi collettivi	767	769	772	770	773	775	777	780
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	61	56	58	58	57	56	57	57
<i>Risparmio netto</i> ¹⁾	280	338	398	387	387	385	390	396
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	1.703	1.780	1.873	1.777	1.747	1.731	1.730	1.722
Investimenti fissi lordi	1.752	1.761	1.817	1.767	1.739	1.726	1.719	1.719
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	-50	19	56	10	8	5	12	3
Consumo di capitale fisso	1	1	1	9	2	0	0	2
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	183	221	173	193	199	206	201	166
Trasferimenti in conto capitale	34	25	31	26	27	30	31	33
Imposte in conto capitale	149	196	142	167	172	176	170	133
Altri trasferimenti in conto capitale	-27	-15	-8	109	153	176	189	213
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> ¹⁾	-27	-15	-8	109	153	176	189	213

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri)

Risorse	2009	2010	2011	1° trim. 2012- 4° trim. 2012	2° trim. 2012- 1° trim. 2013	3° trim. 2012- 2° trim. 2013	4° trim. 2012- 3° trim. 2013	1° trim. 2013- 4° trim. 2013
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	8.014	8.201	8.428	8.472	8.474	8.493	8.525	8.563
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	894	942	974	978	977	982	988	990
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	8.908	9.143	9.402	9.450	9.451	9.476	9.514	9.553
Redditi da lavoro dipendente								
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti								
Consumo di capitale fisso								
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i>								
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto	2.089	2.187	2.245	2.175	2.167	2.173	2.191	2.203
Redditi da lavoro dipendente	4.459	4.521	4.634	4.686	4.692	4.698	4.708	4.724
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	1.000	1.040	1.084	1.117	1.115	1.121	1.125	1.130
Redditi da capitale	2.956	2.809	3.031	2.908	2.860	2.805	2.769	2.741
Interessi	1.556	1.334	1.492	1.426	1.374	1.327	1.285	1.251
Altri redditi da capitale	1.400	1.475	1.539	1.482	1.487	1.479	1.485	1.490
<i>Reddito nazionale netto</i>								
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto	7.534	7.754	7.977	8.008	8.014	8.031	8.062	8.096
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.032	1.059	1.119	1.176	1.183	1.199	1.208	1.216
Contributi sociali	1.676	1.705	1.753	1.783	1.790	1.796	1.805	1.812
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.764	1.809	1.837	1.879	1.890	1.902	1.914	1.924
Altri trasferimenti correnti	668	669	673	683	685	688	693	696
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	182	182	183	186	186	187	188	188
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	178	176	177	179	179	180	181	182
Altro	308	310	313	318	319	322	324	326
<i>Reddito netto disponibile</i>								
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile	7.427	7.644	7.869	7.899	7.902	7.913	7.940	7.972
Spese per consumi finali								
Spese per consumi individuali								
Spese per consumi collettivi								
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	61	56	58	58	57	56	57	57
<i>Risparmio netto</i>								
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	280	338	398	387	387	385	390	396
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.388	1.419	1.462	1.496	1.503	1.509	1.516	1.523
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	192	230	180	205	211	219	215	184
Imposte in conto capitale	34	25	31	26	27	30	31	33
Altri trasferimenti in conto capitale	158	205	148	179	184	190	184	151
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>								

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

3.3 Famiglie

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

	2009	2010	2011	1° trim. 2012- 4° trim. 2012	2° trim. 2012- 1° trim. 2013	3° trim. 2012- 2° trim. 2013	4° trim. 2012- 3° trim. 2013	1° trim. 2013- 4° trim. 2013
Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta								
Redditi da lavoro dipendente (+)	4.459	4.521	4.634	4.686	4.692	4.698	4.708	4.724
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.440	1.449	1.491	1.494	1.498	1.504	1.512	1.517
Interessi attivi (+)	234	202	228	222	217	213	207	203
Interessi passivi (-)	148	124	147	131	125	120	116	114
Altri redditi da capitali attivi (+)	729	721	748	745	737	728	732	739
Altri redditi da capitali passivi (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc. (-)	842	849	883	932	940	948	956	962
Contributi sociali netti (-)	1.673	1.699	1.747	1.781	1.788	1.795	1.803	1.810
Prestazioni sociali nette (+)	1.759	1.804	1.832	1.874	1.885	1.897	1.908	1.918
Trasferimenti correnti netti attivi (+)	70	70	68	71	74	74	73	74
= Reddito lordo disponibile	6.019	6.083	6.214	6.238	6.240	6.240	6.255	6.280
Spese per consumi finali (-)	5.157	5.290	5.441	5.474	5.471	5.478	5.491	5.507
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	61	55	58	57	56	56	57	57
= Risparmio lordo	923	849	831	820	826	818	821	829
Consumo di capitale fisso (-)	379	386	395	402	403	404	405	407
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	9	13	2	1	0	-1	-3	-4
Altre variazioni nella ricchezza netta (+)	-381	625	-295	-187	-593	-444	-216	-189
= Variazioni nella ricchezza netta	171	1.101	143	233	-170	-30	198	229
Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	555	558	573	554	549	543	542	540
Consumo di capitale fisso (-)	379	386	395	402	403	404	405	407
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	1	43	124	192	173	167	135	97
Banconote, monete e depositi	121	118	118	224	228	218	189	130
Partecipazioni in fondi comuni monetari	-46	-59	-23	-31	-39	-30	-27	-15
Titoli di debito ¹⁾	-74	-16	29	-2	-16	-21	-28	-18
Attività a lungo	492	430	224	151	198	187	213	228
Depositi	82	58	54	12	7	8	24	53
Titoli di debito	0	24	57	-94	-109	-106	-112	-89
Azioni e altre partecipazioni	178	99	-3	101	151	130	135	89
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	126	93	44	63	70	42	46	27
Quote di fondi comuni di investimento	52	7	-47	38	81	88	89	62
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	232	249	116	132	149	156	166	175
Finanziamenti: principali componenti (-)								
Prestiti	107	114	88	14	-1	-12	-3	-20
di cui: da IFM dell'area dell'euro	65	147	81	25	21	1	7	-4
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Attività non finanziarie	-643	480	194	-773	-1.009	-953	-668	-717
Attività finanziarie	291	188	-405	525	337	434	389	473
Azioni e altre partecipazioni	87	54	-347	288	233	284	323	444
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	191	120	15	182	164	130	83	70
Flussi netti restanti (+)	-39	-98	-84	-1	-15	-17	-11	-5
= Variazioni nella ricchezza netta	171	1.101	143	233	-170	-30	198	229
Bilancio finanziario								
Attività non finanziarie (+)	29.221	29.873	30.244	29.625	29.183	29.197	29.312	29.041
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	5.768	5.820	5.957	6.128	6.141	6.182	6.159	6.209
Banconote, monete e depositi	5.474	5.597	5.728	5.950	5.980	6.032	6.019	6.076
Partecipazioni in fondi comuni monetari	242	184	166	121	112	109	101	97
Titoli di debito ¹⁾	51	39	63	58	48	42	39	36
Attività a lungo	11.647	12.230	12.007	12.703	12.897	12.908	13.140	13.417
Depositi	970	1.027	1.082	1.096	1.103	1.113	1.125	1.148
Titoli di debito	1.443	1.447	1.394	1.358	1.276	1.311	1.262	1.232
Azioni e altre partecipazioni	4.109	4.261	3.907	4.310	4.485	4.444	4.656	4.853
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	2.982	3.060	2.823	3.068	3.176	3.134	3.305	3.469
Quote di fondi di investimento	1.127	1.201	1.083	1.242	1.309	1.310	1.351	1.384
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	5.125	5.494	5.625	5.939	6.034	6.039	6.098	6.184
Restanti attività finanziarie (+)	279	266	218	195	158	187	198	169
Passività (-)								
Prestiti	5.936	6.110	6.205	6.196	6.169	6.168	6.165	6.152
di cui: da IFM dell'area dell'euro	4.968	5.213	5.281	5.290	5.279	5.282	5.276	5.268
= Ricchezza finanziaria netta	40.978	42.079	42.222	42.455	42.210	42.305	42.644	42.684

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

3.4 Società non finanziarie

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

	2009	2010	2011	1° trim. 2012- 4° trim. 2012	2° trim. 2012- 1° trim. 2013	3° trim. 2012- 2° trim. 2013	4° trim. 2012- 3° trim. 2013	1° trim. 2013- 4° trim. 2013
Reddito e risparmio								
Valore aggiunto lordo (+)	4.520	4.663	4.823	4.846	4.842	4.852	4.870	4.893
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.790	2.834	2.932	2.977	2.979	2.984	2.990	2.999
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-)	44	36	45	53	53	54	54	56
= Margine operativo lordo (+)	1.686	1.793	1.846	1.815	1.810	1.814	1.826	1.838
Consumo di capitale fisso (-)	782	800	827	849	853	857	861	865
= Margine operativo netto (+)	904	993	1.019	966	957	957	965	972
Redditi da capitale attivi (+)	533	550	565	545	544	533	529	523
Interessi attivi	172	158	164	150	143	137	133	131
Altri redditi da capitale	361	392	401	396	402	396	396	392
Interest and rents payable (-)	296	257	286	270	259	249	240	234
= Reddito lordo di impresa (+)	1.140	1.286	1.298	1.242	1.243	1.241	1.254	1.261
Utili distribuiti (-)	932	923	977	954	946	938	944	944
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	151	169	192	201	200	205	204	206
Contributi sociali da riscuotere (+)	71	69	74	74	74	73	73	74
Prestazioni sociali da erogare (-)	68	69	70	70	70	70	70	70
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	47	45	48	49	49	51	52	51
= Risparmio netto	13	150	85	42	52	50	57	63
Investimento, finanziamento e risparmio								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	65	145	211	133	102	90	88	83
Investimenti fissi lordi (+)	899	927	982	964	945	939	936	939
Consumo di capitale fisso (-)	782	800	827	849	853	857	861	865
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	-52	19	55	18	11	8	13	10
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	95	34	-28	63	47	39	53	73
Banconote, monete e depositi	88	67	6	75	80	81	91	110
Partecipazioni in fondi comuni monetari	39	-32	-46	-7	-5	-15	-13	-10
Titoli di debito ¹⁾	-31	-1	12	-5	-27	-27	-25	-27
Attività a lungo	149	433	489	241	209	82	91	105
Depositi	-1	22	72	-4	-35	-32	-1	2
Titoli di debito	22	24	-28	7	6	-2	-5	-14
Azioni e altre partecipazioni	104	249	298	132	172	105	117	125
Altri prestiti (in prevalenza intragruppo)	24	138	147	106	67	11	-19	-8
Restanti attività nette (+)	82	5	-64	25	59	101	52	55
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Debito	31	164	238	160	123	35	-22	-6
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	-105	1	137	-136	-127	-158	-145	-126
di cui: titoli di debito	90	66	48	119	105	90	87	83
Azioni e altre partecipazioni	262	237	218	191	170	154	182	190
Azioni quotate	64	31	27	27	11	21	23	30
Azioni non quotate e altre partecipazioni	198	206	191	164	159	134	159	159
Trasferimenti netti di capitali attivi (-)	82	65	67	64	67	66	63	66
= Risparmio netto	13	150	85	42	52	50	57	63
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie								
Attività a breve	1.933	1.958	1.931	1.990	1.953	1.940	1.969	2.052
Banconote, monete e depositi	1.632	1.695	1.705	1.777	1.757	1.765	1.798	1.880
Partecipazioni in fondi comuni monetari	213	182	134	130	127	113	111	117
Titoli di debito ¹⁾	87	81	92	83	69	62	60	55
Attività a lungo	10.376	10.852	10.886	11.640	11.947	11.768	12.239	12.531
Depositi	161	174	236	283	269	263	280	287
Titoli di debito	236	253	240	267	281	261	270	264
Azioni e altre partecipazioni	7.234	7.544	7.360	7.962	8.257	8.103	8.542	8.846
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	2.745	2.880	3.049	3.128	3.140	3.142	3.146	3.134
Restanti attività nette	465	382	465	392	444	455	447	444
Passività								
Debito	9.460	9.709	9.864	9.991	9.979	9.936	9.914	9.899
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	4.684	4.659	4.698	4.474	4.446	4.403	4.360	4.289
di cui: titoli di debito	814	882	876	1.035	1.055	1.052	1.083	1.085
Azioni e altre partecipazioni	12.588	13.149	12.459	13.378	13.789	13.654	14.449	15.018
Azioni quotate	3.509	3.805	3.287	3.748	3.891	3.853	4.202	4.515
Azioni non quotate e altre partecipazioni	9.080	9.344	9.172	9.630	9.898	9.801	10.247	10.503

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

3.5 Società di assicurazione e fondi pensione

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

	2009	2010	2011	1° trim. 2012- 4° trim. 2012	2° trim. 2012- 1° trim. 2013	3° trim. 2012- 2° trim. 2013	4° trim. 2012- 3° trim. 2013	1° trim. 2013- 4° trim. 2013
Conto finanziario, transazioni finanziarie								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	-41	-6	54	44	20	-18	-39	-66
Banconote, monete e depositi	-33	-9	14	15	11	8	3	-14
Partecipazioni in fondi comuni monetari	6	-8	16	32	10	-12	-19	-34
Titoli di debito ¹⁾	-14	11	24	-3	0	-13	-22	-18
Attività a lungo	293	294	131	187	176	210	244	301
Depositi	15	-5	9	-17	-19	-15	-18	-9
Titoli di debito	104	191	41	137	96	109	110	133
Prestiti	9	32	12	9	11	10	1	4
Azioni quotate	-49	-1	-11	-8	0	0	10	1
Azioni non quotate e altre partecipazioni	-14	12	13	2	2	1	6	11
Quote di fondi comuni di investimento	228	66	68	64	85	105	135	160
Restanti attività finanziarie (+)	17	7	-30	-43	-25	-28	-33	-2
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Titoli di debito	5	1	3	7	5	3	3	0
Prestiti	-4	7	11	-15	0	-7	-23	-5
Azioni e altre partecipazioni	5	6	4	1	2	2	1	5
Riserve tecniche di assicurazione	247	281	115	155	170	175	183	197
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	241	262	111	139	155	164	170	181
Riserve premi e riserve sinistri	6	19	4	16	15	12	13	16
= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni	15	1	22	41	-6	-9	8	37
Conto delle altre variazioni								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	197	119	-105	197	148	132	97	98
Altre attività nette	34	-6	14	236	133	94	3	-64
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	13	-1	-48	67	55	84	72	65
Riserve tecniche di assicurazione	169	136	16	190	168	130	82	69
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	197	125	19	188	165	129	81	68
Riserve premi e riserve sinistri	-28	11	-3	2	2	1	1	1
= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta	49	-22	-59	176	59	12	-54	-100
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	331	330	371	408	413	366	356	335
Banconote, monete e depositi	195	190	193	209	218	201	201	193
Partecipazioni in fondi comuni monetari	95	88	102	125	125	107	99	87
Titoli di debito ¹⁾	41	52	76	74	69	59	56	56
Attività a lungo	5.649	6.041	6.046	6.643	6.774	6.769	6.897	7.020
Depositi	612	605	611	594	595	596	591	589
Titoli di debito	2.467	2.638	2.660	3.000	3.030	3.031	3.053	3.105
Prestiti	436	469	481	491	490	487	489	493
Azioni quotate	397	422	377	404	413	410	426	439
Azioni non quotate e altre partecipazioni	412	417	421	433	435	435	440	443
Quote di fondi comuni di investimento	1.325	1.489	1.496	1.722	1.812	1.810	1.898	1.951
Restanti attività finanziarie (+)	225	247	262	252	249	240	230	219
Passività (-)								
Titoli di debito	42	43	46	55	55	52	52	53
Prestiti	281	292	301	284	302	300	295	285
Azioni e altre partecipazioni	441	447	403	471	491	499	516	540
Riserve tecniche di assicurazione	5.586	6.003	6.134	6.479	6.593	6.597	6.656	6.746
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	4.801	5.188	5.318	5.645	5.742	5.745	5.804	5.895
Riserve premi e riserve sinistri	785	815	816	834	851	851	852	851
= Ricchezza finanziaria netta	-146	-168	-204	13	-5	-73	-36	-51

Fonte: BCE.

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



MERCATI FINANZIARI

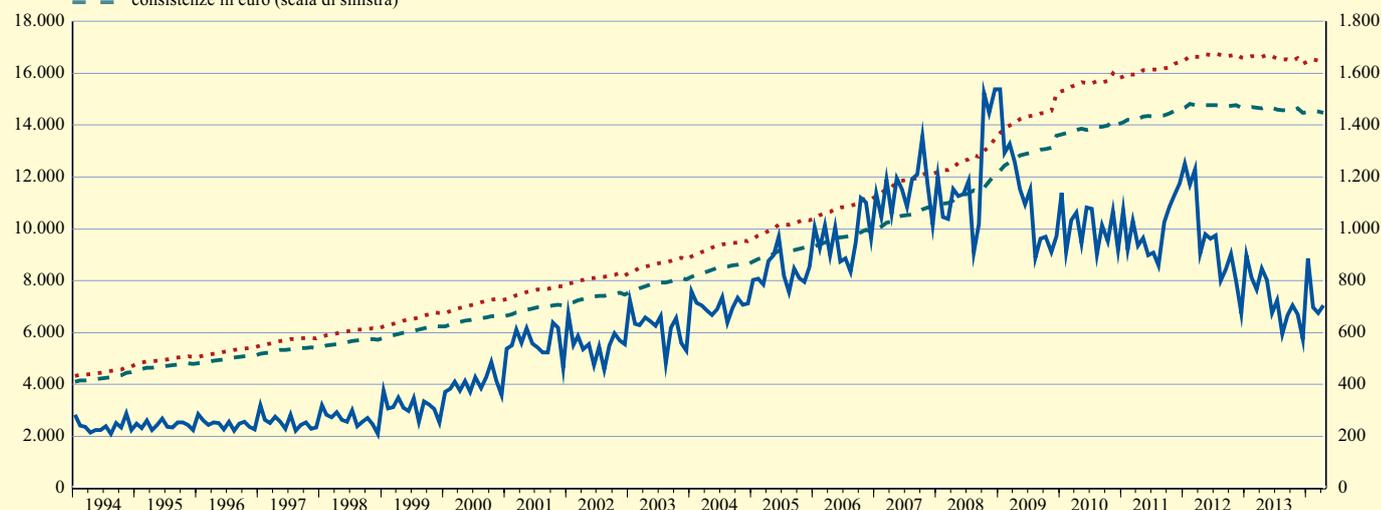
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione (miliardi di euro e tassi di crescita nel periodo; dati destagionalizzati; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	Totale in euro ¹⁾			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute			Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati 2)	
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette		Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Totale												
2013 apr.	16.889,4	757,6	-7,7	14.649,4	709,0	-13,6	16.624,0	847,1	-6,8	-0,3	-12,7	-1,4
mag.	16.956,7	710,0	68,5	14.722,2	664,0	73,9	16.712,4	803,0	92,6	0,0	13,3	-1,0
giu.	16.894,1	600,3	-62,2	14.670,6	557,6	-51,1	16.643,4	674,8	-62,3	-0,3	-23,7	-0,9
lug.	16.827,9	639,4	-66,0	14.597,8	590,7	-72,3	16.550,9	725,4	-79,9	-0,9	-57,2	-1,4
ago.	16.804,7	515,6	-23,4	14.572,9	482,0	-25,0	16.537,0	594,2	-17,1	-0,8	18,4	-0,9
set.	16.814,5	606,3	10,3	14.565,9	555,6	-6,6	16.524,1	666,5	-5,1	-0,7	41,4	-0,2
ott.	16.818,3	642,1	4,8	14.557,2	571,9	-7,5	16.492,9	705,0	-20,0	-1,0	-35,8	-0,5
nov.	16.928,4	597,6	110,4	14.638,6	538,8	81,7	16.579,8	670,0	85,5	-0,7	19,1	-0,5
dic.	16.752,4	515,7	-185,9	14.465,1	477,5	-183,4	16.361,1	575,4	-219,6	-1,2	-118,4	-1,6
2014 gen.	16.774,4	793,5	22,0	14.494,6	735,4	29,6	16.467,0	886,5	88,2	-0,8	67,5	-0,1
feb.	16.846,9	629,7	68,3	14.554,4	576,7	55,7	16.527,7	697,4	69,7	-0,6	9,1	-0,2
mar.	16.829,7	648,7	-18,1	14.524,9	579,6	-30,5	16.479,5	675,7	-48,9	-0,7	-46,7	-1,3
apr.	.	.	.	14.475,4	611,6	-47,6	16.429,9	705,8	-44,9	-1,0	-46,4	-1,4
A lungo termine												
2013 apr.	15.563,5	247,7	-4,4	13.401,2	217,2	-15,4	15.127,4	248,9	-3,0	0,8	-9,9	-0,7
mag.	15.630,9	254,5	68,6	13.474,8	223,2	74,9	15.211,4	260,9	88,4	1,0	20,5	-0,4
giu.	15.610,5	208,2	-19,9	13.468,6	181,6	-5,6	15.188,2	201,4	-17,4	0,7	-10,2	-0,2
lug.	15.538,9	204,7	-71,5	13.383,3	173,1	-84,9	15.083,6	195,3	-94,3	0,1	-54,8	-1,1
ago.	15.533,4	117,3	-5,6	13.374,4	97,7	-9,1	15.082,2	113,0	-5,5	0,2	37,3	-0,1
set.	15.549,9	223,7	16,9	13.380,0	190,6	6,0	15.088,3	216,7	15,6	0,2	56,4	0,5
ott.	15.579,1	249,1	29,3	13.390,6	199,0	10,8	15.084,4	228,2	5,1	-0,1	-6,7	0,6
nov.	15.695,7	251,9	115,4	13.482,1	210,0	90,4	15.191,7	240,1	105,7	0,2	45,7	0,9
dic.	15.596,1	154,0	-100,1	13.390,8	133,1	-91,8	15.080,1	148,5	-103,0	0,1	-43,9	0,5
2014 gen.	15.562,4	275,6	-32,6	13.357,8	237,3	-31,9	15.089,5	290,2	-4,2	0,1	2,1	1,2
feb.	15.627,7	233,0	65,1	13.413,4	199,0	55,5	15.142,3	231,6	65,1	0,4	9,2	0,8
mar.	15.584,0	255,7	-45,1	13.365,3	207,9	-49,5	15.091,1	237,2	-52,2	0,0	-47,8	-0,5
apr.	.	.	.	13.343,9	222,8	-20,4	15.074,0	247,8	-13,3	-0,1	-16,2	-0,7

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

(miliardi di euro)

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



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

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

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

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

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

1. Consistenze ed emissioni lorde

	Consistenze						Emissioni lorde ¹⁾					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pub- bliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pub- bliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2012	16.598	5.399	3.256	988	6.271	684	958	589	81	68	187	32
2013	16.361	4.887	3.187	1.060	6.554	674	728	385	64	64	187	29
2013 2° trim.	16.643	5.122	3.261	1.023	6.559	678	775	408	65	67	201	34
3° trim.	16.524	5.004	3.243	1.054	6.552	671	662	350	52	64	171	25
4° trim.	16.361	4.887	3.187	1.060	6.554	674	650	341	57	65	162	25
2014 1° trim.	16.479	4.829	3.189	1.087	6.694	681	753	371	71	69	201	41
2014 gen.	16.467	4.924	3.210	1.084	6.579	669	886	467	67	84	228	40
feb.	16.528	4.891	3.212	1.083	6.659	681	697	333	60	60	199	44
mar.	16.479	4.829	3.189	1.087	6.694	681	676	311	86	64	175	39
apr.	16.430	4.797	3.166	1.084	6.709	675	706	327	64	76	205	34
	A breve termine											
2012	1.488	601	136	82	606	64	703	490	37	53	103	21
2013	1.281	474	110	75	570	52	511	315	26	48	102	21
2013 2° trim.	1.455	558	134	90	620	54	538	337	25	52	100	23
3° trim.	1.436	539	132	90	627	47	487	294	25	46	104	18
4° trim.	1.281	474	110	75	570	52	445	269	22	45	90	18
2014 1° trim.	1.388	530	140	83	579	56	500	289	34	50	99	27
2014 gen.	1.378	533	117	87	587	53	596	372	22	57	115	29
feb.	1.385	544	122	85	581	52	466	260	35	48	100	23
mar.	1.388	530	140	83	579	56	438	235	46	46	83	29
apr.	1.356	521	137	81	567	50	458	258	21	64	91	24
	A lungo termine²⁾											
2012	15.110	4.798	3.120	906	5.665	621	255	99	45	16	83	12
2013	15.080	4.413	3.077	985	5.983	622	217	69	38	17	85	8
2013 2° trim.	15.188	4.564	3.127	934	5.939	624	237	71	40	16	101	10
3° trim.	15.088	4.465	3.111	964	5.925	623	175	56	26	18	67	8
4° trim.	15.080	4.413	3.077	985	5.983	622	206	72	35	20	72	7
2014 1° trim.	15.091	4.299	3.049	1.003	6.115	624	253	82	37	19	102	14
2014 gen.	15.090	4.391	3.093	997	5.992	616	290	95	45	26	113	11
feb.	15.142	4.347	3.090	998	6.078	629	232	74	25	12	100	21
mar.	15.091	4.299	3.049	1.003	6.115	624	237	77	40	19	92	9
apr.	15.074	4.276	3.028	1.003	6.142	625	248	69	43	12	113	10
	<i>di cui: a lungo termine con tasso fisso</i>											
2012	10.434	2.811	1.210	814	5.154	444	165	54	18	15	71	7
2013	10.682	2.648	1.316	883	5.382	452	144	36	18	14	69	6
2013 2° trim.	10.676	2.719	1.300	839	5.363	455	154	34	20	13	79	8
3° trim.	10.655	2.671	1.315	863	5.353	454	121	32	12	14	59	5
4° trim.	10.682	2.648	1.316	883	5.382	452	137	37	18	18	59	5
2014 1° trim.	10.756	2.570	1.311	897	5.517	461	183	46	20	16	90	11
2014 gen.	10.685	2.633	1.314	892	5.396	448	211	59	24	23	97	8
feb.	10.746	2.603	1.313	893	5.477	461	170	39	9	11	93	18
mar.	10.756	2.570	1.311	897	5.517	461	168	39	27	15	79	7
apr.	10.763	2.561	1.328	896	5.516	462	157	36	23	11	78	8
	<i>di cui: a lungo termine con tasso variabile</i>											
2012	4.247	1.733	1.813	88	439	175	78	38	25	1	8	5
2013	3.985	1.562	1.656	98	501	169	61	28	17	2	11	2
2013 2° trim.	4.076	1.606	1.725	92	484	169	70	31	17	2	17	2
3° trim.	4.017	1.580	1.693	97	477	169	43	20	13	3	4	2
4° trim.	3.985	1.562	1.656	98	501	169	61	31	16	2	10	2
2014 1° trim.	3.919	1.533	1.621	101	501	163	57	31	14	2	8	3
2014 gen.	3.994	1.558	1.664	101	504	167	67	31	19	4	11	3
feb.	3.980	1.545	1.660	100	507	168	47	29	11	0	4	3
mar.	3.919	1.533	1.621	101	501	163	58	33	11	3	8	2
apr.	3.895	1.522	1.583	101	526	162	79	29	16	1	32	1

Fonte: BCE.

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

2) La differenza residua fra il totale dei titoli di debito a lungo termine e i titoli di debito a lungo termine con tasso fisso e variabile consiste in obbligazioni a cedola zero e in effetti di rivalutazione.

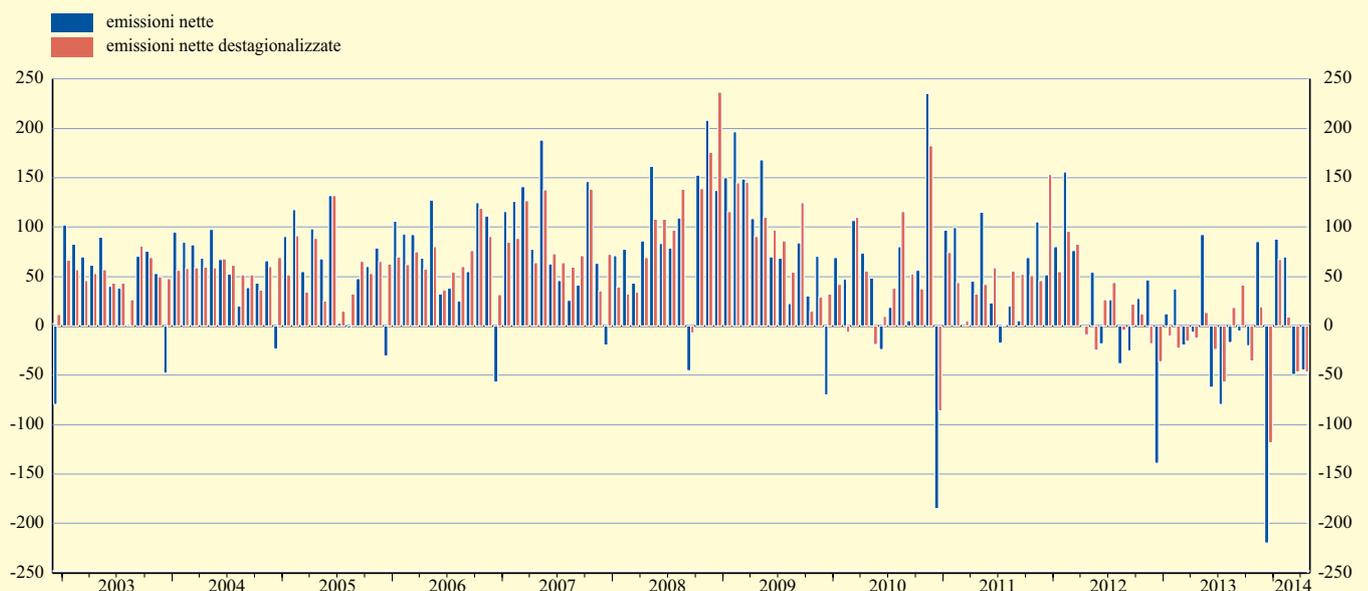
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

2. Emissioni nette

	Dati non destagionalizzati ¹⁾						Dati destagionalizzati ¹⁾					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pub- bliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pub- bliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2012	20,4	-8,1	1,9	10,5	13,0	3,1	-	-	-	-	-	-
2013	-16,9	-39,7	-7,2	6,7	24,0	-0,6	-	-	-	-	-	-
2013 2° trim.	7,8	-40,8	3,6	3,5	44,7	-3,3	-7,7	-39,7	2,9	2,4	29,7	-3,0
3° trim.	-34,0	-36,7	-4,8	11,2	-1,6	-2,1	0,9	-35,5	9,3	11,7	16,0	-0,6
4° trim.	-51,4	-35,4	-21,6	3,2	0,9	1,4	-45,0	-24,3	-42,1	6,0	14,5	0,9
2014 1° trim.	36,3	-20,9	-0,8	8,8	46,9	2,2	10,0	-34,1	6,3	6,5	30,2	1,1
2014 gen.	88,2	28,1	19,3	22,0	24,1	-5,3	67,5	10,1	32,4	20,5	5,7	-1,2
feb.	69,7	-27,4	1,5	1,4	81,3	12,8	9,1	-56,9	8,9	-2,0	47,6	11,5
mar.	-48,9	-63,3	-23,1	3,1	35,2	-0,8	-46,7	-55,6	-22,2	1,0	37,2	-7,1
apr.	-44,9	-28,5	-23,1	-1,8	14,5	-6,0	-46,4	-32,7	-37,8	-8,4	37,3	-4,9
	A lungo termine											
2012	30,4	0,5	-0,1	10,4	15,4	4,2	-	-	-	-	-	-
2013	1,2	-29,4	-3,9	7,3	26,8	0,3	-	-	-	-	-	-
2013 2° trim.	22,6	-33,1	5,3	4,0	45,1	1,3	0,1	-39,1	5,4	3,0	31,0	-0,2
3° trim.	-28,1	-30,7	-4,1	10,9	-4,2	0,1	13,0	-27,6	6,8	11,5	19,9	2,5
4° trim.	2,6	-14,5	-10,8	8,3	19,8	-0,2	-1,6	-4,9	-28,6	9,0	22,2	0,6
2014 1° trim.	2,9	-38,6	-9,4	6,1	44,0	0,7	-12,2	-45,5	-2,7	5,7	31,2	-0,9
2014 gen.	-4,2	-27,8	12,6	9,5	7,9	-6,4	2,1	-31,7	24,7	11,8	3,2	-5,9
feb.	65,1	-38,7	0,5	3,4	86,5	13,4	9,2	-62,6	5,6	2,2	52,1	11,9
mar.	-52,2	-49,2	-41,3	5,3	37,8	-4,8	-47,8	-42,1	-38,4	3,1	38,4	-8,9
apr.	-13,3	-20,9	-20,1	0,1	26,8	0,8	-16,2	-25,7	-30,7	-3,8	44,7	-0,7

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

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



Fonte: BCE.

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

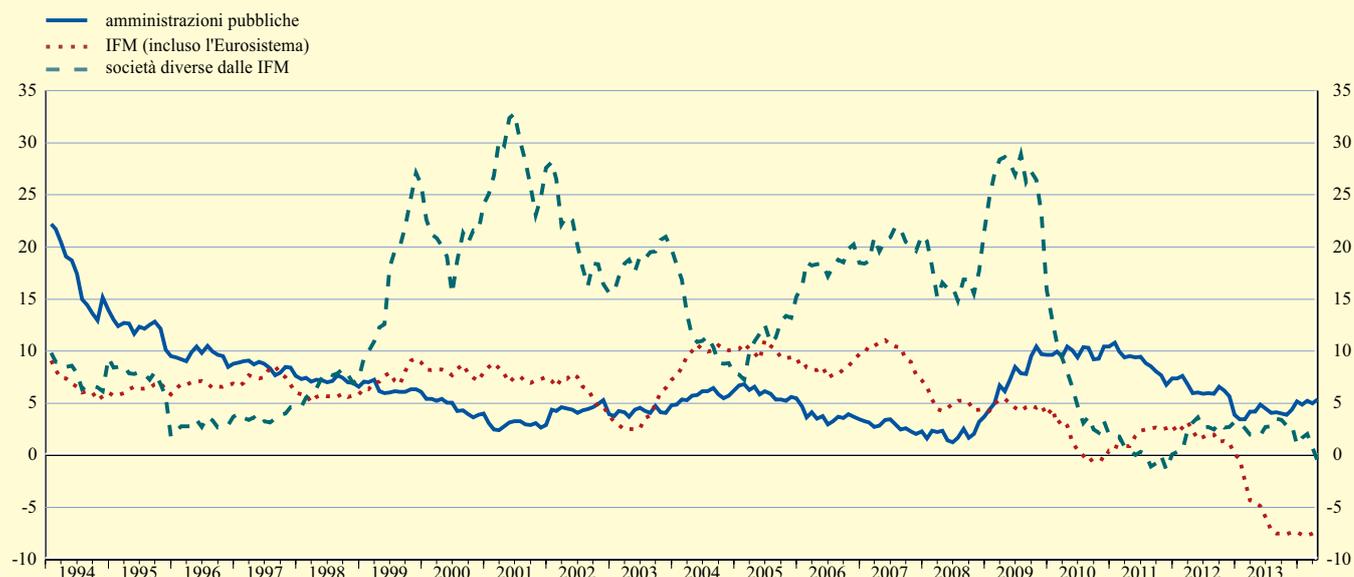
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2013 apr.	-0,3	-6,2	-1,0	12,8	3,5	0,4	-1,4	-10,6	1,9	11,6	3,5	-2,7
mag.	0,0	-6,5	-0,8	11,2	4,4	-0,4	-1,0	-11,5	2,9	8,4	5,2	-2,9
giu.	-0,3	-7,3	0,2	10,3	4,3	-2,6	-0,9	-10,8	0,8	5,5	6,3	-2,1
lug.	-0,9	-8,7	0,5	10,1	4,1	-4,7	-1,4	-11,6	0,7	5,7	5,9	-5,6
ago.	-0,8	-9,2	1,3	10,7	4,1	-3,6	-0,9	-9,9	0,2	7,3	5,1	-1,4
sett.	-0,7	-8,9	1,7	10,2	4,1	-3,8	-0,2	-8,4	2,3	8,5	4,3	-3,2
ott.	-1,0	-9,0	0,7	10,1	3,8	-4,1	-0,5	-7,4	-0,3	8,6	4,2	-5,0
nov.	-0,7	-8,8	0,7	10,2	4,0	-2,6	-0,5	-5,9	-1,4	12,0	2,8	-2,2
dic.	-1,2	-8,9	-2,6	8,2	4,6	-1,1	-1,6	-6,9	-6,0	10,7	2,8	0,2
2014 gen.	-0,8	-8,1	-1,7	9,6	4,4	-2,0	-0,1	-4,4	-4,0	13,7	3,0	2,0
feb.	-0,6	-7,8	-1,9	8,7	4,5	0,7	-0,2	-5,5	-3,9	10,1	3,9	2,9
mar.	-0,7	-7,7	-2,2	7,9	4,2	-0,8	-1,3	-6,9	-6,4	7,2	4,1	1,8
apr.	-1,0	-7,6	-3,6	6,2	4,7	-1,9	-1,4	-7,8	-6,8	3,8	5,3	1,1
A lungo termine												
2013 apr.	0,8	-4,5	-1,3	14,6	4,3	3,2	-0,7	-8,3	0,7	11,8	3,3	-0,1
mag.	1,0	-4,9	-1,0	13,3	5,1	2,9	-0,4	-10,0	2,0	7,7	5,5	-1,0
giu.	0,7	-5,9	0,1	12,6	4,8	1,6	-0,2	-10,4	1,3	5,9	7,1	-1,7
lug.	0,1	-7,2	0,2	12,1	4,5	0,3	-1,1	-11,9	0,9	5,7	6,5	-3,1
ago.	0,2	-7,5	1,1	12,4	4,5	0,7	-0,1	-10,0	1,9	8,4	5,8	0,3
sett.	0,2	-7,5	1,2	11,2	4,4	0,3	0,5	-8,4	2,4	9,6	5,3	2,2
ott.	-0,1	-7,5	0,6	10,9	4,2	0,8	0,6	-6,8	0,3	10,0	5,1	1,7
nov.	0,2	-7,4	0,6	10,9	4,8	0,4	0,9	-4,7	-0,9	14,2	4,2	1,7
dic.	0,1	-7,4	-1,5	9,7	5,7	0,6	0,5	-4,2	-4,1	13,6	4,3	3,0
2014 gen.	0,1	-7,6	-0,8	10,2	5,5	-1,1	1,2	-3,2	-2,4	14,9	4,4	1,2
feb.	0,4	-7,7	-0,3	10,1	5,6	1,8	0,8	-5,3	-2,4	11,9	5,4	3,3
mar.	0,0	-7,5	-1,8	9,6	5,4	0,9	-0,5	-6,7	-5,9	9,4	5,5	-0,3
apr.	-0,1	-7,3	-3,1	8,3	5,9	0,4	-0,7	-7,8	-6,5	6,5	6,8	-0,8

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



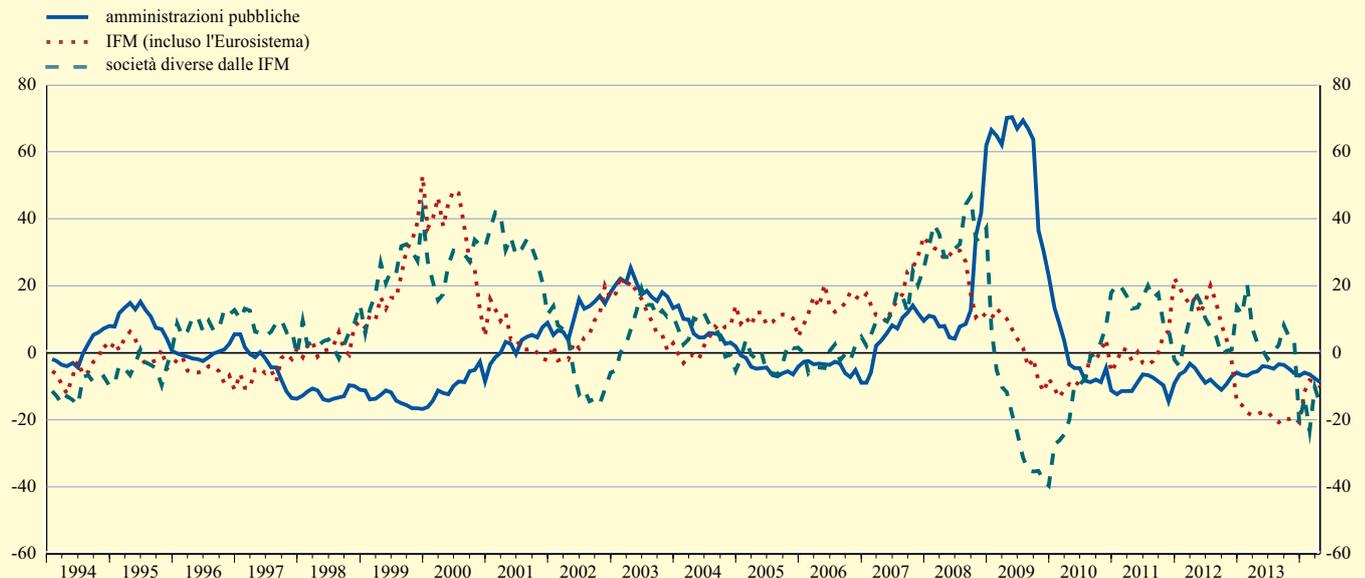
Fonte: BCE.

