



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

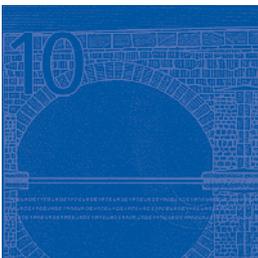
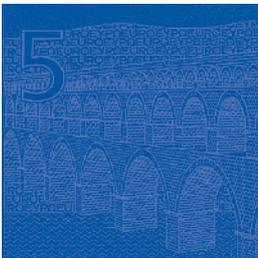
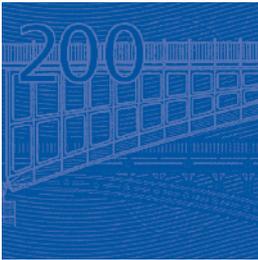
12 | 2014

**BOLLETTINO MENSILE
SETTEMBRE**



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



BOLLETTINO MENSILE SETTEMBRE 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.*

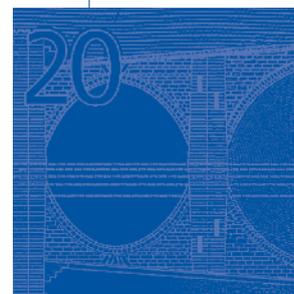
*Traduzione e pubblicazione
a cura della Banca d'Italia.
Tutti i diritti riservati.*

*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 3 settembre 2014.*

ISSN 1725-2997 (online)

*Grafica e stampa a cura della
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 Andamenti economici recenti in Giappone	15
2	Gli andamenti monetari e finanziari	25
	Riquadro 2 Andamenti recenti nel conto finanziario della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro	30
	Riquadro 3 La stima delle condizioni di liquidità attese nell'area dell'euro	37
	Riquadro 4 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 14 maggio al 12 agosto 2014	45
3	Prezzi e costi	67
	Riquadro 5 La reattività delle componenti dello IAPC alle variazioni del grado di sottoutilizzo della capacità produttiva	69
4	La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	77
5	Andamento della finanza pubblica	88
	Riquadro 6 Il saldo strutturale come indicatore della posizione di bilancio	89
	Riquadro 7 Raccomandazioni specifiche per paese relative alle politiche di bilancio nell'ambito del semestre europeo del 2014	95

ARTICOLI

Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2014	101
--	------------

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO	SI
--	-----------

ALLEGATI

Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	I
Il sistema Target (sistema trans-europeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale)	V
Pubblicazioni prodotte dalla Banca centrale europea	VII
Glossario	IX

SIGLARIO

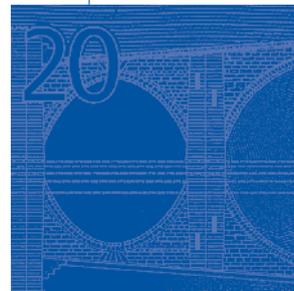
PAESI

BE	Belgio	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
CLUPT	costo del lavoro per unità di prodotto nell'intera economia
c.i.f.	costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore
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 4 settembre, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema di 10 punti base, allo 0,05 per cento, e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 10 punti base, allo 0,30 per cento. Il tasso sui depositi presso la banca centrale è stato ridotto di 10 punti base, al -0,20 per cento. Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di dare inizio all'acquisto di attività del settore privato non finanziario. L'Eurosistema acquisterà un ampio portafoglio di titoli, semplici e trasparenti, emessi a seguito della cartolarizzazione di crediti verso il settore privato non finanziario dell'area dell'euro, nell'ambito di un programma di acquisto di attività cartolarizzate ossia ABS (asset-backed securities). Ciò riflette il ruolo del mercato degli ABS nell'agevolare nuovi flussi creditizi verso l'economia e fa seguito all'intensificazione dei lavori preparatori al riguardo decisa in giugno dal Consiglio direttivo. In parallelo l'Eurosistema acquisterà anche un vasto portafoglio di titoli garantiti, denominati in euro ed emessi da IFM domiciliate nell'area dell'euro nel quadro di un nuovo Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite (Covered Bond Purchase Programme, CBPP3). Gli interventi nell'ambito di questi programmi avranno inizio il prossimo ottobre, secondo le modalità dettagliate che saranno annunciate dopo la riunione del Consiglio direttivo del 2 ottobre. Le misure appena decise, unitamente alle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine previste a breve, avranno un impatto notevole sul bilancio dell'Eurosistema.

Queste decisioni andranno a rafforzare la serie di misure di politica monetaria adottate negli ultimi mesi. In particolare, sosterranno le indicazioni prospettiche (forward guidance) del Consiglio direttivo sui tassi di interesse di riferimento della BCE e rispecchiano l'esistenza di differenze, significative e crescenti, tra le principali economie avanzate in termini di ciclo di politica monetaria. Gli interventi che sono stati decisi miglioreranno ulteriormente il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria e sosterranno l'offerta di credito all'economia in generale. Nella sua analisi il Consiglio direttivo ha tenuto conto delle prospettive di inflazione complessivamente contenute, del recente indebolimento del ritmo di crescita nell'area dell'euro e del perdurare di una dinamica della moneta e del credito modesta. Le decisioni del 4 settembre, unitamente alle altre misure in atto, sono state adottate per rafforzare il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine, in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. Via via che si trasmettono all'economia, queste misure contribuiranno a riportare i tassi di inflazione in maggiore prossimità del 2 per cento. Qualora si rendesse ancora necessario affrontare rischi connessi con un periodo di bassa inflazione eccessivamente prolungato, il Consiglio direttivo è unanime nel suo impegno a ricorrere a ulteriori strumenti non convenzionali nel quadro del proprio mandato.

Per quanto concerne l'analisi economica, nel secondo trimestre di quest'anno il PIL in termini reali dell'area dell'euro è rimasto invariato rispetto al periodo precedente, dopo quattro trimestri di moderata espansione. Sebbene questo andamento sia in parte riconducibile a fattori *ex ante*, il risultato è stato inferiore alle attese. Quanto al terzo trimestre, i dati delle indagini disponibili fino ad agosto indicano una perdita di slancio nell'espansione congiunturale, pur rimanendo coerenti con una modesta crescita.

La domanda interna dovrebbe essere sostenuta dalla serie di misure di politica monetaria che sono state adottate, dai miglioramenti in atto nelle condizioni finanziarie, dai progressi compiuti sul fronte del risanamento dei conti pubblici e delle riforme strutturali, nonché dal calo dei prezzi dell'energia che sostiene il reddito disponibile reale. La domanda di esportazioni dovrebbe peraltro beneficiare della ripresa mondiale. Al tempo stesso è probabile che la disoccupazione elevata, la cospicua capacità produttiva inutilizzata, il perdurare di un tasso di variazione negativo dei prestiti

delle IFM al settore privato e gli aggiustamenti di bilancio necessari nei settori pubblico e privato continuano a frenare la ripresa. Guardando al futuro, occorre seguire con attenzione i fattori e le ipotesi fondamentali che delineano le prospettive di crescita.

Questi elementi si riflettono nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in settembre dagli esperti della BCE, che indicano una crescita del PIL in termini reali dello 0,9 per cento nel 2014, dell'1,6 nel 2015 e dell'1,9 nel 2016. Rispetto all'esercizio di giugno, condotto dagli esperti dell'Eurosistema, l'espansione del PIL è stata rivista al ribasso per il 2014 e il 2015 e al rialzo per il 2016.

Il Consiglio direttivo ritiene che i rischi per le prospettive economiche dell'area dell'euro siano orientati al ribasso. In particolare, la perdita di slancio dell'economia può frenare gli investimenti privati e gli accresciuti rischi geopolitici potrebbero esercitare un ulteriore impatto negativo sulla fiducia di imprese e consumatori. Un altro rischio al ribasso è connesso a riforme strutturali insufficienti nei paesi dell'area dell'euro.

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è collocata in agosto allo 0,3 per cento, dopo lo 0,4 di luglio. Tale andamento è soprattutto riconducibile al calo registrato per i beni energetici, mentre le altre principali componenti non hanno mostrato sostanziali variazioni a livello aggregato. I tassi di inflazione restano contenuti ormai da molto tempo. Le decisioni del 4 settembre, unitamente alle altre misure in atto, sono state adottate per rafforzare il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine, in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. In base alle informazioni attualmente disponibili, l'inflazione armonizzata dovrebbe rimanere su livelli modesti nei prossimi mesi, per poi aumentare gradualmente nel corso del 2015 e del 2016.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in settembre dagli esperti della BCE indicano un'inflazione al consumo dello 0,6 per cento nel 2014, dell'1,1 nel 2015 e dell'1,4 nel 2016. Rispetto all'esercizio di giugno, condotto dagli esperti dell'Eurosistema, il tasso di inflazione previsto per il 2014 è stato corretto al ribasso, mentre le proiezioni per il 2015 e il 2016 sono rimaste invariate.

Il Consiglio direttivo, tenuto conto delle misure decise il 4 settembre, continuerà a seguire con attenzione i rischi per le prospettive sull'andamento dei prezzi nel medio periodo. In particolare guarderà ai possibili effetti derivanti dall'indebolimento della crescita, dagli sviluppi geopolitici, dall'andamento del cambio e dalla trasmissione delle misure di politica monetaria adottate.

Passando all'analisi monetaria, i dati di luglio continuano a indicare una contenuta espansione di fondo dell'aggregato monetario ampio (M3), pari all'1,8 per cento sui dodici mesi, rispetto all'1,6 di giugno. Nello stesso periodo la crescita dell'aggregato monetario ristretto M1 è aumentata dal 5,4 al 5,6 per cento. Un fattore importante alla base dell'incremento di M3 resta 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.

In luglio il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) è rimasto negativo al -2,2 per cento, stabile rispetto al mese precedente. Tuttavia, i rimborsi netti sono risultati nuovamente cospicui in luglio. La dinamica dei prestiti a favore delle società non finanziarie continua a riflettere la sua relazione con il ciclo economico

caratterizzata dal consueto scarto temporale, nonché il rischio di credito, i fattori dell'offerta di credito 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 collocato in luglio allo 0,5 per cento, senza sostanziali variazioni dall'inizio del 2013.

In questo contesto di debole espansione dei prestiti, la BCE sta portando a termine la valutazione approfondita dei bilanci bancari, che riveste un ruolo fondamentale per superare le restrizioni nell'offerta di credito.

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

Sul fronte delle riforme strutturali, diversi Stati membri hanno compiuto passi importanti, mentre altri devono ancora dotarsi dei necessari strumenti normativi e quindi procedere all'attuazione delle misure. Ora occorre chiaramente imprimere slancio agli sforzi compiuti per incrementare la crescita e l'occupazione su base sostenibile nell'area dell'euro. È necessario intervenire con determinazione sul versante delle riforme strutturali nei mercati dei beni e servizi e del lavoro, nonché agire per migliorare il contesto in cui operano le imprese. Per quanto riguarda le finanze pubbliche, il complessivo risanamento degli ultimi anni ha contribuito alla riduzione degli squilibri di bilancio. I paesi dell'area dell'euro non dovrebbero vanificare i progressi conseguiti nel riequilibrio dei conti pubblici, ma procedere in linea con il Patto di stabilità e crescita. Il patto ha l'effetto di ancorare la fiducia; la flessibilità consentita nell'ambito delle regole permette di far fronte agli oneri di bilancio connessi a grandi riforme strutturali, nonché di sostenere la domanda. Vi è inoltre il margine per realizzare una composizione delle politiche di bilancio più favorevole alla crescita. La piena e coerente applicazione dell'attuale quadro di sorveglianza macroeconomica e dei conti pubblici dell'area dell'euro è indispensabile per ridurre gli elevati rapporti debito/PIL, aumentare la crescita potenziale e rafforzare la capacità di tenuta dell'area agli shock.

Questo numero del Bollettino contiene un articolo dal titolo "Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2014".

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

L'economia mondiale migliora costantemente, ma rimane fragile in presenza di dinamiche regionali ancora divergenti. Dopo la debolezza degli inizi dell'anno, l'attività globale si è irrobustita nel secondo trimestre. Tale risultato va ricondotto al rafforzamento dello slancio espansivo in gran parte delle economie avanzate – in particolar modo negli Stati Uniti – e alla ripresa nei mercati emergenti, che è stata trainata soprattutto dall'accelerazione in Cina. Gli indicatori recenti del clima di fiducia segnalano una dinamica positiva sostenuta nel terzo trimestre. Nel medio termine la crescita dovrebbe intensificarsi gradualmente, pur restando piuttosto moderata, soggetta a vincoli di capacità produttiva, squilibri macroeconomici o finanziari, incertezze riguardo alle politiche economiche e rischi geopolitici. Il commercio mondiale si è indebolito nel periodo recente, ma alcuni segnali suggeriscono che raggiungerà un punto di svolta nella seconda metà dell'anno. L'inflazione a livello mondiale è scesa in luglio dopo gli aumenti del secondo trimestre. In prospettiva si prevedono spinte inflazionistiche contenute sullo sfondo del lento riassorbimento dell'output gap globale, di corsi petroliferi relativamente stabili e di aspettative di inflazione ben ancorate.

I.1 ATTIVITÀ ECONOMICA E COMMERCIO MONDIALE

L'economia mondiale continua a recuperare a ritmi gradualmente e diffusi, nonostante una volatilità di breve periodo. La crescita si è rafforzata nel secondo trimestre dopo il temporaneo indebolimento nella parte precedente dell'anno, sorretta da un ritorno di vivacità in alcuni dei principali paesi avanzati ed emergenti. L'orientamento molto accomodante delle politiche monetarie nelle economie avanzate e il miglioramento del clima di fiducia a livello globale hanno sostenuto i mercati finanziari e, in generale, la ripresa economica su scala internazionale. Stime preliminari mostrano che nel secondo trimestre del 2014 l'attività nel G20 (esclusa l'area dell'euro) è cresciuta dello 0,8 per cento sul periodo precedente, in presenza di perduranti differenze tra paesi (cfr. tavola 1). Più nel detta-

Tavola 1 Crescita del PIL in termini reali in alcune economie

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

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

1) Il dato per il 2° trimestre 2014 è una stima sulla base degli ultimi dati disponibili.

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

glio, negli Stati Uniti è stato osservato un robusto recupero dell'attività al venir meno dell'impatto avverso esercitato dalle condizioni meteorologiche sfavorevoli e dall'azione di freno delle scorte. Al tempo stesso, nel Regno Unito il miglior clima di fiducia delle famiglie e gli effetti di ricchezza positivi derivanti dall'aumento dei prezzi delle abitazioni hanno concorso al vigore sostenuto dell'economia. In Giappone invece l'attività si è contratta come conseguenza del riequilibrio della domanda privata dopo l'anticipo dei consumi nel primo trimestre in previsione dell'aumento dell'IVA ad aprile. Anche nei mercati emergenti gli andamenti economici sono stati contrastanti. La crescita del PIL in termini reali si è notevolmente rafforzata in Cina grazie alle azioni di stimolo fiscale e all'alentamento delle condizioni creditizie, ha rallentato in India per i livelli persistentemente elevati dell'inflazione e le carenze infrastrutturali e si è indebolita in Brasile e Russia. Gli effetti mondiali della crisi in Ucraina sono rimasti finora piuttosto contenuti. I connessi rischi geopolitici sono però aumentati notevolmente e la possibile intensificazione delle sanzioni tra la Russia e gli altri paesi potrebbe avere implicazioni significative per la crescita mondiale attraverso il canale finanziario, del commercio e del clima di fiducia.

Gli indicatori recenti del clima di fiducia segnalano il perdurare di uno slancio positivo nel terzo trimestre dell'anno. Nelle economie avanzate i fondamentali macroeconomici rimangono solidi; in quelle emergenti la confluenza di fattori economici e politici, quali le strozzature strutturali e le tensioni geopolitiche, ostacolano invece il rafforzamento della ripresa. L'indice mondiale dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo alla produzione manifatturiera calcolato escludendo l'area dell'euro è lievemente aumentato in agosto, grazie soprattutto al forte incremento delle componenti relative agli Stati Uniti e al Giappone che hanno compensato il lieve indebolimento del settore manifatturiero britannico (cfr. figura 1). Al tempo stesso gli indicatori anticipatori compositi dell'OCSE, concepiti per anticipare i punti di svolta dell'attività

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

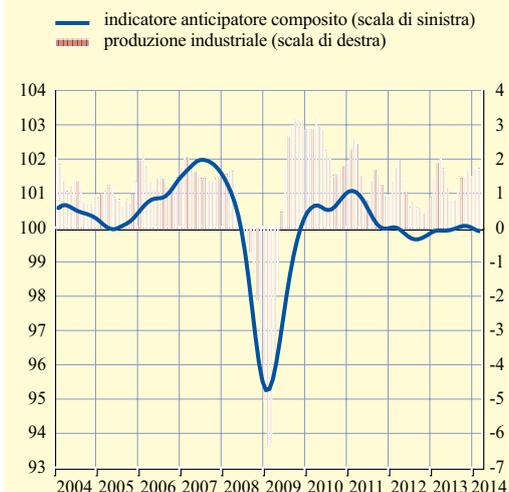
(dati mensili destagionalizzati)



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.

economica rispetto al trend, continuavano a segnalare in giugno una crescita stabilmente superiore al trend in gran parte delle economie avanzate e approssimativamente pari o inferiore allo stesso nei paesi emergenti (cfr. figura 2). Il lieve miglioramento del World Economic Climate indicator dell'Ifo nel terzo trimestre del 2014 riflette invece principalmente le migliori prospettive per gli Stati Uniti e i mercati emergenti dell'Asia.

La crescita del commercio mondiale ha continuato a indebolirsi, seguendo un andamento iniziato alla fine dello scorso anno e passando in territorio lievemente negativo nel secondo trimestre del 2014. Il CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis indica che il volume delle importazioni globali di beni è sceso dello 0,1 per cento nel secondo trimestre: ciò ha riflesso la debolezza dell'interscambio sia nei mercati emergenti di Asia, Europa centrale e orientale e America latina sia in Giappone per motivi in parte riconducibili agli effetti dell'aumento dell'IVA ad aprile. I dati di bilancia dei pagamenti relativi al commercio di beni e servizi confermano altresì un lieve indebolimento dell'interscambio nel secondo trimestre, ma il PMI mondiale relativo ai nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero è aumentato in agosto dopo essersi mantenuto stabile sullo stesso livello dagli inizi dell'anno e questo segnala una ripresa di slancio del commercio internazionale nel breve periodo.

Più a lungo termine, le proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2014 dagli esperti della BCE (cfr. l'articolo in questo numero del Bollettino) segnalano un rafforzamento graduale dell'attività economica a ritmi che tuttavia rimarranno verosimilmente modesti. Le economie avanzate dovrebbero beneficiare in misura crescente dell'orientamento accomodante delle politiche monetarie, del venir meno dell'azione di ridimensionamento della leva finanziaria nel settore privato e del risanamento delle finanze pubbliche, del miglioramento del clima di fiducia e del calo della disoccupazione. Per quanto riguarda invece i mercati emergenti, in alcuni le sfide strutturali rappresentate ad esempio da infrastrutture carenti, rigidità nei mercati dei beni e servizi e del lavoro e squilibri interni ed esterni limiteranno verosimilmente il potenziale di crescita, mentre altri si sono adeguati all'inasprimento delle condizioni finanziarie da maggio 2013 e alla prevista normalizzazione della politica monetaria negli Stati Uniti. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate a giugno del 2014 dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per la crescita mondiale sono rimaste sostanzialmente immutate, fatta eccezione per alcune revisioni al rialzo, interamente dovute a un aggiornamento dei pesi usati per costruire gli aggregati globali.

I rischi per le prospettive di crescita globale restano orientati verso il basso. I maggiori rischi geopolitici e gli andamenti nei mercati finanziari internazionali e nelle economie emergenti potrebbero influire negativamente sulle condizioni economiche.