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

4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro¹⁾ (continua)
(variazioni percentuali)

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
	Tutte le valute											
2012	5,3	4,1	1,9	10,6	5,9	7,3	-0,9	-0,3	-4,9	-0,4	6,6	23,3
2013	3,3	-3,2	6,7	13,6	4,6	4,1	-7,2	-7,5	-9,4	5,0	-1,3	-0,8
2013 2° trim.	3,7	-3,3	7,5	15,0	5,1	4,5	-7,5	-6,7	-10,7	2,0	-1,8	-0,8
3° trim.	3,0	-4,8	7,8	12,9	4,8	3,4	-8,0	-9,6	-8,9	6,9	-1,9	-5,4
4° trim.	2,3	-5,0	5,2	10,7	4,2	2,6	-6,6	-9,8	-7,9	11,7	6,5	-4,1
2014 1° trim.	1,8	-5,9	1,4	9,9	4,8	1,8	-5,0	-8,5	-7,2	12,6	12,8	-2,5
2013 nov.	2,1	-4,8	4,9	10,7	3,9	2,0	-5,6	-9,8	-7,3	12,8	13,2	-3,2
dic.	2,1	-5,1	3,7	9,5	4,5	2,2	-6,2	-9,3	-9,4	11,1	14,2	-2,9
2014 gen.	1,7	-5,8	2,0	10,0	4,6	0,0	-5,1	-8,8	-7,6	13,4	15,8	-3,0
feb.	1,8	-6,2	0,0	10,3	5,2	2,9	-4,2	-8,4	-5,2	12,5	10,5	-0,9
mar.	1,7	-6,4	0,6	9,1	5,0	3,0	-5,0	-7,2	-7,8	12,9	10,2	-4,3
apr.	1,7	-6,4	0,9	8,1	5,0	2,6	-5,3	-6,8	-9,7	12,3	13,8	-5,0
	In euro											
2012	5,5	4,6	0,6	10,9	6,0	7,2	-0,6	2,0	-6,5	-1,4	6,3	22,9
2013	3,1	-4,0	4,1	14,7	4,6	4,1	-7,5	-7,2	-10,7	6,2	-1,8	-1,2
2013 2° trim.	3,4	-4,0	4,6	16,4	5,0	4,4	-7,7	-5,9	-12,0	4,0	-2,4	-1,4
3° trim.	2,7	-5,9	5,0	14,0	4,8	3,8	-8,4	-9,7	-9,9	8,4	-2,3	-5,8
4° trim.	2,0	-6,0	2,8	11,4	4,3	2,8	-7,0	-10,3	-8,7	12,8	6,4	-4,5
2014 1° trim.	1,6	-7,1	-1,2	9,6	4,9	1,7	-5,7	-9,3	-8,4	11,7	12,9	-2,8
2013 nov.	1,9	-5,8	2,7	11,7	3,9	2,2	-6,0	-10,3	-8,0	13,2	13,4	-3,5
dic.	2,0	-6,2	2,4	10,3	4,6	2,4	-6,9	-10,2	-10,5	11,2	14,1	-3,4
2014 gen.	1,4	-6,9	-1,4	9,7	4,6	0,0	-5,9	-9,6	-9,3	12,1	16,0	-3,1
feb.	1,6	-7,4	-2,7	9,7	5,2	2,7	-4,8	-9,2	-6,1	11,4	10,7	-1,5
mar.	1,5	-7,8	-1,4	8,4	5,0	2,6	-5,6	-8,1	-8,8	12,2	10,3	-4,1
apr.	1,5	-8,0	-0,5	7,5	5,1	2,3	-5,9	-7,6	-11,1	11,0	14,2	-4,3

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



Fonte: BCE.

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

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

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

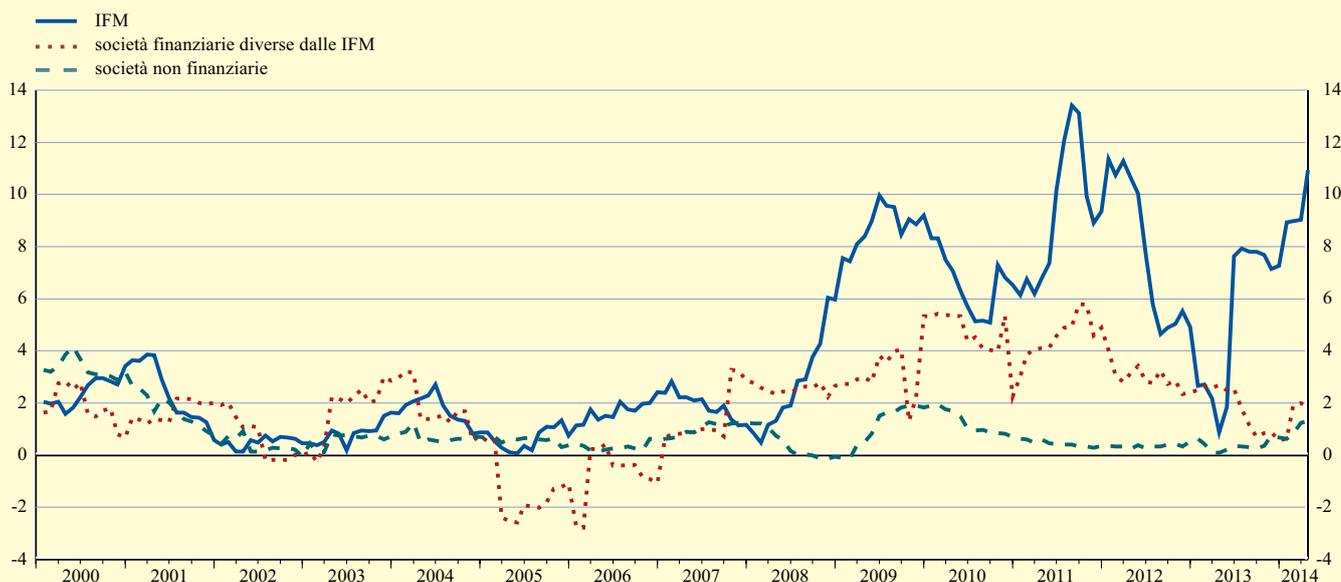
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 2008=100	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2012 apr.	4.071,1	106,5	1,4	327,2	10,7	292,3	3,1	3.451,6	0,2
mag.	3.765,4	106,6	1,5	280,8	10,0	265,5	3,4	3.219,1	0,4
giu.	3.928,0	106,7	1,1	317,6	7,7	285,0	2,8	3.325,4	0,3
lug.	4.054,1	106,8	1,0	309,9	5,8	292,1	2,7	3.452,1	0,3
ago.	4.178,8	106,8	0,9	349,6	4,6	309,4	3,2	3.519,7	0,3
set.	4.235,1	106,9	0,9	364,9	4,9	323,9	2,7	3.546,2	0,4
ott.	4.311,8	107,0	1,0	383,5	5,0	333,8	2,8	3.594,4	0,4
nov.	4.399,7	106,9	0,9	395,7	5,5	342,3	2,3	3.661,8	0,3
dic.	4.503,7	107,2	1,0	402,4	4,9	357,3	2,4	3.743,9	0,5
2013 gen.	4.658,5	107,3	0,9	441,5	2,7	370,7	2,5	3.846,3	0,6
feb.	4.643,2	107,1	0,8	416,1	2,7	364,5	2,7	3.862,6	0,4
mar.	4.645,2	106,9	0,5	380,3	2,2	369,0	2,6	3.895,9	0,1
apr.	4.747,4	106,8	0,3	410,4	0,9	394,9	2,7	3.942,1	0,1
mag.	4.864,1	107,1	0,5	440,2	1,9	408,0	2,5	4.016,0	0,2
giu.	4.663,9	107,9	1,2	413,5	7,6	394,5	2,5	3.855,9	0,4
lug.	4.903,7	108,0	1,1	446,6	7,9	418,7	1,8	4.038,5	0,3
ago.	4.892,0	107,9	1,1	461,5	7,8	416,1	1,1	4.014,5	0,3
set.	5.136,7	107,9	1,0	491,7	7,8	427,6	0,7	4.217,3	0,3
ott.	5.411,0	108,1	1,1	557,2	7,7	445,1	0,8	4.408,7	0,4
nov.	5.502,3	108,4	1,3	562,8	7,1	454,6	0,9	4.484,9	0,7
dic.	5.567,9	108,6	1,3	569,0	7,3	465,8	0,6	4.533,1	0,7
2014 gen.	5.485,2	108,8	1,4	597,7	8,9	456,1	0,6	4.431,4	0,6
feb.	5.757,5	108,9	1,7	637,8	9,0	475,3	1,9	4.644,4	0,8
mar.	5.809,2	109,1	2,0	642,6	9,0	477,1	2,0	4.689,5	1,2
apr.	5.839,6	109,2	2,2	639,1	10,9	483,5	1,8	4.717,0	1,3

F19 Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

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

(miliardi di euro; valori di mercato)

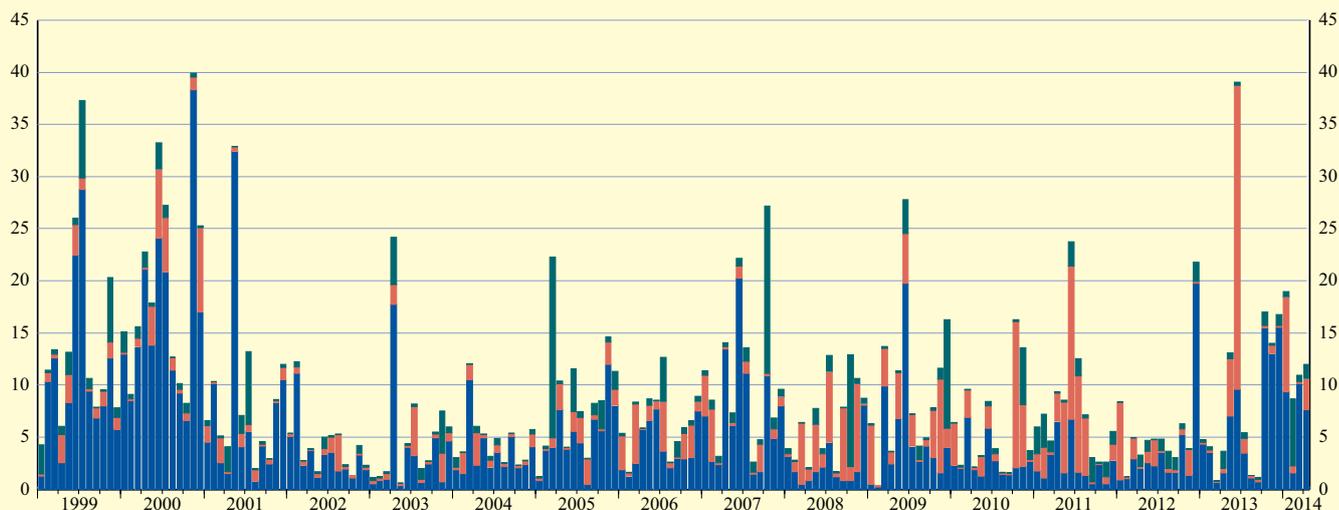
2. Transazioni nel mese

	Totale			IFM			Società finanziarie diverse dalle IFM			Società non finanziarie		
	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012 apr.	3,1	0,3	2,8	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	2,0	0,3	1,7
mag.	4,7	1,8	2,9	1,1	0,0	1,1	1,0	0,1	1,0	2,5	1,7	0,8
giu.	4,8	1,2	3,6	2,6	0,0	2,6	0,0	0,1	-0,1	2,2	1,1	1,1
lug.	4,8	0,3	4,5	0,2	0,0	0,2	1,1	0,0	1,1	3,6	0,3	3,2
ago.	3,7	1,8	1,8	0,4	0,0	0,4	1,6	0,1	1,5	1,6	1,7	-0,1
set.	2,9	0,5	2,3	0,1	0,0	0,1	1,2	0,1	1,0	1,7	0,4	1,3
ott.	6,3	1,8	4,5	0,5	0,0	0,5	0,5	0,1	0,4	5,3	1,7	3,6
nov.	3,9	5,9	-2,0	2,5	0,0	2,5	0,1	0,1	0,0	1,3	5,8	-4,5
dic.	21,6	11,4	10,2	0,0	0,5	-0,5	1,8	0,0	1,8	19,8	10,8	8,9
2013 gen.	4,6	0,3	4,3	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	4,3	0,2	4,1
feb.	4,1	11,4	-7,3	0,3	0,0	0,3	0,3	0,0	0,3	3,5	11,4	-7,8
mar.	0,7	10,6	-9,9	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,3	-0,3	0,6	10,1	-9,4
apr.	3,6	5,9	-2,3	0,4	5,2	-4,8	1,7	0,0	1,6	1,6	0,7	0,9
mag.	13,1	1,8	11,3	5,5	0,0	5,5	0,6	0,0	0,5	7,0	1,8	5,2
giu.	39,1	1,9	37,1	29,2	0,0	29,1	0,3	0,3	0,1	9,6	1,7	7,9
lug.	5,4	3,0	2,4	1,4	0,0	1,4	0,6	1,9	-1,4	3,5	1,1	2,4
ago.	1,1	2,3	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	-0,5	1,1	1,8	-0,7
set.	1,0	1,7	-0,7	0,1	0,0	0,1	0,1	0,6	-0,4	0,7	1,1	-0,4
ott.	16,9	7,5	9,4	0,1	0,0	0,1	1,3	0,1	1,2	15,5	7,4	8,1
nov.	14,0	2,1	11,9	0,8	0,0	0,8	0,2	0,1	0,1	13,0	2,0	11,0
dic.	16,6	7,0	9,6	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	15,6	7,0	8,6
2014 gen.	18,9	7,8	11,1	9,1	0,3	8,9	0,5	0,1	0,3	9,4	7,4	1,9
feb.	8,7	2,3	6,4	0,7	0,0	0,7	6,4	0,3	6,1	1,6	2,0	-0,4
mar.	10,8	2,4	8,4	0,0	0,0	0,0	0,6	0,6	0,0	10,2	1,8	8,4
apr.	12,0	2,9	9,0	3,0	0,0	3,0	1,3	0,0	1,3	7,7	2,9	4,7

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

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

- società non finanziarie
- IFM
- società finanziarie diverse dalle IFM



Fonte: BCE.

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

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

1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso ²⁾		A vista	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2013 mag.	0,33	2,04	2,06	2,25	1,31	1,31	0,38	0,83	1,86	1,98	0,48
giu.	0,32	1,88	1,88	2,12	1,30	1,28	0,38	0,83	1,65	1,77	0,72
lug.	0,31	1,88	1,90	2,08	1,28	1,23	0,37	0,82	1,63	1,78	0,85
ago.	0,30	1,81	1,87	2,05	1,15	1,21	0,37	0,70	1,57	1,85	0,51
set.	0,30	1,71	1,86	2,06	1,15	1,17	0,35	0,81	1,68	1,87	0,56
ott.	0,29	1,72	1,83	2,07	1,13	1,15	0,34	0,78	1,65	2,28	0,29
nov.	0,29	1,60	1,76	2,02	1,12	1,11	0,34	0,75	1,57	1,73	0,47
dic.	0,29	1,58	1,66	1,91	1,11	1,07	0,34	0,79	1,52	1,63	0,71
2014 gen.	0,28	1,66	1,64	1,95	1,09	1,05	0,33	0,71	1,42	1,81	0,58
feb.	0,28	1,60	1,62	1,93	1,10	1,03	0,33	0,63	1,42	1,75	0,83
mar.	0,28	1,57	1,50	1,86	1,07	1,01	0,35	0,65	1,37	1,58	0,87
apr.	0,27	1,56	1,44	1,83	1,06	0,99	0,34	0,72	1,24	1,60	0,28

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

	Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Debiti da carte di credito revolving ³⁾	Credito al consumo			(TAEG) ⁴⁾	Prestiti per acquisto di abitazione				(TAEG) ⁴⁾	Prestiti a imprese individuali e a società di persone		
			Periodo iniziale di determinazione del tasso				Periodo iniziale di determinazione del tasso					Periodo iniziale di determinazione del tasso		
			Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2013 mag.	7,90	17,08	5,62	6,12	7,81	7,20	2,87	3,09	2,95	3,22	3,32	3,32	4,11	3,14
giu.	7,84	17,03	5,51	6,06	7,65	7,07	2,82	3,00	2,87	3,15	3,25	3,10	4,07	3,01
lug.	7,75	16,96	5,63	6,12	7,63	7,13	2,84	2,97	2,90	3,17	3,28	3,19	3,75	3,18
ago.	7,74	17,01	5,62	6,15	7,64	7,15	2,80	3,01	2,97	3,18	3,31	3,00	4,06	3,15
set.	7,77	17,02	5,80	6,07	7,62	7,20	2,83	3,05	3,05	3,25	3,35	3,04	3,99	3,16
ott.	7,67	17,02	5,71	6,04	7,63	7,13	2,77	3,04	3,12	3,27	3,35	3,10	3,95	3,26
nov.	7,64	16,96	5,81	6,05	7,75	7,21	2,79	3,06	3,15	3,31	3,37	3,30	4,08	3,19
dic.	7,63	16,94	5,63	6,20	7,44	7,05	2,78	3,00	3,15	3,32	3,37	3,07	3,86	3,05
2014 gen.	7,69	17,08	5,73	6,08	7,73	7,34	2,76	3,01	3,12	3,31	3,36	3,24	3,81	3,01
feb.	7,65	17,08	5,87	6,01	7,68	7,38	2,79	2,95	3,09	3,27	3,35	3,29	3,98	3,08
mar.	7,65	17,08	5,83	5,95	7,55	7,29	2,78	2,90	3,03	3,23	3,29	3,29	4,03	3,11
apr.	7,60	17,24	5,66	5,83	7,51	7,18	2,72	2,91	3,00	3,24	3,29	3,10	3,87	3,07

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

	Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti fino a 0,25 milioni di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)						Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)					
		Tasso variabile fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 3 anni	oltre 3 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni	Tasso variabile fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 3 anni	oltre 3 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013 mag.	4,14	4,76	4,76	4,12	4,12	3,61	3,48	2,09	2,70	3,21	3,52	2,68	2,79
giu.	4,14	4,54	4,60	4,40	4,34	3,56	3,41	2,05	2,60	3,01	2,96	2,71	3,12
lug.	4,12	4,65	4,80	4,34	4,09	3,48	3,45	2,13	2,71	2,72	2,82	2,98	3,17
ago.	4,10	4,50	4,81	4,41	4,06	3,41	3,39	2,03	2,56	2,82	3,00	2,88	3,10
set.	4,13	4,53	4,67	4,39	4,16	3,41	3,42	2,08	2,54	2,86	2,75	2,89	3,28
ott.	4,14	4,60	4,83	4,39	4,14	3,51	3,50	2,19	2,64	3,14	2,86	3,28	3,38
nov.	4,08	4,56	4,71	4,34	4,29	3,56	3,50	2,23	2,62	2,96	2,90	2,98	3,10
dic.	4,12	4,53	4,49	4,20	4,19	3,43	3,41	2,17	2,73	2,67	2,81	2,82	3,13
2014 gen.	4,15	4,61	4,68	4,25	3,99	3,40	3,48	2,15	2,75	2,76	2,94	2,97	3,13
feb.	4,11	4,53	4,59	4,26	4,07	3,48	3,45	2,09	2,79	2,91	2,78	2,79	3,16
mar.	4,08	4,60	4,49	4,24	4,11	3,54	3,47	2,18	2,76	2,83	2,98	2,77	3,23
apr.	4,12	4,59	4,49	4,10	3,95	3,45	3,45	2,20	2,57	2,88	2,59	2,82	3,20

Fonte: BCE.

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

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

4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

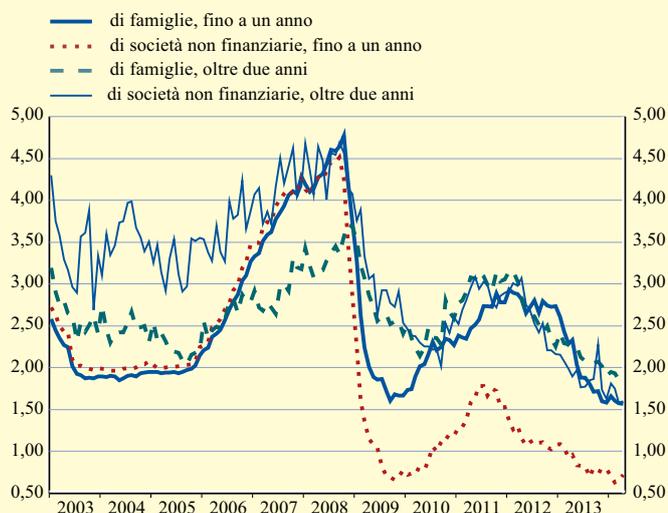
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ²⁾		A vista	Con durata prestabilita			
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2013 mag.	0,33	2,41	2,67	1,31	1,31	0,38	1,57	2,79	1,62	
giu.	0,32	2,36	2,67	1,30	1,28	0,38	1,52	2,80	1,73	
lug.	0,31	2,28	2,64	1,28	1,23	0,37	1,46	2,77	1,67	
ago.	0,30	2,22	2,63	1,15	1,21	0,37	1,44	2,82	1,50	
set.	0,30	2,16	2,63	1,15	1,17	0,35	1,41	2,84	1,66	
ott.	0,29	2,09	2,60	1,13	1,15	0,34	1,34	2,83	1,35	
nov.	0,29	2,02	2,60	1,12	1,11	0,34	1,32	2,84	1,34	
dic.	0,29	1,94	2,57	1,11	1,07	0,34	1,29	2,79	1,05	
2014 gen.	0,28	1,88	2,55	1,09	1,05	0,33	1,24	2,77	1,01	
feb.	0,28	1,84	2,59	1,10	1,03	0,33	1,23	2,78	1,08	
mar.	0,28	1,79	2,53	1,07	1,01	0,35	1,20	2,76	1,11	
apr.	0,27	1,75	2,52	1,06	0,99	0,34	1,18	2,73	1,02	

5. Tassi di interesse sui prestiti (consistenze)

	Prestiti alle famiglie						Prestiti a società non finanziarie		
	Prestiti per acquisto di abitazione con durata prestabilita			Credito al consumo e altri prestiti con durata prestabilita			Con durata prestabilita		
	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2013 mag.	3,47	3,30	3,46	7,65	6,14	4,86	3,66	3,24	3,13
giu.	3,50	3,29	3,43	7,62	6,18	4,87	3,63	3,24	3,14
lug.	3,51	3,24	3,40	7,59	6,18	4,84	3,64	3,26	3,14
ago.	3,52	3,22	3,37	7,58	6,16	4,82	3,63	3,26	3,12
set.	3,55	3,22	3,37	7,64	6,16	4,83	3,65	3,24	3,13
ott.	3,50	3,20	3,35	7,61	6,10	4,80	3,62	3,27	3,12
nov.	3,51	3,22	3,34	7,52	6,11	4,79	3,59	3,28	3,12
dic.	3,59	3,24	3,33	7,49	6,08	4,77	3,61	3,29	3,14
2014 gen.	3,60	3,17	3,31	7,58	6,11	4,76	3,67	3,30	3,13
feb.	3,59	3,21	3,37	7,64	6,23	4,83	3,63	3,33	3,17
mar.	3,57	3,18	3,33	7,61	6,14	4,76	3,62	3,31	3,13
apr.	3,63	3,16	3,31	7,50	6,14	4,78	3,63	3,30	3,14

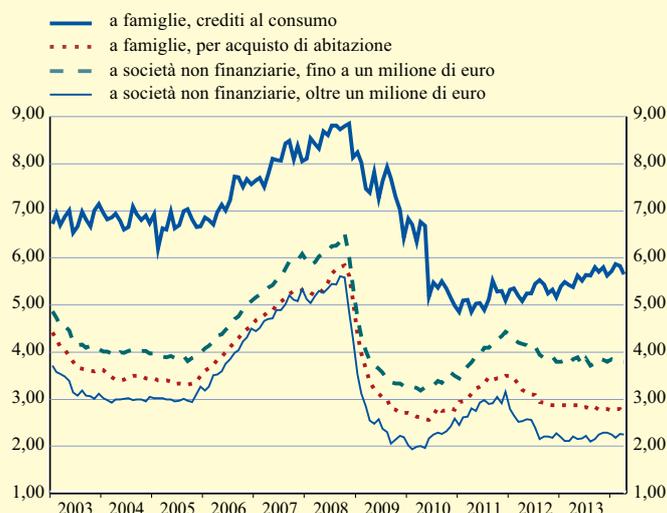
F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

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



F22 Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno

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



Fonte: BCE.

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

4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ^{1),2)}					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 1	Depositi a un mese (Euribor) 2	Depositi a tre mesi (Euribor) 3	Depositi a sei mesi (Euribor) 4	Depositi a dodici mesi (Euribor) 5	Depositi a tre mesi (Libor) 6	Depositi a tre mesi (Libor) 7
2011	0,87	1,18	1,39	1,64	2,01	0,34	0,19
2012	0,23	0,33	0,57	0,83	1,11	0,43	0,19
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2013 2° trim.	0,08	0,12	0,21	0,31	0,51	0,28	0,16
3° trim.	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,26	0,15
4° trim.	0,12	0,16	0,24	0,35	0,53	0,24	0,14
2014 1° trim.	0,18	0,23	0,30	0,40	0,56	0,24	0,14
2013 mag.	0,19	0,22	0,30	0,39	0,57	0,23	0,13
giu.	0,09	0,12	0,21	0,32	0,51	0,27	0,15
lug.	0,09	0,13	0,22	0,34	0,53	0,27	0,16
ago.	0,08	0,13	0,23	0,34	0,54	0,26	0,15
set.	0,08	0,13	0,22	0,34	0,54	0,25	0,15
ott.	0,09	0,13	0,23	0,34	0,54	0,24	0,15
nov.	0,10	0,13	0,22	0,33	0,51	0,24	0,14
dic.	0,17	0,21	0,27	0,37	0,54	0,24	0,15
2014 gen.	0,20	0,22	0,29	0,40	0,56	0,24	0,14
feb.	0,16	0,22	0,29	0,39	0,55	0,24	0,14
mar.	0,19	0,23	0,31	0,41	0,58	0,23	0,14
apr.	0,25	0,25	0,33	0,43	0,60	0,23	0,14
mag.	0,25	0,26	0,32	0,42	0,59	0,23	0,14
giu.	0,08	0,15	0,24	0,33	0,51	0,23	0,13

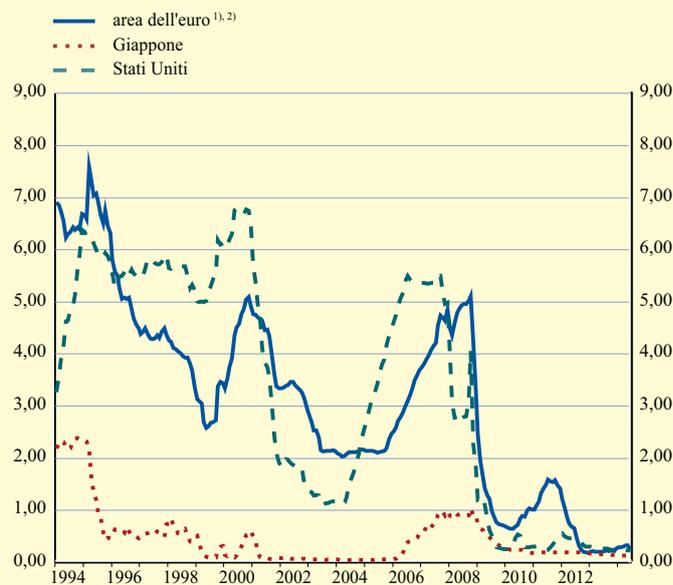
F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro ^{1), 2)}

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



F24 Tassi di interesse del mercato monetario a tre mesi

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



Fonte: BCE.

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

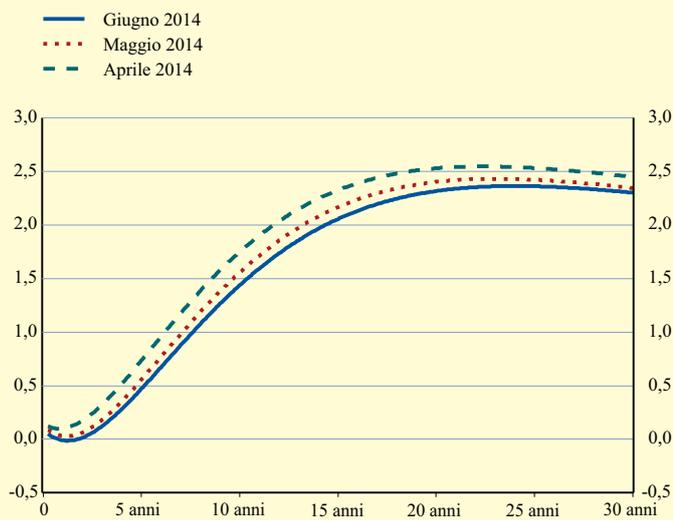
4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro ¹⁾

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

	Tassi a pronti								Tassi istantanei a termine			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	7 anni	10 anni	10 anni- 3 mesi (spread)	10 anni- 2 anni (spread)	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,09	1,72	1,66	1,74	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2013 2° trim.	0,03	0,11	0,30	1,05	1,54	2,14	2,11	1,84	0,27	0,73	2,35	3,78
3° trim.	0,02	0,07	0,22	0,94	1,45	2,05	2,03	1,84	0,17	0,60	2,25	3,74
4° trim.	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2014 1° trim.	0,16	0,11	0,17	0,76	1,23	1,82	1,66	1,65	0,11	0,40	1,94	3,50
2° trim.	0,05	-0,01	0,02	0,47	0,88	1,44	1,39	1,42	-0,04	0,16	1,46	3,09
2013 giu.	0,03	0,11	0,30	1,05	1,54	2,14	2,11	1,84	0,27	0,73	2,35	3,78
lug.	0,01	0,04	0,18	0,88	1,36	1,95	1,95	1,77	0,14	0,54	2,14	3,59
ago.	0,02	0,09	0,27	1,06	1,58	2,17	2,16	1,90	0,23	0,71	2,43	3,78
set.	0,02	0,07	0,22	0,94	1,45	2,05	2,03	1,84	0,17	0,60	2,25	3,74
ott.	0,05	0,05	0,15	0,82	1,32	1,95	1,90	1,80	0,09	0,45	2,10	3,74
nov.	0,08	0,05	0,14	0,82	1,34	1,99	1,91	1,84	0,08	0,43	2,14	3,79
dic.	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2014 gen.	0,09	0,04	0,11	0,77	1,27	1,89	1,80	1,79	0,04	0,37	2,06	3,61
feb.	0,14	0,09	0,16	0,79	1,27	1,88	1,74	1,72	0,09	0,41	2,03	3,56
mar.	0,16	0,11	0,17	0,76	1,23	1,82	1,66	1,65	0,11	0,40	1,94	3,50
apr.	0,13	0,09	0,16	0,71	1,15	1,72	1,60	1,56	0,10	0,38	1,81	3,36
mag.	0,09	0,03	0,06	0,56	0,98	1,56	1,47	1,49	0,01	0,23	1,60	3,23
giu.	0,05	-0,01	0,02	0,47	0,88	1,44	1,39	1,42	-0,04	0,16	1,46	3,09

F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro ²⁾

(valori percentuali su base annua; fine periodo)



F26 Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro ²⁾

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



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

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) I dati si riferiscono ai titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro con rating AAA.

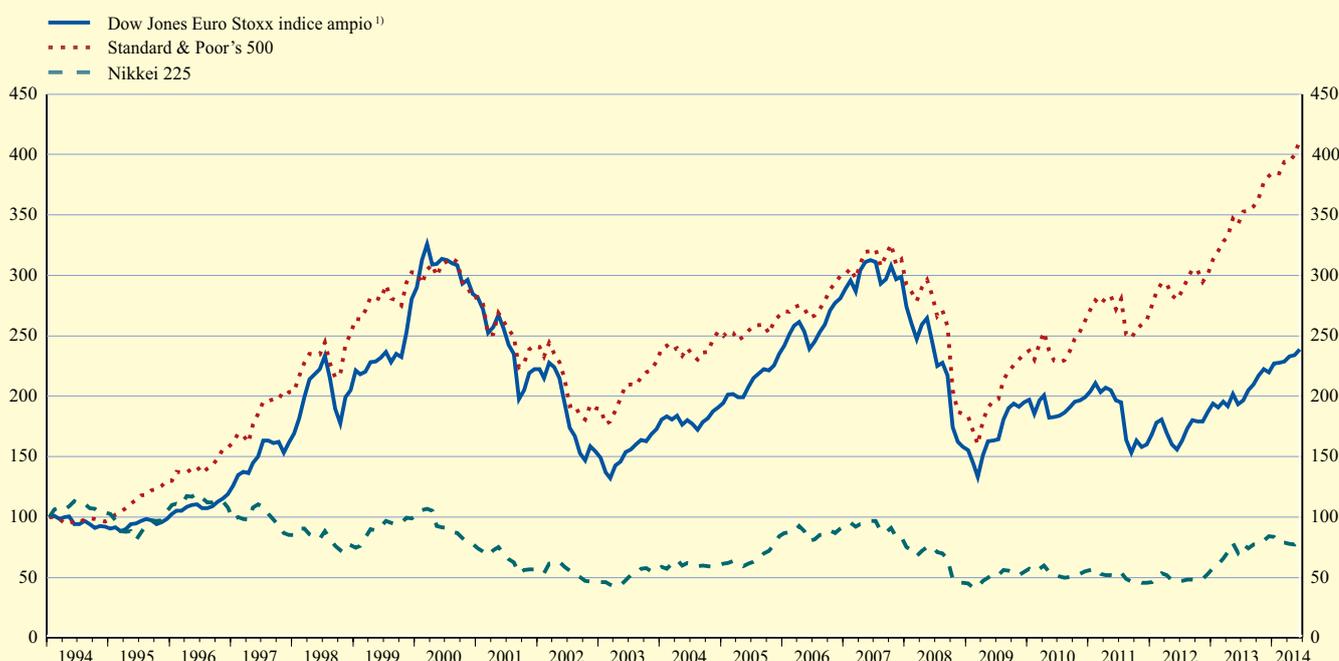
4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx ¹⁾												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	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	
2011	256,0	2.611,0	493,4	158,1	351,2	311,6	152,6	349,4	222,5	301,7	358,4	432,7	1.267,6	9.425,4
2012	239,7	2.411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1.379,4	9.102,6
2013	281,9	2.794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1.643,8	13.577,9
2013 2° trim.	271,8	2.696,1	574,6	188,6	458,8	303,7	141,5	383,0	259,3	226,1	239,3	653,6	1.609,5	13.629,3
3° trim.	282,1	2.782,3	581,1	197,7	477,6	312,1	150,4	406,2	277,3	224,0	245,3	631,3	1.674,9	14.127,7
4° trim.	304,9	3.017,6	620,6	211,9	492,2	325,7	169,9	442,8	301,9	249,5	287,4	631,8	1.768,7	14.951,3
2014 1° trim.	315,9	3.090,8	639,0	218,7	500,1	323,4	182,2	461,0	306,3	262,3	293,9	640,7	1.834,9	14.958,9
2° trim.	326,5	3.214,0	657,3	219,5	524,2	360,3	184,5	471,9	305,3	284,9	311,9	656,5	1.900,4	14.655,0
2013 giu.	268,3	2.655,8	571,1	185,9	453,0	294,9	140,4	381,3	259,5	220,4	229,2	639,2	1.618,8	13.106,6
lug.	272,4	2.686,5	569,6	193,1	465,9	298,7	142,0	389,5	268,1	215,1	231,5	642,5	1.668,7	14.317,5
ago.	284,2	2.803,8	581,8	198,2	482,8	314,9	153,2	407,0	276,1	223,8	245,6	636,8	1.670,1	13.726,7
set.	290,6	2.864,6	592,8	202,3	485,0	323,9	156,8	423,6	288,6	234,1	260,0	613,1	1.687,2	14.372,1
ott.	301,4	2.988,9	602,2	210,0	487,3	329,2	168,4	436,3	293,4	249,6	290,6	616,5	1.720,0	14.329,0
nov.	308,7	3.056,0	630,5	214,1	498,7	330,9	171,1	448,8	306,1	253,7	289,1	646,6	1.783,5	14.931,7
dic.	304,7	3.010,2	631,3	211,7	490,9	316,3	170,3	443,9	307,2	245,0	282,0	633,9	1.807,8	15.655,2
2014 gen.	314,7	3.092,4	640,7	217,4	497,9	318,8	181,3	462,3	308,2	251,3	297,4	647,6	1.822,4	15.578,3
feb.	315,9	3.085,9	643,7	219,2	502,0	318,9	183,0	460,0	304,3	261,1	291,9	638,3	1.817,0	14.617,6
mar.	317,0	3.094,0	632,7	219,5	500,7	332,4	182,5	460,6	306,2	275,0	292,2	635,8	1.863,5	14.694,8
apr.	323,2	3.171,5	637,8	219,9	518,8	348,9	185,8	470,5	304,1	278,7	298,6	642,4	1.864,3	14.475,3
mag.	324,7	3.197,4	660,9	217,7	521,7	362,3	181,9	470,2	300,4	280,6	315,0	657,2	1.889,8	14.343,1
giu.	331,5	3.271,7	672,1	220,9	531,9	369,2	185,9	475,0	311,6	295,2	321,4	669,1	1.947,1	15.131,8

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

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

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



PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati ²⁾		
	Indice 2005 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
		Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici												
in perc. del totale nel 2014	100,0	100,0	81,7	57,2	42,8	100,0	12,3	7,5	26,7	10,8	42,8	87,3	12,7	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,7	
2011	112,8	2,7	1,7	3,3	1,8	-	-	-	-	-	-	2,6	3,5	
2012	115,6	2,5	1,8	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3	3,8	
2013	117,2	1,4	1,3	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1	
2013 2° trim.	117,5	1,4	1,3	1,5	1,3	0,1	0,5	1,6	0,1	-1,8	0,2	1,3	2,3	
3° trim.	117,3	1,3	1,3	1,3	1,4	0,5	0,7	0,4	0,0	1,0	0,5	1,3	1,8	
4° trim.	117,6	0,8	1,0	0,5	1,2	-0,1	0,3	-1,2	0,1	-1,1	0,1	0,7	1,4	
2014 1° trim.	117,2	0,7	1,0	0,3	1,2	0,2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,3	0,5	2,0	
2° trim.	118,2	0,6	.	.	1,3	.	.	.	.	-0,3	.	.	.
2014 gen.	116,6	0,8	1,0	0,5	1,2	0,1	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,6	2,0	
feb.	116,9	0,7	1,1	0,3	1,3	0,1	0,0	-0,4	0,1	0,1	0,2	0,5	2,0	
mar.	118,0	0,5	0,9	0,0	1,1	-0,1	0,1	-0,5	-0,1	-0,3	0,1	0,2	2,0	
apr.	118,2	0,7	1,1	0,1	1,6	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,5	2,3	
mag.	118,1	0,5	0,8	0,0	1,1	0,0	0,1	-0,5	-0,1	-0,1	0,0	0,2	2,2	
giu. ³⁾	118,2	0,5	.	.	1,3	.	.	.	.	0,2	.	.	.