1.2 ANDAMENTI DEI PREZZI A LIVELLO INTERNAZIONALE

Dopo essersi mantenuta relativamente moderata nel 2013 e nel primo trimestre del 2014, l'inflazione mondiale è salita nel secondo trimestre di quest'anno. Nell'area dell'OCSE l'inflazione generale al consumo sui dodici mesi ha raggiunto il 2,1 per cento nel secondo trimestre del 2014, dall'1,6 del primo, ma è poi scesa lievemente (all'1,9 per cento) in luglio per il contributo leggermente inferiore della componente energetica. Il tasso calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici è aumentato nel secondo trimestre e si è mantenuto stabile all'1,9 per cento in luglio. Gli andamenti più recenti dell'inflazione nelle principali economie emergenti sono stati eterogenei: dagli inizi dell'anno l'indice dei prezzi al consumo (IPC) ha evidenziato un andamento crescente in Brasile e Russia, mentre si è stabilizzato in Cina e India su livelli più bassi rispetto alla seconda metà del

Tavola 2 Andamenti dei prezzi in alcune economie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

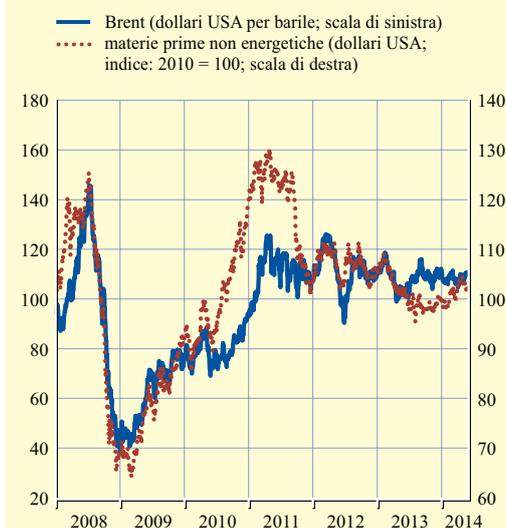
	2012	2013	2014					
			feb.	mar.	apr.	mag.	giu.	lug.
OCSE	2,3	1,6	1,4	1,6	2,0	2,1	2,1	-
Stati Uniti	2,1	1,5	1,1	1,5	2,0	2,1	2,1	2,0
Giappone	0,0	0,4	1,5	1,6	3,4	3,7	3,6	3,4
Regno Unito	2,8	2,6	1,7	1,6	1,8	1,5	1,9	1,6
Danimarca	2,4	0,5	0,3	0,2	0,5	0,3	0,4	0,5
Svezia	0,9	0,4	0,1	-0,4	0,3	0,1	0,5	0,4
Svizzera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

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

2013 (cfr. tavola 2). Si prevede in prospettiva che le spinte inflazionistiche rimangano contenute, in presenza di un grado ancora basso di utilizzo della capacità produttiva e di aspettative di inflazione relativamente ben ancorate.

I prezzi energetici, una determinante di rilievo dell'inflazione globale, sono scesi dall'inizio dell'anno. Malgrado le perduranti tensioni geopolitiche in importanti paesi produttori di petrolio, non vi sono state interruzioni dell'offerta tali da innescare un aumento delle quotazioni del greggio mentre la produzione di petrolio di scisto – soprattutto negli Stati Uniti – è rimasta costante. Dopo un breve picco a metà giugno, dagli inizi di luglio i corsi petroliferi sono diminuiti (cfr. figura 3). Il 3 settembre 2014 il greggio di qualità Brent è stato quotato a 101 dollari al barile, un livello inferiore di circa l'11 per cento rispetto a un anno prima. La recente diminuzione dei prezzi del petrolio rispecchia il fatto che il mercato può contare su forniture relativamente abbondanti. Dal lato dell'offerta, i conflitti geopolitici in Iraq, Ucraina e Libia non hanno influito sulla produzione mondiale e crescono le aspettative di una ripresa delle esportazioni libiche di greggio. Dal lato della domanda,

Figura 3 Principali andamenti dei prezzi delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWI.

L'Agenzia internazionale per l'energia segnala una crescita ancora moderata a livello internazionale in linea con l'espansione contenuta del PIL mondiale. Gli operatori si attendono in prospettiva prezzi lievemente più alti nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti future sul Brent con scadenza a dicembre 2015 che si collocano a 103 dollari per barile. A più lungo termine, tuttavia, potrebbero emergere maggiori pressioni verso l'alto sui corsi del greggio nella misura in cui gli andamenti politici in Iraq, Libia e Russia eserciteranno un impatto sull'espansione della capacità di produzione di petrolio.

I prezzi delle materie prime non energetiche sono rimasti nell'insieme sostanzialmente stabili negli ultimi mesi e si collocano al momento su un livello inferiore di circa l'1 per cento rispetto agli inizi di luglio per effetto dei ribassi delle derrate alimentari e dei rincari dei metalli. I corsi delle derrate alimentari sono diminuiti (di circa il 5 per cento dai primi di luglio) per il calo delle quotazioni dei cereali, in quanto le condizioni meteorologiche favorevoli hanno incrementato l'offerta. Quelli dei metalli sono lievemente aumentati (di circa il 6 per cento dai primi di luglio), riflettendo soprattutto l'incremento dei prezzi dell'alluminio. L'indice aggregato dei prezzi delle materie prime non energetiche (denominato in dollari) si trova al momento su un livello inferiore di circa il 3 per cento rispetto a quello di un anno fa.

1.3 ANDAMENTI IN ALCUNE ECONOMIE

STATI UNITI

Negli Stati Uniti la crescita economica è tornata a rafforzarsi, confermando la presenza di una solida tendenza di fondo sotto la superficie della recente volatilità dei dati connessa a fattori temporanei. Dopo essersi contratta per effetto delle condizioni meteorologiche nel primo trimestre del 2014, l'attività ha messo a segno una robusta ripresa nel secondo, riportandosi sui tassi di espansione superiori al trend osservati nella seconda metà del 2013. La seconda stima del Bureau of Economic Analysis colloca il tasso di variazione del PIL in termini reali al 4,2 per cento in ragione d'anno (1,0 sul periodo precedente), un livello lievemente superiore rispetto alla stima precedente, dopo il -2,1 per cento (-0,5 sul periodo precedente) del primo trimestre. L'espansione nel secondo trimestre è stata sorretta principalmente dal rientro dei fattori temporanei che avevano frenato la crescita nel periodo precedente, quali l'accumulo delle scorte e le esportazioni. Inoltre, anche la spesa per consumi delle famiglie e gli investimenti fissi privati hanno contribuito positivamente alla crescita e questo rappresenta un ulteriore segnale del fatto che la domanda interna sta recuperando. Le esportazioni nette hanno invece fornito un contributo negativo, seppur meno pronunciato che nel primo trimestre.

Gli indicatori ad alta frequenza disponibili suggeriscono che l'economia statunitense manterrà verosimilmente il suo slancio positivo nel terzo trimestre del 2014. Mentre le vendite al dettaglio hanno ristagnato e la spesa personale è diminuita in luglio, i consumi privati dovrebbero aumentare ulteriormente sullo sfondo degli effetti di ricchezza positivi e dei perduranti miglioramenti nelle condizioni del mercato del lavoro che sorreggono il reddito disponibile. Le prospettive a breve termine per l'attività economica restano anch'esse favorevoli alla luce della dinamica positiva degli indicatori del clima di fiducia delle imprese, della produzione industriale e degli ordini dell'industria. Inoltre, il forte incremento delle nuove abitazioni e delle concessioni edilizie – assieme al miglioramento del clima di fiducia delle società di costruzioni nel corso del terzo trimestre – forniscono ulteriori segnali di una ripresa della crescita nel settore immobiliare, che aveva risentito temporaneamente delle condizioni climatiche sfavorevoli nella parte precedente di quest'anno. Nel più lungo periodo si prevede che l'economia statunitense recuperi a ritmi più sostenuti grazie ai perduranti miglioramenti nei mercati del lavoro e delle abitazioni, alle condizioni finanziarie acco-

modanti e al venir meno degli effetti avversi prodotti dal processo di risanamento dei bilanci delle famiglie e dalla politica di bilancio.

In luglio l'inflazione si è stabilizzata ulteriormente. Il tasso sui dodici mesi misurato sull'IPC è sceso di 0,1 punti percentuali, al 2,0 per cento, mentre quello calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è rimasto costante all'1,9 per cento. Ciò riflette il venir meno di alcuni fattori temporanei che avevano determinato l'aumento dell'inflazione misurata sull'IPC nella parte precedente di quest'anno, specificamente tra febbraio e maggio. In particolare, i costi dell'energia sono diminuiti a luglio e l'inflazione dei prezzi di servizi quali le prestazioni sanitarie si è stabilizzata più di recente dopo essere aumentata nei mesi precedenti. Il tasso di variazione dei prezzi dei beni alimentari ha invece continuato a seguire un andamento ascendente. Si prevede in prospettiva un aumento solo graduale dell'inflazione, in quanto il margine di capacità inutilizzata nel mercato del lavoro e la dinamica moderata dei salari dovrebbero continuare a mantenere contenute le pressioni sui prezzi.

Nel contesto del generale miglioramento delle prospettive per l'economia, nella riunione del 30 luglio 2014 il Federal Open Market Committee (FOMC) ha annunciato un'ulteriore riduzione misurata del ritmo mensile degli acquisti di attività per 10 miliardi di dollari, a 25 miliardi, a decorrere da agosto. La riduzione ha interessato in eguale misura gli acquisti di mutui cartolarizzati (passati da 15 a 10 miliardi di dollari) e quelli di titoli del Tesoro a più lungo termine (scesi da 20 a 15 miliardi di dollari). Il FOMC ha ribadito che, nel decidere per quanto tempo mantenere inalterato l'obiettivo per il tasso ufficiale 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, dopo i risultati relativamente deboli della seconda metà del 2013, gli andamenti economici nella prima metà del 2014 sono stati determinati in larga misura dall'anticipazione e dalla successiva attuazione dell'aumento dell'IVA ad aprile. La prima stima preliminare dei dati di contabilità nazionale mostra una considerevole contrazione dell'attività nel secondo trimestre del 2014 al riequilibrarsi della domanda dopo l'aumento dell'IVA in aprile e l'anticipo della spesa nel trimestre iniziale dell'anno. Il PIL in termini reali è sceso dell'1,7 per cento sul periodo precedente nel secondo trimestre, dopo una crescita rivista verso il basso dell'1,5 per cento nel primo. L'impatto è stato particolarmente pronunciato sui consumi privati, in particolare di beni durevoli, che sono scesi rispettivamente del 5 e 18,9 per cento sul periodo precedente. Un effetto negativo è stato avvertito anche dagli investimenti totali, e in particolare dagli investimenti privati in edilizia residenziale, diminuiti di circa il 10 per cento sul trimestre precedente. Le esportazioni di beni e servizi hanno evidenziato andamenti relativamente deboli in termini reali, ma sono scese meno delle importazioni: di conseguenza, le esportazioni nette hanno contribuito positivamente alla crescita complessiva. Il contributo negativo relativamente forte della domanda interna è stato altresì compensato in parte da quello considerevolmente positivo delle scorte nel settore privato. Per un'analisi più dettagliata degli andamenti economici recenti in Giappone, si veda il riquadro 1.