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione					
in perc. del totale nel 2014	19,8	12,3	7,5	37,5	26,7	10,8	10,5	6,2	7,3	3,1	14,7	7,2
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2010	1,1	0,9	1,3	2,2	0,5	7,4	1,8	1,5	2,3	-0,8	1,0	1,5
2011	2,7	3,3	1,8	3,7	0,8	11,9	1,8	1,4	2,9	-1,3	2,0	2,1
2012	3,1	3,1	3,0	3,0	1,2	7,6	1,8	1,5	2,9	-3,2	2,2	2,0
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,5	2,4	-4,2	2,2	0,7
2013 2° trim.	3,1	2,1	4,8	0,6	0,8	0,3	1,6	1,3	2,5	-4,5	2,0	0,9
3° trim.	3,1	2,5	4,2	0,3	0,4	0,1	1,8	1,7	2,3	-4,0	2,2	0,8
4° trim.	1,8	2,1	1,3	-0,1	0,3	-0,9	1,7	1,4	1,8	-3,5	2,0	0,4
2014 1° trim.	1,4	1,8	0,7	-0,3	0,3	-1,9	1,8	1,4	1,6	-2,7	1,3	1,2
2° trim.	0,2	.	.	.	0,0	-0,4	.	.	.	.	.	.
2014 gen.	1,7	2,0	1,3	-0,2	0,2	-1,2	1,7	1,4	1,6	-3,2	1,4	1,3
feb.	1,5	1,8	0,9	-0,4	0,4	-2,3	1,8	1,4	1,8	-2,4	1,5	1,2
mar.	1,0	1,7	-0,1	-0,5	0,2	-2,1	1,8	1,4	1,3	-2,4	1,1	1,2
apr.	0,7	1,6	-0,7	-0,3	0,1	-1,2	1,8	1,4	2,5	-2,6	2,0	1,3
mag.	0,1	1,5	-2,1	0,0	0,0	0,0	1,9	1,4	1,4	-2,9	1,2	1,3
giu. ³⁾	-0,2	.	.	.	0,0	0,1	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- Queste statistiche a carattere sperimentale forniscono solo una misura approssimata dei prezzi amministrati dato che le variazioni dei prezzi amministrati non possono essere completamente depurate da altri influssi. Si prega di consultare all'indirizzo Eurostat <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/introduction> una nota esplicativa sulla metodologia utilizzata nella compilazione di questo indicatore.
- Stime basate su dati nazionali provvisori che di norma coprono il 95 per cento dell'area dell'euro, nonché su anticipazioni relative ai prezzi dei beni energetici.

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

2. Prezzi dei prodotti industriali, delle costruzioni e degli immobili residenziali

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni										Prezzi delle costruzioni ¹⁾	Prezzi degli immobili residenziali ²⁾	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ^{2),3)}
	Totale (indice 2010 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia							Beni energetici			
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo						
							Totale	Durevoli	Non durevoli				
in perc. del totale nel 2010	100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	2,3	20,3	27,9			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2010	100,0	2,7	3,3	1,7	3,6	0,2	0,4	0,7	0,4	6,1	1,9	0,9	-0,3
2011	105,7	5,7	5,3	3,8	5,8	1,5	3,3	1,9	3,5	10,9	3,3	1,1	2,9
2012	108,6	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	1,6	2,6	6,6	1,6	-1,8	-0,2
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	0,7	1,8	-1,6	0,6	-2,1	-1,0
2013 1° trim.	109,3	1,2	0,8	1,2	0,8	0,8	2,2	0,8	2,4	0,9	0,9	-2,8	-0,9
2° trim.	108,3	-0,1	-0,1	0,5	-0,5	0,6	1,9	0,8	2,1	-2,0	0,4	-2,5	-1,1
3° trim.	108,3	-0,6	-0,3	0,3	-1,1	0,6	1,8	0,6	2,0	-2,7	0,4	-1,5	-1,0
4° trim.	108,0	-1,1	-0,9	-0,3	-1,7	0,5	0,9	0,6	1,0	-2,8	0,8	-1,5	-0,9
2014 1° trim.	107,6	-1,6	-1,1	-0,5	-1,8	0,3	0,6	0,8	0,5	-4,1	0,4	.	.
2013 dic.	108,1	-0,7	-0,6	-0,3	-1,7	0,6	0,8	0,6	0,9	-1,8	-	-	-
2014 gen.	107,8	-1,3	-0,9	-0,4	-1,7	0,4	0,7	0,9	0,6	-3,5	-	-	-
feb.	107,6	-1,7	-1,3	-0,5	-1,8	0,3	0,6	0,8	0,5	-4,4	-	-	-
mar.	107,3	-1,7	-1,2	-0,5	-1,9	0,3	0,5	0,8	0,4	-4,4	-	-	-
apr.	107,2	-1,2	-0,5	-0,3	-1,5	0,3	0,7	0,8	0,7	-3,3	-	-	-
mag.	107,0	-1,0	-0,4	-0,2	-1,2	0,3	0,5	0,8	0,5	-2,8	-	-	-

3. Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

	Prezzo del petrolio ⁴⁾ (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche						Deflatori del PIL								
		Ponderati in base alle importazioni ⁵⁾			Ponderati in base all'utilizzo ⁶⁾			Totale (destagionalizzato; indice 2000=100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ⁷⁾	Importazioni ⁷⁾	
		Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			
in perc. del totale		100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2010	60,7	44,0	19,3	57,9	40,4	22,6	54,5	108,1	0,8	1,5	1,6	0,8	0,8	3,0	5,0	
2011	79,7	15,9	21,3	13,6	15,0	20,0	11,8	109,4	1,2	2,0	2,4	0,8	1,5	3,6	5,8	
2012	86,6	-5,2	0,2	-7,6	-1,7	5,8	-6,9	110,9	1,3	1,6	2,1	1,0	1,1	1,6	2,4	
2013	81,7	-8,0	-13,4	-5,3	-7,7	-10,1	-5,8	112,5	1,5	1,1	1,2	1,2	0,3	-0,3	-1,3	
2013 2° trim.	79,0	-8,3	-6,4	-9,2	-6,5	-3,6	-8,6	112,5	1,6	1,2	1,3	1,0	0,2	0,0	-1,2	
3° trim.	82,5	-10,6	-22,2	-4,3	-11,4	-18,2	-5,7	112,6	1,4	1,0	1,4	1,1	0,2	-0,6	-1,6	
4° trim.	80,3	-10,1	-18,4	-5,9	-10,9	-15,4	-7,2	112,7	1,1	0,7	0,9	1,1	0,2	-0,9	-1,9	
2014 1° trim.	78,6	-12,9	-8,8	-14,7	-11,0	-6,7	-14,1	113,2	0,9	0,6	0,8	0,5	0,1	-1,0	-2,0	
2° trim.	79,9	-5,7	-1,1	-8,0	-3,3	1,5	-6,9	.	.	.	.	.	.	.	.
2014 gen.	78,8	-13,1	-14,2	-12,6	-12,3	-12,3	-12,3	-	-	-	-	-	-	-	-	
feb.	79,4	-13,1	-8,2	-15,2	-11,3	-6,7	-14,5	-	-	-	-	-	-	-	-	
mar.	77,8	-12,4	-3,9	-16,2	-9,5	-1,0	-15,5	-	-	-	-	-	-	-	-	
apr.	78,2	-7,5	0,7	-11,2	-5,3	1,6	-10,4	-	-	-	-	-	-	-	-	
mag.	79,4	-6,9	-1,9	-9,2	-3,8	1,7	-8,0	-	-	-	-	-	-	-	-	
giu.	82,3	-2,7	-2,0	-3,0	-0,5	1,1	-1,8	-	-	-	-	-	-	-	-	

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE sulla base di dati Eurostat (colonne 8-15 nella tavola 3 della sezione 5.1), elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Reuters (colonna 1 nella tavola 3 della sezione 5.1), elaborazioni della BCE basate su dati IPD e fonti nazionali (colonna 13 nella tavola 2 della sezione 5.1) ed elaborazioni della BCE (colonna 12 nella tavola 2 della sezione 5.1 e colonne 2-7 nella tavola 3 della sezione 5.1).

- 1) Prezzi degli input delle costruzioni residenziali.
- 2) Dati a carattere sperimentale basati su fonti nazionali non armonizzate (per ulteriori informazioni cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).
- 3) I dati si riferiscono agli Euro 18.
- 4) Qualità Brent (per consegne a termine di un mese).
- 5) Si riferisce a prezzi espressi in euro. Ponderati in base alla struttura delle importazioni dell'area dell'euro nel periodo 2004-2006.
- 6) Si riferisce a prezzi espressi in euro. Ponderati sulla base della domanda interna (prodotto interno al lordo delle importazioni e al netto delle esportazioni) dell'area dell'euro nel periodo 2004-06. Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).
- 7) I deflatori delle importazioni e delle esportazioni si riferiscono a beni e servizi e includono il commercio tra i paesi dell'area dell'euro.

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

4. Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi per occupato e produttività del lavoro

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale (indice 2008 = 100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione,	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amm. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto¹⁾												
2012	112,7	1,9	4,3	2,7	2,6	1,9	3,1	1,0	0,6	2,5	0,6	2,3
2013	114,1	1,2	1,0	1,7	1,2	0,7	2,0	1,3	-1,4	1,0	1,3	1,3
2013 2° trim.	113,9	1,2	1,5	2,0	1,1	1,2	1,5	0,8	-1,4	1,3	0,8	1,4
3° trim.	114,3	1,3	1,1	2,6	2,1	0,2	3,3	0,8	-1,0	0,4	1,2	0,8
4° trim.	114,2	0,7	-1,4	-0,4	0,9	-0,7	1,6	3,1	-1,5	0,0	2,1	0,8
2014 1° trim.	114,5	0,5	-1,4	0,5	0,9	-0,3	2,3	0,7	-0,3	1,4	0,3	0,9
Redditi per occupato												
2012	116,6	1,9	1,1	2,5	3,1	1,9	2,5	1,1	1,7	2,5	1,1	1,6
2013	118,5	1,6	2,1	2,5	1,9	0,9	1,3	1,4	1,2	1,7	1,7	0,8
2013 2° trim.	118,4	1,6	2,0	2,5	1,9	1,3	1,3	1,1	2,2	2,1	1,3	1,1
3° trim.	118,9	1,7	2,6	3,2	2,7	1,0	1,6	1,1	0,8	1,5	1,5	0,9
4° trim.	119,1	1,6	1,1	2,1	2,2	0,6	1,1	1,9	0,8	1,3	2,3	0,9
2014 1° trim.	119,6	1,3	1,0	2,0	3,7	1,3	1,6	1,3	-0,3	1,6	0,5	1,0
Produttività del lavoro per occupato²⁾												
2012	103,5	0,0	-3,1	-0,2	0,5	-0,1	-0,6	0,1	1,1	-0,1	0,5	-0,6
2013	103,9	0,4	1,1	0,8	0,6	0,3	-0,7	0,1	2,7	0,7	0,4	-0,5
2013 2° trim.	104,0	0,4	0,5	0,5	0,8	0,0	-0,2	0,4	3,7	0,8	0,5	-0,3
3° trim.	104,1	0,5	1,4	0,6	0,6	0,7	-1,6	0,3	1,9	1,0	0,3	0,1
4° trim.	104,3	0,9	2,5	2,5	1,3	1,3	-0,5	-1,2	2,3	1,3	0,2	0,1
2014 1° trim.	104,4	0,8	2,5	1,5	2,8	1,6	-0,6	0,6	0,0	0,2	0,2	0,1
Redditi per ora lavorata												
2012	119,3	2,6	2,9	3,6	4,9	2,6	3,1	1,6	2,0	2,6	1,2	2,6
2013	121,6	1,9	2,1	2,2	2,6	1,4	1,4	1,4	1,6	2,1	1,9	1,3
2013 2° trim.	121,4	1,6	1,9	1,5	1,8	1,5	1,0	0,6	2,1	2,3	1,4	1,4
3° trim.	121,9	1,8	1,9	2,1	2,4	1,3	1,9	0,6	1,9	2,0	1,7	1,2
4° trim.	122,0	1,4	-0,1	1,0	2,1	0,7	0,8	1,0	1,0	1,5	2,3	0,4
2014 1° trim.	122,8	0,8	-0,4	0,3	2,4	0,9	1,7	1,1	-0,4	1,5	0,9	-0,7
Produttività per ora lavorata²⁾												
2012	106,5	0,8	-2,1	0,9	2,0	0,7	0,1	0,5	1,9	0,2	0,7	0,1
2013	107,2	0,7	0,6	0,5	1,1	0,7	-0,6	0,2	3,3	1,1	0,6	0,0
2013 2° trim.	107,1	0,3	-0,3	-0,3	0,2	0,3	-0,4	-0,3	3,7	0,4	0,5	0,0
3° trim.	107,3	0,7	0,7	-0,4	0,3	1,4	-1,2	0,0	2,5	1,7	0,6	0,3
4° trim.	107,5	0,7	1,7	1,5	1,2	1,2	-1,1	-1,9	3,1	2,0	0,2	-0,2
2014 1° trim.	107,9	0,4	1,9	-0,2	1,6	1,2	-0,7	0,2	1,6	0,5	0,6	-1,3

5. Indicatori del costo del lavoro³⁾

	Totale (indice dest.) 2008 = 100)	Totale	Per componente			Per settore di attività			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ⁴⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
in perc. del totale nel 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6		
2012	108,7	1,9	1,9	1,8	2,4	2,4	2,1	2,2	
2013	110,3	1,5	1,8	0,9	2,1	0,9	1,2	1,8	
2013 2° trim.	114,2	1,2	1,5	0,5	1,8	0,9	1,1	1,7	
3° trim.	107,4	1,2	1,4	0,7	1,6	0,0	1,1	1,7	
4° trim.	116,8	1,6	2,0	0,4	1,6	1,2	1,0	1,7	
2014 1° trim.	103,7	0,9	1,5	-0,8	0,7	1,9	1,3	2,0	

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat (tavola 4 della sezione 5.1) ed elaborazioni della BCE (colonna 8 nella tavola 5 della sezione 5.1).

- Rapporto tra i redditi (a prezzi correnti) per occupato e la produttività del lavoro per occupato.
- PIL totale e valore aggiunto per branca di attività economica (volumi) per input di lavoro (in termini di occupati o di ore lavorate).
- Costo orario del lavoro nell'intera economia, al netto di agricoltura, silvicoltura e pesca. A causa della diversa definizione dei settori compresi, le stime delle componenti potrebbero non essere coerenti con il totale.
- Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

5.2 Produzione e domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

1. PIL e componenti della domanda

	PIL								
	Totale	Domanda interna				Bilancia commerciale ¹⁾			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>									
2010	9.185,8	9.065,0	5.282,7	2.019,9	1.741,2	21,1	120,8	3.793,9	3.673,1
2011	9.444,0	9.315,2	5.427,3	2.032,6	1.796,6	58,7	128,8	4.186,7	4.057,9
2012	9.505,4	9.259,5	5.464,4	2.041,9	1.744,9	8,4	245,9	4.362,6	4.116,7
2013	9.602,5	9.271,4	5.496,2	2.069,8	1.698,5	6,9	331,2	4.410,3	4.079,2
2013 1° trim.	2.385,7	2.311,4	1.367,7	516,3	422,8	4,6	74,3	1.085,5	1.011,2
2° trim.	2.400,9	2.311,8	1.371,7	517,1	422,8	0,2	89,1	1.107,0	1.017,9
3° trim.	2.405,8	2.326,3	1.377,7	519,5	425,8	3,3	79,6	1.105,5	1.026,0
4° trim.	2.415,5	2.325,5	1.380,4	517,0	430,8	-2,7	90,0	1.118,6	1.028,6
2014 1° trim.	2.429,6	2.345,0	1.385,4	522,4	430,6	6,5	84,6	1.116,7	1.032,1
<i>in percentuale del PIL</i>									
2013	100,0	96,6	57,2	21,6	17,7	0,1	3,4	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2013 1° trim.	-0,2	-0,2	-0,2	0,2	-1,6	-	-	-0,8	-0,8
2° trim.	0,3	-0,1	0,2	0,0	0,1	-	-	2,3	1,5
3° trim.	0,1	0,5	0,1	0,3	0,5	-	-	0,1	1,1
4° trim.	0,3	-0,1	0,1	-0,3	0,9	-	-	1,4	0,6
2014 1° trim.	0,2	0,5	0,2	0,7	0,2	-	-	0,2	0,8
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2010	1,9	1,2	1,0	0,6	-0,4	-	-	11,6	10,0
2011	1,6	0,7	0,3	-0,1	1,6	-	-	6,5	4,5
2012	-0,7	-2,2	-1,3	-0,6	-4,0	-	-	2,5	-0,9
2013	-0,4	-0,9	-0,7	0,1	-2,9	-	-	1,4	0,4
2013 1° trim.	-1,1	-2,0	-1,4	-0,2	-5,3	-	-	0,2	-1,7
2° trim.	-0,6	-1,3	-0,7	0,1	-3,4	-	-	1,6	0,0
3° trim.	-0,3	-0,4	-0,4	0,6	-2,4	-	-	1,0	0,8
4° trim.	0,5	0,2	0,2	0,2	-0,1	-	-	3,0	2,5
2014 1° trim.	0,9	0,9	0,5	0,7	1,7	-	-	4,0	4,1
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>									
2013 1° trim.	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	-0,3	0,2	0,0	-	-
2° trim.	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,4	-	-
3° trim.	0,1	0,5	0,1	0,1	0,1	0,3	-0,4	-	-
4° trim.	0,3	-0,1	0,0	-0,1	0,2	-0,2	0,4	-	-
2014 1° trim.	0,2	0,5	0,1	0,1	0,0	0,2	-0,3	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>									
2010	1,9	1,2	0,6	0,1	-0,1	0,6	0,7	-	-
2011	1,6	0,7	0,2	0,0	0,3	0,3	0,9	-	-
2012	-0,7	-2,2	-0,8	-0,1	-0,8	-0,5	1,5	-	-
2013	-0,4	-0,9	-0,4	0,0	-0,5	0,0	0,5	-	-
2013 1° trim.	-1,1	-2,0	-0,8	0,0	-1,0	-0,1	0,8	-	-
2° trim.	-0,6	-1,3	-0,4	0,0	-0,6	-0,3	0,7	-	-
3° trim.	-0,3	-0,4	-0,3	0,1	-0,4	0,2	0,1	-	-
4° trim.	0,5	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	-	-
2014 1° trim.	0,9	0,9	0,3	0,1	0,3	0,1	0,1	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono anche gli scambi commerciali tra i paesi dell'area dell'euro. I dati non sono del tutto coerenti con quelli riportati nella sezione 3.1, nella tavola 1 della sezione 7.1, nella tavola 3 della sezione 7.2 oppure nelle tavole 1 o 3 della sezione 7.5.
- 2) Include le acquisizioni nette di oggetti di valore.

5.2 Produzione e domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

2. Valore aggiunto per branca di attività economica

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)										Imposte meno sussidi alla produzione	
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto e di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrat. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale		Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2010	8.242,3	137,1	1.581,8	499,2	1.552,3	370,8	438,7	919,2	827,5	1.615,1	300,6	943,4
2011	8.468,0	142,0	1.643,3	502,0	1.593,2	374,5	440,1	965,5	859,6	1.639,7	308,1	975,9
2012	8.525,3	144,6	1.643,8	492,1	1.606,2	370,0	433,8	982,2	877,3	1.661,6	313,6	980,2
2013	8.610,9	144,0	1.660,7	478,1	1.622,3	358,1	440,0	1.004,8	895,7	1.686,9	320,3	991,7
2013 1° trim.	2.140,1	36,1	412,3	120,2	402,3	90,4	109,0	249,1	220,8	420,6	79,3	245,6
2° trim.	2.150,3	36,3	415,3	119,0	404,8	90,1	110,7	250,2	223,4	420,9	79,7	250,5
3° trim.	2.157,4	35,7	415,6	119,4	407,4	88,9	110,4	251,7	225,3	422,2	80,7	248,4
4° trim.	2.168,5	36,0	419,8	120,1	409,0	88,8	110,1	253,8	226,4	423,4	81,0	247,0
2014 1° trim.	2.177,3	36,7	418,1	120,6	410,1	88,7	112,6	254,2	226,8	427,7	81,8	252,3
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2013	100,0	1,7	19,3	5,6	18,8	4,2	5,1	11,7	10,4	19,6	3,7	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2013 1° trim.	-0,2	0,3	0,3	-1,3	-0,2	-0,2	-1,3	-0,1	0,4	-0,4	-0,3	-0,4
2° trim.	0,3	0,2	0,5	-0,9	0,6	0,2	-0,4	0,1	0,9	0,1	0,0	0,5
3° trim.	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	-0,7	0,6	0,3	0,3	0,1	0,0	-0,3
4° trim.	0,4	1,3	0,6	0,2	0,4	0,3	-0,5	0,4	0,3	0,4	0,1	-0,4
2014 1° trim.	0,1	1,7	-0,2	0,4	0,4	0,1	0,6	-0,2	0,2	0,1	0,2	0,8
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2010	2,0	-2,9	9,5	-5,6	0,7	1,5	0,1	-0,1	2,6	1,1	0,4	1,4
2011	1,8	0,3	3,0	-1,6	1,7	3,6	1,6	2,1	2,7	0,9	0,4	0,1
2012	-0,5	-4,9	-1,1	-4,2	-0,9	0,6	-0,3	0,7	0,7	0,2	0,0	-1,9
2013	-0,3	-0,4	-0,6	-4,0	-0,5	-0,7	-0,6	0,8	1,0	0,1	-0,5	-1,4
2013 1° trim.	-0,9	-2,7	-1,6	-5,2	-1,9	-0,5	0,3	0,8	-0,1	0,2	-0,9	-2,8
2° trim.	-0,5	-0,9	-0,9	-4,9	-0,9	-0,3	-0,8	0,8	1,2	0,0	-0,4	-1,2
3° trim.	-0,2	0,5	-1,0	-3,6	-0,1	-1,3	0,0	0,8	1,3	0,2	-0,1	-0,9
4° trim.	0,6	1,9	1,5	-1,8	1,1	-0,5	-1,6	0,7	1,9	0,3	-0,2	-0,5
2014 1° trim.	1,0	3,3	1,0	-0,2	1,6	-0,2	0,3	0,6	1,7	0,8	0,3	0,6
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2013 1° trim.	-0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-
2° trim.	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
3° trim.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
4° trim.	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2014 1° trim.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2010	2,0	0,0	1,7	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0	-
2011	1,8	0,0	0,6	-0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,3	0,2	0,0	-
2012	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2013	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2013 1° trim.	-0,9	0,0	-0,3	-0,3	-0,4	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
2° trim.	-0,5	0,0	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
3° trim.	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
4° trim.	0,6	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2014 1° trim.	1,0	0,1	0,2	0,0	0,3	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5.2 Produzione e domanda

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

3. Produzione industriale

in perc. del totale nel 2010	Totale		Industria escluse le costruzioni									Costruzioni			
	1	2	Totale (dest.; indice 2010 = 100)	Totale			Industria escluse le costruzioni e i beni energetici						Beni energetici	11	12
				3	4	5	6	7	Beni di consumo						
									Totale	Durevoli	Non durevoli				
	100,0	79,4	79,4	68,3	67,7	26,7	23,2	17,8	2,3	15,5	11,7	20,6			
2011	2,2	103,5	3,4	4,7	4,8	4,2	8,5	1,0	0,7	1,0	-4,5	-2,4			
2012	-3,1	100,9	-2,5	-2,7	-2,8	-4,5	-1,1	-2,4	-4,9	-2,1	-0,4	-5,4			
2013	-1,1	100,2	-0,7	-0,7	-0,7	-1,1	-0,6	-0,4	-3,6	0,1	-0,8	-2,8			
2013 2° trim.	-1,5	100,2	-1,0	-1,0	-1,1	-2,1	-0,3	-0,6	-3,9	-0,1	-1,0	-3,6			
3° trim.	-1,1	100,2	-1,1	-1,1	-0,9	-0,8	-1,3	-0,7	-3,7	-0,4	-2,1	-1,0			
4° trim.	1,0	100,8	1,6	1,9	2,1	2,5	2,7	0,4	-2,7	1,0	-1,3	-1,1			
2014 1° trim.	2,1	101,0	1,2	2,9	3,0	3,3	3,8	1,5	-0,2	1,7	-8,9	6,9			
2013 dic.	1,3	101,0	1,4	1,8	2,1	3,2	2,2	-0,1	-1,6	0,2	-1,5	0,2			
2014 gen.	2,9	101,1	1,7	3,1	3,1	3,4	5,3	0,0	-0,2	0,0	-5,6	7,5			
feb.	2,7	101,2	1,8	3,7	3,7	3,9	4,1	2,9	0,6	3,2	-9,1	7,1			
mar.	1,2	100,8	0,2	2,1	2,4	2,8	2,5	1,6	-0,8	1,9	-12,2	6,4			
apr.	2,4	101,6	1,4	2,4	2,5	3,4	0,3	4,5	1,0	5,0	-6,7	8,0			
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>															
2013 dic.	0,0	-	-0,3	0,1	0,1	0,5	-0,6	0,0	0,8	0,0	-2,9	2,0			
2014 gen.	0,3	-	0,1	0,3	0,3	0,5	0,5	0,1	-0,1	0,1	-1,8	1,0			
feb.	0,0	-	0,1	0,4	0,4	0,4	0,0	1,1	1,4	0,9	-1,9	0,1			
mar.	-0,6	-	-0,4	-0,6	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	0,0	-0,6	-0,2	-0,3			
apr.	0,9	-	0,8	0,6	0,8	0,6	-0,1	1,9	0,1	2,1	2,5	0,8			

4. Nuovi ordinativi e fatturato nell'industria, vendite al dettaglio e immatricolazioni di nuove autovetture

in perc. del totale nel 2010	Indicatore dei nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio (incluso il carburante per autoveicoli)								Immatricolazioni di nuove autovetture		
	Industria manifatturiera		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	A prezzi costanti							Carburante	Totale (migliaia dest.)	Totale
	Totale (dest.; indice 2010 = 100)	Totale	Totale (dest.; indice 2010 = 100)	Totale	Totale	Totale (dest.; indice 2010 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari						
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici					
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,2	12,0	9,1	13	14	
2011	108,6	8,6	109,3	9,2	1,7	99,3	-0,7	-1,1	-0,3	-1,4	-0,3	-3,3	840	-0,9	
2012	104,4	-3,9	108,8	-0,4	0,5	97,6	-1,7	-1,3	-1,6	-2,5	-2,8	-5,0	745	-11,1	
2013	104,3	-0,1	107,2	-1,4	-0,4	96,7	-0,9	-1,0	-0,7	-1,4	-2,6	-1,0	713	-4,4	
2013 2° trim.	103,2	-1,5	106,8	-2,0	-0,4	96,6	-1,1	-1,7	-0,5	-0,1	-2,8	-0,6	709	-7,2	
3° trim.	105,1	1,1	107,5	-1,5	-0,1	97,2	-0,5	-0,6	-0,4	-0,4	-2,5	0,0	709	-2,2	
4° trim.	106,2	2,7	107,8	0,3	0,0	96,7	0,1	-0,3	0,6	0,4	-1,0	0,2	744	5,3	
2014 1° trim.	107,2	4,3	108,8	1,6	0,5	97,4	0,9	-0,3	1,9	3,6	0,6	0,8	725	5,0	
2014 gen.	107,3	5,0	109,1	2,1	0,5	97,2	0,7	-0,4	1,3	2,3	0,1	1,3	708	5,5	
feb.	107,2	4,6	108,9	2,3	0,6	97,4	1,0	0,0	1,8	2,5	1,1	0,2	737	6,0	
mar.	107,0	3,5	108,3	0,6	0,5	97,5	1,0	-0,5	2,7	6,4	0,5	0,9	731	4,0	
apr.	109,2	6,4	108,7	0,7	4,7	97,9	2,4	2,1	2,6	0,3	0,1	1,4	744	5,1	
mag.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	731	3,3
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>															
2014 gen.	-	-0,6	-	0,7	0,9	-	1,0	0,7	0,9	1,3	1,7	0,3	-	-8,5	
feb.	-	0,0	-	-0,2	0,0	-	0,2	0,3	0,7	0,8	0,2	-1,4	-	4,1	
mar.	-	-0,2	-	-0,5	0,1	-	0,1	0,3	0,0	-0,6	-0,6	0,7	-	-0,9	
apr.	-	2,1	-	0,3	0,9	-	0,4	0,4	-0,1	-1,7	-0,1	0,4	-	1,9	
mag.	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	.	-	-1,8

Fonti: Eurostat, eccetto le colonne 1 e 2 nella tavola 4 (che riportano elaborazioni sperimentali della BCE basate su dati nazionali) e le colonne 13 e 14 nella tavola 4 (che riportano elaborazioni della BCE basate sui dati di fonte ACEA, Associazione europea dei costruttori di automobili).

- Per ulteriori dettagli, cfr. de Bondt, G.J., Dieden, H.C., Muzikarova, S. e Vincze, I., "Introducing the ECB indicator on euro area industrial new orders", *Occasional Paper Series*, n. 149, BCE Francoforte sul Meno, giugno 2013.
- I dati annuali e trimestrali sono medie di quelli mensili nel periodo considerato.

5.2 Produzione e domanda

 (saldi percentuali¹⁾, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera					Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia				Capacità utilizzata ³⁾ (in perc.)	Totale ⁴⁾	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale ⁴⁾	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010	101,3	-4,5	-24,0	0,7	11,2	77,0	-14,1	-5,2	-12,3	31,1	-7,9
2011	102,2	0,2	-6,4	2,3	9,4	80,6	-14,3	-7,3	-18,0	23,0	-9,0
2012	90,8	-11,7	-24,4	6,8	-3,9	78,6	-22,1	-11,1	-27,4	38,1	-11,7
2013	93,8	-9,3	-26,0	4,7	2,8	78,3	-18,6	-8,9	-20,1	34,4	-11,2
2013 2° trim.	90,2	-12,7	-30,9	6,2	-0,9	77,9	-20,8	-10,1	-24,8	35,7	-12,6
3° trim.	95,3	-8,3	-24,9	4,6	4,4	78,4	-15,9	-7,9	-16,7	29,6	-9,2
4° trim.	99,1	-4,1	-18,6	2,8	9,1	79,3	-14,4	-6,3	-11,6	29,8	-9,8
2014 1° trim.	101,6	-3,5	-16,5	2,8	8,8	79,8	-11,2	-4,6	-7,0	23,8	-9,6
2° trim.	102,2	-3,6	-15,3	3,6	8,1	.	-7,7	-3,5	-2,9	16,6	-8,0
2014 gen.	101,0	-3,8	-16,7	3,0	8,2	80,1	-11,7	-4,9	-7,6	24,6	-9,5
feb.	101,2	-3,5	-16,3	2,4	8,3	-	-12,7	-4,8	-8,7	26,3	-11,0
mar.	102,5	-3,3	-16,6	3,0	9,8	-	-9,3	-4,0	-4,6	20,4	-8,2
apr.	102,0	-3,5	-15,3	3,2	8,2	79,5	-8,6	-4,1	-3,5	18,4	-8,6
mag.	102,6	-3,1	-14,6	3,5	8,9	-	-7,1	-3,4	-2,5	15,1	-7,4
giu.	102,0	-4,3	-15,9	4,1	7,1	-	-7,5	-2,9	-2,8	16,2	-8,1

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale ⁴⁾	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale ⁴⁾	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale ⁴⁾	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
2010	-27,6	-38,2	-17,0	-3,3	-4,9	7,6	2,6	4,4	1,6	3,6	8,0
2011	-25,2	-33,1	-17,2	-5,3	-5,4	11,2	0,6	5,3	2,2	5,4	8,3
2012	-27,6	-34,3	-21,0	-15,1	-18,5	14,4	-12,4	-6,8	-11,8	-7,6	-1,0
2013	-30,0	-38,2	-21,7	-12,5	-18,9	9,3	-9,2	-6,1	-9,9	-8,6	0,2
2013 2° trim.	-31,5	-38,5	-24,3	-16,5	-24,5	11,2	-13,9	-9,9	-14,5	-13,3	-1,9
3° trim.	-31,0	-39,7	-22,3	-10,4	-16,4	8,7	-6,1	-5,3	-8,2	-8,6	0,8
4° trim.	-28,6	-37,7	-19,5	-6,8	-10,5	6,6	-3,5	-1,3	-4,2	-3,4	3,6
2014 1° trim.	-29,0	-39,6	-18,5	-3,0	-5,6	5,6	2,3	3,4	1,0	1,9	7,2
2° trim.	-30,8	-40,2	-21,3	-2,3	-3,7	6,7	3,4	3,8	2,7	1,8	7,0
2014 gen.	-29,8	-41,3	-18,4	-3,4	-8,1	5,9	3,7	2,4	-0,6	-0,2	8,0
feb.	-28,5	-37,5	-19,5	-3,0	-4,3	6,0	1,3	3,3	0,5	2,4	7,0
mar.	-28,7	-39,9	-17,6	-2,5	-4,3	4,9	1,8	4,5	3,2	3,5	6,7
apr.	-30,4	-40,0	-20,7	-2,5	-5,8	6,1	4,4	3,5	2,3	1,5	6,7
mag.	-30,1	-40,4	-19,7	-2,4	-3,0	7,8	3,6	3,8	3,2	2,2	5,9
giu.	-31,8	-40,1	-23,4	-2,1	-2,3	6,1	2,1	4,2	2,5	1,7	8,5

Fonte: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari).

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata a partire dal 1990.
- 3) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dalle medie trimestrali.
- 4) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

5.3 Mercato del lavoro ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

1. Occupazione

	Per status occupazionale			Per settore di attività									
	Totale	Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Ammin. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
<i>livelli (migliaia)</i>													
2013	145.877	124.718	21.159	4.971	22.791	9.109	35.881	4.066	4.046	1.278	18.396	34.488	10.851
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2013	100,0	85,5	14,5	3,4	15,6	6,2	24,6	2,8	2,8	0,9	12,6	23,6	7,4
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2011	0,3	0,4	-0,2	-2,0	0,1	-3,7	0,7	1,3	-0,4	0,6	2,5	0,3	0,1
2012	-0,6	-0,7	-0,1	-1,9	-0,9	-4,7	-0,8	1,2	-0,4	-0,4	0,7	-0,3	0,6
2013	-0,8	-0,8	-0,9	-1,4	-1,4	-4,6	-0,8	0,0	-0,7	-1,9	0,4	-0,2	0,0
2013 2° trim.	-1,0	-1,0	-0,9	-1,4	-1,4	-5,6	-0,9	-0,1	-1,1	-2,8	0,4	-0,4	-0,1
3° trim.	-0,8	-0,8	-0,7	-0,9	-1,6	-4,2	-0,8	0,3	-0,3	-1,0	0,2	-0,2	-0,2
4° trim.	-0,4	-0,3	-0,7	-0,5	-0,9	-3,1	-0,3	0,1	-0,4	-1,6	0,7	0,0	-0,3
2014 1° trim.	0,1	0,2	-0,3	0,7	-0,5	-2,9	0,0	0,5	-0,3	0,6	1,5	0,6	0,3
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2013 2° trim.	-0,1	-0,1	0,1	1,6	-0,4	-1,0	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,5	-0,1	-0,4
3° trim.	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,1	-0,3	0,1	0,3	0,5	0,2	0,3
4° trim.	0,1	0,1	-0,1	-0,5	0,2	-0,5	0,2	0,6	-0,1	-1,2	0,1	0,3	0,1
2014 1° trim.	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,1	-1,0	-0,1	0,1	0,0	1,5	0,4	0,2	0,4
Ore lavorate													
<i>livelli (milioni)</i>													
2013	228.826	184.226	44.600	9.973	35.904	15.797	59.447	6.518	6.375	1.961	28.561	49.108	15.183
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2013	100,0	80,5	19,5	4,4	15,7	6,9	26,0	2,8	2,8	0,9	12,5	21,5	6,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2011	0,3	0,5	-0,7	-3,0	0,8	-3,8	0,4	1,4	-0,2	1,3	2,7	0,5	0,1
2012	-1,4	-1,4	-1,3	-2,9	-2,0	-6,1	-1,6	0,6	-0,9	-1,1	0,5	-0,5	-0,1
2013	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,2	-5,0	-1,2	-0,1	-0,8	-2,4	-0,1	-0,5	-0,5
2013 2° trim.	-0,9	-1,0	-0,5	-0,7	-0,6	-5,1	-1,2	0,1	-0,5	-2,9	0,8	-0,4	-0,4
3° trim.	-0,9	-0,8	-1,4	-0,2	-0,7	-3,9	-1,4	-0,2	0,0	-1,7	-0,4	-0,4	-0,4
4° trim.	-0,2	-0,1	-0,7	0,2	0,0	-3,0	-0,1	0,6	0,4	-2,3	0,0	0,1	0,0
2014 1° trim.	0,5	0,7	-0,3	1,3	1,1	-1,8	0,4	0,5	0,1	-1,0	1,2	0,2	1,7
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2013 2° trim.	0,6	0,6	0,7	0,8	1,2	0,5	0,6	0,5	0,5	0,3	1,0	0,4	-0,2
3° trim.	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,6	-0,1	-0,5	0,1	-1,0	0,1	0,1	0,3
4° trim.	0,1	0,2	-0,4	-0,1	-0,1	-0,9	0,1	0,7	-0,1	-1,5	-0,3	0,6	0,1
2014 1° trim.	-0,1	-0,1	-0,3	0,7	0,1	-0,7	-0,2	-0,2	-0,4	1,3	0,4	-1,0	1,5
Ore lavorate per persona occupata													
<i>livelli (migliaia)</i>													
2013	1.569	1.477	2.108	2.006	1.575	1.734	1.657	1.603	1.576	1.535	1.553	1.424	1.399
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2011	0,0	0,2	-0,5	-1,0	0,6	-0,1	-0,3	0,2	0,2	0,8	0,2	0,2	0,0
2012	-0,8	-0,7	-1,2	-1,0	-1,1	-1,5	-0,8	-0,7	-0,4	-0,8	-0,3	-0,2	-0,8
2013	-0,3	-0,3	-0,3	0,5	0,2	-0,5	-0,4	-0,1	0,0	-0,6	-0,4	-0,2	-0,5
2013 2° trim.	0,1	0,1	0,4	0,8	0,8	0,5	-0,3	0,2	0,7	-0,1	0,4	0,0	-0,3
3° trim.	-0,2	0,0	-0,8	0,7	0,9	0,3	-0,6	-0,4	0,3	-0,7	-0,7	-0,3	-0,2
4° trim.	0,2	0,2	0,0	0,7	1,0	0,1	0,1	0,5	0,7	-0,8	-0,7	0,1	0,3
2014 1° trim.	0,4	0,5	0,1	0,6	1,6	1,2	0,4	0,0	0,3	-1,6	-0,3	-0,4	1,4
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2013 2° trim.	0,7	0,7	0,6	-0,8	1,6	1,4	0,6	0,4	0,7	0,3	0,5	0,5	0,2
3° trim.	-0,1	0,0	-0,1	0,3	0,3	-0,2	0,0	-0,2	0,0	-1,3	-0,4	-0,1	0,0
4° trim.	0,0	0,0	-0,4	0,4	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	0,0	-0,3	-0,4	0,4	0,0
2014 1° trim.	-0,2	-0,2	-0,1	0,7	-0,1	0,3	-0,1	-0,3	-0,4	-0,3	0,0	-1,2	1,1

Fonte: elaborazioni della BCE basate sui dati Eurostat.

1) I dati relativi all'occupazione si basano sul SEC 95.