In prospettiva, si prevede una ripresa della crescita nel terzo trimestre di quest'anno. Ciò è sostanzialmente in linea con gran parte degli indicatori mensili recenti, i quali segnalano nell'insieme un recupero dell'attività – seppur più moderato di quanto previsto inizialmente – dopo la decelerazione che ha fatto seguito all'aumento dell'IVA ad aprile. Nello specifico, i consumi privati avrebbero evidenziato un modesto rafforzamento negli ultimi mesi. In luglio anche le

esportazioni di merci hanno mostrato timidi segnali di miglioramento, sebbene la crescita della produzione industriale sia stata esitante. Il PMI per il settore manifatturiero è salito a 52,2 in agosto (da 50,5 in luglio) e questo segnala un rafforzamento delle prospettive per l'attività manifatturiera in tale mese.

Con riferimento ai prezzi, l'inflazione sui dodici mesi si è lievemente attenuata nel periodo recente dopo l'impennata di aprile dovuta all'introduzione dell'aumento dell'IVA. In luglio il tasso di variazione dell'IPC sui dodici mesi è diminuito leggermente, al 3,4 per cento (dal 3,6 di giugno), poiché l'impatto sui prezzi derivante dal precedente deprezzamento dello yen ha continuato ad attenuarsi. Il tasso calcolato al netto di alimentari, bevande ed energia è stato pari al 2,3 per cento, invariato rispetto a giugno.

Nell'ultima riunione di politica monetaria, tenutasi l'8 agosto 2014, la Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariati i principali orientamenti di policy.

Riquadro 1

ANDAMENTI ECONOMICI RECENTI IN GIAPPONE

Sono trascorsi quasi due anni da quando il governo del Giappone ha annunciato la sua ambiziosa strategia volta a imprimere un nuovo slancio all'economia, che si trovava in una fase di bassa crescita e moderata deflazione. Il programma, comunemente noto come "Abenomics" dal nome del Primo Ministro giapponese Shinzō Abe, comporta un'azione ufficiale articolata su tre fronti (le tre "freccie"): politica monetaria, politica di bilancio (stimolo di breve periodo seguito da misure di risanamento a medio termine) e riforme strutturali di sostegno alla crescita intese ad assicurare un aumento della crescita tendenziale (in termini sia nominali sia reali). Questo riquadro esamina gli andamenti recenti in Giappone alla luce della nuova strategia, partendo da una descrizione dei principali passi compiuti e dell'impatto esercitato finora sull'economia nel suo insieme.

Stato di avanzamento nell'attuazione della strategia

L'Abenomics è stata attuata concentrando inizialmente l'attenzione in larga misura sui primi due fronti, vale a dire sull'offerta di uno stimolo monetario e fiscale (a breve termine). La politica monetaria (la prima freccia) ha costituito finora un elemento fondamentale del programma. Dopo aver introdotto un obiettivo esplicito di inflazione al 2 per cento nei primi mesi del 2013, ad aprile dello stesso anno la Banca del Giappone ha introdotto un programma di espansione monetaria quantitativa e qualitativa (Quantitative and Qualitative Monetary Easing, QQE) per raggiungere appena possibile, entro un orizzonte temporale di circa due anni, l'obiettivo di inflazione. Essa ha modificato il proprio obiettivo operativo principale, passando dal call rate sui depositi overnight non garantiti da collaterale alla base monetaria, e ha accresciuto le consistenze e la durata media residua dei titoli di Stato giapponesi da acquistare. Con acquisti di attività al ritmo previsto nel quadro del QQE, a fine luglio 2014 il bilancio della Banca del Giappone era cresciuto di oltre il 50 per cento.

Per quanto concerne la politica di bilancio (la seconda freccia), il governo giapponese ha fornito uno stimolo fiscale di breve periodo all'economia soprattutto attraverso l'adozione di due pacchetti di stimolo agli inizi del 2013 e del 2014. Ha inoltre compiuto alcuni passi incoraggianti

verso un risanamento delle finanze pubbliche, compresa l'attuazione di un aumento dell'IVA dal 5 all'8 per cento ad aprile 2014. Un secondo incremento, previsto per ottobre 2015 ma non ancora confermato, dovrebbe portare l'aliquota al 10 per cento. Dalle consultazioni ex articolo IV dell'FMI emerge che il saldo primario corretto per il ciclo dovrebbe ridursi, passando da -7,0 per cento nel 2013 a -6,0 per cento nel 2014¹⁾. Tra gli impegni assunti dal governo nell'ambito del G20 figura il dimezzamento del saldo primario entro l'esercizio finanziario 2015 rispetto al 6,6 per cento del 2010 e il conseguimento di un avanzo primario entro l'esercizio 2020.

I progressi nell'attuazione delle riforme strutturali di sostegno alla crescita (la terza freccia) sono stati più gradualisti. Da un lato sono state annunciate alcune misure importanti in ambiti quali l'agricoltura, l'energia e il governo societario, oltre che la previdenza sociale (dove le riforme hanno riguardato gli investimenti del fondo pensione governativo, il Government Pension Investment Fund). Dall'altro si registrano progressi più lenti in aree come la riforma del mercato del lavoro, con un numero inferiore di provvedimenti concreti introdotti finora. A giugno il governo ha altresì adottato una strategia di crescita rivista che include fra l'altro dei piani volti a ridurre l'aliquota di imposta sui redditi delle imprese, anche se restano da definire molti dettagli.

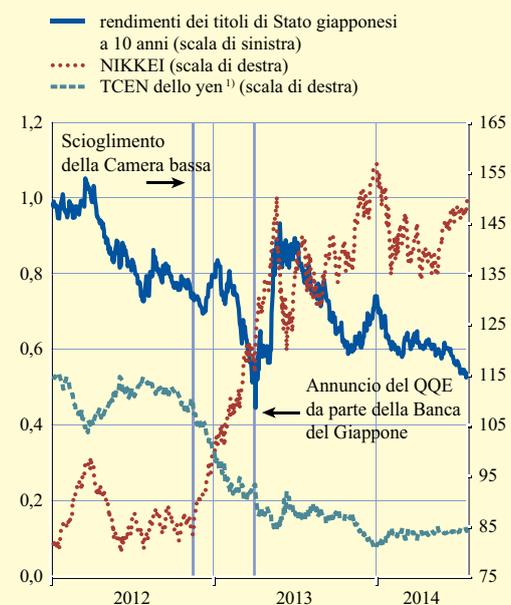
Andamenti recenti dell'attività economica e dei prezzi

L'aspettativa alla fine del 2012 di una modifica della politica economica ha avuto un impatto pronunciato sui prezzi delle azioni giapponesi e sul tasso di cambio dello yen (cfr. figura A). La valuta si è deprezzata in misura significativa (circa il 20 per cento in termini effettivi nominali) e i mercati azionari hanno segnato un forte rialzo (a fine agosto l'indice Nikkei era superiore di circa il 63 per cento al livello di fine novembre 2012). I rendimenti sui titoli di Stato giapponesi a 10 anni sono rimasti relativamente bassi.

Nelle prime fasi dell'Abenomics l'attività economica si è notevolmente rafforzata, anche se in qualche misura grazie al sostegno di diversi fattori che verranno presumibilmente meno nel tempo. Il PIL in termini reali è cresciuto in media di circa l'1 per cento sul trimestre precedente nella prima metà del 2013 (cfr. figura B), trainato in parte dalle azioni di stimolo fiscale, dal moderato aumento delle esportazioni e dal miglioramento del clima di fiducia. Ha però perso slancio nella seconda metà dell'anno, allorché alcuni di questi fattori hanno iniziato a venir meno. L'attività ha registrato una considerevole

Figura A Andamenti dei mercati finanziari

(scala di sinistra: percentuali; scala di destra: indice, gennaio 2013 = 100, dati giornalieri)



Fonti: Haver Analytics e BCE.
1) Tasso di cambio effettivo nominale rispetto ai 20 principali partner commerciali del Giappone.

1) Article IV Consultation – Staff Report e Press Release, FMI, 2014.

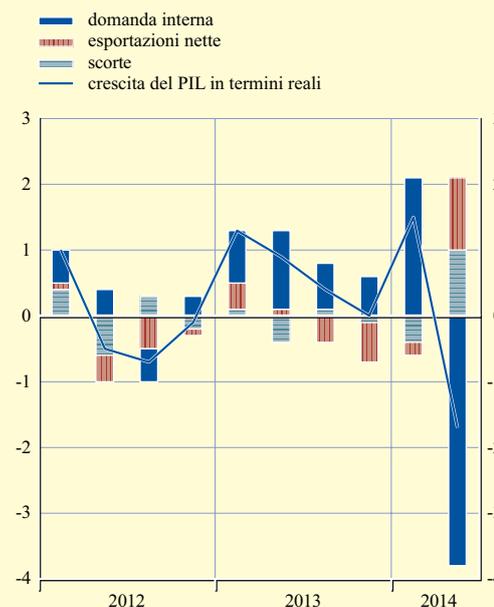
ripresa nel primo trimestre del 2014, riflettendo in larga parte l'anticipo dei consumi in previsione dell'aumento dell'IVA ad aprile di quest'anno, ma il riequilibrio della domanda privata nel secondo trimestre ha più che compensato i guadagni precedenti. Inoltre, nonostante il pronunciato deprezzamento dello yen, la ripresa delle esportazioni in termini di volume è rimasta complessivamente debole e gli investimenti privati in settori diversi dall'edilizia residenziale hanno evidenziato solo di recente dei segnali di timido recupero.

Anche l'inflazione e le aspettative di inflazione sono aumentate in misura significativa (cfr. figura C). L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita costantemente, da -0,2 per cento a novembre 2012 all'1,6 per cento a marzo 2014, e la misura più ristretta (ottenuta al netto della componente alimentare ed energetica) è passata da circa 0,5 allo 0,7 per cento nello stesso periodo. Le stime dei modelli, basate sulle regolarità storiche, segnalano che circa la metà dell'aumento dell'inflazione sui dodici mesi calcolata sull'IPC a partire da novembre 2012 può essere ricondotta al deprezzamento del tasso di cambio. Dopo l'aumento dell'IVA ad aprile 2014 l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita al 3,7 per cento in maggio, dall'1,6 di marzo, per poi tornare a scendere lievemente nei mesi recenti. L'aumento dell'inflazione ha coinciso altresì con una considerevole crescita delle aspettative di inflazione. Ad esempio, fra ottobre 2012 e luglio 2014 le attese di inflazione su un orizzonte di dieci anni misurate dall'indagine QUICK sono passate dallo 0,8 all'1,6 per cento, a indicare una maggiore credibilità dell'obiettivo di inflazione del 2 per cento.

Se da un lato l'inflazione e le aspettative di inflazione sono aumentate, dall'altro la dinamica salariale è stata lievemente inferiore nonostante le condizioni sempre più tese sul mercato del lavoro. Le trattative salariali annuali di primavera ("Shunto") concluse di recente hanno determinato incrementi retributivi pari al 2,2 per cento per l'esercizio finanziario 2014, con-

Figura B Contributi alla crescita del PIL in termini reali

(sul trimestre precedente; punti percentuali)



Fonte: Haver Analytics.

Figura C Inflazione e aspettative di inflazione su un orizzonte di dieci anni

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Haver Analytics e indagine QUICK.

tro l'1,8 per cento dell'esercizio 2013, anche se le misure più ampie della crescita dei salari restano molto più contenute in un contesto in cui il tasso di incremento sul periodo corrispondente dei redditi monetari totali è salito ad appena lo 0,8 per cento nel secondo trimestre (cfr. figura D). Una parte significativa dell'aumento va tuttavia ricondotta ai pagamenti non programmati (ad esempio, per straordinari) e alle gratifiche, mentre la crescita delle retribuzioni di base è rimasta relativamente modesta nonostante i segnali di incremento evidenziati dalle statistiche concernenti il mese di luglio.

Le mutate aspettative riguardo all'orientamento delle politiche sono state altresì associate inizialmente a ingenti flussi per investimenti di portafoglio verso il Giappone, specialmente nei mercati azionari del paese. Tuttavia, l'effetto complessivo di riequilibrio dei portafogli tra gli intermediari finanziari nazionali – con una ricomposizione a scapito dei titoli di Stato giapponesi e a favore di attività più remunerative (e forse più rischiose), un canale di trasmissione fondamentale del QQE – sarebbe stato finora limitato. Le disponibilità di titoli di Stato giapponesi nei portafogli delle banche sono lievemente diminuite. Ciò non è stato tuttavia seguito da un miglioramento sostanziale della propensione degli intermediari finanziari a erogare prestiti: la quota dei prestiti sulle attività totali delle banche è infatti rimasta sostanzialmente invariata a circa il 50 per cento da ottobre 2012, mentre è stato registrato un rapido accumulo di depositi presso la Banca del Giappone. Il cambiamento è stato meno rapido nel settore delle società di assicurazione e dei fondi pensione aziendali, le cui scelte di portafoglio sono rimaste sostanzialmente invariate.

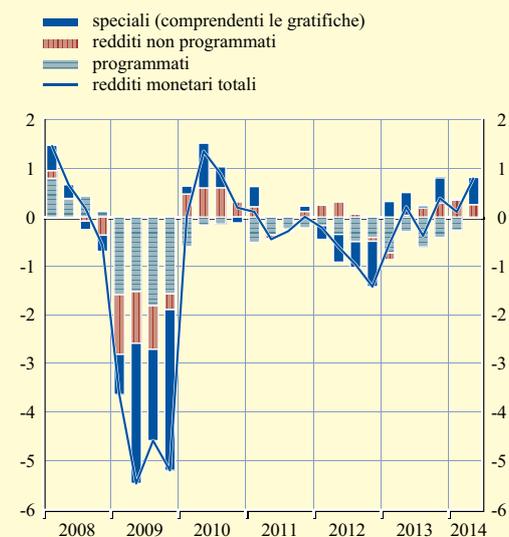
Nonostante la forte contrazione nel secondo trimestre del 2014, è probabile che l'economia torni a registrare una ripresa moderata nella seconda metà dell'anno. L'attività economica dovrebbe recuperare dopo il rallentamento che ha fatto seguito all'aumento dell'IVA nel secondo trimestre, sorretta principalmente dalla crescita dei consumi e degli investimenti del settore privato. Più a lungo termine, l'economia giapponese dovrebbe mantenere il proprio profilo di moderata ripresa in quanto la crescita delle esportazioni e l'orientamento monetario accomodante compenseranno verosimilmente il drenaggio fiscale a partire dal 2015.

Prospettive per l'attività e i prezzi

Per quanto concerne la politica fiscale, le autorità si sono impegnate a dimezzare il disavanzo primario entro l'esercizio 2015 rispetto ai livelli del 2010 e ad azzerarlo entro il 2020. Dal 2015 è probabile che la politica di bilancio agisca da freno sulla crescita, al venir meno del sostegno fornito dalle azioni di stimolo più recenti. Secondo le ultime proiezioni del Cabinet Office giapponese, il disavanzo primario sarà pari al 5,2 per cento del PIL in termini nominali nell'esercizio finanziario 2014 e scenderà su un livello compreso fra il 3,2 e il 3,4 per cento nel 2015 a seconda

Figura D Scomposizione dei redditi monetari totali

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Haver Analytics.

degli andamenti macroeconomici, per poi portarsi a più lungo termine all'interno di un intervallo dell'1,9-3,1 per cento entro l'esercizio 2020²⁾. È di conseguenza probabile che le autorità si trovino a dover adottare ulteriori misure discrezionali per azzerare il disavanzo primario entro il 2020.

Con riferimento ai prezzi, la più recente mediana delle stime³⁾ della maggioranza dei membri del Policy Board della Banca del Giappone indica che l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC (al netto degli alimentari freschi) supererà verosimilmente il 2 per cento nel breve periodo, per motivi in larga parte riconducibili ai due aumenti dell'IVA, e che il tasso calcolato escludendo gli effetti diretti dell'aumento dell'IVA potrebbe raggiungere l'1,9 per cento entro l'esercizio 2015 sulla scia del miglioramento dell'output gap e della perdurante crescita delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine (che dovrebbero convergere verso il 2 per cento). Nell'insieme le prospettive per l'economia giapponese non sono tuttavia sceve da incertezze e rischi, come indicato recentemente nel dettaglio dall'FMI nell'ultima consultazione ex articolo IV.

2) *Statement on Monetary Policy*, Banca del Giappone, 15 luglio 2014.

3) *Economic and Fiscal Projections for Medium to Long-Term Analysis*, Cabinet Office, Giappone, 20 gennaio 2014.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito l'attività economica ha continuato a evidenziare una dinamica robusta nella prima metà del 2014 dopo la forte crescita dell'anno precedente. Il PIL in termini reali è cresciuto dello 0,8 per cento sul periodo precedente sia nel primo sia nel secondo trimestre dell'anno, sorretto principalmente dalla domanda interna, sullo sfondo di una ripresa degli investimenti fissi lordi da livelli estremamente bassi e dello slancio ancora notevole dei consumi privati. Ciò ha riflesso a sua volta il clima di fiducia favorevole determinato dalla vivacità del mercato immobiliare e dal perdurante rafforzamento del mercato del lavoro, dove la disoccupazione è diminuita per sei mesi consecutivi fino a raggiungere il 6,4 per cento nei tre mesi fino a giugno, un minimo non più osservato da oltre cinque anni. In prospettiva, i dati ad alta frequenza segnalano una perdurante espansione dell'economia nel breve periodo, con alcuni indicatori che suggeriscono un indebolimento della crescita. A medio termine, tuttavia, la necessità di un aggiustamento dei bilanci nel settore sia pubblico sia privato può pesare sull'attività economica.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa all'1,6 per cento in luglio, dall'1,9 di giugno, mantenendosi al di sotto dell'obiettivo fissato dalla Bank of England per il sesto mese consecutivo. Il contributo principale è stato fornito dai prezzi dell'abbigliamento e delle calzature, che sono diminuiti solo in luglio – anziché, come di consueto, in giugno – riflettendo verosimilmente l'inizio ritardato dei saldi estivi. È tuttavia probabile che le spinte inflazionistiche rimangano in prospettiva contenute, in particolare sullo sfondo di un periodo protratto di crescita modesta dei salari in presenza di un calo dello 0,2 per cento delle retribuzioni settimanali (comprese le gratifiche) nei tre mesi fino a giugno rispetto a un anno prima.

Nella riunione del 7 agosto 2014 il Monetary Policy Committee della Bank of England ha mantenuto il tasso di riferimento allo 0,5 per cento e il suo programma di acquisto di titoli nell'ordine di 375 miliardi di sterline.

ALTRE ECONOMIE EUROPEE

In Svezia il PIL in termini reali è cresciuto dello 0,2 per cento sul periodo precedente nel secondo trimestre del 2014, dopo essere lievemente diminuito nel primo. In Danimarca l'attività è stata robusta agli inizi del 2014, aumentando dello 0,8 per cento sul periodo precedente nel primo trimestre

dell'anno, dopo la debolezza evidenziata alla fine del 2013. In entrambi i paesi, queste dinamiche sono da imputare principalmente alla domanda interna ed è in prospettiva probabile che il PIL in termini reali acquisti slancio nell'insieme del 2014. Con riferimento ai prezzi, negli ultimi mesi l'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è rimasta generalmente moderata e in luglio è stata pari allo 0,5 per cento in Danimarca e allo 0,4 per cento in Svezia.