5.3 Mercato del lavoro

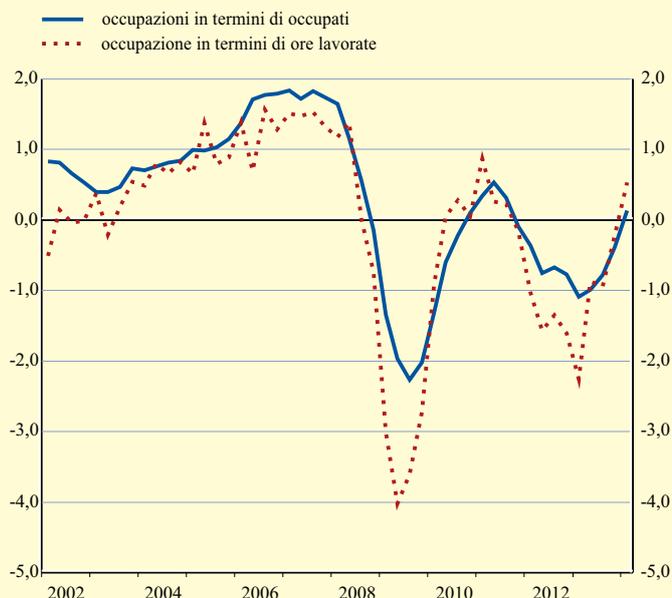
(dati destagionalizzati salvo diversa indicazione)

2. Disoccupazione e posti vacanti¹⁾

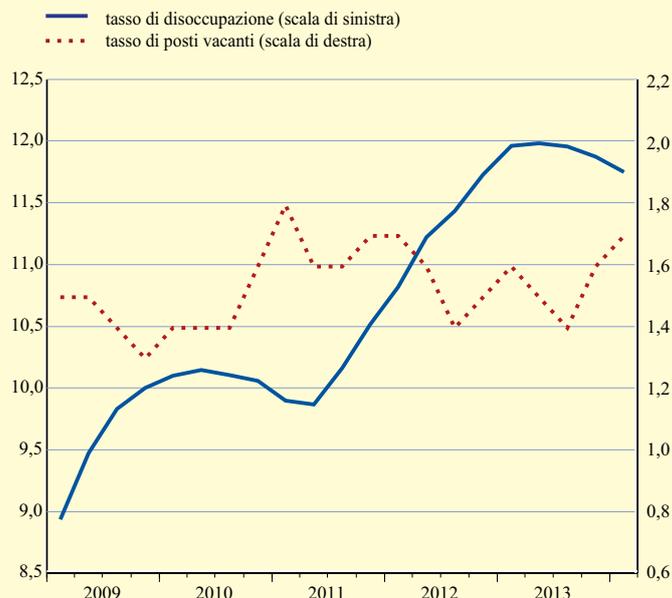
	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti ²⁾
	Totale		Per età ⁴⁾				Per genere ⁵⁾				
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
in perc. del totale nel 2010	100,0		79,3		20,7		54,2		45,8		in perc. del totale dei posti di lavoro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010	15,994	10,1	12,682	8,9	3,313	21,0	8,664	10,0	7,330	10,2	1,5
2011	16,061	10,1	12,823	8,9	3,238	20,9	8,590	9,9	7,471	10,4	1,7
2012	18,080	11,3	14,561	10,1	3,519	23,2	9,731	11,2	8,348	11,4	1,6
2013	19,120	11,9	15,561	10,7	3,559	23,9	10,283	11,9	8,836	12,0	1,5
2013 1° trim.	19,137	12,0	15,514	10,7	3,623	24,1	10,312	11,9	8,825	12,0	1,6
2° trim.	19,188	12,0	15,615	10,8	3,572	23,9	10,309	11,9	8,878	12,1	1,5
3° trim.	19,154	12,0	15,605	10,7	3,549	24,0	10,331	11,9	8,823	12,0	1,4
4° trim.	19,000	11,9	15,509	10,7	3,490	23,8	10,181	11,8	8,819	12,0	1,6
2014 1° trim.	18,772	11,7	15,326	10,6	3,446	23,7	10,106	11,7	8,667	11,8	1,7
2013 dic.	18,874	11,8	15,407	10,6	3,467	23,7	10,115	11,7	8,759	11,9	-
2014 gen.	18,860	11,8	15,370	10,6	3,490	23,9	10,132	11,7	8,728	11,9	-
feb.	18,771	11,7	15,336	10,6	3,435	23,7	10,127	11,7	8,644	11,8	-
mar.	18,686	11,7	15,272	10,5	3,414	23,6	10,058	11,7	8,628	11,8	-
apr.	18,580	11,6	15,212	10,5	3,368	23,4	10,025	11,6	8,555	11,7	-
mag.	18,552	11,6	15,196	10,5	3,356	23,3	9,956	11,5	8,596	11,7	-

F28 Occupazione: occupati e ore lavorate

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



F29 Tasso di disoccupazione e tasso di posti vacanti²⁾



Fonte: Eurostat.

- 1) I dati di disoccupazione si riferiscono a persone e sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.
- 2) I dati si riferiscono agli Euro 18.
- 3) Industria, costruzioni e servizi (ad esclusione di famiglie in veste di datori di lavoro, enti e organismi extraterritoriali); dati non destagionalizzati.
- 4) Adulti: 25 anni e oltre. Giovani: sotto i 25 anni. I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di età.
- 5) I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di genere.



FINANZA PUBBLICA

6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo ¹⁾ (in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette					Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE		Contributi sociali		Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale	
		Famiglie	Imprese			Datori di lavoro		Lavoratori dipendenti						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2005	44,8	44,3	11,7	8,6	3,0	13,3	0,3	15,4	8,1	4,4	2,3	0,5	0,3	40,7
2006	45,3	45,0	12,3	8,7	3,4	13,4	0,3	15,3	8,0	4,4	2,3	0,3	0,3	41,3
2007	45,3	45,0	12,7	8,9	3,6	13,3	0,3	15,0	8,0	4,3	2,3	0,3	0,3	41,3
2008	45,1	44,8	12,5	9,1	3,2	12,9	0,3	15,3	8,1	4,4	2,3	0,2	0,3	40,9
2009	44,9	44,6	11,6	9,2	2,3	12,8	0,3	15,8	8,3	4,5	2,5	0,3	0,4	40,5
2010	44,8	44,6	11,5	8,9	2,5	13,0	0,3	15,7	8,2	4,5	2,6	0,2	0,3	40,5
2011	45,3	45,0	11,9	9,1	2,7	13,1	0,3	15,7	8,2	4,5	2,6	0,3	0,3	40,9
2012	46,2	46,0	12,4	9,5	2,7	13,3	0,3	15,9	8,3	4,6	2,6	0,2	0,3	41,8
2013	46,7	46,4	12,7	9,7	2,8	13,3	0,3	15,9	8,3	4,7	2,6	0,3	0,3	42,3

2. Area dell'euro: spese

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale			Per memoria: spese primarie ³⁾		
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE			
													A carico delle istituzioni dell'UE	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2005	47,3	43,4	10,5	5,0	3,0	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3
2006	46,7	42,8	10,3	5,0	2,9	24,6	21,8	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,0	42,2	10,1	5,0	3,0	24,1	21,4	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,0
2008	47,2	43,3	10,3	5,2	3,0	24,8	21,9	1,6	0,4	3,9	2,6	1,3	0,0	44,2
2009	51,2	47,0	11,1	5,7	2,9	27,3	24,3	1,8	0,4	4,3	2,8	1,4	0,0	48,4
2010	51,0	46,6	10,9	5,7	2,8	27,2	24,2	1,8	0,4	4,4	2,6	1,9	0,0	48,2
2011	49,5	45,9	10,6	5,5	3,0	26,8	23,8	1,7	0,4	3,5	2,4	1,2	0,0	46,4
2012	49,9	46,2	10,5	5,5	3,1	27,0	24,2	1,6	0,4	3,7	2,1	1,6	0,1	46,8
2013	49,8	46,5	10,5	5,5	2,9	27,6	24,6	1,6	0,4	3,3	2,1	1,3	0,1	46,8

3. Area dell'euro: disavanzo/avanzo, disavanzo/avanzo primario e consumi pubblici

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo primario (+)	Consumi pubblici ⁴⁾							Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)			
													10		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2005	-2,5	-2,3	-0,3	-0,2	0,2	0,5	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,3	8,0	12,5	
2006	-1,4	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,5	20,3	10,3	5,0	5,2	1,9	2,3	7,9	12,4	
2007	-0,7	-1,2	0,0	0,0	0,6	2,3	20,1	10,1	5,0	5,2	1,9	2,3	7,7	12,3	
2008	-2,1	-2,3	-0,2	-0,2	0,5	0,9	20,6	10,3	5,2	5,4	2,0	2,3	8,0	12,7	
2009	-6,4	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,4	11,1	5,7	5,9	2,1	2,5	8,6	13,7	
2010	-6,2	-5,1	-0,7	-0,3	-0,1	-3,4	22,0	10,9	5,7	5,8	2,1	2,6	8,4	13,6	
2011	-4,1	-3,3	-0,7	-0,2	0,1	-1,1	21,5	10,6	5,5	5,8	2,1	2,6	8,2	13,3	
2012	-3,7	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6	21,5	10,5	5,5	5,8	2,1	2,6	8,2	13,3	
2013	-3,0	-2,6	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	21,6	10,5	5,5	5,9	2,1	2,6	8,2	13,4	

4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+) ⁵⁾

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LV	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
2010	-3,8	-4,2	0,2	-30,6	-10,9	-9,6	-7,0	-4,5	-5,3	-8,2	-0,8	-3,5	-5,1	-4,5	-9,8	-5,9	-7,5	-2,5
2011	-3,8	-0,8	1,1	-13,1	-9,6	-9,6	-5,2	-3,7	-6,3	-3,5	0,2	-2,7	-4,3	-2,5	-4,3	-6,4	-4,8	-0,7
2012	-4,1	0,1	-0,2	-8,2	-8,9	-10,6	-4,9	-3,0	-6,4	-1,3	0,0	-3,3	-4,1	-2,6	-6,4	-4,0	-4,5	-1,8
2013	-2,6	0,0	-0,2	-7,2	-12,7	-7,1	-4,3	-3,0	-5,4	-1,0	0,1	-2,8	-2,5	-1,5	-4,9	-14,7	-2,8	-2,1

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al disavanzo/avanzo dei singoli paesi.

- 1) I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra i paesi membri dell'area e il bilancio comunitario sono incluse e consolidate; quelle tra le amministrazioni pubbliche dei paesi membri non sono consolidate.
- 2) Comprende le imposte e i contributi sociali.
- 3) Spese totali meno spese per interessi.
- 4) Corrisponde alle spese per consumi finali (P.3) delle amministrazioni pubbliche nel SEC 95.
- 5) Sono inclusi i regolamenti collegati agli accordi sui tassi swap e a termine.

6.2 Debito ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: per strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				Altri creditori ³⁾
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ²⁾			Altri settori	
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	69,6	2,2	12,2	4,7	50,5	38,7	19,4	11,2	8,1	30,9
2005	70,5	2,4	12,3	4,4	51,4	37,0	18,8	11,3	7,0	33,5
2006	68,6	2,5	11,9	3,8	50,5	34,9	18,9	9,3	6,7	33,7
2007	66,3	2,2	11,3	3,9	48,8	32,7	17,6	8,6	6,5	33,6
2008	70,1	2,3	11,6	6,5	49,7	33,4	18,4	7,9	7,1	36,7
2009	80,0	2,5	12,8	8,3	56,5	37,4	21,6	9,2	6,6	42,6
2010	85,5	2,5	15,5	7,3	60,2	41,4	24,3	10,6	6,5	44,1
2011	87,4	2,5	15,5	7,4	62,0	43,3	24,5	11,4	7,4	44,0
2012	90,7	2,6	17,4	6,8	63,9	46,2	26,4	12,6	7,2	44,5
2013	92,6	2,6	16,9	6,3	66,8	47,1	26,5	13,5	7,1	45,5

2. Area dell'euro: per emittente, scadenza e valuta di denominazione

	Totale	Emesso da ⁴⁾				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute
2004	69,6	56,6	6,6	5,1	1,3	7,6	62,0	4,7	14,7	26,3	28,6	68,6	1,0
2005	70,5	57,1	6,7	5,2	1,4	7,7	62,8	4,5	14,8	25,8	29,9	69,4	1,1
2006	68,6	55,4	6,5	5,4	1,4	7,2	61,5	4,3	14,3	24,2	30,1	67,9	0,7
2007	66,3	53,4	6,3	5,3	1,4	7,2	59,1	4,2	14,5	23,6	28,2	65,7	0,5
2008	70,1	56,8	6,7	5,3	1,3	10,1	60,1	4,9	17,7	23,4	29,0	69,2	1,0
2009	80,0	64,8	7,7	5,8	1,7	12,1	67,9	5,0	19,5	27,3	33,2	78,8	1,2
2010	85,5	69,3	8,4	5,9	1,9	13,1	72,4	5,2	21,3	29,3	34,9	84,3	1,2
2011	87,4	70,7	8,6	5,9	2,2	12,6	74,8	6,2	20,8	30,4	36,1	85,7	1,7
2012	90,7	73,6	8,9	6,0	2,3	11,8	78,9	7,3	20,1	32,2	38,4	88,7	2,0
2013	92,6	75,9	8,5	6,0	2,2	10,8	81,8	7,4	20,3	32,7	39,6	90,7	1,9

3. Paesi dell'area dell'euro

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LV	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
2010	96,6	82,5	6,7	91,2	148,3	61,7	82,7	119,3	61,3	44,5	19,5	66,0	63,4	72,5	94,0	38,7	41,0	48,8
2011	99,2	80,0	6,1	104,1	170,3	70,5	86,2	120,7	71,5	42,0	18,7	68,8	65,7	73,1	108,2	47,1	43,6	49,3
2012	101,1	81,0	9,8	117,4	157,2	86,0	90,6	127,0	86,6	40,8	21,7	70,8	71,3	74,4	124,1	54,4	52,7	53,6
2013	101,5	78,4	10,0	123,7	175,1	93,9	93,5	132,6	111,7	38,1	23,1	73,0	73,5	74,5	129,0	71,7	55,4	57,0

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al debito dei singoli paesi.

- 1) Debito lordo delle amministrazioni pubbliche in valore nominale consolidato tra sottosettori dell'amministrazione. Le quote detenute da amministrazioni pubbliche non residenti non sono consolidate. I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati. Dati parzialmente stimati.
- 2) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 3) Comprende i residenti di paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 4) Esclude il debito detenuto dalle amministrazioni pubbliche del paese il cui governo ha emesso il debito stesso.

6.3 Variazione del debito ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: per fonte, strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Fonte della variazione			Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori ⁶⁾
		Fabbisogno ²⁾	Effetti di rivalutazione ³⁾	Altre variazioni in volume ⁴⁾	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ⁵⁾	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	3,3	3,1	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,4	0,0	0,5	3,7
2006	1,6	1,5	0,1	0,0	0,2	0,3	-0,4	1,6	-0,3	1,1	-1,4	1,9
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3	1,0	-0,4	-0,4	-0,3	1,6
2008	5,4	5,2	0,1	0,0	0,1	0,6	2,7	2,0	1,5	1,2	-0,5	3,9
2009	7,3	7,5	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,9	2,7	2,5	1,0	4,6
2010	7,6	7,8	-0,1	0,0	0,1	3,1	-0,7	5,2	5,0	3,3	1,6	2,6
2011	4,2	4,0	0,1	0,0	0,0	0,4	0,2	3,5	3,0	0,9	1,1	1,2
2012	3,9	5,3	-1,4	0,0	0,1	2,0	-0,5	2,2	3,1	2,1	1,2	0,7
2013	2,8	2,8	-0,1	0,1	0,0	-0,3	-0,5	3,6	1,3	0,3	1,1	1,5

2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

Variazione del debito	Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Raccordo disavanzo-debito ⁷⁾											Altro ⁸⁾	
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume		
			Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli ⁹⁾	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2005	3,3	-2,5	0,8	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
2006	1,6	-1,4	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
2007	1,2	-0,7	0,5	0,6	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,4	-2,1	3,2	3,1	0,8	0,7	0,7	0,9	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0
2009	7,3	-6,4	1,0	1,0	0,3	0,0	0,3	0,5	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,1
2010	7,6	-6,2	1,4	1,8	0,0	0,5	1,0	0,2	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,2
2011	4,2	-4,1	0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2
2012	3,9	-3,7	0,2	1,2	0,3	0,4	-0,1	0,6	-0,2	0,3	-1,4	0,0	0,0	0,4
2013	2,8	-3,0	-0,2	-0,5	-0,5	-0,3	-0,2	0,4	-0,1	0,4	-0,1	0,0	0,1	0,3

Fonte: BCE.

- 1) Dati parzialmente stimati. La variazione annua del debito lordo è espressa in percentuale del PIL [debito (t) - debito (t-1)] ÷ PIL (t). I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati.
- 2) Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
- 3) Include, oltre all'impatto delle variazioni dei tassi di cambio, gli effetti derivanti dalla misurazione al valore nominale (per esempio premi o sconti sui titoli emessi).
- 4) Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e alcune operazioni di assunzione di debito.
- 5) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 6) Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 7) Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- 8) Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
- 9) Esclusi gli strumenti finanziari derivati.

6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali ¹⁾
(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2007 4° trim.	49,1	48,5	14,7	13,8	15,7	2,5	1,0	0,6	0,3	44,5
2008 1° trim.	42,5	42,2	10,9	12,4	14,8	2,2	1,1	0,3	0,2	38,3
2° trim.	45,3	44,9	12,9	12,3	15,0	2,3	1,5	0,4	0,3	40,6
3° trim.	43,4	43,0	12,1	12,1	15,0	2,3	0,8	0,4	0,3	39,4
4° trim.	48,7	48,1	13,8	13,3	16,3	2,6	1,1	0,5	0,3	43,8
2009 1° trim.	42,6	42,5	10,5	12,0	15,6	2,4	1,1	0,1	0,2	38,4
2° trim.	45,3	44,8	11,8	12,5	15,7	2,5	1,4	0,6	0,5	40,5
3° trim.	42,8	42,5	10,9	12,1	15,5	2,4	0,7	0,3	0,3	38,7
4° trim.	48,5	47,7	12,9	13,6	16,4	2,7	1,0	0,8	0,5	43,4
2010 1° trim.	42,5	42,4	10,2	12,4	15,5	2,4	0,9	0,2	0,3	38,4
2° trim.	45,2	44,8	11,9	12,7	15,4	2,6	1,3	0,4	0,3	40,3
3° trim.	43,1	42,7	10,9	12,6	15,3	2,5	0,7	0,3	0,3	39,0
4° trim.	48,3	47,6	13,1	13,2	16,4	2,8	1,0	0,7	0,3	43,0
2011 1° trim.	43,2	42,9	10,7	12,6	15,3	2,4	1,0	0,3	0,3	38,9
2° trim.	45,3	45,0	12,1	12,7	15,4	2,5	1,5	0,3	0,3	40,4
3° trim.	43,7	43,4	11,4	12,6	15,3	2,5	0,8	0,3	0,3	39,5
4° trim.	49,0	47,9	13,3	13,2	16,6	2,8	1,0	1,1	0,4	43,6
2012 1° trim.	43,7	43,5	11,0	12,9	15,4	2,4	1,0	0,3	0,2	39,5
2° trim.	46,2	45,9	12,6	12,9	15,6	2,6	1,4	0,3	0,3	41,3
3° trim.	44,6	44,2	11,9	12,7	15,5	2,5	0,7	0,4	0,3	40,4
4° trim.	50,2	49,5	14,0	13,6	16,9	2,9	1,0	0,7	0,3	44,9
2013 1° trim.	44,3	44,0	11,3	12,8	15,6	2,4	1,0	0,2	0,3	40,0
2° trim.	47,4	46,9	13,1	13,0	15,7	2,6	1,5	0,4	0,4	42,2
3° trim.	45,1	44,6	12,1	12,7	15,5	2,5	0,7	0,5	0,4	40,7
4° trim.	50,2	49,5	14,2	13,7	16,9	2,8	0,9	0,7	0,3	45,1

2. Area dell'euro: spese e disavanzo/avanzo trimestrali

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale			Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Disavanzo (-)/ avanzo primario (+)
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali		Investimenti	Trasferimenti in conto capitale			
							Sussidi						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2007 4° trim.	49,2	44,7	10,8	5,9	2,9	25,0	21,2	1,5	4,5	2,8	1,7	-0,1	2,8
2008 1° trim.	45,3	41,8	9,8	4,5	3,0	24,4	20,7	1,2	3,6	2,3	1,2	-2,9	0,1
2° trim.	45,9	42,3	10,3	5,0	3,3	23,8	20,7	1,1	3,6	2,6	1,0	-0,7	2,6
3° trim.	45,7	42,0	9,8	5,0	3,0	24,3	21,1	1,2	3,7	2,7	1,0	-2,4	0,6
4° trim.	51,3	46,7	11,3	6,3	2,9	26,3	22,2	1,4	4,6	3,0	1,6	-2,7	0,2
2009 1° trim.	49,3	45,4	10,7	5,1	2,8	26,9	22,9	1,3	3,9	2,6	1,2	-6,7	-3,9
2° trim.	50,7	46,5	11,1	5,5	3,0	26,8	23,3	1,3	4,2	2,8	1,3	-5,3	-2,3
3° trim.	50,0	46,0	10,6	5,5	2,8	27,1	23,5	1,3	4,1	2,9	1,1	-7,2	-4,4
4° trim.	54,6	49,8	11,8	6,8	2,8	28,4	24,0	1,5	4,9	3,0	1,8	-6,1	-3,3
2010 1° trim.	50,4	46,5	10,7	5,1	2,7	27,9	23,6	1,4	3,9	2,4	1,5	-7,9	-5,1
2° trim.	49,6	46,1	11,0	5,5	3,0	26,7	23,2	1,3	3,5	2,6	1,1	-4,5	-1,5
3° trim.	50,5	45,2	10,3	5,4	2,7	26,8	23,1	1,3	5,3	2,6	2,6	-7,4	-4,7
4° trim.	53,5	48,8	11,5	6,7	2,9	27,7	23,6	1,5	4,7	2,7	2,0	-5,2	-2,3
2011 1° trim.	48,4	45,3	10,3	5,0	2,9	27,1	23,1	1,3	3,1	2,2	1,0	-5,2	-2,4
2° trim.	48,5	45,3	10,7	5,3	3,2	26,1	22,8	1,2	3,3	2,3	0,9	-3,2	0,0
3° trim.	48,0	44,5	10,1	5,3	2,9	26,3	22,9	1,2	3,5	2,3	1,1	-4,3	-1,4
4° trim.	52,7	48,7	11,3	6,6	3,2	27,7	23,6	1,5	4,0	2,5	1,8	-3,8	-0,6
2012 1° trim.	48,1	45,4	10,2	4,9	3,0	27,3	23,2	1,2	2,7	1,9	0,8	-4,3	-1,4
2° trim.	49,2	45,9	10,6	5,3	3,3	26,7	23,2	1,1	3,3	2,1	1,2	-2,9	0,4
3° trim.	48,4	44,9	10,1	5,3	2,9	26,7	23,3	1,2	3,5	2,2	1,3	-3,8	-0,9
4° trim.	53,9	48,7	11,1	6,5	3,2	27,9	24,0	1,4	5,2	2,4	2,8	-3,7	-0,5
2013 1° trim.	48,8	46,2	10,3	5,0	2,8	28,1	23,8	1,2	2,7	1,8	1,0	-4,6	-1,8
2° trim.	49,5	46,1	10,5	5,4	3,1	27,2	23,5	1,1	3,4	2,0	1,4	-2,2	0,9
3° trim.	48,5	45,3	10,0	5,3	2,8	27,2	23,5	1,2	3,2	2,1	1,0	-3,4	-0,6
4° trim.	52,2	48,6	11,1	6,3	2,9	28,3	24,2	1,5	3,6	2,3	1,4	-2,1	0,9

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

- 1) I concetti di entrate, spese e disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra il bilancio comunitario e soggetti non facenti parte delle amministrazioni pubbliche non sono incluse. I dati trimestrali, invece, a meno di scadenze diverse per la trasmissione dei dati, sono coerenti con quelli annuali.
- 2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

6.5 Debito e variazione del debito trimestrali ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario

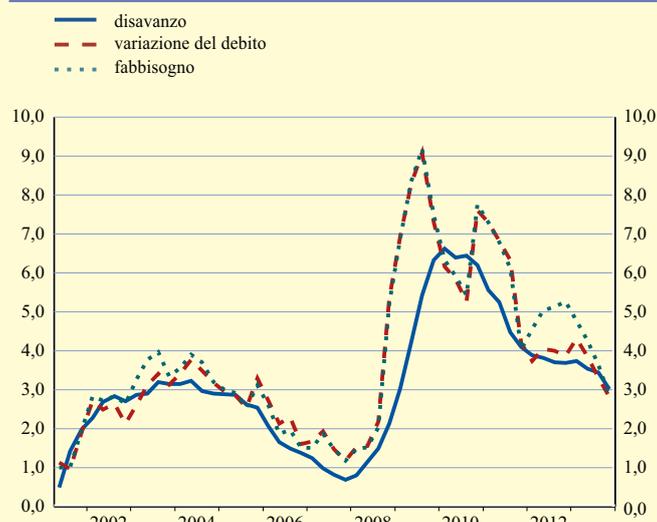
	Totale	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
	1	2	3	4	5
2011 1° trim.	86,4	2,5	15,4	7,4	61,1
2° trim.	87,2	2,5	15,1	7,5	62,2
3° trim.	86,9	2,5	15,3	7,8	61,3
4° trim.	87,4	2,5	15,5	7,4	62,0
2012 1° trim.	88,3	2,6	15,9	7,6	62,3
2° trim.	90,0	2,5	16,8	7,3	63,3
3° trim.	90,1	2,6	16,7	7,2	63,6
4° trim.	90,7	2,6	17,4	6,8	63,9
2013 1° trim.	92,4	2,6	17,1	7,0	65,7
2° trim.	93,5	2,5	17,0	6,9	67,0
3° trim.	92,7	2,6	16,8	6,9	66,5
4° trim.	92,6	2,6	16,9	6,3	66,8

2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	Variazione del debito	Disavanzo (-) / avanzo (+)	Raccordo disavanzo-debito								Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche				Effetti di rivalutazione e altre variazioni di volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli			Azioni e altri titoli di capitale	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2011 1° trim.	6,9	-5,2	1,7	0,8	2,1	-0,8	-0,6	0,0	0,2	0,7	6,7
2° trim.	5,9	-3,2	2,7	2,5	2,8	0,6	-0,3	-0,5	0,2	0,0	5,7
3° trim.	0,9	-4,3	-3,4	-3,8	-3,7	-0,4	0,1	0,2	0,5	-0,1	0,3
4° trim.	3,3	-3,8	-0,5	-0,6	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	-0,2	0,3	3,5
2012 1° trim.	5,0	-4,3	0,6	3,4	4,1	-0,2	-0,5	0,0	-3,8	1,0	8,8
2° trim.	7,1	-2,9	4,2	4,0	1,8	1,0	0,5	0,7	-0,5	0,7	7,6
3° trim.	0,7	-3,8	-3,1	-2,1	-2,1	0,5	-0,6	0,1	-0,1	-0,9	0,7
4° trim.	2,7	-3,7	-1,0	-0,4	-2,4	0,3	0,2	1,5	-1,3	0,7	4,0
2013 1° trim.	6,8	-4,6	2,2	1,6	1,5	-0,6	-0,2	0,9	0,0	0,6	6,8
2° trim.	5,2	-2,2	3,1	3,7	3,2	0,2	0,0	0,3	-0,3	-0,3	5,5
3° trim.	1,4	-3,4	-4,8	-4,3	-3,4	-0,9	0,0	0,0	0,3	-0,7	-1,7
4° trim.	0,8	-2,1	-1,3	-2,7	-3,1	0,2	-0,3	0,5	-0,1	1,6	0,9

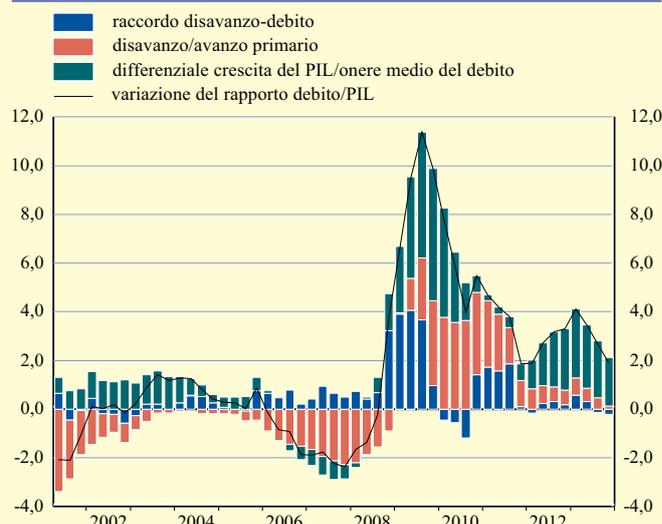
F30 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito

(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)



F31 Debito (definizione di Maastricht)

(variazione annua nel rapporto debito/PIL e fattori sottostanti)



Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

1) I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati.



TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

7.1 Bilancia dei pagamenti ¹⁾ (miliardi di euro; transazioni nette)

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario						Errori e omissioni
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	12,1	0,9	77,9	39,6	-106,3	10,7	22,7	-50,9	-101,7	238,6	-5,6	-172,0	-10,3	28,2
2012	133,1	89,0	95,0	56,3	-107,3	6,5	139,6	-165,0	-71,6	95,4	5,3	-179,3	-15,0	25,5
2013	227,7	165,2	113,2	70,3	-121,1	20,1	247,8	-246,9	-24,9	105,8	18,2	-341,7	-4,4	-0,9
2013 1° trim.	28,6	29,3	19,0	22,3	-42,0	2,1	30,7	-23,2	-25,2	2,4	8,2	-8,6	-0,1	-7,5
2° trim.	60,1	49,9	30,3	10,0	-30,0	5,6	65,6	-72,2	22,0	44,0	-1,9	-135,1	-1,2	6,6
3° trim.	51,4	38,1	33,5	14,0	-34,1	4,6	56,0	-55,9	-12,7	4,9	7,6	-52,9	-2,9	-0,1
4° trim.	87,6	48,0	30,5	24,0	-14,9	7,9	95,5	-95,6	-9,1	54,6	4,3	-145,1	-0,3	0,2
2014 1° trim.	42,4	35,6	25,2	21,6	-40,0	5,6	47,9	-40,1	-0,9	45,3	1,3	-83,6	-2,2	-7,9
2013 apr.	15,7	16,0	8,3	1,8	-10,4	1,8	17,4	-22,1	-7,5	-6,4	-5,6	-2,5	0,0	4,7
mag.	13,3	16,5	9,5	-3,0	-9,7	2,7	16,0	-19,3	43,7	24,7	-8,6	-78,5	-0,6	3,3
giu.	31,1	17,4	12,5	11,2	-10,0	1,1	32,2	-30,8	-14,3	25,7	12,4	-54,0	-0,6	-1,4
lug.	25,7	18,7	13,1	5,1	-11,2	2,5	28,3	-28,6	6,9	-31,3	-2,0	-2,6	0,2	0,4
ago.	10,2	6,7	8,1	6,9	-11,6	1,5	11,7	-6,8	-0,3	18,8	6,7	-30,0	-2,0	-5,0
set.	15,5	12,7	12,2	1,9	-11,3	0,5	16,0	-20,4	-19,3	17,4	2,9	-20,3	-1,1	4,5
ott.	26,3	17,7	10,0	6,6	-8,1	3,0	29,3	-18,8	20,4	-6,4	3,8	-37,5	0,9	-10,4
nov.	28,4	17,6	9,0	6,5	-4,7	2,3	30,7	-30,3	-19,8	57,0	-1,3	-66,4	0,2	-0,5
dic.	32,9	12,7	11,4	10,9	-2,1	2,6	35,5	-46,5	-9,7	3,9	1,8	-41,3	-1,3	11,0
2014 gen.	7,0	0,7	8,8	7,5	-10,0	1,0	8,0	-4,7	-9,1	19,3	-0,1	-12,1	-2,7	-3,3
feb.	13,8	15,5	9,0	6,5	-17,3	2,7	16,5	-12,2	30,8	26,6	2,7	-73,1	0,8	-4,3
mar.	21,6	19,3	7,4	7,6	-12,6	1,9	23,5	-23,2	-22,7	-0,5	-1,3	1,7	-0,3	-0,3
apr.	18,7	15,7	9,4	4,4	-10,8	1,2	19,9	-20,8	-18,6	-88,4	2,9	83,5	-0,3	0,9
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2014 apr.	244,5	171,2	120,6	72,2	-119,4	23,0	267,5	-262,5	-11,7	66,8	19,8	-330,5	-6,9	-5,0
<i>flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>														
2014 apr.	2,5	1,8	1,3	0,7	-1,2	0,2	2,8	-2,7	-0,1	0,7	0,2	-3,4	-0,1	-0,1

F32 B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente (dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



F33 B.d.p. dell'area dell'euro: investimenti diretti e di portafoglio (flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



Fonte:

1) L'utilizzo convenzionale dei segni è descritto nelle Note generali.

7.2 Conto corrente e conto capitale

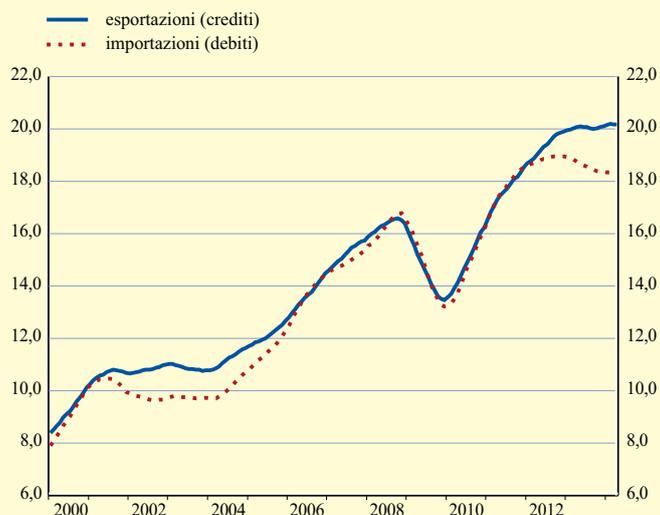
(miliardi di euro; transazioni)

1. Conto corrente e conto capitale: principali voci

	Conto corrente														Conto capitale	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti				Crediti	Debiti	
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti		Debiti				
											Rimesse dei lavoratori		Rimesse dei lavoratori			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
2011	3.028,7	3.016,6	12,1	1.792,9	1.792,1	590,8	512,9	549,1	509,5	95,8	6,5	202,1	27,1	25,8	15,1	
2012	3.222,8	3.089,7	133,1	1.921,5	1.832,5	633,6	538,5	569,1	512,8	98,6	6,8	205,9	26,0	30,6	24,1	
2013	3.247,0	3.019,3	227,7	1.935,8	1.770,6	662,9	549,7	548,6	478,3	99,7	6,7	220,8	24,4	32,4	12,3	
2013 1° trim.	777,4	748,8	28,6	470,6	441,3	146,5	127,5	132,5	110,2	27,7	1,6	69,7	5,9	6,2	4,1	
2° trim.	824,8	764,8	60,1	489,6	439,8	166,5	136,2	148,9	139,0	19,8	1,8	49,8	6,1	7,9	2,3	
3° trim.	807,2	755,7	51,4	479,6	441,5	176,8	143,3	133,2	119,2	17,6	1,7	51,7	6,3	6,7	2,2	
4° trim.	837,6	750,1	87,6	496,0	448,0	173,2	142,7	133,9	109,8	34,6	1,7	49,5	6,1	11,6	3,7	
2014 1° trim.	786,4	744,1	42,4	476,9	441,3	155,7	130,5	125,3	103,7	28,6	.	68,6	.	8,0	2,4	
2014 feb.	257,9	244,2	13,8	157,1	141,6	49,7	40,7	39,5	33,0	11,6	-	28,9	-	3,3	0,6	
mar.	272,5	250,9	21,6	167,1	147,8	53,0	45,5	45,9	38,4	6,5	-	19,2	-	3,0	1,1	
apr.	266,8	248,1	18,7	161,6	146,0	53,4	44,0	45,9	41,4	5,9	-	16,7	-	2,1	0,9	
	Dati destagionalizzati															
2013 3° trim.	808,5	758,6	49,9	480,2	442,6	166,7	137,2	136,7	123,3	24,9	-	55,5	-	-	-	
4° trim.	819,1	752,8	66,3	491,7	445,5	169,9	138,7	132,5	115,6	25,0	-	53,0	-	-	-	
2014 1° trim.	817,3	750,5	66,8	490,0	444,5	170,8	138,9	130,8	112,7	25,8	-	54,3	-	-	-	
2014 feb.	273,5	251,7	21,8	164,6	149,1	57,5	45,9	43,0	38,2	8,4	-	18,4	-	-	-	
mar.	270,6	251,0	19,6	161,1	146,8	55,8	47,1	44,8	38,8	8,8	-	18,2	-	-	-	
apr.	271,5	250,0	21,5	162,1	145,2	55,9	45,9	45,8	40,6	7,6	-	18,3	-	-	-	
	flussi cumulati sui 12 mesi															
2014 apr.	3.261,0	3.012,3	248,7	1.947,0	1.771,5	673,9	553,2	540,6	469,3	99,5	-	218,3	-	-	-	
	flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL															
2014 apr.	33,8	31,2	2,6	20,2	18,4	7,0	5,7	5,6	4,9	1,0	-	2,3	-	-	-	

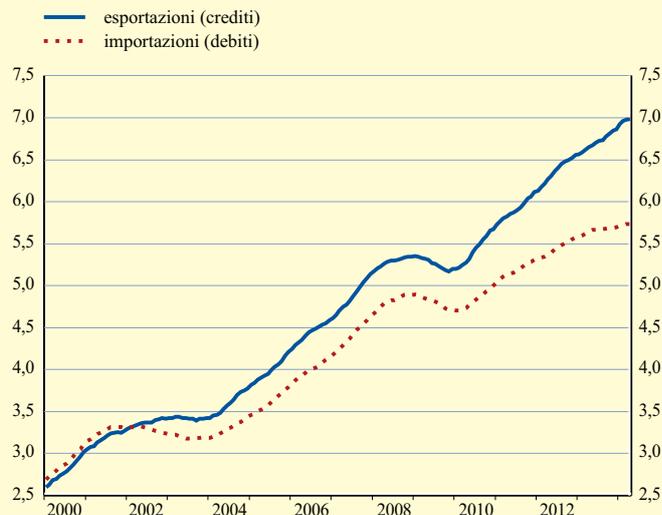
F34 B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei beni

(dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



F35 B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei servizi

(dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

7.2 Conto corrente e conto capitale

(miliardi di euro)

2. Conto dei redditi

(transazioni)

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale													
	Crediti	Debiti	Totale		Investimenti diretti						Investimenti di portafoglio				Altri investimenti	
			Crediti	Debiti	Su azioni e altre partecipazioni				Su debito		Dividendi		Interessi		Crediti	Debiti
					Crediti	Debiti	Utili reinvestiti	Altri paesi dell'UE	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2011	27,4	12,8	521,7	496,7	269,2	58,8	171,1	57,3	40,4	35,2	36,2	99,5	98,2	121,9	77,7	69,0
2012	30,1	13,5	539,0	499,3	281,2	44,2	158,5	19,3	50,2	64,0	42,4	104,6	99,7	115,1	65,6	57,1
2013	29,9	13,9	518,6	464,3	268,2	46,0	143,2	36,7	45,8	58,8	44,8	104,4	99,2	107,9	60,6	49,9
2012 4° trim.	8,5	3,4	133,6	117,0	72,0	5,6	37,7	-11,5	13,6	17,9	7,9	20,7	24,8	27,3	15,3	13,5
2013 1° trim.	7,3	2,6	125,3	107,6	66,1	25,6	35,8	15,8	11,4	14,4	7,8	17,7	24,6	27,3	15,4	12,5
2° trim.	7,5	3,6	141,4	135,3	72,5	1,9	35,6	2,8	11,6	14,4	15,0	44,1	25,1	27,3	17,2	14,0
3° trim.	7,4	4,1	125,8	115,2	63,8	17,0	37,6	16,1	11,1	14,6	12,3	24,6	24,8	27,0	13,9	11,5
4° trim.	7,8	3,6	126,1	106,3	65,9	1,5	34,3	2,0	11,7	15,5	9,7	18,1	24,7	26,4	14,1	12,0

3. Scomposizione per area geografica

(transazioni cumulate)

dal 1° trim. 2013 al 4° trim. 2013	Totale	Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro						Brasile	Canada	Cina	India	Giappone	Russia	Svizzera	Stati Uniti	Altri
	1	Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE	8	9	10	11	12	13	14	15	16
		2	3	4	5	6	7									
		Crediti														
Conto corrente	3.247,0	1.012,9	55,9	100,4	490,7	301,3	64,6	66,0	47,8	161,6	38,3	69,0	124,6	274,2	443,0	1.009,7
Beni	1.935,8	601,0	36,4	58,9	267,8	237,6	0,2	34,0	24,4	121,3	27,5	43,7	86,7	128,1	224,2	644,8
Servizi	662,9	204,1	12,8	21,1	127,8	35,5	6,8	10,8	11,0	24,8	8,3	15,1	22,0	64,4	101,6	200,9
Redditi	548,6	143,7	5,7	18,2	83,7	24,8	11,4	20,8	11,7	14,8	2,2	9,3	15,0	72,2	110,7	148,2
da capitale	518,6	135,8	4,8	18,1	81,9	24,1	6,9	20,8	11,6	14,7	2,2	9,2	15,0	56,5	109,2	143,6
Trasferimenti correnti	99,7	64,1	1,0	2,2	11,4	3,3	46,2	0,5	0,7	0,8	0,2	1,0	0,9	9,4	6,6	15,7
Conto capitale	32,4	27,7	0,0	0,0	1,2	0,2	26,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	1,1	0,4	2,9
		Debiti														
Conto corrente	3.019,3	947,6	48,1	95,3	407,2	278,7	118,3	40,4	30,4	-	35,1	91,1	156,7	230,1	397,1	-
Beni	1.770,6	501,7	31,0	52,1	198,1	220,6	0,0	26,2	14,6	197,2	26,0	43,3	140,1	106,2	150,9	564,4
Servizi	549,7	160,3	8,3	16,5	92,8	42,4	0,3	5,3	7,3	16,2	7,3	8,9	10,9	51,2	112,2	170,1
Redditi	478,3	151,1	7,6	24,8	104,4	9,8	4,6	7,6	6,7	-	0,9	38,1	4,5	63,0	127,2	-
da capitale	464,3	143,7	7,5	24,7	102,8	4,2	4,6	7,5	6,5	-	0,7	38,0	4,3	62,6	126,1	-
Trasferimenti correnti	220,8	134,5	1,3	1,9	11,9	5,9	113,4	1,3	1,9	2,6	0,9	0,7	1,1	9,8	6,9	61,1
Conto capitale	12,3	5,2	0,0	0,0	4,4	0,5	0,3	0,2	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1	0,7	0,5	4,8
		Saldo														
Conto corrente	227,7	65,3	7,8	5,2	83,5	22,5	-53,7	25,6	17,3	-	3,1	-22,1	-32,1	44,0	45,9	-
Beni	165,2	99,3	5,4	6,9	69,8	17,1	0,2	7,8	9,8	-75,9	1,6	0,4	-53,4	21,9	73,3	80,4
Servizi	113,2	43,8	4,6	4,6	35,0	-6,9	6,5	5,4	3,7	8,6	1,0	6,2	11,0	13,3	-10,6	30,9
Redditi	70,3	-7,4	-1,9	-6,6	-20,7	14,9	6,8	13,2	5,0	-	1,3	-28,9	10,5	9,2	-16,5	-
da capitale	54,3	-7,9	-2,7	-6,6	-21,0	20,0	2,4	13,3	5,1	-	1,5	-28,8	10,6	-6,1	-16,9	-
Trasferimenti correnti	-121,1	-70,4	-0,3	0,3	-0,5	-2,6	-67,2	-0,8	-1,2	-1,8	-0,7	0,2	-0,2	-0,4	-0,3	-45,4
Conto capitale	20,1	22,6	0,0	0,0	-3,2	-0,3	26,1	-0,2	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,3	-0,1	-1,9