Nei principali Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale (PECO) l'attività economica ha continuato a recuperare nella prima metà del 2014, sebbene a ritmi decrescenti. La crescita del PIL in termini reali è stata vigorosa in Ungheria e Polonia nel primo trimestre (1,1 per cento sul periodo precedente), ma è scesa rispettivamente allo 0,8 e 0,6 per cento nel secondo. Nella Repubblica Ceca la crescita è stata pari allo 0,8 per cento agli inizi dell'anno, per poi ristagnare nel secondo trimestre, mentre in Romania è scesa a -0,2 e -1,0 per cento nei primi due trimestri dell'anno. Si prevede in prospettiva che l'attività economica continui a mostrare una buona tenuta, grazie al sostegno crescente della domanda interna. Nonostante i rischi associati alle possibili tensioni geopolitiche, le esportazioni dovrebbero verosimilmente seguire andamenti positivi riflettendo l'impatto di vari progetti di investimenti diretti esteri che dovrebbero entrare a pieno regime nel corso dell'anno. Nel periodo recente l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è ridotta ulteriormente nei principali PECO, portandosi su minimi storici in diversi paesi. Tale risultato va ricondotto principalmente alla debole dinamica dei corsi dei beni alimentari ed energetici, alle riduzioni delle imposte indirette e dei prezzi amministrati e alle pressioni modeste dal lato dei costi interni.

In Turchia, nonostante gli andamenti sfavorevoli sul piano sia interno sia esterno che l'economia ha dovuto affrontare nella seconda metà del 2013, la crescita del PIL in termini reali è stata vigorosa nel primo trimestre del 2014 (1,7 per cento sul periodo precedente) poiché la perdurante decelerazione della domanda interna è stata compensata dalla robusta dinamica delle esportazioni. Per il resto del 2014 gli indicatori economici ad alta frequenza e anticipatori segnalano la prosecuzione del processo di riequilibrio del prodotto a favore del settore esterno mano a mano che l'inasprimento monetario posto in essere dalla banca centrale e l'attuazione delle misure macroprudenziali volte a contenere i prestiti al dettaglio agli inizi del 2014 si trasmettono ai consumi delle famiglie e alla produzione manifatturiera. Al tempo stesso è probabile che le ripetute azioni di allentamento monetario a partire da maggio attenuino in prospettiva l'impatto della più debole domanda interna sull'attività. L'inflazione si è stabilizzata su livelli considerevolmente superiori all'obiettivo fissato dalla banca centrale come conseguenza delle spinte verso l'alto esercitate dal rincaro dei beni alimentari e dalla trasmissione del deprezzamento della lira turca, anche se entrambi gli effetti dovrebbero moderarsi nel breve periodo. Le aspettative di inflazione sono tuttavia elevate e continuano a seguire una traiettoria ascendente.

In Russia, dopo una fase di rallentamento già pronunciato nel corso del 2013, il PIL in termini reali è sceso dello 0,3 per cento sul periodo precedente nel primo trimestre del 2014 allorché le ripercussioni del conflitto con l'Ucraina hanno iniziato a pesare sull'economia. Anche se gli indicatori ad alta frequenza mostrano una lieve ripresa della crescita nel breve periodo, il recente aggravamento della crisi ha offuscato le prospettive. In particolare, le restrizioni di finanziamento imposte dall'Unione europea e dagli Stati Uniti a una parte considerevole del settore bancario russo – assieme alle nuove misure di inasprimento monetario – contribuiscono al considerevole peggioramento del contesto finanziario. Si prevede inoltre che il livello elevato dell'inflazione e la crescita esitante dei salari nominali influiscano sui consumi privati, al momento ancora caratterizzati da una buona tenuta. Nel più lungo periodo è probabile che le sanzioni imposte e il conseguente aumento dell'incertezza esercitino un'ulteriore azione di freno su un'economia già gravata da rigidità strutturali

e da un clima sfavorevole agli investimenti. L'inflazione ha continuato a salire ulteriormente al di sopra dell'obiettivo fissato dalla banca centrale riflettendo soprattutto il deprezzamento del rublo alla fine del 2013 e agli inizi del 2014, oltre i rincari dei beni alimentari, e ciò ha innescato una serie di aumenti dei tassi di interesse dagli inizi dell'anno.

PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

In Cina l'economia ha continuato a indebolirsi molto gradualmente, seguendo un andamento osservato dal 2012, al venir meno di motori tradizionali della crescita quali gli investimenti nel settore manifatturiero e il dividendo demografico. Tuttavia, nel secondo trimestre del 2014 il tasso di incremento del PIL in termini reali è salito al 7,5 per cento sul periodo corrispondente (dal 7,4 del primo trimestre) – sulla scia della più vigorosa domanda estera e delle modeste misure di stimolo introdotte per evitare un indebolimento troppo pronunciato della crescita – e al 2,0 per cento sul periodo precedente (dall'1,5 del primo trimestre). Gli investimenti hanno fornito il contributo maggiore, mentre le esportazioni nette hanno contribuito positivamente per la prima volta dagli inizi del 2013. La domanda estera è rimasta vivace agli inizi del terzo trimestre, evidenziando un'accelerazione rapida sui dodici mesi a luglio, mentre le importazioni sono lievemente diminuite e hanno fatto salire il saldo commerciale mensile su un massimo storico. Gli indicatori dell'attività interna sono diminuiti solo leggermente rispetto a giugno, a mostrare che la dinamica della crescita complessiva nel terzo trimestre rimane finora solida. Le perduranti pressioni al ribasso sui prezzi delle abitazioni indicano tuttavia condizioni ancora instabili nel mercato immobiliare e questo potrebbe influire negativamente sulle prospettive economiche.

Le pressioni sui prezzi rimangono al momento contenute e sia l'inflazione misurata sull'IPC sia il tasso calcolato al netto della componente energetica e alimentare sono diminuiti in misura molto lieve nel secondo trimestre rispetto al primo, collocandosi ancora attorno al 2,3 e 1,7 per cento rispettivamente. L'inflazione calcolata sull'indice dei prezzi alla produzione (IPP), seppur ancora negativa, segue un andamento ascendente al venir meno delle pressioni sui prezzi nell'industria pesante. Il credito seguita a espandersi a ritmi elevati e la leva finanziaria continua a salire. Le misure amministrative adottate dalle autorità hanno contribuito in qualche misura a ridurre il ricorso ai prestiti a breve scadenza e ai finanziamenti non bancari, ma è improbabile che esercitino un impatto duraturo sulla crescita del credito in assenza di riforme più profonde volte ad affrontare la questione dell'azzardo morale nel sistema finanziario.

Nelle altre economie emergenti dell'Asia si osservano segnali di un miglioramento delle prospettive dopo un periodo di crescita debole, in quanto i mercati più orientati verso le esportazioni trarranno beneficio dalla maggiore domanda dei paesi avanzati. Al tempo stesso diverse economie emergenti dell'Asia hanno ridimensionato in misura significativa gli squilibri esterni e dovrebbero quindi risultare meno esposte a fughe di capitali.

Esaminando più nel dettaglio alcuni paesi, in India il PIL in termini reali è cresciuto a ritmi robusti nel secondo trimestre del 2014 (5,8 per cento sul periodo corrispondente). Dopo l'elezione del nuovo primo ministro si sono intensificati i segnali di un significativo ritorno di fiducia nell'economia indiana, compreso un forte rialzo dei mercati azionari. Si registra inoltre un miglioramento significativo del saldo di parte corrente, passato da -5,3 a -0,3 per cento del PIL tra il 2013 e il primo trimestre del 2014 dopo il deprezzamento della rupia nel 2013 e sulla scia di prospettive mondiali più positive. Ciò indica che l'India è meno esposta a rischi di contagio e alla fuga di capitali e che le prospettive a breve termine per la sua economia stanno migliorando. Guardando al futuro, se il nuovo governo riuscirà ad attuare le riforme previste nel suo programma, la crescita potenziale potrebbe aumentare. Inoltre l'inflazione è diminuita negli ultimi due anni, riflettendo il calo dei corsi

dei beni alimentari ed energetici e l'orientamento restrittivo della politica sia monetaria sia fiscale. Tuttavia, i rischi non sono ancora diminuiti e i prezzi dei prodotti alimentari dipendono particolarmente dalla stagione dei monsoni.

In Indonesia l'elezione del nuovo presidente ha coinciso con un miglioramento del clima di fiducia e un'intensificazione della crescita del PIL in termini reali, che nel secondo trimestre del 2014 è salita all'1,2 per cento sul periodo precedente (dallo 0,9 del primo trimestre). I limiti imposti all'espansione del credito nell'anno trascorso hanno contribuito a contenere le importazioni e il disavanzo di parte corrente. L'inflazione misurata sull'IPC è scesa da oltre l'8 per cento alla fine del 2013 a meno del 5 per cento a luglio del 2014, principalmente a causa dei minori prezzi dei beni energetici. In Corea la debole crescita economica del secondo trimestre del 2014 (0,6 per cento sul trimestre precedente) è stata dovuta soprattutto alla contrazione dei consumi privati. Per stimolare la domanda interna dopo l'incidente di un traghetto ad aprile 2014, è stato annunciato un pacchetto di stimolo da 40 miliardi di dollari statunitensi comprendente misure quali l'allentamento dei limiti sui mutui ipotecari e l'aumento del massimale per i prestiti alle piccole imprese. Inoltre l'inflazione, ancorché in aumento, resta inferiore all'obiettivo e in agosto la banca centrale coreana ha abbassato i tassi di interesse di 25 punti base per stimolare la domanda.

AMERICA LATINA

In America latina la crescita economica si è indebolita nella prima metà del 2014 dopo un lieve rafforzamento verso la fine dello scorso anno, mentre la sua evoluzione ha continuato a riflettere andamenti divergenti tra paesi.