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

1. Conto finanziario: principali voci

	Totale ¹⁾			Totale in perc. del PIL			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero)														
2010	15.183,6	16.453,3	-1.269,7	165,3	179,1	-13,8	4.928,8	3.895,5	4.901,4	7.429,6	-45,0	4.807,2	5.128,2	591,2
2011	15.986,5	17.440,9	-1.454,4	169,3	184,7	-15,4	5.708,5	4.414,6	4.738,4	7.741,7	-54,8	4.927,3	5.284,5	667,1
2012	16.920,5	18.174,3	-1.253,8	178,0	191,2	-13,2	6.125,7	4.634,2	5.254,8	8.423,6	-46,9	4.897,5	5.116,5	689,4
2013 2° trim.	17.005,4	18.309,3	-1.303,9	178,5	192,2	-13,7	6.230,1	4.739,6	5.351,8	8.539,6	-50,4	4.909,5	5.030,0	564,3
3° trim.	16.961,7	18.238,3	-1.276,7	177,3	190,7	-13,3	6.181,1	4.719,8	5.453,6	8.680,2	-41,5	4.781,8	4.838,3	586,8
4° trim.	16.970,8	18.135,2	-1.164,4	176,7	188,9	-12,1	6.266,8	4.764,7	5.537,9	8.801,1	-38,1	4.662,1	4.569,5	542,1
Variazioni nelle consistenze														
2010	1.447,9	1.226,4	221,6	15,8	13,4	2,4	518,3	359,3	557,8	585,9	-26,7	269,7	281,2	128,8
2011	802,9	987,6	-184,7	8,5	10,5	-2,0	779,7	519,1	-163,0	312,2	-9,7	120,0	156,4	75,9
2012	934,0	733,4	200,6	9,8	7,7	2,1	417,2	219,5	516,3	681,9	7,9	-29,7	-168,0	22,3
2013	50,4	-39,0	89,4	0,5	-0,4	0,9	141,1	130,5	283,2	377,4	8,7	-235,4	-547,0	-147,3
2013 3° trim.	-43,7	-70,9	27,2	-1,8	-3,0	1,1	-49,1	-19,8	101,7	140,6	8,9	-127,7	-191,7	22,4
4° trim.	9,2	-103,1	112,3	0,4	-4,2	4,5	85,8	44,9	84,4	120,9	3,4	-119,7	-268,9	-44,7
Transazioni														
2010	639,5	626,1	13,4	7,0	6,8	0,1	352,0	274,6	131,4	211,6	-10,2	155,8	139,9	10,5
2011	660,8	609,9	50,9	7,0	6,5	0,5	500,9	399,1	-53,7	184,9	5,6	197,8	25,8	10,3
2012	579,1	414,1	165,0	6,1	4,4	1,7	410,1	338,6	194,3	289,7	-5,3	-34,9	-214,2	15,0
2013	498,1	251,2	246,9	5,2	2,6	2,6	324,2	299,2	250,2	356,0	-18,2	-62,4	-404,0	4,4
2013 3° trim.	32,4	-23,5	55,9	1,3	-1,0	2,3	50,4	37,7	69,1	74,1	-7,6	-82,4	-135,3	2,9
4° trim.	177,6	82,0	95,6	7,2	3,3	3,9	151,9	142,8	50,4	104,9	-4,3	-20,6	-165,7	0,3
2014 1° trim.	177,6	137,6	40,1	7,5	5,8	1,7	-21,2	-22,1	45,9	91,2	-1,3	152,0	68,5	2,2
2013 dic.	-131,3	-177,9	46,5	-	-	-	-31,0	-40,7	20,6	24,5	-1,8	-120,4	-161,7	1,3
2014 gen.	173,3	168,6	4,7	-	-	-	25,0	16,0	17,6	36,9	0,1	127,8	115,7	2,7
feb.	11,8	-0,4	12,2	-	-	-	-46,5	-15,7	14,6	41,2	-2,7	47,3	-25,8	-0,8
mar.	-7,5	-30,7	23,2	-	-	-	0,3	-22,4	13,6	13,1	1,3	-23,0	-21,4	0,3
apr.	132,2	111,4	20,8	-	-	-	15,3	-3,3	74,9	-13,5	-2,9	44,6	128,1	0,3
Altre variazioni														
2009	571,4	503,0	68,4	6,4	5,6	0,8	146,5	29,8	417,6	552,1	1,1	-86,8	-78,9	93,0
2010	808,4	600,3	208,1	8,8	6,5	2,3	166,3	84,6	426,4	374,3	-16,5	113,9	141,4	118,3
2011	142,1	377,7	-235,7	1,5	4,0	-2,5	278,8	120,0	-109,3	127,2	-15,3	-77,8	130,5	65,6
2012	354,9	319,3	35,6	3,7	3,4	0,4	7,1	-119,1	322,1	392,2	13,2	5,2	46,2	7,3
Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio														
2009	-49,2	-56,2	6,9	-0,6	0,1	-0,6	-5,3	5,3	-29,8	-34,3	.	-11,5	-27,2	-2,7
2010	477,9	325,2	152,7	5,2	3,5	1,7	143,4	35,0	160,0	128,7	.	161,3	161,5	13,3
2011	214,1	176,0	38,1	2,3	1,9	0,4	70,5	18,1	72,9	66,6	.	63,2	91,3	7,5
2012	-87,8	-91,6	3,8	-0,9	-1,0	0,0	-23,0	-6,0	-41,1	-37,1	.	-17,0	-48,5	-6,6
Altre variazioni dovute ad altre rettifiche														
2009	618,1	491,5	126,6	6,9	5,5	1,4	147,5	29,4	423,6	462,1	1,2	.	.	45,8
2010	304,1	150,1	154,0	3,3	1,6	1,7	33,2	-0,8	185,5	150,9	-16,2	.	.	101,7
2011	-127,9	-253,3	125,4	-1,4	-2,7	1,3	-38,1	7,1	-133,7	-260,4	-15,3	.	.	59,3
2012	265,3	590,2	-324,9	2,8	6,2	-3,4	39,6	-6,5	195,6	596,7	13,2	.	.	16,9
Altre variazioni dovute ad altre rettifiche														
2009	1,4	68,3	-66,9	0,0	0,8	-0,7	3,4	-4,6	24,0	124,5	.	-75,6	-51,6	49,7
2010	26,3	125,3	-99,1	0,3	1,4	-1,1	-10,6	50,7	80,9	95,0	.	-47,4	-20,3	3,4
2011	59,0	433,2	-374,2	0,6	4,6	-4,0	247,0	94,9	-45,7	299,3	.	-141,0	39,0	-1,2
2012	177,4	-157,3	334,7	1,9	-1,7	3,5	-9,5	-106,5	167,6	-145,7	.	22,3	94,9	-2,9
Tassi di crescita delle consistenze														
2009	-0,7	-0,5	-	.	.	.	8,8	8,8	2,4	5,7	.	-9,9	-12,5	-1,3
2010	4,5	4,0	-	.	.	.	7,7	7,5	2,9	3,0	.	3,4	2,8	2,0
2011	4,4	3,7	-	.	.	.	10,2	10,2	-1,2	2,5	.	4,2	0,6	1,6
2012	3,6	2,4	-	.	.	.	7,2	7,7	4,0	3,7	.	-0,7	-4,0	2,2
2013 3° trim.	1,9	0,4	-	.	.	.	4,4	4,2	5,6	5,1	.	-3,9	-9,9	1,1
4° trim.	3,0	1,4	-	.	.	.	5,3	6,5	4,8	4,2	.	-1,3	-7,9	0,7
2014 1° trim.	2,9	1,2	-	.	.	.	4,1	5,4	3,5	4,0	.	1,1	-7,1	1,1

Fonte: BCE.

1) Le attività comprendono la posizione netta in strumenti finanziari derivati.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

2. Investimenti diretti

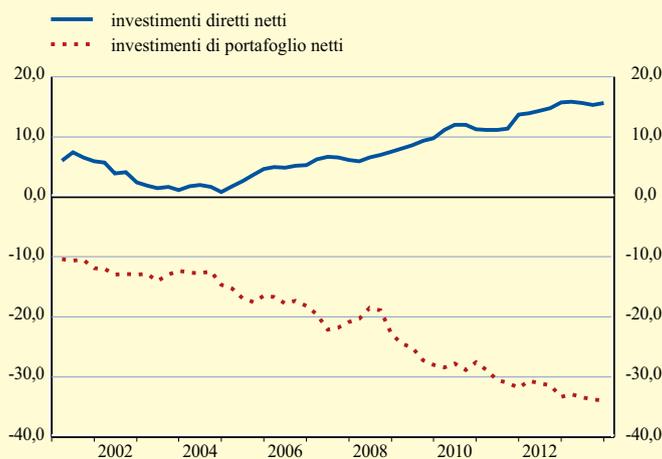
	All'estero da residenti						Nell'area dell'euro da non residenti							
	Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
2011	5.708,5	4.281,3	283,1	3.998,2	1.427,2	13,3	1.413,9	4.414,6	3.135,2	101,6	3.033,6	1.279,5	11,3	1.268,2
2012	6.125,7	4.562,5	288,8	4.273,8	1.563,1	12,0	1.551,1	4.634,2	3.231,7	109,2	3.122,5	1.402,5	11,3	1.391,2
2013 3° trim.	6.181,1	4.584,5	275,1	4.309,4	1.596,6	12,2	1.584,4	4.719,8	3.279,8	110,4	3.169,5	1.439,9	12,0	1.427,9
4° trim.	6.266,8	4.686,1	273,1	4.413,0	1.580,7	12,6	1.568,1	4.764,7	3.357,2	109,5	3.247,7	1.407,5	12,3	1.395,2
Transazioni														
2011	500,9	430,1	25,1	405,0	70,7	-3,2	73,9	399,1	361,9	10,5	351,4	37,3	0,6	36,6
2012	410,1	275,7	-3,1	278,8	134,4	-0,3	134,7	338,6	253,1	8,0	245,2	85,4	0,1	85,4
2013	324,2	290,7	6,7	284,1	33,4	0,9	32,5	299,2	288,8	7,5	281,2	10,5	1,3	9,2
2013 3° trim.	50,4	53,7	1,1	52,6	-3,3	0,1	-3,4	37,7	36,2	1,8	34,4	1,5	-0,1	1,6
4° trim.	151,9	180,3	4,0	176,3	-28,4	0,5	-28,9	142,8	163,8	2,2	161,7	-21,0	0,5	-21,5
2014 1° trim.	-21,2	-38,4	3,3	-41,7	17,2	1,0	16,1	-22,1	-25,8	2,2	-28,0	3,7	-3,6	7,2
2013 dic.	-31,0	2,4	3,4	-1,0	-33,4	0,6	-34,0	-40,7	23,6	0,6	23,0	-64,3	0,7	-65,0
2014 gen.	25,0	19,3	-0,4	19,8	5,7	0,4	5,2	16,0	14,9	1,2	13,7	1,1	-3,1	4,2
feb.	-46,5	-50,8	4,2	-55,0	4,3	0,5	3,8	-15,7	-18,1	0,5	-18,6	2,4	-0,2	2,7
mar.	0,3	-6,9	-0,4	-6,5	7,2	0,1	7,0	-22,4	-22,6	0,5	-23,0	0,2	-0,2	0,4
apr.	15,3	7,3	1,6	5,7	8,0	-0,1	8,1	-3,3	1,8	0,6	1,1	-5,0	0,0	-5,0
Tassi di crescita														
2011	10,2	11,2	9,4	11,4	6,5	-20,1	6,9	10,2	12,3	10,9	12,3	3,8	0,9	3,8
2012	7,2	6,4	-1,1	7,0	9,5	-2,5	9,6	7,7	8,2	7,9	8,2	6,7	0,4	6,7
2013 3° trim.	4,4	3,6	0,7	3,8	7,0	4,1	7,0	4,2	5,4	6,1	5,4	1,3	1,9	1,3
4° trim.	5,3	6,4	2,4	6,7	2,1	7,5	2,0	6,5	9,0	7,0	9,1	0,7	11,5	0,6
2014 1° trim.	4,1	4,5	4,1	4,5	2,8	6,8	2,8	5,4	7,2	6,5	7,2	1,2	-25,4	1,4

F36 Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro

(importi in essere a fine periodo; in percentuale del PIL)


F37 Posizione patrimoniale dell'area dell'euro per investimenti diretti e di portafoglio

(importi in essere a fine periodo; in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni nel periodo)

3. Investimenti di portafoglio: attività

	Totale	Azioni e altre partecipazioni					Strumenti di debito												
		Totale		IFM		non IFM	Obbligazioni e notes					Strumenti di mercato monetario							
	1	2	3	Euro-sistema	4		5	6	7	8	Euro-sistema	9	10	11	12	13	Euro-sistema	14	15	16
						Amministrazioni pubbliche													
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)																			
2011	4.738,4	1.703,8	59,3	2,6	1.644,5	39,4	2.569,1	721,4	16,1	1.847,7	96,0	465,5	302,5	58,8	163,1	0,5			
2012	5.254,8	1.952,0	70,1	2,8	1.881,8	42,5	2.840,7	674,2	15,6	2.166,5	97,8	462,1	288,0	53,8	174,1	1,4			
2013 3° trim.	5.453,6	2.172,4	114,1	3,1	2.058,2	48,5	2.817,9	617,0	16,5	2.200,8	94,2	463,3	290,0	58,4	173,3	0,1			
4° trim.	5.537,9	2.284,3	123,0	3,4	2.161,3	48,3	2.803,8	601,9	17,0	2.201,9	89,1	449,9	288,5	55,0	161,4	0,0			
Transazioni																			
2011	-53,7	-66,3	-10,7	-0,2	-55,6	-7,3	-21,8	-60,6	0,1	38,8	-2,8	34,4	26,2	10,4	8,2	0,2			
2012	194,3	58,0	3,0	0,1	55,0	0,2	133,9	-38,5	-1,0	172,4	-8,4	2,4	-18,0	2,3	20,4	0,1			
2013	250,2	163,4	39,8	0,5	123,6	3,6	78,9	-47,7	1,7	126,6	-6,6	7,9	13,3	14,8	-5,4	-0,7			
2013 3° trim.	69,1	45,9	16,4	0,0	29,5	0,1	21,0	-13,0	0,7	34,0	-1,6	2,2	8,5	-2,4	-6,3	0,0			
4° trim.	50,4	39,4	5,7	0,3	33,7	-0,8	12,6	-10,3	0,6	22,9	-4,1	-1,7	5,7	2,0	-7,3	-0,1			
2014 1° trim.	45,9	8,8	-17,0	-0,2	25,8	.	26,2	3,9	0,5	22,2	.	10,9	-3,3	1,0	14,2	.			
2013 dic.	20,6	14,5	-1,6	0,0	16,1	-	-0,3	-4,4	0,2	4,0	-	6,4	12,0	2,5	-5,6	-			
2014 gen.	17,6	6,8	-1,2	0,0	8,1	-	2,9	3,8	0,1	-0,9	-	7,9	3,0	2,1	4,9	-			
feb.	14,6	-4,1	-19,8	-0,1	15,7	-	9,7	2,4	0,1	7,3	-	9,0	-1,2	-1,7	10,2	-			
mar.	13,6	6,1	4,0	-0,2	2,1	-	13,6	-2,3	0,3	15,9	-	-6,0	-5,2	0,6	-0,9	-			
apr.	74,9	33,1	0,8	0,0	32,3	-	29,8	5,6	0,7	24,2	-	12,0	1,1	-0,6	11,0	-			
Tassi di crescita																			
2011	-1,2	-3,9	-15,2	-7,2	-3,4	-15,9	-0,9	-7,7	-0,2	2,2	-2,9	8,4	8,6	25,5	8,0	120,3			
2012	4,0	3,2	5,0	3,0	3,1	0,1	5,1	-5,4	-6,3	9,0	-8,1	0,5	-5,5	3,7	12,6	29,8			
2013 3° trim.	5,6	9,7	73,5	5,8	7,6	13,0	4,1	-4,6	10,8	6,8	-6,0	-1,9	-4,0	37,6	2,3	-56,3			
4° trim.	4,8	8,2	54,2	16,1	6,4	8,4	2,8	-7,2	11,3	5,9	-6,8	1,7	4,7	29,3	-3,2	-90,8			
2014 1° trim.	3,5	5,2	11,0	4,6	4,9	.	2,5	-4,1	7,2	4,5	.	2,5	1,8	30,2	3,7	.			

4. Investimenti di portafoglio: passività

	Totale	Azioni e altre partecipazioni				Strumenti di debito						
		Totale		IFM		Obbligazioni e notes			Strumenti di mercato monetario			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)												
2011	7.741,7	3.074,9	562,0	2.512,9	4.222,4	1.254,8	2.967,6	1.722,8	444,4	92,4	352,0	306,8
2012	8.423,6	3.524,4	543,2	2.981,1	4.446,3	1.202,4	3.243,9	1.930,5	452,9	91,7	361,2	286,2
2013 3° trim.	8.680,2	3.809,0	535,2	3.273,8	4.352,4	1.119,7	3.232,7	1.924,6	518,9	130,4	388,5	314,7
4° trim.	8.801,1	3.964,7	536,8	3.427,9	4.368,4	1.104,1	3.264,3	1.954,0	468,0	116,6	351,4	284,2
Transazioni												
2011	184,9	64,4	18,9	45,5	165,3	-15,9	181,2	101,1	-44,8	-4,5	-40,3	-42,1
2012	289,7	164,9	-16,3	181,3	128,8	-78,9	207,6	163,6	-4,0	5,9	-10,0	-27,4
2013	356,0	236,6	-21,3	257,9	80,6	-48,5	129,1	99,1	38,8	30,9	7,9	15,2
2013 3° trim.	74,1	44,4	11,2	33,2	-14,2	-22,0	7,9	6,3	43,8	23,5	20,2	20,5
4° trim.	104,9	58,4	-7,0	65,3	90,4	9,8	80,5	62,2	-43,8	-11,0	-32,8	-29,6
2014 1° trim.	91,2	61,7	14,4	47,3	30,5	-16,2	46,7	.	-1,0	10,3	-11,3	.
2013 dic.	24,5	41,5	2,0	39,5	8,4	-4,0	12,3	-	-25,3	-10,6	-14,7	.
2014 gen.	36,9	14,8	9,7	5,1	-4,5	-7,3	2,7	-	26,7	23,2	3,5	.
feb.	41,2	9,3	7,6	1,7	52,1	-4,5	56,6	-	-20,2	-6,9	-13,3	.
mar.	13,1	37,6	-2,9	40,5	-17,0	-4,5	-12,6	-	-7,5	-6,0	-1,4	.
apr.	-13,5	22,8	5,1	17,6	-1,5	-10,9	9,4	-	-34,7	-15,6	-19,2	.
Tassi di crescita												
2011	2,5	2,0	3,0	1,6	4,5	-1,2	7,2	6,5	-8,7	1,0	-10,2	-12,4
2012	3,7	5,2	-3,0	6,8	3,0	-6,3	7,0	9,5	-0,8	6,2	-2,7	-8,7
2013 3° trim.	5,1	7,4	-4,3	9,7	1,3	-5,5	3,8	4,4	25,4	60,2	16,8	14,9
4° trim.	4,2	6,6	-3,9	8,5	1,8	-4,0	4,0	5,2	8,4	32,2	2,1	5,1
2014 1° trim.	4,0	6,3	0,3	7,3	2,5	-4,3	5,1	.	-0,8	19,5	-7,0	.

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

5. Altri investimenti: attività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2011	4.927,3	36,2	35,5	0,7	3.069,9	3.008,1	61,8	162,5	6,8	116,1	30,2	1.658,7	248,5	1.217,4	520,9
2012	4.897,5	40,9	40,2	0,7	2.926,0	2.855,7	70,3	168,0	5,3	121,4	29,2	1.762,7	254,0	1.306,6	567,8
2013 3° trim.	4.781,8	25,2	24,5	0,7	2.848,5	2.764,3	84,3	149,1	5,0	101,9	22,7	1.759,0	246,6	1.259,1	543,1
4° trim.	4.662,1	16,1	15,5	0,6	2.754,5	2.723,4	31,1	156,6	4,1	109,4	26,9	1.734,9	246,3	1.259,4	538,0
Transazioni															
2011	197,8	-3,1	-3,1	0,1	51,7	21,7	29,9	4,3	-0,3	4,0	10,3	145,0	8,6	112,2	41,4
2012	-34,9	5,2	5,2	0,0	-121,0	-128,1	7,1	6,2	-1,5	6,3	-1,0	74,5	8,3	38,2	5,0
2013	-62,4	-19,8	-19,8	0,0	-53,1	-69,8	16,7	-10,7	-1,3	-11,8	-2,4	21,2	3,2	-20,7	5,9
2013 3° trim.	-82,4	6,2	6,2	0,0	-65,5	-88,4	22,9	-1,7	-0,1	-1,8	-1,2	-21,4	-2,2	-20,4	-12,1
4° trim.	-20,6	-8,3	-8,3	0,0	-12,8	-7,8	-5,0	5,9	-0,9	5,7	4,2	-5,4	1,3	-9,6	-10,8
2014 1° trim.	152,0	-6,7	.	.	144,3	.	.	0,5	.	.	5,3	13,9	.	.	31,9
2013 dic.	-120,4	1,2	.	.	-92,6	.	.	-0,6	.	.	-1,7	-28,4	.	.	-34,4
2014 gen.	127,8	-3,3	.	.	134,0	.	.	-2,0	.	.	-0,2	-0,9	.	.	7,8
feb.	47,3	0,1	.	.	30,8	.	.	1,5	.	.	4,2	14,9	.	.	13,7
mar.	-23,0	-3,5	.	.	-20,5	.	.	1,1	.	.	1,3	-0,1	.	.	10,5
apr.	44,6	5,6	.	.	48,8	.	.	-2,1	.	.	-1,6	-7,8	.	.	-4,6
Tassi di crescita															
2011	4,2	-6,3	-6,4	8,8	1,9	0,9	76,8	2,9	-3,3	4,1	51,5	9,1	4,0	9,0	9,8
2012	-0,7	13,0	13,2	1,0	-3,9	-4,2	12,2	4,0	-22,2	5,7	-3,3	4,5	3,4	3,2	1,1
2013 3° trim.	-3,9	-13,1	-13,4	3,3	-5,0	-5,6	19,1	2,3	-5,7	0,2	-9,5	-2,3	-0,3	-4,8	-7,4
4° trim.	-1,3	-49,5	-50,4	3,2	-1,8	-2,5	23,7	-6,3	-24,0	-9,7	-8,1	1,2	1,3	-1,6	0,8
2014 1° trim.	1,1	-64,4	.	.	2,8	.	.	0,0	.	.	33,3	-0,5	.	.	2,8

6. Altri investimenti: passività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2011	5.284,5	410,3	407,5	2,8	3.221,8	3.154,9	66,9	229,3	0,1	222,3	6,9	1.423,2	227,2	1.014,5	181,5
2012	5.116,5	423,9	423,0	0,9	2.976,1	2.893,4	82,8	231,6	0,1	224,0	7,5	1.484,8	229,7	1.023,8	231,3
2013 3° trim.	4.838,3	360,7	359,2	1,6	2.740,9	2.659,9	81,0	229,6	0,2	222,8	6,6	1.507,1	229,3	1.006,6	271,3
4° trim.	4.569,5	340,6	340,1	0,6	2.531,2	2.512,9	18,4	222,5	0,2	215,1	7,3	1.475,1	230,5	1.003,8	240,7
Transazioni															
2011	25,8	134,8	135,0	-0,2	-289,9	-328,6	38,6	74,2	0,0	74,2	0,0	106,8	10,6	75,9	20,3
2012	-214,2	18,4	20,2	-1,8	-232,8	-250,0	17,2	2,5	0,0	1,5	1,0	-2,3	7,3	-10,0	0,4
2013	-404,0	-78,8	-78,4	-0,4	-321,6	-322,7	1,0	-4,4	0,0	-4,2	-0,2	0,8	5,2	0,2	-4,7
2013 3° trim.	-135,3	-10,2	-10,3	0,2	-102,0	-124,4	22,4	5,3	0,0	5,1	0,1	-28,3	0,6	-28,3	-0,7
4° trim.	-165,7	-17,6	-16,6	-1,0	-126,5	-123,5	-3,0	-8,9	0,0	-9,0	0,1	-12,6	2,3	-2,4	-12,5
2014 1° trim.	68,5	-30,1	.	.	77,7	.	.	2,0	.	.	.	18,9	.	.	.
2013 dic.	-161,7	1,4	.	.	-149,3	.	.	-4,6	.	.	.	-9,3	.	.	.
2014 gen.	115,7	-6,5	.	.	112,6	.	.	0,7	.	.	.	8,9	.	.	.
feb.	-25,8	-13,3	.	.	-17,3	.	.	1,2	.	.	.	3,5	.	.	.
mar.	-21,4	-10,4	.	.	-17,6	.	.	0,1	.	.	.	6,5	.	.	.
apr.	128,1	1,8	.	.	93,7	.	.	-0,4	.	.	.	33,1	.	.	.
Tassi di crescita															
2011	0,6	50,4	51,0	.	-8,3	-9,6	90,6	48,8	.	50,9	-0,6	9,0	5,2	8,9	14,0
2012	-4,0	4,6	5,1	.	-7,2	-7,9	25,8	1,1	.	0,7	15,6	0,0	3,2	-0,9	1,4
2013 3° trim.	-9,9	-15,1	-15,2	.	-12,8	-13,3	9,2	-0,8	.	-0,9	1,6	-4,2	1,7	-4,5	-8,6
4° trim.	-7,9	-18,5	-18,5	.	-10,9	-11,2	1,8	-2,0	.	-2,0	-1,3	0,1	2,3	0,0	-0,9
2014 1° trim.	-7,1	-20,2	.	.	-8,1	.	.	-0,8	.	.	.	-2,8	.	.	.

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni nel periodo)

7. Riserve ufficiali¹⁾

	Riserve ufficiali													Per memoria			
	Totale	Oro monetario		DSP	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera							Altre attività	Altre attività in valuta estera	Deflussi previsti netti a breve termine di valuta estera	Assegnazione di DSP	
		in miliardi di euro	in milioni di once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli								Strumenti finanziari derivati
		1	2				3	4	5	6	7	8						9	10	11	12	13
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)																	
2010	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	155,0	7,7	16,0	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5
2011	667,1	422,1	346,846	54,0	30,2	160,9	5,3	7,8	148,1	0,8	134,1	13,3	-0,4	0,0	97,4	-86,0	55,9
2012	689,4	437,2	346,693	52,8	31,9	166,8	6,1	8,8	151,3	0,2	130,9	20,2	0,6	0,6	32,8	-35,0	55,0
2013 2° trim.	564,3	315,9	346,672	51,3	31,5	164,7	5,3	7,8	151,6	0,2	133,8	17,6	0,0	0,8	27,3	-31,0	54,2
3° trim.	586,8	340,5	346,674	50,5	30,5	164,3	5,1	9,3	149,7	0,2	134,0	15,5	0,2	0,9	21,5	-29,4	53,6
4° trim.	542,0	301,9	346,566	50,1	28,9	160,0	6,6	5,7	147,4	0,2	135,8	11,4	0,3	1,0	22,5	-30,1	52,7
2014 apr. mag.	568,0	322,6	346,788	50,4	28,8	164,0	4,0	8,0	151,9	0,3	135,4	16,1	0,1	2,2	24,2	-32,1	52,8
	568,7	318,6	346,720	51,0	28,7	168,2	3,6	9,0	155,8	0,3	139,9	15,5	-0,2	2,3	23,7	-32,1	53,3
Transazioni																	
2011	10,3	0,0	-	-1,6	13,0	-1,2	-2,3	-8,3	9,3	0,1	15,9	-6,8	0,1	0,0	-	-	-
2012	15,0	0,0	-	-0,3	2,1	12,5	1,8	1,2	9,1	-0,4	0,4	9,1	0,4	0,7	-	-	-
2013	4,4	0,0	-	-0,6	-1,7	6,3	0,2	-2,6	9,6	0,0	15,8	-6,2	-1,0	0,4	-	-	-
2013 3° trim.	2,9	0,0	-	-0,2	-0,6	3,6	-0,2	1,7	2,2	0,0	4,0	-1,7	-0,1	0,0	-	-	-
4° trim.	0,3	0,0	-	0,4	-1,2	1,0	1,5	-3,3	2,9	0,0	6,1	-3,3	-0,1	0,1	-	-	-
2014 1° trim.	2,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tassi di crescita																	
2010	2,0	0,0	-	-0,1	46,7	3,7	-43,3	75,9	3,5	-5,2	10,2	-24,6	-	-	-	-	-
2011	1,6	0,0	-	-3,0	83,3	-1,3	-30,0	-52,7	6,8	27,4	14,2	-45,3	-	-	-	-	-
2012	2,2	0,0	-	-0,5	7,1	8,0	41,6	15,2	6,3	-53,5	0,2	82,5	-	-	-	-	-
2013 3° trim.	1,1	0,0	-	-1,3	-6,2	5,8	-13,6	22,4	6,2	0,0	7,1	-0,6	-	-	-	-	-
4° trim.	0,7	0,0	-	-1,1	-5,5	3,8	2,2	-29,6	6,5	0,1	12,3	-33,1	-	-	-	-	-
2014 1° trim.	1,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

8. Debito estero lordo

	Totale	Per strumento						Per settore (esclusi gli investimenti diretti)				
		Prestiti, banconote, monete e depositi	Strumenti di mercato monetario	Obbligazioni e notes	Crediti commerciali	Altre passività	Investimenti diretti: prestiti intersocietari	Amministrazioni pubbliche	Eurosistema	IFM (escluso l'Eurosistema)	Altri settori	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)												
2010	10.848,6	4.724,7	441,4	3.756,0	203,3	200,2	1.523,0	2.067,8	270,3	4.751,7	2.235,8	
2011	11.972,5	4.799,2	444,4	4.222,4	227,3	258,0	2.021,1	2.258,8	410,3	4.569,0	2.713,2	
2012	12.245,7	4.564,1	452,9	4.446,3	229,8	322,5	2.230,0	2.448,4	423,9	4.270,2	2.873,3	
2013 2° trim.	12.211,3	4.451,7	483,8	4.406,0	230,5	347,8	2.291,5	2.454,0	374,2	4.134,7	2.956,9	
3° trim.	11.982,3	4.248,5	518,9	4.352,4	229,4	360,4	2.272,7	2.468,8	360,7	3.991,0	2.889,0	
4° trim.	11.625,6	4.071,9	468,0	4.368,4	230,7	266,9	2.219,8	2.460,8	340,6	3.751,9	2.852,6	
Consistenze (in percentuale del PIL)												
2010	118,2	51,5	4,8	40,9	2,2	2,2	16,6	22,5	2,9	51,8	24,4	
2011	126,8	50,8	4,7	44,7	2,4	2,7	21,4	23,9	4,3	48,4	28,7	
2012	128,8	48,0	4,8	46,8	2,4	3,4	23,5	25,8	4,5	44,9	30,2	
2013 2° trim.	128,0	46,7	5,1	46,2	2,4	3,6	24,0	25,7	3,9	43,3	31,0	
3° trim.	125,2	44,4	5,4	45,5	2,4	3,8	23,8	25,8	3,8	41,7	30,2	
4° trim.	121,0	42,4	4,9	45,5	2,4	2,8	23,1	25,6	3,5	39,0	29,7	

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro, in linea con l'impostazione adottata dall'Eurosistema per le riserve ufficiali. Per ulteriori informazioni, cfr. le Note generali.

7.3 Conto finanziario

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

9. Scomposizione geografica

	Totale	Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro						Canada	Cina	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2012	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
Investimenti diretti	1.491,5	395,5	-12,0	14,7	106,8	287,3	-1,2	107,0	80,2	-23,3	165,7	178,3	-243,2	-0,2	831,6
All'estero	6.125,7	1.724,5	33,4	173,5	1.181,7	335,9	0,1	217,3	101,6	78,8	629,1	1.434,9	627,7	0,1	1.311,5
Azioni/utili reinvestiti	4.562,5	1.281,2	26,8	104,2	889,3	260,9	0,0	169,9	83,3	56,5	476,9	1.016,9	512,3	0,1	965,5
Debito	1.563,1	443,4	6,6	69,2	292,5	75,0	0,1	47,4	18,4	22,2	152,3	418,0	115,5	0,0	346,0
Nell'area dell'euro	4.634,2	1.329,1	45,5	158,8	1.074,9	48,6	1,3	110,3	21,4	102,0	463,4	1.256,7	871,0	0,3	479,9
Azioni/utili reinvestiti	3.231,7	1.034,9	36,6	142,8	821,9	32,3	1,3	88,1	7,8	88,7	280,9	951,7	443,1	0,1	336,3
Debito	1.402,5	294,2	8,9	16,0	253,0	16,2	0,0	22,2	13,6	13,3	182,5	304,9	427,9	0,2	143,7
Investimenti di portafoglio: attività	5.254,8	1.679,6	99,5	227,4	1.046,3	118,6	187,7	102,0	61,2	215,5	131,4	1.638,6	433,5	33,2	959,8
Azioni	1.952,0	394,6	17,2	48,8	314,2	14,2	0,1	39,6	57,2	106,1	117,1	621,7	237,0	0,9	377,6
Strumenti di debito	3.302,8	1.284,9	82,3	178,6	732,1	104,4	187,5	62,4	4,0	109,4	14,3	1.016,8	196,6	32,3	582,2
Obbligazioni e notes	2.840,7	1.133,8	75,6	148,2	620,1	103,5	186,4	58,1	2,6	36,7	11,3	855,4	184,8	31,7	526,4
Strumenti di mercato monetario	462,1	151,1	6,6	30,4	112,0	0,9	1,2	4,3	1,3	72,7	3,0	161,4	11,8	0,6	55,8
Altri investimenti	-218,9	-247,6	11,3	-26,9	-48,9	44,9	-228,0	1,9	-15,2	5,1	-33,9	58,1	49,0	-77,5	41,2
Attività	4.897,5	2.194,5	78,1	87,2	1.847,7	162,2	19,4	28,2	49,4	81,8	268,2	684,6	541,3	37,3	1.012,3
Amministrazioni pubbliche	168,0	65,5	1,0	4,6	43,4	1,6	14,9	1,8	3,1	0,9	1,5	11,0	3,3	30,7	50,3
IFM	2.966,9	1.530,1	58,4	50,8	1.293,2	125,3	2,2	16,4	24,3	65,9	147,1	396,0	393,1	5,2	388,7
Altri settori	1.762,7	599,0	18,7	31,8	511,0	35,3	2,2	10,0	21,9	15,0	119,6	277,6	144,9	1,4	573,3
Passività	5.116,5	2.442,1	66,8	114,1	1.896,5	117,3	247,3	26,3	64,6	76,8	302,0	626,5	492,3	114,8	971,1
Amministrazioni pubbliche	231,6	110,5	0,3	0,9	26,3	0,2	82,8	0,1	0,0	0,1	1,1	29,6	1,2	83,7	5,2
IFM	3.400,1	1.647,7	56,3	88,7	1.309,1	89,6	104,0	17,1	38,3	50,7	239,4	338,7	392,7	28,3	647,2
Altri settori	1.484,8	683,9	10,2	24,6	561,1	27,5	60,5	9,1	26,3	25,9	61,6	258,2	98,3	2,8	318,7
dal 1° trim. 2013 al 4° trim. 2013	Transazioni cumulate														
Investimenti diretti	24,9	24,3	2,9	-14,5	36,9	-1,0	0,0	1,3	7,6	-2,7	21,4	-135,0	63,2	0,0	44,8
All'estero	324,2	16,5	4,7	-10,4	18,8	3,4	0,0	1,2	10,9	1,8	25,8	161,4	30,2	0,0	76,5
Azioni/utili reinvestiti	290,7	23,3	6,5	1,1	11,4	4,3	0,0	14,6	9,0	1,2	6,0	172,2	15,8	0,0	48,5
Debito	33,4	-6,9	-1,9	-11,5	7,4	-0,9	0,0	-13,4	1,9	0,6	19,8	-10,9	14,3	0,0	28,0
Nell'area dell'euro	299,2	-7,8	1,7	4,1	-18,1	4,5	0,0	-0,1	3,3	4,5	4,3	296,4	-33,0	0,0	31,7
Azioni/utili reinvestiti	288,8	-1,7	0,8	1,3	-5,6	1,8	0,0	3,6	4,0	5,2	7,0	265,7	-17,5	0,0	22,5
Debito	10,5	-6,1	0,9	2,8	-12,5	2,7	0,0	-3,7	-0,7	-0,7	-2,7	30,7	-15,5	0,0	9,2
Investimenti di portafoglio: attività	250,2	31,4	-5,4	7,3	6,0	4,3	19,3	7,9	6,6	38,8	8,7	72,4	6,8	1,2	76,3
Azioni	163,4	35,7	1,2	4,5	29,6	0,5	0,0	1,2	4,6	36,0	6,5	61,1	6,8	0,0	11,5
Strumenti di debito	86,8	-4,3	-6,6	2,8	-23,6	3,8	19,3	6,7	1,9	2,9	2,2	11,3	0,0	1,2	64,8
Obbligazioni e notes	78,9	13,1	-5,7	7,6	-11,4	2,2	20,4	5,3	0,5	-3,6	1,0	8,7	-9,3	1,1	61,9
Strumenti di mercato monetario	7,9	-17,4	-0,9	-4,8	-12,2	1,5	-1,1	1,3	1,4	6,5	1,2	2,6	9,3	0,1	2,9
Altri investimenti	341,7	67,9	14,1	9,6	48,0	-5,1	1,4	-2,2	22,4	39,4	25,9	16,5	97,7	-9,2	83,4
Attività	-62,4	-231,0	1,8	3,8	-229,0	-8,6	1,0	-1,8	11,4	38,0	11,2	24,2	56,7	1,6	27,2
Amministrazioni pubbliche	-10,7	-1,3	-0,3	-1,5	0,0	-0,6	1,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	-4,4	-0,7	0,2	-4,0
IFM	-72,9	-220,8	-2,0	-0,4	-209,1	-8,9	-0,3	1,7	11,5	33,3	2,7	21,9	61,3	1,1	14,3
Altri settori	21,2	-8,9	4,2	5,7	-19,9	1,0	0,1	-3,5	0,0	5,0	8,5	6,8	-3,9	0,3	16,8
Passività	-404,0	-298,9	-12,2	-5,8	-277,1	-3,5	-0,4	0,4	-11,0	-1,3	-14,7	7,7	-40,9	10,9	-56,2
Amministrazioni pubbliche	-4,4	-4,1	0,2	0,3	-6,5	0,0	1,9	0,0	0,0	0,0	0,4	-8,5	-0,2	8,7	-0,6
IFM	-400,4	-264,7	-12,4	-6,5	-236,0	-6,0	-3,7	0,0	-12,0	-0,3	-16,5	-2,2	-46,8	2,4	-60,5
Altri settori	0,8	-30,1	-0,1	0,5	-34,6	2,6	1,4	0,4	1,0	-1,1	1,4	18,4	6,0	-0,2	4,9

Fonte: BCE.

7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti ¹⁾

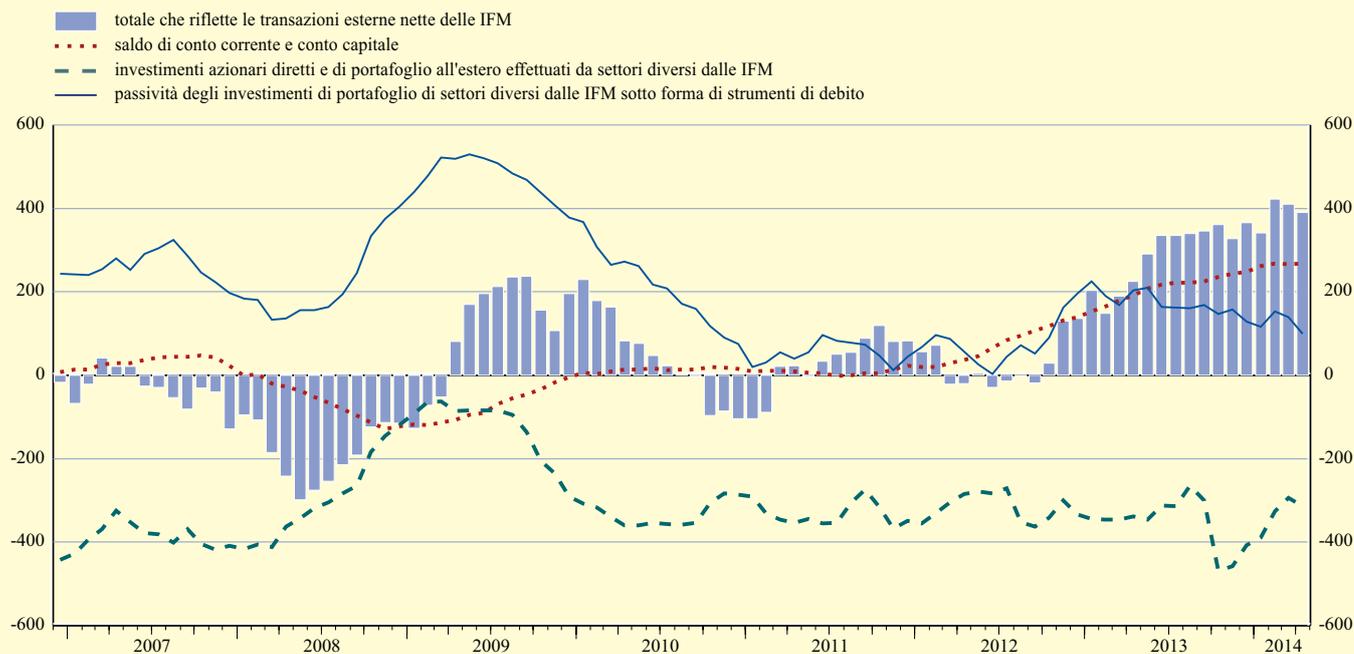
(miliardi di euro; transazioni)

Voci di bilancia dei pagamenti che riflettono le transazioni nette delle IFM

	Totale	Saldo di conto corrente e conto capitale	Transazioni di istituzioni diverse dalle IFM								Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni
			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio				Altri investimenti			
			All'estero da residenti	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività		Passività		Attività	Passività		
					Azioni	Strumenti di debito	Azioni	Strumenti di debito				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2011	82,6	22,6	-479,1	387,4	55,7	-47,0	44,7	44,6	-149,3	180,7	-5,6	27,8
2012	136,4	139,9	-413,5	330,2	-55,0	-193,4	181,4	196,0	-81,2	1,4	5,2	25,5
2013	365,2	248,5	-316,6	290,0	-123,6	-121,3	258,9	128,5	-10,7	-3,3	18,1	-3,3
2013 1° trim.	27,7	30,8	-52,4	23,6	-50,1	-55,2	76,0	24,8	-34,8	63,7	8,3	-6,9
2° trim.	148,9	65,9	-67,6	90,5	-10,3	-22,8	84,7	27,3	1,6	-22,5	-1,9	3,8
3° trim.	53,8	56,3	-49,2	35,9	-29,5	-27,7	32,8	28,1	22,9	-23,0	7,6	-0,4
4° trim.	134,8	95,4	-147,4	140,0	-33,7	-15,6	65,4	48,4	-0,4	-21,5	4,1	0,2
2014 1° trim.	73,2	47,9	25,6	-20,7	-25,8	-36,4	47,3	35,4	-14,4	20,9	1,3	-7,9
2013 apr.	9,0	17,6	-21,7	14,5	-18,4	-27,2	16,0	30,4	-19,6	20,3	-5,6	2,8
mag.	84,7	16,0	-13,0	56,4	-6,4	-10,1	30,6	30,9	-10,0	-5,0	-8,7	4,0
giu.	55,2	32,3	-32,8	19,6	14,5	14,5	38,1	-34,0	31,2	-37,7	12,4	-2,9
lug.	12,5	28,5	-7,5	12,7	-13,2	-12,7	-0,6	9,5	10,3	-12,3	-2,0	-0,4
ago.	28,3	11,8	-28,0	28,0	2,2	-1,1	9,2	0,9	8,2	-4,6	6,7	-5,0
set.	13,0	16,1	-13,8	-4,8	-18,6	-13,9	24,1	17,7	4,4	-6,1	2,9	5,0
ott.	21,6	29,2	-158,7	178,6	-13,7	-5,7	7,1	-1,8	-0,2	-5,9	3,8	-11,1
nov.	33,8	30,7	-23,7	3,4	-3,9	-11,5	18,8	52,4	-29,3	-1,7	-1,4	-0,1
dic.	79,5	35,4	35,0	-42,1	-16,1	1,5	39,6	-2,3	29,1	-13,8	1,8	11,3
2014 gen.	9,2	8,0	-25,0	17,9	-8,1	-4,0	5,1	6,2	2,9	9,6	-0,1	-3,3
feb.	50,3	16,5	51,2	-16,0	-15,7	-17,4	1,7	43,3	-16,4	4,8	2,7	-4,3
mar.	13,6	23,5	-0,6	-22,6	-2,1	-15,0	40,5	-14,0	-1,0	6,6	-1,3	-0,3
apr.	-11,0	19,9	-13,8	-3,9	-32,3	-35,2	17,6	-9,8	9,9	32,7	2,9	0,9
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2014 apr.	390,7	267,9	-230,7	227,3	-113,1	-110,4	231,8	99,0	39,2	-33,7	19,6	-6,1

F38 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM ¹⁾

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

7.5 Commercio di beni

1. Esportazioni e importazioni in valore e in volume, per categoria merceologica¹⁾ (dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)						
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Settore manifatturiero	Totale			Per memoria: Settore mani- fatturiero	Petrolio			
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)														
2012	7,6	1,8	1.880,6	934,2	386,5	516,8	1.522,8	1.794,1	1.152,0	243,4	373,0	1.092,8	360,8	
2013	1,0	-3,1	1.896,0	932,3	384,7	532,1	1.536,8	1.737,2	1.097,4	235,9	373,5	1.075,6	336,7	
2013 2° trim.	1,8	-3,1	474,8	232,4	97,3	132,2	384,7	433,9	275,6	59,0	92,0	267,7	84,7	
3° trim.	0,2	-1,9	472,0	231,6	95,1	133,4	383,1	436,3	275,2	60,1	94,2	270,3	84,4	
4° trim.	1,0	-2,4	473,9	231,6	96,2	133,8	386,4	430,2	268,0	57,9	95,5	270,6	80,6	
2014 1° trim.	1,3	0,1	479,3	234,9	95,0	136,3	389,2	435,2	271,4	60,1	95,2	276,2	77,8	
2013 nov. dic.	-1,9 3,8	-4,9 1,1	158,7 156,8	77,4 76,1	32,2 31,6	44,7 44,2	128,8 128,2	142,9 142,1	88,0 88,3	19,7 18,8	32,1 31,7	90,1 89,5	26,2 26,4	
2014 gen. feb. mar. apr.	1,2 3,4 -0,6 -1,5	-2,6 0,3 2,8 -2,7	158,7 160,7 160,0 159,6	78,7 79,2 77,1	31,5 31,8 31,8	45,7 45,7 44,9	128,2 131,4 129,6 130,0	145,1 145,5 144,6 143,8	91,5 90,2 89,7	19,9 20,2 20,0	31,4 32,0 31,8	91,4 92,9 92,0	26,8 25,2 25,7 92,0	
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)														
2012	3,5	-3,2	111,9	110,2	117,1	111,7	111,9	99,5	100,8	98,0	96,8	99,2	99,6	
2013	1,2	-0,6	113,2	111,2	115,6	114,8	113,0	98,9	100,0	95,1	97,0	98,4	98,2	
2013 2° trim.	1,6	-1,2	113,1	110,6	116,3	114,1	112,9	98,9	100,9	93,6	95,5	97,4	101,4	
3° trim.	1,7	1,8	113,2	111,2	114,2	115,3	113,0	99,4	100,2	97,2	97,8	99,1	98,1	
4° trim.	1,7	1,2	113,3	111,3	115,4	114,5	113,3	99,4	99,6	94,9	99,0	99,6	95,3	
2014 1° trim.	1,8	1,7	114,8	113,2	114,2	116,6	114,0	99,6	99,8	97,0	98,5	101,3	93,2	
2013 ott. nov. dic.	2,3 -1,4 4,5	0,9 -1,4 4,6	113,7 114,0 112,2	112,7 111,6 109,5	117,3 116,2 112,8	115,6 114,8 113,2	114,1 113,4 112,4	100,3 99,3 98,4	101,7 98,3 98,7	94,4 98,1 92,2	98,8 99,9 98,3	100,3 99,8 98,7	98,0 94,7 93,1	
2014 gen. feb. mar.	1,4 3,9 0,3	-1,2 1,7 4,8	113,7 115,6 115,0	113,6 114,3 111,6	113,4 115,0 114,3	116,8 117,8 115,3	112,4 115,7 114,0	99,8 99,7 99,4	100,8 99,4 99,3	97,9 97,3 95,9	97,3 99,1 99,1	100,8 102,2 101,0	96,4 89,8 93,3	

2. Prezzi²⁾ (variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (f.o.b.) ³⁾							Prezzi all'importazione dei prodotti industriali (c.i.f.)						
	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Settore mani- fatturiero	Totale (indice 2005=100)	Totale				Settore mani- fatturiero		
		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			
in perc. del totale	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	106,1	2,2	0,9	1,8	2,3	9,4	2,2	111,2	3,4	0,2	1,6	3,2	8,0	2,1
2013	105,0	-1,0	-1,5	-0,2	0,8	-7,9	-0,9	108,2	-2,7	-2,4	-1,9	0,0	-5,5	-1,7
2013 3° trim.	105,0	-1,4	-1,8	-0,6	0,5	-9,3	-1,3	108,1	-3,3	-3,2	-2,6	-0,8	-5,3	-2,5
4° trim.	104,3	-1,4	-2,1	-0,4	0,4	-8,2	-1,3	106,8	-3,2	-3,1	-2,1	-0,8	-5,6	-2,3
2014 1° trim.	104,1	-1,6	-1,8	-0,3	0,0	-9,2	-1,3	106,0	-3,6	-3,0	-2,3	-0,4	-7,3	-2,3
2013 nov. dic.	104,3 104,2	-1,4 -1,2	-2,1 -2,0	-0,4 -0,4	0,3 0,4	-8,3 -4,6	-1,3 -1,0	107,0 106,7	-3,2 -2,7	-3,3 -3,1	-1,9 -1,8	-0,8 -0,8	-5,9 -4,2	-2,3 -2,0
2014 gen. feb. mar. apr.	104,2 104,2 103,9 104,0	-1,4 -1,5 -1,8 -1,3	-1,6 -1,6 -2,2 -1,8	-0,2 0,0 -0,5 -0,6	0,0 0,2 -0,2 -0,2	-7,9 -11,0 -8,8 -3,4	-1,1 -1,2 -1,5 -1,1	106,4 106,3 105,3 105,1	-3,0 -3,4 -4,2 -3,1	-2,7 -2,6 -3,6 -3,3	-1,9 -1,8 -3,1 -3,4	-0,3 -0,1 -0,9 -0,8	-6,0 -7,7 -7,2 -4,1	-2,0 -1,9 -2,9 -2,5

Fonte: Eurostat.

- I raggruppamenti dei prodotti seguono la classificazione per destinazione economica (Broad Economic Categories - BEC). A differenza dei raggruppamenti della tavola 2, i beni intermedi e i beni di consumo comprendono i prodotti agricoli ed energetici.
- I raggruppamenti di prodotti seguono la classificazione dei "Raggruppamenti principali di industrie". A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e di consumo non includono i prodotti agricoli ed energetici. Il settore manifatturiero ha una composizione diversa rispetto ai dati indicati nelle colonne 7 e 12 della tavola 1. I dati riportati sono indici dei prezzi che indicano variazioni pure dei prezzi per un paniere di prodotti e non sono semplici rapporti dei valori e dei volumi indicati nella tavola 1, i quali risentono delle variazioni della composizione e della qualità dei beni scambiati. Questi indici differiscono dai deflatori del PIL per le importazioni e le esportazioni (cfr. tavola 3 della sezione 5.1), poiché questi ultimi comprendono tutti i beni e i servizi nonché anche il commercio transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro.
- I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono agli scambi diretti tra produttori interni e clienti non nazionali. A differenza dei dati riportati nella tavola 1 per i valori e i volumi, non sono incluse le esportazioni da parte di grossisti e le reimportazioni.

7.5 Commercio di beni

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

3. Scomposizione per area geografica

	Totale	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia		Africa	America Latina	Altri paesi	
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Esportazioni (f.o.b.)															
2012	1.880,6	34,2	59,5	230,0	249,3	92,2	116,4	59,5	223,7	440,6	120,6	44,6	126,5	97,4	151,3
2013	1.896,0	35,2	59,4	239,3	254,8	88,7	110,7	60,3	221,4	443,8	122,0	43,9	130,2	97,6	154,4
2012 4° trim.	469,3	8,6	14,5	58,1	61,7	23,2	28,5	15,2	53,8	110,9	29,0	11,2	32,5	24,7	37,7
2013 1° trim.	475,2	8,8	14,6	58,1	62,8	23,6	28,0	15,5	55,4	110,8	29,5	11,0	34,4	24,7	38,5
2° trim.	474,8	8,8	14,7	59,2	62,7	22,8	27,4	15,6	55,1	110,4	30,0	10,7	33,1	24,9	40,1
3° trim.	472,0	8,9	15,0	60,0	64,2	21,6	27,8	14,7	55,4	110,2	31,2	11,1	31,7	24,6	38,0
4° trim.	473,9	8,8	15,1	61,9	65,2	20,7	27,5	14,6	55,5	112,4	31,3	11,0	31,0	23,5	37,7
2014 1° trim.	479,3	8,9	15,0	63,2	67,7	20,4	26,8	14,6	57,9	112,0	32,0	11,1	33,1	23,4	36,2
2013 nov.	158,7	3,0	5,1	20,9	21,8	6,9	9,2	5,1	18,7	37,7	10,6	3,7	10,3	7,7	12,4
dic.	156,8	2,9	4,9	20,4	21,4	6,7	8,8	4,7	18,2	37,4	10,3	3,7	10,5	7,6	13,3
2014 gen.	158,7	3,1	5,1	20,8	22,8	7,0	9,3	5,0	18,7	37,1	10,7	3,9	10,6	7,8	11,3
feb.	160,7	3,0	5,0	21,7	22,6	6,8	8,9	4,9	19,5	37,7	10,8	3,7	11,6	8,1	10,8
mar.	160,0	2,9	4,9	20,7	22,2	6,6	8,6	4,8	19,7	37,2	10,4	3,5	10,8	7,6	14,0
apr.	159,6	.	.	.	.	6,8	9,1	4,7	19,4	37,9	10,6	3,6	10,6	7,5	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2013	100,0	1,9	3,1	12,6	13,4	4,7	5,8	3,2	11,7	23,4	6,4	2,3	6,9	5,1	8,1
Importazioni (c.i.f.)															
2012	1.794,1	29,0	53,1	167,4	232,7	144,8	82,3	34,5	151,2	540,6	214,3	49,2	157,5	89,8	111,2
2013	1.737,2	30,0	53,7	164,1	238,9	144,8	81,8	35,8	149,1	509,7	204,3	43,6	141,1	80,3	108,0
2012 4° trim.	440,8	7,2	12,9	41,6	58,0	36,6	20,2	8,7	35,9	130,6	51,4	11,4	40,3	21,6	27,1
2013 1° trim.	436,8	7,6	13,3	41,7	58,6	37,4	20,0	8,9	35,5	126,8	52,0	11,1	37,7	20,5	28,8
2° trim.	433,9	7,4	13,5	41,1	58,8	35,6	20,6	8,8	37,3	127,9	50,5	10,9	36,3	20,0	26,6
3° trim.	436,3	7,8	13,7	40,9	60,5	36,5	20,7	8,9	38,0	127,9	50,8	10,7	34,6	20,1	26,7
4° trim.	430,2	7,3	13,2	40,4	61,0	35,3	20,4	9,1	38,3	127,0	51,0	10,9	32,5	19,7	25,9
2014 1° trim.	435,2	7,5	13,4	40,5	62,3	35,1	21,1	9,2	37,0	129,5	53,3	10,6	32,5	19,4	27,7
2013 nov.	142,9	2,4	4,5	13,5	20,5	11,4	6,8	3,1	12,9	41,8	16,9	3,6	10,5	6,4	9,2
dic.	142,1	2,3	4,3	13,6	20,1	12,1	6,7	3,1	12,3	42,2	17,5	3,7	10,6	6,7	8,1
2014 gen.	145,1	2,6	4,6	13,3	20,8	11,9	6,7	3,1	12,4	43,0	17,4	3,6	11,1	6,5	9,1
feb.	145,5	2,5	4,4	13,5	20,9	11,6	7,1	3,0	12,5	42,7	17,8	3,5	10,7	6,3	10,2
mar.	144,6	2,4	4,5	13,7	20,6	11,6	7,2	3,1	12,2	43,9	18,2	3,5	10,7	6,5	8,4
apr.	143,8	.	.	.	.	11,8	7,1	3,1	12,3	41,5	17,2	3,4	10,4	6,6	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2013	100,0	1,7	3,1	9,4	13,8	8,3	4,7	2,1	8,6	29,3	11,8	2,5	8,1	4,6	6,2
Saldo															
2012	86,5	5,2	6,4	62,6	16,7	-52,7	34,1	25,0	72,5	-100,0	-93,6	-4,6	-31,1	7,6	40,1
2013	158,8	5,2	5,8	75,2	15,9	-56,1	29,0	24,5	72,4	-65,9	-82,2	0,3	-10,9	17,3	46,3
2012 4° trim.	28,4	1,4	1,6	16,5	3,6	-13,5	8,3	6,4	17,9	-19,7	-22,4	-0,2	-7,8	3,1	10,6
2013 1° trim.	38,4	1,2	1,3	16,4	4,2	-13,8	8,0	6,6	19,9	-16,1	-22,4	0,0	-3,3	4,2	9,8
2° trim.	40,9	1,4	1,2	18,1	3,9	-12,8	6,9	6,8	17,8	-17,5	-20,5	-0,2	-3,2	4,8	13,4
3° trim.	35,7	1,1	1,3	19,2	3,7	-14,9	7,1	5,7	17,4	-17,8	-19,6	0,5	-2,9	4,5	11,3
4° trim.	43,7	1,5	1,9	21,5	4,2	-14,6	7,0	5,4	17,2	-14,6	-19,7	0,1	-1,5	3,8	11,8
2014 1° trim.	44,1	1,4	1,6	22,7	5,3	-14,7	5,7	5,5	20,9	-17,5	-21,4	0,4	0,6	4,1	8,5
2013 nov.	15,9	0,6	0,6	7,5	1,3	-4,5	2,4	2,0	5,8	-4,1	-6,3	0,1	-0,2	1,2	3,2
dic.	14,7	0,5	0,6	6,7	1,3	-5,4	2,1	1,6	5,9	-4,8	-7,2	0,0	-0,1	1,0	5,2
2014 gen.	13,6	0,5	0,5	7,5	2,0	-4,9	2,6	1,9	6,4	-5,9	-6,6	0,3	-0,5	1,2	2,2
feb.	15,1	0,4	0,6	8,2	1,7	-4,8	1,8	1,9	7,0	-5,0	-7,0	0,2	0,9	1,8	0,6
mar.	15,4	0,5	0,5	7,0	1,6	-5,0	1,4	1,7	7,5	-6,7	-7,8	-0,1	0,2	1,0	5,7
apr.	15,8	.	.	.	.	-4,9	1,9	1,6	7,1	-3,6	-6,6	0,2	0,2	0,9	.

Fonte: Eurostat.



TASSI DI CAMBIO

8.1 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

	TCE-20						TCE-39	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM ²⁾ reale	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2011	103,4	100,7	97,5	95,0	106,2	96,8	112,2	97,7
2012	97,9	95,6	93,2	89,8	101,1	91,6	107,1	92,9
2013	101,7	98,9	96,7	93,4	103,6	93,8	112,0	96,2
2013 2° trim.	100,8	98,3	96,0	93,1	104,3	94,5	110,6	95,0
3° trim.	101,9	99,2	96,9	93,5	104,9	95,2	112,9	96,8
4° trim.	103,1	100,0	97,8	94,3	100,1	91,0	114,7	97,8
2014 1° trim.	103,9	100,7	98,2	95,5	102,4	93,3	116,6	99,1
2° trim.	103,8	100,1	98,2	-	-	-	116,0	97,9
2013 giu.	101,6	98,9	96,5	-	-	-	112,0	96,1
lug.	101,5	98,9	96,5	-	-	-	112,0	96,2
ago.	102,2	99,5	97,1	-	-	-	113,4	97,3
set.	102,0	99,1	96,9	-	-	-	113,3	97,0
ott.	102,8	99,7	97,6	-	-	-	114,2	97,4
nov.	102,6	99,5	97,4	-	-	-	114,2	97,3
dic.	103,9	100,7	98,5	-	-	-	115,8	98,6
2014 gen.	103,4	100,3	97,8	-	-	-	115,9	98,6
feb.	103,6	100,4	97,9	-	-	-	116,3	98,9
mar.	104,6	101,3	98,9	-	-	-	117,5	99,6
apr.	104,5	101,0	98,8	-	-	-	117,0	99,0
mag.	103,8	100,1	98,3	-	-	-	116,1	97,8
giu.	103,0	99,1	97,6	-	-	-	115,1	96,8
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2014 giu.	-0,8	-1,0	-0,8	-	-	-	-0,8	-1,0
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2014 giu.	1,4	0,2	1,1	-	-	-	2,8	0,7

F39 Tassi di cambio effettivi

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)

— TCE-20 nominale
 TCE-20 deflazione sulla base dell'IPC reale



F40 Tassi di cambio bilaterali

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)

— USD/EUR
 JPY/EUR
 - - - GBP/EUR



Fonte: BCE.

- 1) Per la definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.
- 2) Le serie deflazionate sulla base del CLUPM sono disponibili solo per il gruppo di partner commerciali del TCE-19.

8.2 Tassi di cambio bilaterali

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

	Lev bulgaro	Corona ceca	Corona danese	Kuna croata	Litas lituano	Fiorino ungherese	Zloty polacco	Nuovo leu romeno	Corona svedese	Sterlina britannica	Nuova lira turca
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2011	1,9558	24,590	7,4506	7,4390	3,4528	279,37	4,1206	4,2391	9,0298	0,86788	2,3378
2012	1,9558	25,149	7,4437	7,5217	3,4528	289,25	4,1847	4,4593	8,7041	0,81087	2,3135
2013	1,9558	25,980	7,4579	7,5786	3,4528	296,87	4,1975	4,4190	8,6515	0,84926	2,5335
2013 4° trim.	1,9558	26,658	7,4593	7,6290	3,4528	297,43	4,1853	4,4506	8,8575	0,84074	2,7537
2014 1° trim.	1,9558	27,442	7,4625	7,6498	3,4528	307,93	4,1843	4,5023	8,8569	0,82787	3,0372
2° trim.	1,9558	27,446	7,4628	7,5992	3,4528	305,91	4,1665	4,4256	9,0517	0,81471	2,8972
2013 dic.	1,9558	27,521	7,4602	7,6365	3,4528	300,24	4,1760	4,4635	8,9597	0,83639	2,8276
2014 gen.	1,9558	27,485	7,4614	7,6353	3,4528	302,48	4,1799	4,5205	8,8339	0,82674	3,0297
feb.	1,9558	27,444	7,4622	7,6574	3,4528	310,20	4,1741	4,4918	8,8721	0,82510	3,0184
mar.	1,9558	27,395	7,4638	7,6576	3,4528	311,49	4,1987	4,4933	8,8666	0,83170	3,0629
apr.	1,9558	27,450	7,4656	7,6267	3,4528	307,37	4,1853	4,4620	9,0329	0,82520	2,9393
mag.	1,9558	27,437	7,4641	7,5952	3,4528	304,58	4,1800	4,4237	9,0298	0,81535	2,8736
giu.	1,9558	27,450	7,4588	7,5770	3,4528	305,87	4,1352	4,3930	9,0914	0,80409	2,8808
	variazione percentuale sul mese precedente										
2014 giu.	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,4	-1,1	-0,7	0,7	-1,4	0,3
	variazione percentuale sull'anno precedente										
2014 giu.	0,0	6,6	0,0	1,2	0,0	3,4	-3,5	-1,9	4,7	-5,6	15,1
	Dollaro australiano	Real brasiliano	Dollaro canadese	Yuan renminbi cinese	Dollaro di Hong Kong	Rupia indiana 1)	Rupia indonesiana	Shekel israeliano	Yen giapponese	Ringgit malese	
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
2011	1,3484	2,3265	1,3761	8,9960	10,8362	64,8859	12,206,51	4,9775	110,96	4,2558	
2012	1,2407	2,5084	1,2842	8,1052	9,9663	68,5973	12,045,73	4,9536	102,49	3,9672	
2013	1,3777	2,8687	1,3684	8,1646	10,3016	77,9300	13,857,50	4,7948	129,66	4,1855	
2013 4° trim.	1,4662	3,0931	1,4275	8,2903	10,5522	84,4048	15,682,97	4,7994	136,48	4,3633	
2014 1° trim.	1,5275	3,2400	1,5107	8,3576	10,6287	84,5794	16,179,21	4,7892	140,80	4,5184	
2° trim.	1,4699	3,0583	1,4950	8,5438	10,6297	81,9776	15,935,34	4,7517	140,00	4,4352	
2013 dic.	1,5243	3,2133	1,4580	8,3248	10,6254	84,7631	16,455,73	4,8019	141,68	4,4517	
2014 gen.	1,5377	3,2437	1,4884	8,2368	10,5586	84,5099	16,471,94	4,7569	141,47	4,5005	
feb.	1,5222	3,2581	1,5094	8,3062	10,6012	84,9503	16,270,18	4,8043	139,35	4,5194	
mar.	1,5217	3,2187	1,5352	8,5332	10,7283	84,2990	15,785,89	4,8087	141,48	4,5361	
apr.	1,4831	3,0864	1,5181	8,5984	10,7107	83,3624	15,801,66	4,8010	141,62	4,4989	
mag.	1,4755	3,0512	1,4951	8,5658	10,6456	81,4318	15,830,12	4,7600	139,74	4,4337	
giu.	1,4517	3,0388	1,4728	8,4698	10,5365	81,2046	16,167,87	4,6966	138,72	4,3760	
	variazione percentuale sul mese precedente										
2014 giu.	-1,6	-0,4	-1,5	-1,1	-1,0	-0,3	2,1	-1,3	-0,7	-1,3	
	variazione percentuale sull'anno precedente										
2014 giu.	3,9	6,2	8,3	4,7	2,9	5,4	24,1	-1,9	8,0	5,5	
	Peso messicano	Dollaro neozelandese	Corona norvegese	Peso filippino	Rublo russo	Dollaro di Singapore	Rand sudafricano	Won sudcoreano	Franco svizzero	Baht thailandese	Dollaro statunitense
	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32
2011	17,2877	1,7600	7,7934	60,260	40,8846	1,7489	10,0970	1,541,23	1,2326	42,429	1,3920
2012	16,9029	1,5867	7,4751	54,246	39,9262	1,6055	10,5511	1,447,69	1,2053	39,928	1,2848
2013	16,9641	1,6206	7,8067	56,428	42,3370	1,6619	12,8330	1,453,91	1,2311	40,830	1,3281
2013 4° trim.	17,7331	1,6439	8,2375	59,354	44,2920	1,7006	13,8224	1,445,53	1,2294	43,151	1,3610
2014 1° trim.	18,1299	1,6371	8,3471	61,468	48,0425	1,7379	14,8866	1,465,34	1,2237	44,722	1,3696
2° trim.	17,8171	1,5923	8,2049	60,464	47,9415	1,7178	14,4616	1,410,80	1,2192	44,510	1,3711
2013 dic.	17,8278	1,6659	8,4053	60,552	45,0628	1,7244	14,2234	1,446,99	1,2245	44,323	1,3704
2014 gen.	17,9964	1,6450	8,3927	61,263	46,0304	1,7327	14,8242	1,453,94	1,2317	44,822	1,3610
feb.	18,1561	1,6466	8,3562	61,238	48,2554	1,7295	14,9820	1,462,51	1,2212	44,568	1,3659
mar.	18,2447	1,6199	8,2906	61,901	49,9477	1,7513	14,8613	1,479,99	1,2177	44,765	1,3823
apr.	18,0485	1,6049	8,2506	61,646	49,2978	1,7345	14,5815	1,441,28	1,2189	44,657	1,3813
mag.	17,7620	1,5957	8,1513	60,258	47,8403	1,7189	14,2995	1,407,13	1,2204	44,686	1,3732
giu.	17,6516	1,5769	8,2149	59,543	46,7509	1,7008	14,5094	1,385,45	1,2181	44,195	1,3592
	variazione percentuale sul mese precedente										
2014 giu.	-0,6	-1,2	0,8	-1,2	-2,3	-1,1	1,5	-1,5	-0,2	-1,1	-1,0
	variazione percentuale sull'anno precedente										
2014 giu.	3,4	-5,5	6,1	5,1	9,6	2,4	9,8	-7,5	-1,1	8,7	3,1

Fonte: BCE.



INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO

9.1 Indicatori economici e finanziari negli altri Stati membri dell'UE (variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Bulgaria	Repubblica Ceca	Danimarca	Croazia	Lituania	Ungheria	Polonia	Romania	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
IACP										
2012	2,4	3,5	2,4	3,4	3,2	5,7	3,7	3,4	0,9	2,8
2013	0,4	1,4	0,5	2,3	1,2	1,7	0,8	3,2	0,4	2,6
2013 4° trim.	-1,0	1,1	0,4	0,6	0,5	0,7	0,6	1,3	0,3	2,1
2014 1° trim.	-1,8	0,3	0,4	0,1	0,3	0,4	0,6	1,3	0,0	1,8
2014 mar.	-2,0	0,3	0,2	-0,1	0,4	0,2	0,6	1,3	-0,4	1,6
apr.	-1,3	0,2	0,5	-0,1	0,3	-0,2	0,3	1,6	0,3	1,8
mag.	-1,8	0,5	0,3	0,4	0,1	0,0	0,3	1,3	0,1	1,5
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL										
2011	-2,0	-3,2	-1,9	-7,8	-5,5	4,3	-5,1	-5,5	0,2	-7,6
2012	-0,8	-4,2	-3,8	-5,0	-3,2	-2,1	-3,9	-3,0	-0,6	-6,1
2013	-1,5	1,5	-0,8	-4,9	-2,2	-2,2	-4,3	-2,3	-1,1	-5,8
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL										
2011	16,3	41,4	46,4	52,0	38,3	82,1	56,2	34,7	38,6	84,3
2012	18,4	46,2	45,4	55,9	40,5	79,8	55,6	38,0	38,3	89,1
2013	18,9	46,0	44,5	67,1	39,4	79,2	57,0	38,4	40,6	90,6
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno; media nel periodo										
2013 dic.	3,43	2,20	1,89	5,10	3,69	5,78	4,42	5,29	2,39	2,50
2014 gen.	3,56	2,43	1,86	5,11	3,42	5,60	4,42	5,22	2,37	2,48
feb.	3,58	2,28	1,67	4,78	3,33	6,03	4,47	5,35	2,23	2,37
mar.	3,54	2,20	1,61	4,51	3,33	5,83	4,25	5,31	2,16	2,34
apr.	3,44	2,00	1,57	4,41	3,26	5,56	4,10	5,15	2,06	2,30
mag.	3,18	1,73	1,47	4,31	2,98	5,01	3,80	4,72	1,88	2,27
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno; media nel periodo										
2013 dic.	0,97	0,38	0,26	1,01	0,40	3,00	2,67	2,33	1,01	0,52
2014 gen.	0,96	0,37	0,28	0,95	0,41	2,99	2,70	1,88	0,95	0,52
feb.	0,89	0,37	0,27	0,88	0,41	2,99	2,71	3,29	0,94	0,52
mar.	0,83	0,37	0,29	0,86	0,41	3,24	2,71	2,83	0,93	0,52
apr.	0,83	0,37	0,31	0,83	0,41	2,94	2,72	2,74	0,91	0,53
mag.	0,83	0,37	0,35	0,87	0,41	2,55	2,72	2,62	0,92	0,53
PIL a prezzi costanti										
2012	0,6	-1,0	-0,4	-2,2	3,7	-1,7	2,0	0,5	0,9	0,3
2013	0,9	-0,9	0,4	-0,9	3,3	1,1	1,6	3,5	1,6	1,7
2013 3° trim.	0,9	-1,0	0,7	-0,4	2,4	1,8	2,0	4,2	0,6	1,8
4° trim.	1,2	1,1	0,7	-0,6	3,4	2,9	2,5	5,1	3,0	2,7
2014 1° trim.	1,2	2,5	1,5	-0,6	3,0	3,2	3,5	4,0	1,8	3,1
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL										
2012	0,5	0,0	6,0	0,2	2,0	3,5	-1,5	-3,0	5,8	-3,6
2013	3,1	0,5	7,4	1,3	3,7	6,8	1,0	1,2	6,2	-4,1
2013 3° trim.	11,5	1,2	8,7	25,1	3,0	7,3	0,2	1,2	6,8	-6,1
4° trim.	-2,7	1,1	8,8	-6,7	3,8	8,5	1,1	0,5	5,2	-4,9
2014 1° trim.	1,6	10,0	4,1	-16,0	2,6	7,0	0,8	5,2	6,8	.
Debito estero lordo in percentuale del PIL										
2012	94,6	62,0	181,8	102,7	75,4	129,6	71,0	75,3	191,2	390,6
2013	93,5	71,0	176,8	105,3	67,1	120,3	70,2	68,6	196,9	354,4
2013 3° trim.	93,9	64,6	174,4	103,0	69,5	122,9	72,8	71,9	197,4	363,4
4° trim.	93,5	71,0	176,8	105,3	67,1	120,3	70,2	68,6	196,9	354,4
2014 1° trim.	95,2	70,1	172,1	107,5	70,6	123,1	69,4	65,4	202,8	.
Costo del lavoro per unità di prodotto										
2012	4,4	3,3	1,5	-0,2	1,9	2,5	1,5	4,5	2,9	2,6
2013	5,2	-0,1	1,1	1,4	3,8	3,9	0,1	2,5	0,8	1,3
2013 3° trim.	3,8	1,4	0,9	0,1	4,9	3,5	0,3	1,4	1,4	2,0
4° trim.	1,9	.	0,8	1,8	2,7	3,3	-3,8	0,9	-0,8	.
2014 1° trim.	1,4	.	0,2	-5,5	4,5	3,0	.	1,3	1,1	.
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)										
2012	12,3	7,0	7,5	15,9	13,4	10,9	10,1	7,1	8,0	7,9
2013	12,9	7,0	7,0	17,2	11,8	10,2	10,3	7,3	8,0	7,5
2013 4° trim.	12,9	6,7	6,8	17,4	11,2	9,2	10,0	7,3	8,0	7,1
2014 1° trim.	12,3	6,6	6,8	17,2	11,6	8,0	9,9	7,2	8,1	6,7
2014 mar.	12,1	6,6	6,5	17,1	11,7	7,9	9,8	7,2	8,0	6,6
apr.	11,9	6,4	6,5	16,6	11,2	7,9	9,7	7,1	8,1	.
mag.	11,9	6,3	6,5	16,3	11,0	.	9,6	7,3	7,8	.

Fonti: BCE, Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

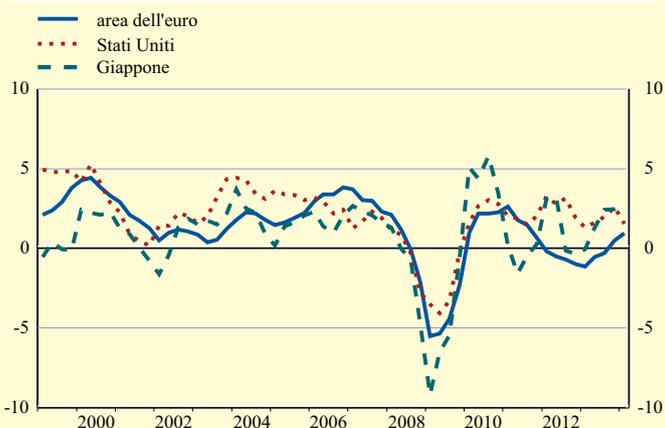
9.2 Indicatori economici e finanziari negli Stati Uniti e in Giappone

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione, in percentuale della forza lavoro ²⁾ (dest.)	Aggregato monetario ampio ³⁾	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi ⁴⁾	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero; ⁵⁾ dati di fine periodo	Tasso di cambio ⁶⁾ (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) pubblico in percentuale del PIL	Debito pubblico ⁶⁾ in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2010	1,6	-1,2	2,5	6,6	9,6	2,5	0,34	3,57	1,3257	-12,2	79,2
2011	3,2	2,0	1,8	3,6	8,9	7,3	0,34	2,10	1,3920	-10,7	83,1
2012	2,1	1,1	2,8	4,4	8,1	8,6	0,43	1,88	1,2848	-9,3	86,5
2013	1,5	1,1	1,9	2,9	7,4	6,8	0,27	3,27	1,3281	-6,4	88,2
2013 2° trim.	1,4	2,0	1,6	2,7	7,5	7,1	0,28	2,82	1,3062	-5,7	87,2
3° trim.	1,6	1,9	2,0	2,7	7,2	6,6	0,26	2,91	1,3242	-7,0	86,9
4° trim.	1,2	-1,1	2,6	3,2	7,0	6,1	0,24	3,27	1,3610	-5,7	88,2
2014 1° trim.	1,4	1,2	1,5	2,5	6,7	6,0	0,24	2,97	1,3696	-6,1	.
2° trim.	.	.	.	.	.	.	0,23	2,74	1,3711	.	.
2014 feb.	1,1	.	.	2,6	6,7	6,4	0,24	2,90	1,3659	.	.
mar.	1,5	.	.	3,3	6,7	6,0	0,23	2,97	1,3823	.	.
apr.	2,0	.	.	3,4	6,3	6,2	0,23	2,87	1,3813	.	.
mag.	2,1	.	.	3,9	6,3	6,6	0,23	2,69	1,3732	.	.
giu.	.	.	.	.	.	.	0,23	2,74	1,3592	.	.
Giappone											
2010	-0,7	-4,8	4,7	15,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-8,3	186,7
2011	-0,3	0,8	-0,4	-2,8	4,6	2,7	0,19	1,00	110,96	-8,8	202,9
2012	0,0	-1,4	1,4	0,6	4,3	2,5	0,19	0,84	102,49	-8,7	211,0
2013	0,4	-0,8	1,5	-0,8	4,0	3,6	0,15	0,95	129,66	.	.
2013 2° trim.	-0,3	-0,6	1,3	-3,1	4,0	3,5	0,16	1,02	129,07	.	.
3° trim.	0,9	-1,9	2,4	2,2	4,0	3,8	0,15	0,88	131,02	.	.
4° trim.	1,4	-1,0	2,4	5,9	3,9	4,3	0,14	0,95	136,48	.	.
2014 1° trim.	1,5	.	2,8	8,3	3,6	3,9	0,14	0,84	140,80	.	.
2° trim.	.	.	.	.	.	.	0,13	0,72	140,00	.	.
2014 feb.	1,5	.	.	7,1	3,6	4,0	0,14	0,81	139,35	.	.
mar.	1,6	.	.	7,4	3,6	3,6	0,14	0,84	141,48	.	.
apr.	3,4	.	.	3,8	3,6	3,5	0,14	0,81	141,62	.	.
mag.	3,7	.	.	0,8	3,5	3,3	0,14	0,75	139,74	.	.
giu.	.	.	.	.	.	.	0,13	0,72	138,72	.	.