In Brasile il brusco inasprimento delle condizioni finanziarie nell'anno trascorso e il livello elevato dell'inflazione hanno pesato sui salari reali e sulla dinamica dei consumi. Al tempo stesso il deterioramento del clima di fiducia delle imprese e la moderazione nella crescita del credito hanno concorso a mantenere bassi gli investimenti del settore privato. Il tasso di crescita del PIL in termini reali è diminuito dello 0,6 per cento nel secondo trimestre del 2014, dopo una contrazione dello 0,1 nel primo. Tale andamento ha riflesso il forte calo della spesa per investimenti, che è stato solo in parte compensato dal contributo positivo delle esportazioni nette, mentre la spesa per consumi ha ristagnato. Nonostante il ritmo di espansione estremamente contenuto, l'inflazione è rimasta elevata e ha indotto la banca centrale a mantenere il tasso di riferimento principale invariato all'11 per cento dall'ultimo aumento di aprile 2014 che aveva posto fine a un sostanziale ciclo di inasprimento.

In Argentina la crescita si è rafforzata nel secondo trimestre del 2014, come suggerito dall'aumento dell'indicatore dell'attività economica che è salito dello 0,4 per cento sul periodo precedente. Tale miglioramento è tuttavia considerato temporaneo, poiché derivante dalle maggiori esportazioni agricole al culmine della stagione del raccolto. Al tempo stesso proseguirà l'azione di freno esercitata dai forti squilibri rappresentati ad esempio dalle intense pressioni inflazionistiche, dalla più debole posizione di bilancio, dai vincoli di bilancia dei pagamenti e dalle maggiori incertezze riguardo al corso futuro dei negoziati sul debito dopo che l'Argentina si è dimostrata inadempiente rispetto alle proprie obbligazioni estere a fine luglio.

In Messico invece l'attività economica ha acquisito slancio dopo la debolezza dell'ultima parte del 2013 e degli inizi del 2014, grazie soprattutto all'aumento della domanda estera, mano a mano che gli effetti dei fattori temporanei che avevano inciso sulla crescita l'anno scorso hanno continuato a venir meno. Nel secondo trimestre del 2014 il tasso di incremento del PIL in termini reali sul periodo precedente è salito all'1,0 per cento, dallo 0,4 del primo trimestre. Dal lato dell'offerta, lo

stimolo alla crescita ha riflesso l'accelerazione dell'attività nei settori dell'industria e dei servizi a fronte di un lieve rallentamento in quello agricolo, che pure ha continuato a espandersi a ritmi robusti.

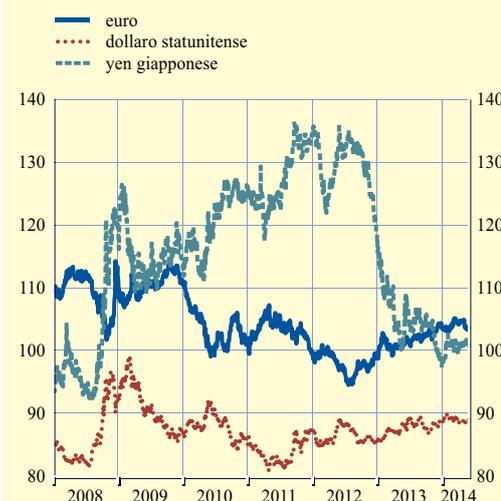
Si prevede in prospettiva che l'America latina attraversi un periodo di crescita mediocre nel contesto di un graduale miglioramento dell'attività dovuto alla maggiore domanda estera e all'impatto delle riforme strutturali in Messico.

1.4 TASSI DI CAMBIO

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

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

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



Fonte: BCE.

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

Tavola 3 Andamenti dei tassi di cambio dell'euro

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

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

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.

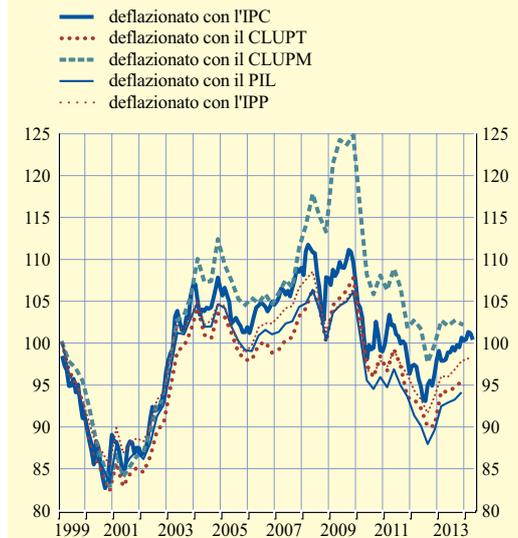
L'andamento discendente del tasso di cambio effettivo dell'euro nel periodo considerato rispecchia il profilo del tasso di cambio bilaterale della moneta unica rispetto alle divise dei paesi non appartenenti all'UE. In termini bilaterali, dai primi di giugno l'euro si è indebolito nei confronti del dollaro statunitense, della sterlina britannica e dello yen giapponese (rispettivamente del 3,4, 1,8 e 0,6 per cento). Nel periodo in esame si è altresì deprezzato sulle divise delle economie emergenti dell'Asia e in particolare sul renminbi cinese (del 5,0 per cento) e sulle monete dei paesi esportatori di materie prime.

Negli ultimi tre mesi la moneta unica si è per contro rafforzata rispetto alle valute degli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, in misura compresa fra lo 0,4 per cento (sul leu romeno) e il 3,7 per cento (sul fiorino ungherese). Il litas lituano e la corona danese, che partecipano agli AEC II, sono rimasti sostanzialmente stabili rispetto all'euro su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali.

Per quanto riguarda gli indicatori di competitività internazionale di prezzo e di costo dell'area dell'euro, ad agosto 2014 il tasso di cambio effettivo reale della moneta unica basato sui prezzi al consumo era inferiore dell'1,5 per cento al livello di un anno prima (cfr. figura 5). Ciò riflette il lieve calo dell'inflazione al consumo nell'area rispetto ai suoi principali partner commerciali.

Figura 5 Tassi di cambio effettivi reali dell'euro

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



Fonte: BCE.

Nota: il tasso di cambio effettivo reale dell'euro è calcolato nei confronti delle valute dei 20 principali partner commerciali dell'area dell'euro. Le serie sono rispettivamente deflazionate con l'indice dei prezzi al consumo (IPC), il costo del lavoro per unità di prodotto nell'intera economia (CLUPT), il costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera (CLUPM), il deflatore del PIL (PIL) e l'indice dei prezzi alla produzione (IPP).

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

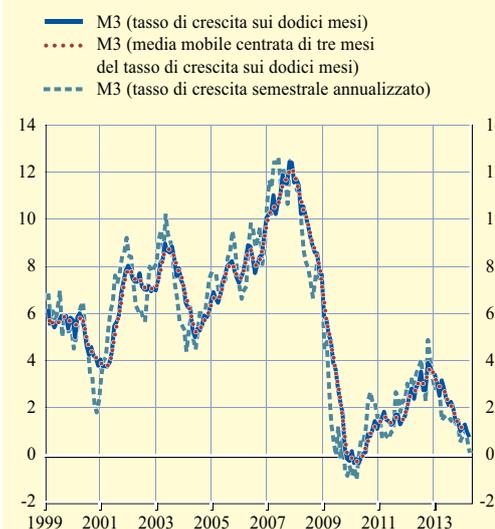
La crescita sui dodici mesi di M3 si è rafforzata ulteriormente nel luglio del 2014, riflettendo tre principali fattori: la maggiore preferenza per la liquidità monetaria da parte del settore detentore di moneta, gli aumenti delle attività nette sull'estero delle IFM e l'allentamento della contrazione del credito. Tuttavia, le informazioni disponibili per il secondo trimestre e per il mese di luglio continuano a segnalare la debolezza di fondo dell'espansione della moneta e del credito. La dinamica dei prestiti al settore privato resta modesta, caratterizzata da una debole crescita dei prestiti alle famiglie e da alcuni segnali di stabilizzazione del ritmo di contrazione dei prestiti al settore privato non finanziario, malgrado i significativi rimborsi netti di luglio. L'accumulo di attività nette sull'estero da parte delle IFM ha continuato a essere la principale fonte di creazione della moneta nell'area dell'euro nel secondo trimestre e in luglio: nei paesi non esposti a tensioni le attività principali delle IFM sono di fatto aumentate nel secondo trimestre e in luglio.

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è aumentato ulteriormente, portandosi all'1,8 per cento in luglio, dall'1,2 per cento del primo trimestre e dall'1,1 del secondo (cfr. figura 6 e tavola 4). Questi andamenti nella crescita sui dodici mesi di M3 continuano a riflettere la preferenza per la liquidità da parte del settore detentore di moneta in un contesto caratterizzato da tassi di interesse molto bassi. Tale settore ha mostrato in particolare una preferenza per i depositi overnight, altamente liquidi, che ha alimentato la sostenuta crescita di M1 sui dodici mesi. L'espansione degli altri depositi a breve scadenza è rimasta contenuta, registrando tassi di crescita sui dodici mesi pari al -2,1 e al -1,8 per cento rispettivamente nel secondo trimestre e in luglio, mentre gli strumenti negoziabili hanno registrato afflussi che hanno portato il loro tasso di variazione dal -12,5 per cento del secondo trimestre al -6,8 per cento di luglio. Tuttavia, le considerazioni di rischio-rendimento potrebbero altresì aver indotto gli investitori a spostare parte delle loro attività monetarie verso strumenti meglio remunerati e meno liquidi non compresi in M3, come ad esempio i fondi di investimento.

I prestiti alle amministrazioni pubbliche hanno continuato a calare nel secondo trimestre e in luglio. Anche i prestiti al settore privato non finanziario si sono ulteriormente contratti nel secondo trimestre, sebbene la loro flessione si sia lievemente allentata in luglio. L'incertezza riguardo a una potenziale inversione della dinamica dei prestiti è ulteriormente diminuita nel secondo trimestre. Un'inversione di questo tipo concorderebbe con la relazione storica tra l'andamento del ciclo economico e quello dei prestiti settoriali delle IFM. A meno di un ulteriore rallentamento delle dinamiche congiunturali correnti nell'area dell'euro, i prestiti al settore privato dovrebbero inoltre beneficiare delle misure di allentamento creditizio annunciate in giugno. In aggiunta, anche l'indagine di luglio sul credito bancario corrobora l'ipotesi di un'inversione della dinamica dei prestiti: le risposte delle banche interpellate indicano infatti che le

Figura 6 Crescita di M3

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



Fonte: BCE.