F41 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



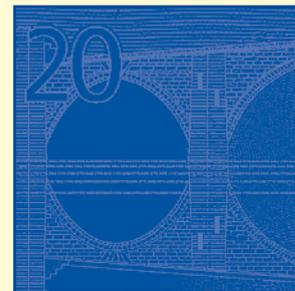
F42 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



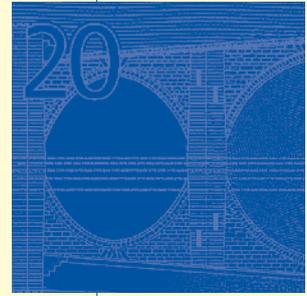
Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 5 (Stati Uniti), 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (colonna 5 (Giappone), grafico area dell'euro); Thomson Reuters (colonne 7 e 8); elaborazioni della BCE (colonna 11).

- 1) Dati destagionalizzati. I dati per gli Stati Uniti si riferiscono al settore delle imprese private non agricole
- 2) I dati riferiti al Giappone nel periodo da marzo ad agosto 2011 includono le tre prefetture che più hanno risentito del terremoto che ha colpito il paese. Il rilevamento dei dati è stato ristabilito a partire da settembre 2011.
- 3) Medie di periodo: M2 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.
- 4) Percentuali in ragione d'anno. Per ulteriori informazioni sul tasso sui depositi interbancari a 3 mesi, cfr. la sezione 4.6.
- 5) Per ulteriori informazioni, cfr. la sezione 8.2.
- 6) Il debito pubblico, costituito da depositi, titoli non azionari e prestiti in essere al valore nominale, è consolidato nel settore delle amministrazioni pubbliche (fine periodo).
- 7) L'IPC si riferisce alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.



LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S14
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche	S16
F8	Prestiti ai non residenti nell'area dell'euro	S16
F9	Depositi da imprese di assicurazione e fondi pensione	S17
F10	Depositi da altri intermediari finanziari	S17
F11	Depositi da società non finanziarie	S18
F12	Depositi da famiglie	S18
F13	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F14	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F15	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S35
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati stagionalizzati e non stagionalizzati	S37
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S38
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S39
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S41
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	S43
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S43
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S44
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S44
F25	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	S45
F26	Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro	S45
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S46
F28	Occupazione: occupati e ore lavorate	S55
F29	Tasso di disoccupazione e tasso di posti vacanti	S55
F30	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S60
F31	Debito (definizione di Maastricht)	S60
F32	B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente	S61
F33	B.d.p. dell'area dell'euro: investimenti diretti e di portafoglio	S61
F34	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei beni	S62
F35	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei servizi	S62
F36	Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro	S65
F37	Posizione patrimoniale dell'area dell'euro per investimenti diretti e di portafoglio	S65
F38	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM	S70
F39	Tassi di cambio effettivi	S73
F40	Tassi di cambio bilaterali	S73
F41	PIL a prezzi costanti	S76
F42	Indici dei prezzi al consumo	S76



NOTE TECNICHE

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

$$(a) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze corrette al mese t (vedi parte seguente). Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(b) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

SEZIONE 1.3

CALCOLO DEI TASSI DI INTERESSE DELLE OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO A PIÙ LUNGO TERMINE INDICIZZATE

Il tasso di interesse relativo ad una operazione di rifinanziamento a più lungo termine (*ORLT*) indicizzata è pari alla media dei tassi minimi di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali (*ORP*) condotte durante il periodo coperto dall'operazione. Sulla base di tale definizione, se la durata di una *ORLT* è pari a un numero di giorni D e i tassi minimi di offerta delle *ORP* sono $R_{1,ORP}$ (nei giorni D_1), $R_{2,ORP}$ (nei giorni D_2), ecc., fino a $R_{i,ORP}$ (nei giorni D_i), con $D = D_1 + D_2 + \dots + D_i$, il tasso annualizzato applicabile è calcolato come:

$$(c) \quad R_{ORLT} = \frac{D_1 R_{1,ORP} + D_2 R_{2,ORP} + \dots + D_i R_{i,ORP}}{D}$$

SEZIONI DA 2.1 A 2.6

CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

Le transazioni mensili sono calcolate come differenze mensili nelle consistenze corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Indicando con L_t le consistenze alla fine del mese t , con C_t^M la correzione dovuta a riclassificazione alla fine del mese t , con E_t^M la correzione per la variazione del tasso di cambio e con V_t^M gli aggiustamenti per le ulteriori rivalutazioni, le transazioni F_t^M nel mese t sono definite come:

$$(d) \quad F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Analogamente, le transazioni trimestrali F_t^Q per il trimestre che termina nel mese t sono definite come:

$$(e) \quad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

dove L_{t-3} rappresenta le consistenze alla fine del mese $t-3$ (la fine del trimestre precedente) e, ad esempio, C_t^Q è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese t .

Per quelle serie trimestrali per le quali sono ora disponibili dati mensili (vedi la nota successiva) le transazioni trimestrali possono essere derivate come somma delle tre transazioni mensili nel trimestre.

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Utilizzando per F_t^M e L_t le definizioni fornite in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

$$(f) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Attualmente, l'indice (per le serie non destagionalizzate) è calcolato con base dicembre 2010 = 100. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione "Monetary and financial statistics" della sezione "Statistics".

Il tasso di crescita sui dodici mesi a_t – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese t – può essere calcolato utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(g) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(h) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (h) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2001.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della formula (h). Ad esempio, il tasso di crescita sul mese precedente a_t^M può essere calcolato come:

$$(i) \quad a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ dove a_t è definito come nelle precedenti formule (g) oppure (h).

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo F_t^Q e L_{t-3} come in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese t è definito come:

$$(j) \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese t (cioè a_t), può essere calcolato utilizzando la formula (h).

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO¹⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA²⁾. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette³⁾. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

SEZIONI DA 3.1 A 3.5

UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella sezione 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per le transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle passività. Nel conto delle altre variazioni e nel bilancio finanziario, il totale delle attività finanziarie risulta pari al totale delle passività per ciascuna categoria di strumento finanziario, con la sola eccezione dell'oro monetario e dei diritti speciali di prelievo che, per definizione, non sono una passività per alcun settore.

CALCOLO DEI SALDI

I saldi alla fine di ciascun conto nelle sezioni 3.1, 3.2 e 3.3 sono calcolati nei modi seguenti.

Il saldo commerciale è pari alle importazioni meno le esportazioni di beni e servizi nei confronti del resto del mondo relativamente all'area dell'euro.

Il margine operativo netto e reddito misto è definito solo per i settori residenti e viene calcolato come valore aggiunto lordo (prodotto interno lordo a prezzi di mercato per l'area dell'euro) meno redditi da lavoro dipendente (impieghi) meno altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (impieghi) meno consumo di capitale fisso (impieghi).

Il reddito nazionale netto è definito solo per i settori residenti. È calcolato come somma di margine operativo netto e reddito misto più i redditi da lavoro dipendente (risorse) più imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti più i redditi da capitale netti (risorse meno impieghi).

- 1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione "Monetary and financial statistics".
- 2) Per ulteriori dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual e*, Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia model-based di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall Programs *TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.
- 3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ovvero dicembre 2010) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

Anche il reddito netto disponibile è definito solo per i settori residenti ed è pari al reddito nazionale netto più imposte correnti nette sul reddito e sul patrimonio (risorse meno impieghi) più i contributi sociali netti (risorse meno impieghi) più le prestazioni sociali nette diverse dai trasferimenti sociali in natura (risorse meno impieghi) più gli altri trasferimenti correnti netti (risorse meno impieghi).

Il risparmio netto è definito per i settori residenti ed è calcolato come il reddito netto disponibile più la correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione (risorse meno impieghi) meno le spese per consumi finali (impieghi). Per il resto del mondo, il conto corrente verso l'estero viene compilato come somma del saldo commerciale più tutti i redditi netti (risorse meno impieghi).

L'accreditamento netto/indebitamento netto viene calcolato a partire dal conto capitale come risparmio netto più trasferimenti netti in conto capitale (risorse meno impieghi) meno gli investimenti fissi lordi meno le acquisizioni al netto delle cessioni di attività non finanziarie non prodotte (impieghi) più il consumo di capitale fisso (risorse). Esso può risultare anche dal conto finanziario come saldo fra totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle passività (noto anche come variazione della ricchezza finanziaria netta dovuta a transazioni). Per i settori delle famiglie e delle società non finanziarie esiste una discrepanza statistica fra i saldi calcolati a partire dal conto capitale e dal conto finanziario.

Le variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni sono calcolate come totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno totale delle transazioni nelle passività, laddove le altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono calcolate come il totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle altre variazioni nelle passività.

La ricchezza finanziaria netta è calcolata come differenza fra il totale delle attività finanziarie e il totale delle passività, laddove le variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono pari alla somma delle variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazione (accreditamento/indebitamento netto dal conto finanziario) e delle altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta.

Le variazioni nella ricchezza netta sono calcolate come variazioni nella ricchezza netta dovute a risparmi e a trasferimenti di capitale più altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta e altre variazioni nelle attività non finanziarie.

Per le famiglie, la ricchezza netta è calcolata come somma delle attività non finanziarie e della ricchezza finanziaria netta.

SEZIONI 4.3 E 4.4

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze nozionali. Indicando con N_t^M le transazioni (emissioni nette) nel mese t e con L_t il livello delle consistenze nozionali alla fine del mese t , l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

$$(k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2008. Il tasso di crescita a_t per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(l) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(m) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza intende indicare che il metodo utilizzato per ottenere le “emissioni nette” nelle statistiche sulle emissioni di titoli differisce da quello impiegato per calcolare le equivalenti “transazioni” nel caso degli aggregati monetari.

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

$$(n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze nozionali al mese t . Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(o) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono riclassificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione per le emissioni totali di titoli è effettuata in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dei fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione “Statistics” del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione “Monetary and financial statistics”.

Come nelle formule l) e m), il tasso di crescita a_t per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei sei mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(p) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(q) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

TAVOLA 1 DELLA SEZIONE 5.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industriali non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

TAVOLA 2 DELLA SEZIONE 7.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA oppure TRAMO-SEATS a seconda della voce. I dati grezzi sui beni, sui servizi, sui redditi e sui trasferimenti correnti vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. La correzione per il numero di giornate lavorative nel conto corrente dei beni e in quello dei servizi tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. La destagionalizzazione di queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del conto corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali (e quelli relativi alle giornate lavorative) vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.

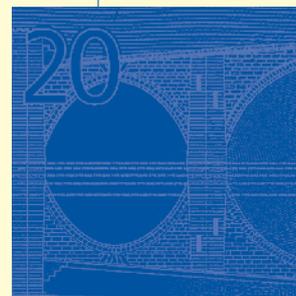
SEZIONE 7.3

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI E ANNUALI

Il tasso di crescita sui dodici mesi per il trimestre t si calcola sulla base delle posizioni (L_t) e delle transazioni trimestrali (F_t), utilizzando la seguente formula:

$$(r) \quad a_t = \left(\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Il tasso di crescita per le serie annuali equivale al tasso di crescita dell'ultimo trimestre dell'anno.



NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie storiche più dettagliate e più estese, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu). È possibile consultare i dati nello *Statistical Data Warehouse* della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), predisposto con strumenti di ricerca e di download. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di file compressi in formato Comma Separated Value (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.europa.eu.

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 2 luglio 2014.

Tutte le serie si riferiscono al gruppo dei 18 paesi membri dell'area dell'euro (gli Euro 18) per l'intera serie storica, salvo diversa indicazione. Per i tassi di interesse, le statistiche monetarie, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e le riserve ufficiali – nonché, per ragioni di coerenza, per le componenti e controparti di M3 e per le componenti dello IAPC – le serie statistiche si riferiscono all'area dell'euro nella sua composizione evolutiva.

La composizione dell'area dell'euro è variata diverse volte nel corso degli anni. Quando è stato introdotto l'euro nel 1999, l'area dell'euro comprendeva i seguenti 11 paesi (gli Euro 11): Belgio, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. La Grecia ha aderito nel 2001, dando vita agli Euro 12. Si è passati agli Euro 13 con l'ingresso della Slovenia nel 2007; Cipro e Malta sono entrati nel 2008, dando origine agli Euro 15; con l'ingresso della Slovacchia nel 2009 si è passati agli Euro 16; l'adesione dell'Estonia nel 2011 ha dato vita agli Euro 17. Da ottobre 2012 le statistiche dell'area dell'euro includono il Meccanismo europeo di stabilità, un'istituzione finanziaria internazionale residente nell'area dell'euro a fini statistici.

SERIE STATISTICHE CON COMPOSIZIONE FISSA

Serie statistiche aggregate relative a composizioni fisse dell'area dell'euro si riferiscono ad una determinata composizione, invariata per l'intera serie storica, indipendentemente dall'effettiva composizione prevalente nel periodo di riferimento delle statistiche. Ad esempio, serie aggregate sono calcolate per gli Euro 18 per tutti gli anni, indipendentemente dal fatto che l'area dell'euro abbia questa composizione solo da gennaio 2014. Salvo diversa indicazione, il Bollettino mensile della BCE contiene serie statistiche relative all'attuale composizione dell'area.

SERIE STATISTICHE CON COMPOSIZIONE EVOLUTIVA

Serie statistiche aggregate con composizione evolutiva dell'area dell'euro tengono conto della composizione dell'area dell'euro prevalente al periodo di riferimento delle statistiche. Ad esempio, serie statistiche dell'area dell'euro con composizione evolutiva aggregano i dati degli Euro 11 per il periodo fino alla fine del 2000, degli Euro 12 per il periodo dal 2001 alla fine del 2006, e così via. Seguendo questa impostazione, ciascuna serie statistica copre tutte le diverse composizioni dell'area dell'euro.

Per lo IAPC, così come per le statistiche che si basano sui bilanci del settore delle IFM ("statistiche monetarie"), i tassi di variazione sono compilati sulla base di indici concatenati, per i quali la nuova composizione ottenuta mediante il fattore di concatenamento decorre dal momento in cui il nuovo

paese accede all'area dell'euro. Pertanto, qualora l'accesso di un paese avvenga a gennaio di un determinato anno, i fattori che contribuiscono agli indici concatenati si riferiscono alla precedente composizione dell'area dell'euro, fino a dicembre dell'anno precedente incluso, e per i mesi successivi alla composizione più ampia. Per ulteriori dettagli, cfr. *Manual on MFI balance sheet statistics* nella sezione "Statistics" del sito della BCE.

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – originariamente espressi nelle monete nazionali dei paesi partecipanti e convertiti in ECU utilizzando i tassi di cambio correnti – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche monetarie, i dati anteriori al 1999¹⁾ sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

Laddove necessario, sono stati utilizzati metodi di aggregazione e/o consolidamento (compreso il consolidamento tra paesi).

I dati più recenti sono in molti casi provvisori e potranno essere rivisti in futuro. Eventuali discrepanze tra i totali e la somma delle loro componenti possono derivare da arrotondamenti.

Il gruppo "Altri Stati membri dell'UE" è costituito da: Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, Croazia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Svezia e Regno Unito.

Nella maggioranza dei casi, la terminologia impiegata nelle tavole è coerente con gli standard definiti a livello internazionale, come quelli del Sistema europeo dei conti (SEC 95) e il Manuale di bilancia dei pagamenti dell'FMI. Le transazioni fanno riferimento a scambi volontari (misurati direttamente o derivati), mentre i flussi includono anche variazioni delle consistenze dovuti a cambiamenti di prezzo o tasso di cambio, cancellazioni e altre variazioni.

Nelle tavole, la locuzione "fino a n anni" equivale a "non superiore a n anni".

PRINCIPALI INDICATORI

L'andamento dei principali indicatori economici per l'area dell'euro è sintetizzato in una tavola riassuntiva.

STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

La sezione 1.4 riporta le statistiche riguardanti riserva obbligatoria e fattori di liquidità. I periodi di mantenimento della riserva iniziano il giorno di regolamento della prima operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione mensile in cui il Consiglio valuta la politica monetaria, per concludersi il giorno precedente la corrispondente data di regolamento del mese successivo. Le osservazioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell'anno/trimestre.

1) Per i periodi precedenti a gennaio 1999, i dati sulle statistiche monetarie delle sezioni 2.1-2.8 sono disponibili sul sito della BCE (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>) e nello *Statistical Data Warehouse* (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

La tavola 1 nella sezione 1.4 mostra le componenti delle passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva. Le passività verso altre istituzioni creditizie dell'area dell'euro soggette all'obbligo di riserva, verso la BCE e le banche centrali nazionali partecipanti sono escluse dall'aggregato soggetto a riserva. Se un'istituzione creditizia non è in grado di fornire evidenza dell'ammontare delle proprie emissioni di obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute dalle istituzioni indicate, può dedurre una certa percentuale di queste passività dall'aggregato soggetto a riserva. La percentuale per il calcolo delle passività soggette a riserva era pari al 10 per cento fino a novembre 1999 e al 30 per cento nei mesi successivi.

La tavola 2 riporta i dati medi relativi ai periodi di mantenimento già terminati. L'ammontare della riserva dovuta da ogni istituzione creditizia è calcolato, in primo luogo, applicando alle passività soggette il corrispondente coefficiente di riserva, usando i dati di bilancio di fine mese. Successivamente, ogni istituzione creditizia sottrae da tale ammontare una franchigia fissa di 100.000 euro. Gli ammontari positivi delle riserve dovute sono poi aggregati per il complesso dell'area dell'euro (colonna 1). I saldi di conto corrente si riferiscono alla media giornaliera aggregata dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie, comprensivi di quelli necessari al rispetto degli obblighi di riserva (colonna 2). Le riserve in eccesso sono pari alla media nel periodo dei saldi di conto corrente nel periodo di mantenimento in eccesso delle riserve dovute (colonna 3). Le inadempienze sono calcolate per le istituzioni creditizie che non hanno rispettato i loro obblighi di riserva come differenza media tra i saldi di conto corrente e le riserve dovute nel periodo di mantenimento (colonna 4). Il tasso di remunerazione della riserva obbligatoria (colonna 5) è pari alla media, nel periodo di mantenimento, del tasso della BCE (ponderato secondo il numero dei giorni di calendario) sulle operazioni principali di rifinanziamento dell'Eurosistema (ORP) (cfr. sezione 1.3).

La tavola 3 mostra la posizione di liquidità del sistema bancario, definita come il saldo dei conti correnti in euro detenuti dalle istituzioni creditizie situate nell'area dell'euro presso l'Eurosistema. Gli ammontari sono derivati dal bilancio consolidato dell'Eurosistema. Le altre operazioni di assorbimento della liquidità non includono l'emissione di certificati di debito da parte delle BCN iniziata nella Seconda fase dell'UEM (colonna 7). Gli altri fattori netti (colonna 10) rappresentano il saldo delle rimanenti voci del bilancio consolidato dell'Eurosistema. I conti correnti delle istituzioni creditizie (colonna 11) sono pari alla somma dei fattori di creazione di liquidità (colonne da 1 a 5) meno la somma dei fattori di assorbimento di liquidità (colonne da 6 a 10). La base monetaria (colonna 12) è calcolata come somma dei depositi overnight presso la banca centrale (colonna 6), delle banconote e monete in circolazione (colonna 8) e dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie (colonna 11).

MONETA, BANCHE E ALTRE SOCIETÀ FINANZIARIE

La sezione 2 presenta le statistiche sui bilanci delle IFM e di altre società finanziarie. Quest'ultima categoria comprende i fondi di investimento (esclusi i fondi di mercato monetario che rientrano nel settore delle IFM), le società veicolo finanziarie, le società di assicurazione e i fondi pensione.

La sezione 2.1 riporta il bilancio aggregato del settore delle IFM, ovvero la somma dei bilanci armonizzati di tutte le IFM residenti nell'area dell'euro. Le IFM includono le banche centrali, le istituzioni creditizie come definite nella legislazione dell'UE, i fondi comuni monetari e le altre istituzioni la cui attività consista nel ricevere da soggetti diversi dalle IFM depositi e/o strumenti facilmente sostituibili a essi e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici). L'elenco completo delle IFM è consultabile sul sito Internet della BCE.

La sezione 2.2 presenta il bilancio consolidato del settore delle IFM che è ottenuto nettando il bilancio aggregato dalle posizioni fra IFM dell'area dell'euro. In conseguenza di alcune disomogeneità nelle prassi di registrazione contabile la somma delle posizioni fra IFM può non risultare necessariamente pari a zero; il saldo si trova nella colonna 10 dal lato delle passività della sezione 2.2. La sezione 2.3 presenta gli aggregati monetari e le contropartite dell'area dell'euro. Questi dati sono derivati dal bilancio consolidato delle IFM e includono le posizioni delle istituzioni diverse dalle IFM residenti nell'area dell'euro nei confronti delle IFM residenti nell'area; essi tengono anche conto di talune attività/passività delle amministrazioni centrali. Le statistiche sugli aggregati monetari e sulle contropartite sono presentate con riferimento a dati destagionalizzati e corretti per i giorni di apertura dei mercati. Nelle passività verso l'esterno dell'area, riportate nelle sezioni 2.1 e 2.2, sono inserite le posizioni detenute dai non residenti nell'area dell'euro in termini di: a) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro; b) titoli di debito emessi con scadenza fino a 2 anni da IFM site nell'area dell'euro. Nella sezione 2.3 queste poste sono tuttavia escluse dagli aggregati monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero".

La sezione 2.4 fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti concessi da IFM diverse dall'Eurosistema (ovvero il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente.

La sezione 2.7 presenta una scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM.

Le sezioni da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni.

Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche sono state raccolte e compilate sulla base di vari regolamenti della BCE relativi al bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie. Dal mese di luglio 2010 raccolta e compilazione vengono effettuate sulla base del Regolamento BCE/2008/32 ²⁾. Definizioni dettagliate sul settore sono contenute nella terza edizione della pubblicazione *Monetary Financial institutions and market statistics sector manual - Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, marzo 2007).

La sezione 2.8 riporta le consistenze in essere e le transazioni relative al bilancio dei fondi di investimento dell'area dell'euro (esclusi i fondi comuni monetari, che sono ricompresi nelle statistiche sui bilanci delle IFM). I fondi di investimento sono organismi che investono il capitale raccolto tra il pubblico in attività finanziarie e/o non finanziarie. Una lista completa dei fondi di investimento dell'area dell'euro è disponibile sul sito Internet della BCE. Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le attività le quote/partecipazioni emesse da altri fondi di investimento. Le quote/partecipazioni emesse dai fondi di investimento sono anche disaggregate per strategia d'investimento (fondi obbligazionari, fondi azionari, fondi misti, fondi immobiliari, hedge fund e altri fondi) e per tipo (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.9 fornisce ulteriori dettagli sui principali tipi di attività detenute dai fondi comuni di investimento dell'area dell'euro. La sezione riporta una scomposizione geografica degli emittenti dei titoli di debito detenuti dai fondi d'investimento, nonché una disaggregazione per settore economico degli emittenti residenti nell'area dell'euro.

2) G.U. L. 15 del 20.1.2009, pag. 14.

Da dicembre 2008 l'informazione statistica armonizzata è raccolta e compilata sulle base del Regolamento BCE/2007/8³⁾ relativo alle statistiche sulle attività e passività dei fondi di investimento. Ulteriori informazioni sulle statistiche relative ai fondi di investimento sono disponibili nel *Manual on investment fund statistics* (BCE, maggio 2009).

La sezione 2.10 presenta il bilancio aggregato delle società veicolo finanziarie (SVF) residenti nell'area dell'euro. Le SVF sono società costituite per effettuare operazioni di cartolarizzazione. La cartolarizzazione consiste tipicamente nel trasferimento di una attività o di un insieme di attività ad una SVF che iscrive tali attività nel proprio bilancio come prestiti cartolarizzati, titoli non azionari, altre attività cartolarizzate. Il rischio di credito collegato a una attività o a un insieme di attività può venir trasferito a una SVF anche mediante l'uso di credit default swaps, garanzie o altri meccanismi simili. Il collaterale detenuto dalle SVF a fronte di tali esposizioni è costituito da depositi presso le IFM oppure da titoli diversi dalle azioni. Le SVF di norma cartolarizzano prestiti originati dal settore delle IFM. Le SVF devono segnalare tali prestiti nel bilancio o, indipendentemente dalla facoltà prevista per le IFM dalle regole contabili di cancellare il prestito dal proprio bilancio. Trovano separata indicazione i dati relativi ai prestiti cartolarizzati dalle SVF che rimangono iscritti nei bilanci delle IFM (e sono quindi segnalati nelle statistiche di quest'ultime). Da dicembre 2009 la raccolta dei dati trimestrali viene effettuata sulla base del Regolamento BCE/2008/30⁴⁾.

La sezione 2.11 riporta il bilancio aggregato delle società di assicurazione e dei fondi pensione residenti nell'area dell'euro. Le società di assicurazione includono sia il settore assicurativo sia quello riassicurativo, mentre tra i fondi pensione rientrano solo i fondi che hanno autonomia decisionale e sono tenuti a mantenere una contabilità completa (fondi pensione autonomi). Questa sezione presenta una suddivisione geografica e settoriale delle controparti emittenti titoli non azionari, detenuti dalle società di assicurazione e dai fondi pensione.

CONTI DELL'AREA DELL'EURO

Nella Sezione 3.1 vengono riportati i conti trimestrali aggregati per l'area dell'euro. Questi forniscono informazioni esaustive sull'attività economica di famiglie (incluse le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie), società non finanziarie e pubbliche amministrazioni nonché sulle interazioni fra tali settori, l'area dell'euro e il resto del mondo. I dati riportati, non stagionalizzati e a prezzi correnti, si riferiscono all'ultimo trimestre disponibile e vengono presentati in base ad una sequenza semplificata di conti conforme al quadro di riferimento metodologico del Sistema europeo dei conti 1995.

In breve, la sequenza di conti (transazioni) include: 1) la formazione del conto dei redditi che mostra come l'attività produttiva si traduca in varie categorie di reddito; 2) l'allocazione del conto dei redditi primari, che registra entrate e spese relative a varie forme di reddito da capitale (per l'economia nel suo insieme, il saldo del conto dei redditi primari e il reddito nazionale); 3) la distribuzione secondaria del conto dei redditi, che illustra come il reddito nazionale di un settore istituzionale subisca variazioni a causa dei trasferimenti correnti; 4) l'utilizzo del conto dei redditi, che dà conto di come il reddito disponibile viene speso per consumi o risparmiato; 5) il conto capitale, che presenta come i risparmi e i trasferimenti netti di capitale vengano spesi nell'acquisizione di attività non finanziarie (il saldo del conto capitale è l'accreditamento netto/indebitamento netto); 6) il conto finanziario che registra le

3) G.U. L. 211 dell'11.8.2007, pag.8.

4) G.U. L. 15 del 20.1.2009, pag.1.

acquisizioni nette di attività finanziarie e la variazione netta delle passività. Dal momento che ciascuna transazione non finanziaria si riflette in una transazione finanziaria, il saldo del conto finanziario concettualmente è anch'esso pari all'accredito netto/indebitamento netto che risulta dal conto capitale.

Inoltre, vengono presentati i bilanci di apertura e di chiusura che forniscono una istantanea della ricchezza finanziaria di ogni singolo settore in un preciso momento. Infine, vengono riportate anche le altre variazioni nelle attività e passività finanziarie (ad esempio, quelle risultanti dall'effetto delle variazioni dei prezzi delle attività).

La copertura per settore del conto finanziario e del bilancio finanziario è più dettagliata per le società finanziarie, per le quali è presente una scomposizione fra IFM, altri intermediari finanziari (che include gli ausiliari finanziari) e società di assicurazione e fondi pensione.

La sezione 3.2 riporta i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i conti non finanziari dell'area dell'euro (ovvero, i conti precedentemente identificati con i numeri da 1 a 5) sempre in base alla sequenza di conti semplificata.

La sezione 3.3 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) per i redditi delle famiglie, per i conti della spesa e dell'accumulazione e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario e non finanziario, presentati in uno schema più analitico. Le transazioni specifiche del settore e i saldi sono disposti in maniera tale da fornire una visione più chiaramente interpretabile delle decisioni di finanziamento e di investimento delle famiglie, pur rispettando le identità contabili riportate nelle sezioni 3.1 e 3.2.

La sezione 3.4 riporta flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i redditi e i conti dell'accumulazione delle società non finanziarie, e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in maggiore analisi.

La sezione 3.5 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) e consistenze in essere per i bilanci finanziari di società di assicurazione e fondi pensione.

MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l'area dell'euro coprono gli stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono (composizione evolutiva); fanno eccezione le statistiche sulle emissioni di titoli (sezioni da 4.1 a 4.4) per le quali i dati si riferiscono agli Euro 17 per l'intera serie (composizione fissa).

Le statistiche sui titoli non azionari e sulle azioni quotate (sezioni da 4.1 a 4.4) sono realizzate dalla BCE mediante dati provenienti dal SEBC e dalla BRI. La sezione 4.5 riporta i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi e i prestiti denominati in euro a soggetti residenti nell'area. Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (sezioni da 4.6 a 4.8) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica.

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono: a) i titoli non azionari ad esclusione dei derivati finanziari; b) le azioni quotate. I primi sono riportati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3, mentre le seconde sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I

titoli “a breve termine” comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). Sono classificati come “a lungo termine”: i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali, la più lontana delle quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. Le emissioni di titoli di debito a lungo termine sono ulteriormente suddivise fra tasso fisso e tasso variabile. Quelle a tasso fisso si riferiscono a titoli per i quali il tasso della cedola non varia per tutta la vita degli stessi. Quelle a tasso variabile includono tutti i titoli per i quali il valore della cedola viene periodicamente rideterminato in base a un indice o a un tasso di interesse di riferimento indipendente. Si stima che le statistiche coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali da parte di residenti nell'area dell'euro. I titoli denominati in euro indicati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 includono anche voci espresse nelle denominazioni nazionali dell'euro.

La sezione 4.1 riporta i titoli non azionari distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione. Essa contiene i dati sulle consistenze, sulle emissioni lorde e nette di titoli non azionari suddivisi in: a) titoli denominati in euro e in tutte le altre valute; b) titoli emessi da residenti nell'area dell'euro e totale dei titoli; c) scadenze di lungo termine e totale delle scadenze. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti. Questa sezione presenta anche statistiche destagionalizzate, fra cui i tassi di crescita sui sei mesi annualizzati per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine. Questi ultimi sono calcolati sull'indice destagionalizzato delle consistenze nozionali che è stato depurato dagli effetti della stagionalità. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere, emissioni lorde ed emissioni nette di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95. La BCE è inclusa nell'Eurosistema.

I totali sulle consistenze in essere per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine nella colonna 1 della tavola 1 della sezione 4.2 corrispondono ai dati per le emissioni di titoli totali e a lungo termine da parte di residenti nell'area dell'euro riportati nella colonna 7 della sezione 4.1. Le consistenze per i titoli di debito emessi da IFM (colonna 2 nella tavola 1 della sezione 4.2) sono in linea di massima confrontabili con i dati relativi ai titoli di debito emessi dalle IFM che compaiono fra le passività nel bilancio consolidato delle IFM (tavola 2 della sezione 2.1, colonna 8). Il totale delle emissioni nette relativo al totale dei titoli di debito, riportato nella colonna 1 della tavola 2 della sezione 4.2, corrisponde al totale delle emissioni nette da parte di residenti nell'area dell'euro nella colonna 9 nella sezione 4.1. La differenza residua fra i titoli di debito a lungo termine e il totale dei titoli di debito a tasso fisso e variabile nella tavola 1 della sezione 4.2 è attribuibile alle obbligazioni a zero coupon e ad effetti di rivalutazione.

La sezione 4.3 riporta i tassi di crescita sui dodici mesi, corretti e non corretti per la stagionalità, per i titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro (suddivisi per scadenza, tipo di strumento, settore emittente e valuta di denominazione). Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto istituzionale contrae o redime una passività. I tassi di crescita sui dodici mesi, dunque, non includono riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni. I tassi di crescita corretti sono stati annualizzati a scopo di presentazione. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.4 riporta, alle colonne 1, 4, 6 e 8, le consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. I dati mensili per le azioni quotate emesse da società non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella sezione 3.4 (bilancio finanziario e azioni quotate).

Alle colonne 3, 5, 7 e 9 della tavola 1 della sezione 4.4 sono riportati i tassi di crescita sui dodici mesi delle consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto emittente emette o rimborsa azioni per cassa, ad esclusione degli investimenti in azioni proprie. Il calcolo dei tassi di crescita sui dodici mesi non tiene conto di riclassificazioni, rivalutazioni, e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

La sezione 4.5 presenta statistiche su tutti i tassi di interesse che le IFM residenti nell'area dell'euro applicano sui depositi e sui prestiti denominati in euro alle famiglie e alle società non finanziarie residenti nell'area. I tassi di interesse delle IFM dell'area dell'euro sono calcolati come media ponderata (in base al relativo volume di attività) dei tassi di interesse dei paesi dell'area dell'euro per ciascuna categoria.

Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono distinte per tipo di operazioni, per settore, per categoria e scadenza dello strumento, per periodo di preavviso o per periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sostituiscono le dieci serie statistiche transitorie sui tassi di interesse al dettaglio nell'area dell'euro pubblicate nel Bollettino mensile dal gennaio 1999.

La sezione 4.6 riporta i tassi di interesse del mercato monetario per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Per l'area dell'euro è coperta un'ampia gamma di tassi di interesse del mercato monetario, da quelli sui depositi a vista a quelli sui depositi a dodici mesi. Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Ad eccezione del tasso overnight precedente a gennaio 1999, i dati mensili, trimestrali e annuali sono medie nel periodo indicato. I tassi sui depositi a vista sono rappresentati dai tassi di interesse di fine periodo del mercato interbancario fino a dicembre 1998 incluso e successivamente da medie di periodo dell'Eonia (euro overnight index average). I tassi sui depositi a uno, tre, sei e dodici mesi sono rappresentati dai tassi interbancari lettera (Euribor) dal gennaio 1999; fino al dicembre 1998, dai tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (Libor), laddove disponibili. Per gli Stati Uniti e il Giappone i tassi di interesse sui depositi a tre mesi sono rappresentati dal Libor.

La sezione 4.7 presenta i tassi di fine periodo stimati sulla base della curva dei rendimenti nominali a breve dei titoli di debito denominati in euro con rating AAA emessi dalle amministrazioni centrali dell'area dell'euro. Le curve dei rendimenti sono stimate sulla base del modello di Svensson⁵⁾. Sono disponibili anche gli spread tra i tassi a dieci anni e i tassi a tre mesi e a due anni. Ulteriori curve dei rendimenti (pubblicate giornalmente e corredate di figure e tavole) sono disponibili all'indirizzo internet <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>, dal quale è altresì possibile scaricare i dati giornalieri.

La sezione 4.8 riporta gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone.

I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area

5) Svensson, L. E. (1994), "Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994", CEPR, Discussion Papers n. 1051, Centre for Economic Policy Research, Londra, 1994.

dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sugli indicatori di costo del lavoro, sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio, sulle immatricolazioni di nuove autovetture e sull'occupazione in termini di ore lavorate sono corrette per tenere conto del numero delle giornate lavorative.

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (tavola 1 della sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La tavola comprende anche dati sullo IAPC destagionalizzato, compilati dalla BCE, e indici provvisori dei prezzi amministrati basati sullo IAPC.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n. 1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine⁶⁾. A partire da gennaio 2009, per la produzione di statistiche di breve termine è stata utilizzata la classificazione delle attività economiche (NACE Rev. 2) prevista dal Regolamento (CE) n. 1893/2006 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 dicembre 2006, che definisce la classificazione statistica delle attività economiche NACE Revisione 2 e modifica il Regolamento (CEE) n. 3037/90 del Consiglio nonché alcuni regolamenti (CE) relativi a settori statistici specifici⁷⁾. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE Rev. 2 sezioni da B a E) dei "Raggruppamenti principali di industrie", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 656/2007 del 14 giugno 2007⁸⁾. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi ex fabrica e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I due indici dei prezzi delle materie prime non energetiche presentati nella tavola 3, sezione 5.1 sono redatti utilizzando lo stesso insieme di materie prime, ma avvalendosi di due diversi schemi di ponderazione: uno basato sulle rispettive importazioni di materie prime dell'area dell'euro (colonne 2-4) e l'altro (colonne 5-7) basato su una stima della domanda interna dell'area dell'euro, o "utilizzo", tenendo conto delle informazioni sulle importazioni, esportazioni e della produzione interna di ciascuna materia prima (ignorando, per semplificare, le scorte ritenute relativamente stabili nel periodo osservato). L'indice dei prezzi delle materie prime ponderato in base alle importazioni è adeguato all'analisi degli sviluppi esterni, mentre quello ponderato in base all'utilizzo è adatto allo scopo specifico dell'analisi delle pressioni internazionali dei prezzi delle materie prime sull'inflazione dell'area dell'euro. Gli indici delle materie prime ponderati in base all'utilizzo rappresentano dati sperimentali. Per maggiori dettagli sulla compilazione degli indici dei prezzi delle materie prime della BCE, cfr. il riquadro 1 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 5 della sezione 5.1) misurano le variazioni dei costi del lavoro per ora lavorata nell'industria (incluse le costruzioni) e nei servizi di mercato. La relativa metodologia è descritta nel Regolamento (CE) n. 450/2003 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 febbraio

6) G.U. L. 162 del 5.6.1998, pag. 1.

7) G.U. L. 393 del 30.12.2006, pag. 1.

8) G.U. L. 155 del 15.6.2007, pag. 3.

2003 concernente l'indice del costo del lavoro⁹⁾ e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003¹⁰⁾. Una scomposizione degli indicatori di costo del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. la colonna "per memoria" della tavola 5 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2 nella sezione 5.2), ai deflatori del PIL (tavola 3 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavola 1 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95¹¹⁾. Il SEC 95 è stato modificato dal Regolamento (UE) della Commissione del 10 agosto 2010¹²⁾ che ha adottato la revisione della classificazione statistica delle attività economiche, NACE Revisione2. La pubblicazione dei conti nazionali dell'area dell'euro, sulla base della nuova classificazione, è stata avviata a dicembre 2011.

Gli indici sul fatturato nell'industria e sulle vendite al dettaglio (cfr. tavola 4 nella sezione 5.2) si riferiscono al fatturato generatosi nel periodo di riferimento, comprensivo di tasse e oneri ad eccezione dell'IVA. Per quanto attiene alle vendite al dettaglio, i dati sul fatturato coprono tutto il commercio al dettaglio (al netto delle vendite di veicoli a motore e motocicli) e includono il carburante per autotrazione. Le immatricolazioni di nuove autovetture si riferiscono alle immatricolazioni di autovetture sia private che commerciali.

I dati relativi alle inchieste congiunturali su consumatori e imprese (cfr. tavola 5 nella sezione 5.2) derivano da indagini svolte dalla Commissione europea.

I tassi di disoccupazione (cfr. tavola 4 nella sezione 5.3) sono rilevati in modo conforme alle raccomandazioni dell'Organizzazione internazionale del lavoro. Essi fanno riferimento alle persone in cerca di lavoro in rapporto alla forza lavoro, sulla base di criteri e definizioni armonizzate. Le stime della forza lavoro sottostanti il tasso di disoccupazione non sono uguali alla somma dei livelli di occupazione e disoccupazione riportati nella sezione 5.3.

FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.5 riportano le posizioni di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro. I dati, in genere consolidati, si basano sulla metodologia SEC 95. Gli aggregati annuali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni da 6.1 a 6.3, sono compilati dalla BCE sulla base degli obblighi di segnalazione statistica previsti dall'Indirizzo della Banca centrale europea del 31 luglio 2009 sulle statistiche sulle finanze pubbliche (BCE/2009/20)¹³⁾. I dati annuali sui disavanzi e sul debito per gli aggregati dell'area dell'euro possono pertanto differire da quelli pubblicati dalla Commissione europea. Gli aggregati trimestrali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni 6.4 e 6.5, sono compilati dalla BCE sulla base di dati forniti dall'Eurostat e di dati nazionali.

Nella sezione 6.1 vengono presentati i dati annuali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, in base alle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000¹⁴⁾, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle

9) G.U. L. 69 del 13.3.2003, pag. 1.

10) G.U. L. 169 dell'8.7.2003, pag. 37.

11) G.U. L. 310 del 30.11.1996, pag. 1.

12) G.U. L. 210 dell'11.8.2010, pag. 1.

13) G.U. L. 228 dell'1.9.2009, pag. 2514.

14) G.U. L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono i dati relativi al debito pubblico e ai disavanzi/avanzi per i singoli paesi dell'area dell'euro trasmessi alla Commissione, come previsto dal regolamento (UE) n. 679/2010 del Consiglio, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali non stagionalizzati sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002 sui conti trimestrali non finanziari delle amministrazioni pubbliche¹⁵⁾. Nella sezione 6.5 vengono presentati i dati trimestrali sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche, sul raccordo disavanzo-debito e sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Queste statistiche vengono compilate utilizzando i dati forniti dagli Stati membri in base ai Regolamenti (CE) n. 501/2004 e n. 222/2004 e quelli forniti dalle BCN.

TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5^a edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)¹⁶⁾, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)¹⁷⁾. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/ international investment position statistical methods* (maggio 2007) e nei rapporti delle *Task Force Portfolio Investment Collection Systems* (giugno 2002), *Portfolio Investment Income* (agosto 2003) e *Foreign Direct Investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti (www.cmfb.org) il rapporto della Task Force congiunta BCE/Commissione europea (Eurostat) che analizza la qualità delle statistiche su bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p/p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della Task Force e sui principi di base dell'*ECB Statistics Quality Framework* di aprile 2008, è disponibile sul sito Internet della BCE.

Il 9 dicembre il Consiglio direttivo ha adottato l'Indirizzo BCE/2011/23¹⁸⁾ sugli obblighi di segnalazione statistica della BCE nel settore delle statistiche esterne. Questo atto giuridico stabilisce nuovi obblighi di segnalazione concernenti le statistiche sull'estero, che riflettono principalmente variazioni metodologiche introdotte nella sesta edizione del Manuale di bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero dell'FMI (BPM6). La BCE comincerà a pubblicare nel 2014, con serie storiche ricostruite, la bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e la posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e) dell'area dell'euro nonché le statistiche relative alle riserve internazionali ai sensi dell'Indirizzo BCE/2011/23 e del BPM6.

15) G.U. L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.

16) G.U. L. 354 del 30.11.2004, pag. 34.

17) G.U. L. 159 del 20.6.2007, pag. 48.

18) G.U. L. 65 del 3.3.2012, pag. 1.

Le tavole delle sezioni 7.1 e 7.4 seguono le convenzioni del Manuale dell’FMI sulla bilancia dei pagamenti: avanzi nel conto corrente e nel conto capitale sono riportati con un segno positivo, mentre nel conto finanziario un segno positivo indica un incremento delle passività o un decremento delle attività. Nelle tavole della sezione 7.2 sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo. Inoltre, a partire dal numero di febbraio 2008 di questo Bollettino, la struttura delle tavole della sezione 7.3 è stata modificata al fine di consentire una presentazione contestuale dei dati sulla bilancia dei pagamenti, della posizione patrimoniale sull’estero e dei relativi tassi di crescita; nelle nuove tavole, le transazioni in attività e passività che producono un incremento delle posizioni sono indicate con un segno positivo.

Le statistiche sulla b.d.p. dell’area dell’euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell’uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

Nella sezione 7.2, la tavola 1 riporta anche dati di conto corrente corretti per la stagionalità. Laddove necessario, i dati sono corretti per tenere conto anche degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua. La tavola 3 della sezione 7.2 e la tavola 9 della sezione 7.3 forniscono una scomposizione della b.p.d. e della posizione patrimoniale sull’estero dell’area dell’euro nei confronti dei principali paesi partner, presi singolarmente o come gruppo, operando una distinzione tra stati membri dell’UE che non hanno adottato l’euro e aree o paesi non appartenenti all’Unione europea. La scomposizione riporta inoltre le transazioni e le posizioni nei confronti delle istituzioni dell’UE e delle organizzazioni internazionali (le quali, a parte la BCE e il Meccanismo europeo di stabilità vengono trattate statisticamente come poste al di fuori dell’area dell’euro a prescindere dalla loro collocazione fisica), nonché dei centri offshore. Le transazioni e le posizioni relative alle passività negli investimenti di portafoglio, ai derivati finanziari o alle riserve ufficiali non sono incluse nella scomposizione. Non sono inoltre riportati dati separati per i redditi da capitale che fanno capo al Brasile, alla Cina continentale, all’India o alla Russia. Un’introduzione alla scomposizione geografica viene riportata nell’articolo *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull’estero dell’area dell’euro: principali controparti* nel numero di febbraio 2005 di questo Bollettino.

Le statistiche relative alla b.d.p. e alla p.p.e. dell’area dell’euro nella sezione 7.3 sono redatte sulla base delle transazioni e delle posizioni nei confronti dei non residenti dell’area dell’euro, considerando l’area dell’euro come una singola entità economica (cfr., in questo Bollettino, il riquadro 9 del numero di dicembre 2002, il riquadro 5 del gennaio 2007 e il riquadro 6 del gennaio 2008). La p.p.e. è valutata ai prezzi di mercato correnti, con l’eccezione delle consistenze degli investimenti diretti, per le quali si utilizzano prevalentemente i valori di bilancio per le azioni non quotate e altri investimenti (ad esempio, prestiti e depositi). La p.p.e. trimestrale viene compilata sulla base dello stesso schema metodologico utilizzato per quella annuale. Dato che alcune fonti di dati non sono disponibili a cadenza trimestrale (oppure disponibili in ritardo), la p.p.e. trimestrale viene parzialmente stimata sulla base delle transazioni finanziarie e degli andamenti delle attività e dei tassi di cambio.

La tavola 1 nella sezione 7.3 fornisce una sintesi della p.p.e. e delle transazioni finanziarie per la bilancia dei pagamenti dell’area dell’euro. La scomposizione della variazione nella p.p.e. annuale si ottiene applicando un modello statistico alle variazioni della p.p.e., diverse dalle transazioni, sulla base di informazioni derivate dalla scomposizione geografica, dalla composizione valutaria delle attività e delle passività, nonché dagli indici dei prezzi delle diverse attività finanziarie. Le colonne

5 e 6 di questa tavola si riferiscono agli investimenti diretti da parte di unità residenti all'estero e all'investimento diretto da unità non residenti nell'area dell'euro.

Nella tavola 5 della sezione 7.3 la scomposizione in "prestiti" e "banconote, monete e depositi" è basata sul settore della controparte non residente, ovvero le attività nei confronti di banche non residenti vengono classificate come depositi mentre le attività nei confronti di altri settori non residenti vengono classificate come prestiti. Questa scomposizione segue la distinzione già effettuata in altre statistiche, come il bilancio consolidato delle IFM, ed è conforme al Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella tavola 7 della sezione 7.3. Tali dati non sono pienamente confrontabili con quelli della valutazione finanziaria settimanale dell'Eurosistema, a causa di differenze nella copertura e nella classificazione. I dati contenuti nella tavola 7 sono conformi allo schema di riferimento sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. Le attività incluse nelle riserve ufficiali dell'Eurosistema tengono conto, per definizione, della composizione evolutiva dell'area dell'euro. Nel periodo precedente all'entrata di un paese nell'area dell'euro, le attività detenute dalla banca centrale nazionale del paese sono incluse alla voce investimenti di portafoglio (se si tratta di titoli) oppure altri investimenti (nel caso di attività di altra natura). Le variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini del Central Bank Gold Agreement (Accordo tra le banche centrali sull'oro) del 26 settembre 1999, che è stato aggiornato il 27 settembre 2009. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE *Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves* (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

Le statistiche sul debito estero lordo dell'area dell'euro riportate nella tavola 8 della sezione 7.3 indicano la consistenza effettiva (e non quella potenziale) delle passività nei confronti di non residenti nell'area dell'euro che comportano il pagamento di capitale e/o interessi da parte del debitore in uno o successivi istanti futuri. La tavola 8 presenta una scomposizione del debito estero lordo per strumento e settore istituzionale.

La sezione 7.4 contiene una presentazione monetaria della b.d.p dell'area dell'euro, nella quale vengono riportate le transazioni delle istituzioni diverse dalle IFM che riflettono le transazioni esterne nette delle IFM. Le transazioni delle istituzioni diverse dalle IFM includono transazioni di b.d.p. per le quali non è disponibile una scomposizione per settore. Tali transazioni sono relative al conto corrente e al conto capitale (colonna 2) e agli strumenti finanziari derivati (colonna 11). Una nota metodologica aggiornata sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE. Si veda anche il riquadro 1 nel numero di giugno 2003 di questo Bollettino.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La fonte dei dati è l'Eurostat. I dati in valore e gli indici di volume sono stagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della tavola 1 nella sezione 7.5 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic categories – BEC) e corrisponde alla classificazione elementare dei beni nel Sistema dei conti nazionali. Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 4. Nella scomposizione geografica (tavola 3 nella sezione 7.5) sono riportati

i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali. La Cina non comprende Hong Kong. Per effetto di differenze riguardanti definizioni, classificazione, copertura e tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio estero, e in particolare alle importazioni, non sono del tutto confrontabili con la voce “beni” delle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. sezioni 7.1 e 7.2). Una parte della discrepanza è attribuibile, nei dati relativi al commercio estero, all’inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi ai beni importati.

I prezzi all’importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell’industria per le esportazioni (o prezzi industriali dell’output per il mercato non interno) riportati nella tavola 2, sezione 7.5 sono stati introdotti dal Regolamento (CE) n. 1158/2005 del Parlamento europeo e del Consiglio del 6 luglio 2005 che modifica il regolamento (CE) n. 1165/98 del Consiglio, e che rappresenta il principale riferimento normativo per le statistiche a breve termine. L’indice dei prezzi all’importazione dei beni industriali include i beni industriali importati dall’esterno dell’area dell’euro inclusi nelle sezioni da B a E della Classificazione statistica dei prodotti associata alle attività nella Comunità economica europea e tutti i settori istituzionali degli importatori, fatta eccezione per le famiglie, le pubbliche amministrazioni e le istituzioni senza scopo di lucro. L’indice riflette il prezzo di costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell’importatore al netto di dazi e imposte, e si riferisce alle effettive transazioni in euro registrate una volta trasferita la proprietà dei beni. I prezzi alla produzione nell’industria per le esportazioni si riferiscono a tutti i prodotti industriali esportati direttamente da produttori dell’area dell’euro verso il mercato esterno all’area dell’euro inclusi nelle sezioni da B a E del NACE Rev. 2. Non sono incluse le esportazioni e le riesportazioni da parte di grossisti. Gli indici riflettono il prezzo f.o.b. (free on board) espresso in euro e calcolato ai confini dell’area dell’euro, incluso le imposte indirette e fatta eccezione per l’IVA e altre imposte deducibili. I prezzi all’importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell’industria per le esportazioni seguono la classificazione dei Raggruppamenti principali di industrie (RPI) definiti nel Regolamento (CE) della Commissione n. 656/2007 del 14 giugno 2007. Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 11 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati gli indici dei tassi di cambio effettivi (TCE) dell’euro, reali e nominali, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali nei confronti delle valute di alcuni partner commerciali dell’area dell’euro. Una variazione positiva indica un apprezzamento dell’euro. I pesi sono basati sul commercio di beni manufatti con i paesi partner commerciali nei periodi 1995-1997, 1998-2000, 2001-2003, 2004-2006, 2007-2009, e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando gli indici basati su ciascuno dei cinque set di pesi al termine di ciascun periodo triennale. L’indice TCE risultante ha come periodo base il primo trimestre 1999. Il gruppo di partner commerciali del TCE-20 è composto dai 10 Stati membri non appartenenti all’area dell’euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-19 non include la Croazia. Il gruppo del TCE-39 comprende quelli del TCE-20 e i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Cile, Filippine, India, Indonesia, Islanda, Israele, Malaysia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Russia, Sud Africa, Tailandia, Taiwan, Turchia e Venezuela. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell’industria manifatturiera e nel totale dell’economia. I TCE deflazionati con i costi del lavoro per unità di prodotto nell’industria manifatturiera sono disponibili solo per il gruppo TCE-19.

Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. la nota metodologica e l'Occasional Paper della BCE n. 134 (*Revisiting the effective exchange rates of the euro* di Martin Schmitz, Maarten De Clercq, Michael Fidora, Bernadette Lauro e Cristina Pinheiro, giugno 2012), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

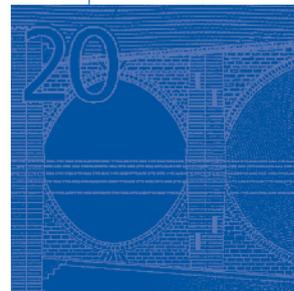
I tassi di cambio bilaterali riportati nella sezione 8.2 sono medie mensili di quelli pubblicati giornalmente come tassi di riferimento per queste valute. Il tasso di cambio più recente relativo alla corona islandese è pari a 290,0 per euro e si riferisce al 3 dicembre 2008.

EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

Le statistiche sugli altri Stati membri dell'UE (cfr. sezione 9.1) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. Tuttavia i dati sul conto corrente e sul conto capitale e sul debito estero lordo riportati nella tavola seguono criteri nazionali e non includono le società veicolo (special-purpose vehicles). I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.

ALLEGATI

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA ¹⁾



12 GENNAIO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente.

9 FEBBRAIO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente. Inoltre, approva criteri di idoneità e misure di controllo del rischio specifici nazionali ai fini dell'ammissione temporanea in alcuni paesi di crediti aggiuntivi come garanzia nelle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema.

8 MARZO, 4 APRILE E 3 MAGGIO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

6 GIUGNO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento. Ha inoltre deciso, per quanto riguarda le procedure d'asta e le modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 15 gennaio 2013, di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

5 LUGLIO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base allo 0,75 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento 11 luglio 2012. Decide inoltre di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente all'1,50 e allo 0,00 per cento, entrambi con effetto dall'11 luglio 2012.

2 AGOSTO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,75, all'1,50 e allo 0,00 per cento.

6 SETTEMBRE 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale

¹⁾ La cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2011 è consultabile, per ciascun anno di tale periodo, nel rispettivo Rapporto annuale della BCE.

rimarranno invariati rispettivamente allo 0,75, all'1,50 e allo 0,00 per cento. Decide inoltre sulle modalità per intraprendere operazioni definitive monetarie (ODM) sui mercati secondari delle obbligazioni sovrane nell'area dell'euro.

4 OTTOBRE E 8 NOVEMBRE 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,75, all'1,50 e allo 0,00 per cento.

6 DICEMBRE 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,75, all'1,50 e allo 0,00 per cento. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 9 luglio 2013, decidendo in particolare di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

10 GENNAIO, 7 FEBBRAIO, 7 MARZO E 4 APRILE 2013

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,75, all'1,50 e allo 0,00 per cento.

2 MAGGIO 2013

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base allo 0,50 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento 8 maggio 2013. Decide inoltre di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 50 punti base all'1,00 per cento con effetto dall'8 maggio 2013 e di lasciare invariato il tasso sui depositi presso la banca centrale allo 0,00 per cento. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino all'8 luglio 2014, decidendo in particolare di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

6 GIUGNO, 4 LUGLIO, 1° AGOSTO, 5 SETTEMBRE E 2 OTTOBRE 2013

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,50, all'1,00 e allo 0,00 per cento.

7 NOVEMBRE 2013

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base allo 0,25 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento 13 novembre 2013. Decide inoltre di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 25 punti base allo 0,75 per cento con effetto dal 13 novembre 2013 e di lasciare invariato il tasso sui depositi presso la banca centrale allo 0,00 per cento. Stabilisce inoltre i dettagli

relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 7 luglio 2015, decidendo in particolare di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

5 DICEMBRE 2013, 9 GENNAIO, 6 FEBBRAIO, 6 MARZO, 3 APRILE E 8 MAGGIO 2014

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente allo 0,25, allo 0,75 e allo 0,00 per cento.

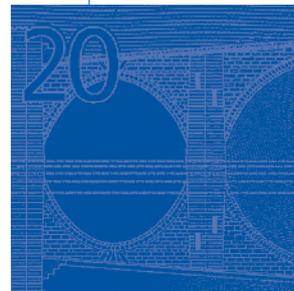
5 GIUGNO 2014

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) di 10 punti base, allo 0,15 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento 11 giugno 2014. In aggiunta, decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 35 punti base, allo 0,40 per cento, e il tasso sui depositi presso la banca centrale di 10 punti base a -0,10 per cento, a decorrere dall'11 giugno 2014. Decide inoltre di adottare ulteriori misure non convenzionali, in particolare di: (a) condurre una serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) con scadenza settembre 2018 per sostenere i prestiti bancari a favore del settore privato non finanziario, a tasso di interesse fisso per l'intera durata di ciascuna operazione, pari al tasso applicabile alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema in essere al momento dell'erogazione del finanziamento, con l'aggiunta di un differenziale fisso di 10 punti base; (b) continuare a condurre ORP con procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione almeno fino alla fine del periodo di mantenimento delle riserve che scade a dicembre 2016; (c) condurre le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a tre mesi aggiudicate prima del periodo di mantenimento delle riserve che scade a dicembre 2016, mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi; (d) sospendere le operazioni settimanali di fine-tuning per sterilizzare la liquidità immessa attraverso il Programma per il mercato dei titoli finanziari (Securities Markets Programme, SMP); (e) intensificare i lavori preparatori relativi agli acquisti definitive nel mercato delle ABS.

3 LUGLIO 2014

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati allo 0,15, allo 0,40 e al -0,10 per cento, rispettivamente.





PUBBLICAZIONI PRODOTTE DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA

La BCE produce numerose pubblicazioni che forniscono informazioni sulle sue competenze principali: la politica monetaria, le statistiche, i sistemi di pagamento e di regolamento, la stabilità finanziaria e la vigilanza, la cooperazione europea e internazionale, e le questioni giuridiche.

PUBBLICAZIONI STATUTARIE

- Rapporto annuale
- Rapporto sulla convergenza
- Bollettino mensile

LAVORI DI RICERCA

- *Legal Working Paper Series*
- *Occasional Paper Series*
- *Research Bulletin*
- *Working Paper Series*

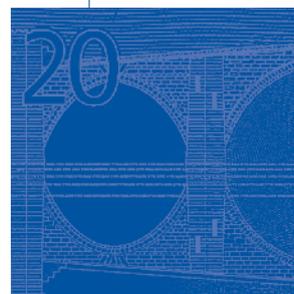
ALTRE PUBBLICAZIONI

- *Enhancing monetary analysis*
- *Financial integration in Europe*
- *Financial Stability Review*
- *Statistics Pocket Book*
- *La Banca centrale europea: storia, ruolo e funzioni*
- *The international role of the euro*
- *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro ("General Documentation")*
- *La politica monetaria della BCE*
- *The payment system*

La BCE pubblica anche brochure e materiale informativo su un'ampia varietà di tematiche, ad esempio le banconote e le monete in euro, nonché atti di seminari e conferenze.

Per una lista completa dei documenti (in formato PDF) pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, predecessore della BCE dal 1994 al 1998, si prega di visitare il sito Internet della BCE all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. I codici della lingua indicano in quali versioni ciascuna pubblicazione è disponibile.

Salvo diversa indicazione, le copie a stampa possono essere ottenute a titolo gratuito singolarmente o in abbonamento, fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo e-mail info@ecb.europa.eu.



GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Altri investimenti [other investment]: voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti, altri conti attivi e passivi.

Amministrazioni pubbliche [general government]: in base alla definizione del SEC 95, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato, fruibili dal singolo individuo e dalla collettività, e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

Area dell'euro [euro area]: l'area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato sul funzionamento dell'Unione europea

Asta a tasso fisso [fixed rate tender]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

Asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo [fixed rate full allotment tender procedure]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito dalla banca centrale (tasso fisso) e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi a quel tasso, sapendo in anticipo che tutte le richieste saranno soddisfatte (piena aggiudicazione dell'importo).

Asta a tasso variabile [variable rate tender]: procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

Attività nette sull'estero delle IFM [MFI net external assets]: le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

Azioni [equities]: titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria, come ad esempio le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [balance of payments (b.o.p.): prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo.

Bilancio consolidato del settore delle IFM [consolidated balance sheet of the MFI sector]: bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri

soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

Cancellazione [write-off]: rimozione del valore di un prestito dal bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto interamente irrecuperabile.

Cartolarizzazione [securitisation]: operazione o insieme di operazioni mediante le quali una attività o un pool di attività che producono flussi di cassa, prevalentemente crediti (mutui ipotecari, prestiti al consumo, ecc.), vengono trasferiti da un originator (di norma un ente creditizio) a una società veicolo finanziaria (SVF). La SVF di fatto converte queste attività in titoli negoziabili, emettendo strumenti di debito nei quali il servizio del capitale e degli interessi viene effettuato mediante i flussi di cassa prodotti dal pool di attività sottostanti.

Commercio con l'estero in beni [external trade in goods]: esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

Conti capitale [capital accounts]: parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che riporta le variazioni nette della ricchezza, del risparmio, dei trasferimenti in conto capitale e delle acquisizioni nette di attività non finanziarie.

Conto capitale [capital account]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutti i trasferimenti di capitale e le acquisizioni/dismissioni di attività non prodotte e non finanziarie fra residenti e non residenti.

Conto corrente [current account]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a beni e servizi, redditi e trasferimenti correnti fra residenti e non residenti.

Conto dei redditi [income account]: un conto della b.d.p. che ricomprende due tipi di transazioni nei confronti dei non residenti: (a) quelle che riguardano le retribuzioni da lavoro dipendente corrisposte a lavoratori non residenti (ad esempio, i transfrontalieri, gli stagionali e altri lavoratori a breve termine); (b) quelle che riguardano gli introiti e gli esborsi per investimenti su attività o passività finanziarie sull'estero, inclusi gli introiti e gli esborsi su investimenti diretti, di portafoglio e altri investimenti, nonché gli introiti sulle riserve valutarie.

Conto dei trasferimenti correnti [current transfers account]: un conto tecnico della b.d.p. sul quale vengono registrati il valore di risorse reali o finanziarie qualora queste vengano trasferite senza ricevere alcuna contropartita. I trasferimenti correnti ricomprendono tutti i trasferimenti diversi da quelli di capitale.

Conti finanziari [financial accounts]: parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che presenta le posizioni finanziarie (consistenze o bilanci), le transazioni finanziarie e altre variazioni dei diversi settori istituzionali di un'economia per tipologia di attività finanziaria.

Conto finanziario [financial account]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono le transazioni fra residenti e non residenti relative a investimenti diretti e di portafoglio, altri investimenti, prodotti finanziari derivati e attività di riserva.

Costo del lavoro per unità di prodotto [unit labour costs]: indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e la produttività del lavoro (definita come PIL, in volume, a prezzi costanti per persona occupata).

Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [MFI credit to euro area residents]: prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (ivi incluse le amministrazioni pubbliche e il settore privato) e i titoli detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

Curva dei rendimenti [yield curve]: rappresentazione grafica della relazione esistente, a una certa data, fra il tasso di interesse o il rendimento e la vita residua di titoli di debito con pari rischio di credito ma con differenti scadenze. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse o rendimenti per coppie di scadenze.

Debito (conti finanziari) [debt (financial accounts)]: i prestiti alle famiglie, nonché i prestiti, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo.

Debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [debt (general government)]: il debito lordo (banconote, monete e depositi, prestiti e titoli di debito) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

Debito estero lordo [gross external debt]: consistenze delle passività correnti effettive (ossia non potenziali) di un'economia che implicano, in una data futura, il pagamento del capitale o degli interessi a non residenti.

Deflazione [deflation]: un calo marcato e persistente dei prezzi di un insieme molto ampio di beni e servizi di consumo che viene incorporato nelle aspettative degli operatori.

Depositi presso la banca centrale [deposit facility]: operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messe a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti idonee possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso la propria BCN. Tali depositi sono remunerati a un tasso di interesse prestabilito, che di norma rappresenta il limite minimo dei tassi di interesse del mercato overnight.

Disavanzo (riferito alle amministrazioni pubbliche) [deficit (general government)]: l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche.

Disinflazione [disinflation]: processo di rallentamento dell'inflazione che può condurre a tassi di inflazione temporaneamente negativi.

Eonia [EONIA (euro overnight index average)]: misura del tasso di interesse effettivo prevalente nel mercato interbancario overnight dell'euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di

interesse sulle operazioni di prestito overnight non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Euribor [EURIBOR (euro interbank offered rate)]: tasso applicato ai prestiti denominati in euro tra banche considerate di primario standing; viene calcolato quotidianamente, per scadenze varie, non superiori ai dodici mesi, sulla base dei tassi di un campione di banche selezionate.

Eurosistema [Eurosysteem]: il sistema di banche centrali costituito dalla BCE e dalle BCN degli Stati membri dell'UE la cui moneta è l'euro.

Fabbisogno (riferito alle amministrazioni pubbliche) [borrowing requirement (general government)]: assunzione netta di debito da parte delle amministrazioni pubbliche.

Fattori autonomi di liquidità [autonomous liquidity factors]: fattori di liquidità quali, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale, che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria.

Fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari) [investment funds (except money market funds)]: istituzioni finanziarie che gestiscono collettivamente portafogli di capitale raccolto tra il pubblico, investendolo in attività finanziarie e non finanziarie. Cfr. anche **IFM**.

Forze di lavoro [labour force]: il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

Garanzie [collateral]: attività costituite in pegno o trasferite in altra forma a garanzia del rimborso di un finanziamento, nonché attività cedute nell'ambito di operazioni pronti contro termine. I titoli conferiti in garanzia nell'ambito delle operazioni temporanee dell'Eurosistema devono soddisfare alcuni requisiti di idoneità.

IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [MFIs (monetary financial institutions)]: istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Esse includono: (a) l'Eurosistema; (b) gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione dell'UE) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o altre forme di raccolta equiparabili ai depositi da enti diversi dalle IFM e, per proprio conto (almeno in termini economici), nel concedere credito e/o investire in titoli, nonché le istituzioni di moneta elettronica che sono che operano principalmente nell'intermediazione finanziaria sotto forma di emissione di moneta elettronica; (d) i fondi comuni monetari, ovvero società di investimento collettivo che investono in strumenti a breve termine e a basso rischio.

Impieghi disponibili [job vacancies]: termine collettivo che comprende i nuovi impieghi, gli impieghi liberi e quelli che si renderanno disponibili a breve scadenza, per i quali il datore di lavoro ha cercato attivamente e di recente di trovare un candidato idoneo.

Indagini della Commissione europea [European Commission surveys]: indagini armonizzate del clima di fiducia delle imprese e/o dei consumatori, condotte per conto della Commissione europea in ciascuno degli Stati membri dell'UE. Le indagini si basano su questionari e sono rivolte ai dirigenti di aziende del settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi nonché ai consumatori. Da ciascuna indagine mensile sono calcolati degli indicatori compositi che riassumono in un unico indicatore le risposte date a diverse domande (indicatori del clima di fiducia).

Indagine sul credito bancario [Bank lending survey (BLS)]: indagine trimestrale sulle politiche di erogazione del credito, condotta dall'Eurosistema a partire da gennaio 2003. Nell'ambito di tale indagine vengono poste, a un campione predefinito di banche dell'area dell'euro, alcune domande qualitative riguardanti i criteri per la concessione del credito, i termini e le condizioni praticate e la domanda di prestiti, con riferimento sia alle imprese sia alle famiglie.

Indagini presso i responsabili degli acquisti nell'area dell'euro [Eurozone purchasing managers' surveys]: indagini sulle condizioni dei settori manifatturiero e dei servizi condotte in diversi paesi dell'area dell'euro e i cui risultati vengono utilizzati per compilare degli indici. L'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero (Manufacturing Purchasing Managers' Index – PMI) dell'area dell'euro è un indicatore ponderato calcolato in base agli indici di produzione, nuovi ordinativi, occupazione, tempi di consegna dei fornitori e scorte di prodotti acquistati. L'indagine presso il settore dei servizi consiste in questionari riguardanti l'attività corrente, le aspettative di attività futura, l'ammontare di attività inevasa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli input e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi.

Indicazioni prospettiche sulla politica monetaria [Forward guidance]: comunicazione di una banca centrale sull'orientamento condizionale della politica monetaria con riferimento all'andamento futuro dei tassi di interesse.

Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)]: indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti gli Stati membri dell'UE.

Indice del costo orario del lavoro [hourly labour cost index]: indice dei costi del lavoro comprendente gli stipendi e i salari lordi (in denaro e in altra natura, comprese le gratifiche) e altri costi del lavoro (contributi previdenziali a carico del datore di lavoro più le imposte relative all'occupazione corrisposte dal datore, al netto dei sussidi ricevuti) per ora effettivamente lavorata (comprese le prestazioni straordinarie).

Indice delle retribuzioni contrattuali [index of negotiated wages]: misura dei risultati diretti della contrattazione collettiva in termini di retribuzione di base (cioè escluse le gratifiche) a livello di area dell'euro. Si riferisce alla variazione media implicita dei salari e degli stipendi mensili.

Inflazione [inflation]: aumento del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

Investimenti di portafoglio [portfolio investment]: transazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai non residenti (“attività”) e transazioni e/o posizioni nette dei non residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai residenti (“passività”). Sono inclusi i titoli azionari e i titoli di debito (obbligazioni e notes, e strumenti di mercato monetario). Le transazioni sono rilevate al prezzo effettivo pagato o ricevuto, al netto di commissioni e spese. Per poter essere considerata come attività di portafoglio, la quota di partecipazione in una società deve essere equivalente a meno del 10 per cento delle azioni ordinarie o del potere di voto.

Investimenti diretti [direct investment]: investimenti internazionali effettuati allo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione pari almeno al 10 per cento delle quote ordinarie o dei diritti di voto). Sono

inclusi le azioni, gli utili reinvestiti e il debito collegato ad operazioni intersocietarie. Il conto degli investimenti diretti rileva le transazioni/posizioni nette in attività estere da parte di residenti nell'area dell'euro ("investimenti diretti all'estero") e le transazioni/posizioni nette in attività dell'area dell'euro da parte di non residenti ("investimenti diretti nell'area dell'euro").

Liquidità in eccesso [Excess liquidity]: ammontare di liquidità detenuta dalle banche sotto forma di riserve presso la banca centrale eccedente il fabbisogno aggregato del sistema bancario, quale determinato dagli obblighi di riserva e dai fattori autonomi.

M1: aggregato monetario ristretto che include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

M2: aggregato monetario intermedio. Comprende M1, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore a due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza), detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali.

M3: aggregato monetario ampio che si compone di M2 più gli strumenti negoziabili, in particolare operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito con scadenza non superiore a due anni emessi dalle IFM.

Misure di maggiore sostegno al credito [enhanced credit support]: misure non convenzionali adottate dalla BCE/Eurosistema durante la crisi finanziaria, intese a garantire condizioni di finanziamento e flussi creditizi migliori rispetto ai risultati ottenibili con la sola riduzione dei tassi di riferimento della BCE.

Nuovi accordi europei di cambio AEC II [ERM II (exchange rate mechanism II)]: accordi che definiscono l'assetto per la cooperazione nel settore delle politiche del cambio tra i paesi dell'area dell'euro e gli Stati membri dell'UE non partecipanti alla Terza fase dell'UEM.

Operazione di assorbimento della liquidità [liquidity-absorbing operation]: operazione mediante la quale l'Eurosistema assorbe liquidità per ridurre la liquidità in eccesso o creare un fabbisogno di liquidità. Tali operazioni vengono condotte mediante emissione di certificati di debito o depositi a tempo determinato.

Operazione di mercato aperto [open market operation]: operazione effettuata su iniziativa della banca centrale nei mercati finanziari. Può assumere la forma di operazioni temporanee, operazioni definitive, emissioni di depositi a tempo determinato, certificati di debito o operazioni di swap in valuta. Le operazioni di mercato aperto sono utilizzate per fornire o assorbire liquidità.

Operazione di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) [longer-term refinancing operation (LTRO)]: operazioni di credito con scadenza superiore alla settimana eseguite dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le regolari operazioni mensili hanno scadenza tre mesi. Nella fase di turbolenza dei mercati finanziari iniziata nell'agosto 2007 sono state condotte operazioni aggiuntive con frequenza variabile e durata compresa tra un periodo di mantenimento delle riserve e 36 mesi.

Operazione di rifinanziamento marginale [marginal lending facility]: operazione attivabile su iniziativa delle controparti messa a disposizione dall'Eurosistema, avente la forma di operazione temporanea mediante la quale controparti idonee possono ottenere dalla propria BCN, a un tasso di interesse predefinito, credito overnight. Il tasso dei prestiti concessi nell'ambito di tali operazioni rappresenta il limite superiore dei tassi di interesse del mercato overnight.

Operazione di rifinanziamento principale (ORP) [main refinancing operation (MRO)]: regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento principali sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

Operazione temporanea [reverse transaction]: operazione mediante la quale una BCN acquista o vende attività a pronti con patto di vendita/riacquisto a termine, ovvero eroga credito a fronte di una garanzia.

Parità centrale (o tasso centrale) [central parity (or central rate)]: tassi di cambio di ciascuna valuta partecipante agli AEC II nei confronti dell'euro, rispetto ai quali sono definiti i margini di oscillazione previsti dagli AEC II.

Parità di potere d'acquisto (p.p.a.) [purchasing power parity (P.P.P.)]: tasso di conversione di una valuta in un'altra tale da rendere identico il potere d'acquisto delle due divise, eliminando le differenze dovute al livello dei prezzi prevalente in ciascun paese. Nella sua forma più semplice, la p.p.a. rappresenta il rapporto di prezzo in valuta nazionale dello stesso bene o servizio in diversi paesi.

Passività finanziarie a lungo termine delle IFM [MFI longer-term financial liabilities]: depositi con durata prestabilita superiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi, titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza originaria superiore a due anni nonché capitale e riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

Posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) [international investment position (i.i.p.)]: valore e composizione delle consistenze di attività (o passività) finanziarie nette detenute da un'economia nei confronti del resto del mondo.

Prezzi alla produzione nell'industria [industrial producer prices]: i prezzi di fabbrica (i costi di trasporto non sono inclusi) di tutti i prodotti venduti dall'industria, escluse le costruzioni, sul mercato interno dei paesi dell'area dell'euro, al netto delle importazioni.

Prodotto interno lordo (PIL) [gross domestic product (GDP)]: il valore della produzione totale di beni e servizi di un'economia al netto dei consumi intermedi, più le imposte nette sui prodotti e sulle importazioni. Il PIL può essere scomposto per componenti di prodotto, di spesa e di reddito. I principali aggregati di spesa che compongono il PIL sono i consumi finali delle famiglie, i consumi finali collettivi, gli investimenti fissi lordi, la variazione delle scorte e le importazioni ed esportazioni di beni e servizi (compreso il commercio fra i paesi dell'area dell'euro).

Produttività del lavoro [labour productivity]: la produzione che può essere ottenuta con un dato input di lavoro. Essa si può misurare in diversi modi, ma di solito la misurazione viene effettuata dividendo il PIL (in volume) a prezzi costanti o per l'occupazione totale oppure per il totale delle ore lavorate.

Produzione industriale [industrial production]: il valore aggiunto lordo creato dall'industria a prezzi costanti.

Raccordo disavanzo-debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [deficit-debt adjustment (general government)]: la differenza tra il disavanzo e la variazione del debito delle amministrazioni pubbliche.

Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [debt-to-GDP ratio (general government)]: il rapporto tra il debito pubblico e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 126, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo.

Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [deficit ratio (general government)]: il rapporto tra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 126, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo. Viene anche definito rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

Redditi per occupato o per ora lavorata [compensation per employee or per hour worked]: la remunerazione totale, in denaro o in altra natura, che è pagabile dai datori di lavoro agli occupati, vale a dire i salari e gli stipendi lordi nonché le gratifiche, il pagamento degli straordinari e i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro, divisa per il numero totale degli occupati o per il numero totale di ore lavorate.

Riserva obbligatoria [reserve requirement]: obbligo che impone agli enti creditizi di detenere un ammontare minimo a titolo di riserva presso la banca centrale in un periodo di mantenimento predefinito. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri nel periodo di mantenimento.

Riserve ufficiali [international reserves]: attività sull'estero con disponibilità immediata e sotto il controllo delle autorità monetarie allo scopo di finanziare e regolare direttamente squilibri nei pagamenti attraverso interventi sui mercati dei cambi. Le riserve ufficiali dell'area dell'euro comprendono i crediti verso non residenti denominati in valuta diversa dall'euro, le riserve auree nonché i diritti speciali di prelievo e le posizioni di riserva presso il Fondo monetario internazionale detenuti dall'Eurosistema.

Saldo di bilancio strutturale delle amministrazioni pubbliche [Structural fiscal balance]: saldo di bilancio corretto in modo da tener conto dei fattori ciclici (ovvero, saldo corretto per gli effetti del ciclo) e delle misure una tantum.

Società di assicurazione e fondi pensione [insurance corporations and pension funds]: le società e le quasi-società finanziarie la cui funzione principale consiste nel fornire servizi di intermediazione finanziaria derivanti dalla trasformazione di rischi individuali in rischi collettivi.

Società veicolo finanziaria (SVF) [financial vehicle corporation (FVC)]: entità la cui attività principale è l'effettuazione di cartolarizzazioni. Le SVF emettono, tipicamente, titoli negoziabili che sono offerti al pubblico o collocati presso privati. Tali titoli sono garantiti da un portafoglio di attività (generalmente prestiti) che sono detenute dalla SVF. In alcuni casi, un'operazione di cartolarizzazione può coinvolgere più SVF, dove una di esse a detiene le attività cartolarizzate mentre un'altra provvede a emettere i titoli garantiti da tali attività.

Stabilità dei prezzi [price stability]: è definita dal Consiglio direttivo come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Il Consiglio ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo.

Survey of Professional Forecasters (SPF): indagine trimestrale condotta dalla BCE sin dal 1999 presso un gruppo selezionato di esperti appartenenti a organismi del settore finanziario e non finanziario aventi sede nell'UE, finalizzata alla raccolta di previsioni macroeconomiche sull'inflazione, sulla crescita del PIL in termini reali e sulla disoccupazione nell'area dell'euro.

Svalutazione [write-down]: correzione al ribasso del valore di un prestito registrato nel bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto parzialmente irrecuperabile.

Tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro (nominali/reali) [effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)]: medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dell'area. Gli indici del TCE dell'euro sono calcolati rispetto a diversi gruppi di paesi partner: il TCE-20 (comprendente i dieci Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e dieci partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-40 (composto dal TCE-20 più altri 20 paesi). I coefficienti di ponderazione riflettono la quota di ciascun partner nel commercio di prodotti manifatturieri dell'area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. I TCE reali si ottengono dai TCE nominali corretti per la differenza tra l'andamento di un indice ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo.

Tassi di interesse delle IFM [MFI interest rates]: i tassi di interesse praticati dagli enti creditizi residenti e da altre IFM, escluse le banche centrali e i fondi comuni monetari, sui depositi denominati in euro e sui prestiti nei confronti delle famiglie e delle società non finanziarie residenti nell'area dell'euro.

Tassi di interesse di riferimento della BCE [key ECB interest rates]: tassi di interesse fissati dal Consiglio direttivo, che riflettono l'orientamento di politica monetaria della BCE. Attualmente comprendono il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi presso la banca centrale.

Tasso di inflazione di pareggio [break-even inflation rate]: il differenziale tra il rendimento di una obbligazione nominale e quello di una obbligazione indicizzata all'inflazione, le cui scadenze siano uguali o quanto più possibile simili.

Tasso massimo di offerta [Maximum bid rate]: limite superiore fissato per i tassi di interesse a cui le controparti possono presentare le proprie offerte nelle operazioni di assorbimento della liquidità condotte mediante procedura d'asta a tasso variabile.

Tasso minimo di offerta [Minimum bid rate]: limite inferiore fissato per i tassi di interesse a cui le controparti possono presentare le proprie offerte nelle operazioni di immissione della liquidità mediante procedura d'asta a tasso variabile.

Titoli di stato indicizzati all'inflazione [inflation-indexed government bonds]: titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche; i pagamenti delle cedole e del capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

Titolo di debito [debt security]: promessa da parte dell'emittente (prenditore) a effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. I titoli di debito con scadenza originaria superiore a un anno sono classificati come titoli a lungo termine.

Valore di riferimento per la crescita di M3 [reference value for M3 growth]: tasso di crescita sui dodici mesi di M3, considerato coerente con la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Volatilità [volatility]: grado di oscillazione di una variabile.

Volatilità implicita [implied volatility]: la volatilità attesa (cioè la deviazione standard) dei tassi di variazione dei prezzi di un'attività (ad es., un'azione o un'obbligazione). Può essere desunta dal prezzo dell'attività, dalla data di scadenza e dal prezzo di esercizio delle relative opzioni, nonché da un rendimento privo di rischio, utilizzando un modello per il calcolo dei prezzi delle opzioni, quale il modello Black-Scholes.