Tavola 4 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie

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

	Consistenze in essere in percentuale di M3 ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2013 3° trim.	2013 4° trim.	2014 1° trim.	2014 2° trim.	2014 giu.	2014 lug.
M1	55,9	6,9	6,4	6,0	5,2	5,4	5,6
Banconote e monete in circolazione	9,3	2,6	4,1	6,0	5,6	5,5	5,6
Depositi overnight	46,5	7,8	6,9	6,0	5,2	5,3	5,6
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	38,0	0,3	-1,2	-2,4	-2,1	-1,8	-1,8
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	16,7	-5,0	-6,3	-6,8	-5,4	-4,5	-4,2
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	21,3	5,0	3,3	1,4	0,7	0,5	0,2
M2	93,9	4,0	3,1	2,4	2,1	2,3	2,5
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	6,1	-17,2	-17,1	-13,1	-12,5	-8,8	-6,8
M3	100,0	2,2	1,5	1,2	1,1	1,6	1,8
Credito a residenti nell'area dell'euro		-0,5	-1,2	-1,9	-2,2	-2,3	-1,9
Credito alle amministrazioni pubbliche		2,0	0,1	-0,2	-1,3	-2,6	-1,8
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		-6,0	-6,7	-4,0	-2,6	-1,5	-1,1
Credito al settore privato		-1,2	-1,6	-2,3	-2,5	-2,2	-2,0
Prestiti al settore privato		-1,9	-2,2	-2,3	-1,9	-1,8	-1,6
Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e la cartolarizzazione ²⁾		-1,4	-1,8	-2,0	-1,5	-1,1	-1,0
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		-4,2	-3,6	-3,4	-3,4	-3,6	-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.

condizioni del credito bancario per le imprese e le famiglie dell'area dell'euro stanno gradualmente migliorando. Questa stessa indagine fornisce i primi segnali di un allentamento delle condizioni di concessione del credito a prenditori di alcuni settori, facendo ritenere che potrebbe essere giunto a termine il progressivo irrigidimento segnalato dalle banche durante tutta la crisi. L'indagine indica inoltre che la domanda di prestiti si è ulteriormente ripresa, dopo anni di contrazione.

Gli andamenti di M3 continuano a essere trainati dagli aumenti della posizione patrimoniale netta sull'estero delle IFM, rimasta la principale fonte di creazione di moneta nell'area dell'euro nel secondo trimestre e in luglio. Nei 12 mesi fino a luglio la posizione patrimoniale netta sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro è cresciuta di 416 miliardi di euro, a fronte di un aumento di 383 miliardi di euro nei 12 mesi sino alla fine del primo trimestre. Nel contempo, mentre nel secondo trimestre le passività finanziarie a più lungo termine delle IFM hanno registrato deflussi significativi, in luglio i deflussi sono stati solo modesti, di riflesso ai forti incrementi del capitale e delle riserve delle banche.

Le attività principali delle IFM sono aumentate di 18 miliardi di euro nei tre mesi fino a luglio, a fronte di un calo di 53 miliardi nei tre mesi precedenti. Questa recente espansione di bilancio riflette soprattutto l'incremento delle attività detenute dalle banche nei paesi non soggetti a tensioni, mentre le banche negli altri paesi hanno continuato a ridimensionare le loro attività principali, sebbene a un ritmo inferiore. Da un'analisi dei diversi tipi di attività emerge che l'aumento delle attività principali delle IFM è scaturito dalla crescita dei prestiti interbancari e delle attività sull'estero e dalla minore contrazione del credito al settore privato.

Nell'insieme, gli andamenti monetari nei primi sette mesi del 2014 confermano la debolezza complessiva delle dinamiche della moneta e del credito in un contesto di bassa inflazione.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

L'aumento osservato nel tasso di crescita sui dodici mesi di M3 nel secondo trimestre e in luglio riflette principalmente un incremento del contributo dei depositi overnight. L'aggregato monetario ristretto (M1) è stata l'unica componente che ha fornito un contributo positivo alla crescita complessiva di M3 (cfr. figura 7). Gli altri depositi a breve scadenza (M2 meno M1) si sono stabilizzati, continuando a fornire un contributo negativo. Anche il contributo degli strumenti negoziabili (M3 meno M2) è rimasto negativo, sebbene in misura inferiore rispetto al primo trimestre dell'anno.

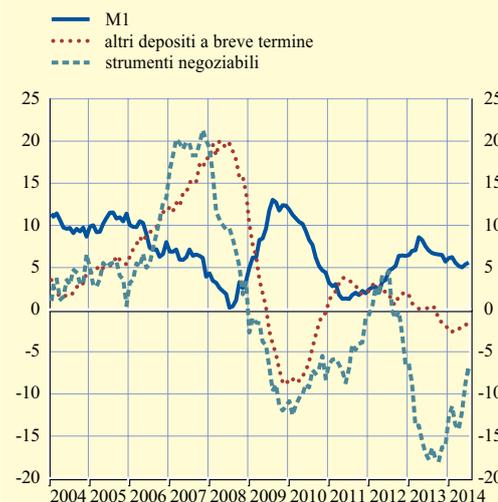
Per quanto riguarda le componenti di M3, il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è ulteriormente diminuito su base trimestrale, collocandosi al 5,2 per cento nel secondo trimestre, in calo dal 6,0 per cento del trimestre precedente. Su base mensile, tuttavia, esso si è rafforzato nel periodo in rassegna, portandosi al 5,6 per cento in luglio (cfr. tavola 4). Questa accelerazione riflette i maggiori afflussi verso i depositi overnight (principalmente delle famiglie, ma anche in misura significativa delle società non finanziarie). Dopo aver raggiunto il 6,0 per cento nel primo trimestre, nel secondo trimestre e in luglio il tasso di crescita sui dodici mesi delle banconote e monete in circolazione si è stabilizzato al 5,6 per cento.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli overnight è aumentato dal -2,4 al -2,1 per cento fra il primo e il secondo trimestre, per poi salire ulteriormente al -1,8 per cento in luglio. Dopo gli ingenti deflussi del primo trimestre, nel secondo trimestre i depositi a termine a breve scadenza (depositi con durata prestabilita fino a due anni) hanno registrato afflussi, e il loro tasso di variazione sui dodici mesi si è collocato al -5,4 per cento (in rialzo dal -6,8 per cento del primo trimestre). Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a risparmio a breve termine (depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi) si è ulteriormente ridotto, portandosi allo 0,7 per cento nel secondo trimestre (dall'1,4 per cento del trimestre precedente). Il tasso di crescita dei depositi a termine a breve scadenza è nuovamente aumentato, collocandosi al -4,2 per cento in luglio, mentre quello dei depositi a risparmio a breve termine è leggermente calato allo 0,2 per cento. Questi andamenti sono dipesi in ampia misura dai rendimenti eccezionalmente bassi rispetto ad altre forme di investimento.

Il tasso di variazione sui dodici mesi degli strumenti negoziabili è rimasto fortemente negativo, sebbene sia cresciuto dal -13,1 al -12,5 per cento fra il primo e il secondo trimestre, e ancora al -6,8 per cento in luglio. Questo tasso di crescita negativo continua a riflettere una riduzione dei titoli di debito a breve termine (con scadenza originaria fino a due anni) delle IFM detenuti dal settore detentore di moneta. Per quanto sia rimasto fortemente negativo, la loro contrazione sui dodici mesi si è attenuata nel secondo trimestre, al -31,3 per cento, dal -33,4 del trimestre precedente, e poi ancora al -28,1 per cento in luglio. Il tasso di variazione sui dodici mesi delle quote e partecipazioni in fondi del mercato monetario si è ridotto al -9,3 per cento nel secondo trimestre, a fronte del -8,0 per cento del primo, per poi attenuarsi considerevolmente in luglio, portandosi al -3,9 per cento. Il corrispondente tasso

Figura 7 Principali componenti di M3

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



Fonte: BCE.

delle operazioni pronti contro termine era pari nel secondo trimestre al -5,8 per cento, rispetto al -7,1 per cento del trimestre precedente, ma in luglio è tornato a essere positivo, collocandosi all'1,2 per cento. Il protratto deflusso osservato dai fondi del mercato monetario si spiega probabilmente con la ricerca di rendimento da parte degli investitori, che hanno continuato a spostare fondi verso altre forme di investimento che offrono prospettive di remunerazione migliori; il bassissimo livello dei tassi di interesse sta infatti riducendo l'attrattiva degli strumenti negoziabili compresi in M3. A titolo di confronto, a partire dalla fine del 2012 i tassi di rendimento dei fondi di investimento sono risultati costantemente positivi e relativamente elevati (cfr. la sezione 2.2 per maggiori dettagli). Parallelamente, è divenuto sempre più difficile per i fondi del mercato monetario generare rendimenti positivi significativi per gli investitori. Infine, il fatto che la regolamentazione incentivi le banche a finanziarsi tramite depositi ha anch'esso contribuito alla debolezza delle emissioni di titoli di debito delle IFM (di tutte le scadenze) e delle quote/partecipazioni in fondi del mercato monetario.

Figura 8 Depositi a breve termine e operazioni pronti contro termine

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



Fonte: BCE.

Nota: settore delle IFM escluso l'Eurosistema.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi di M3, ossia tutti i depositi a breve scadenza e i contratti pronti contro termine, è lievemente diminuito, all'1,7 per cento, nel secondo trimestre, dall'1,8 per cento del primo. Tuttavia, negli ultimi mesi è aumentato, portandosi al 2,1 per cento in luglio (cfr. figura 8). A fornire il principale contributo a tale espansione sono state ancora una volta le famiglie, sebbene il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi di M3 detenuti da tale settore (pari all'1,8 per cento in luglio) rimanga contenuto rispetto ai parametri storici. Per contro, il corrispondente tasso dei depositi di M3 detenuti dalle società non finanziarie è vigoroso, collocandosi in luglio al 5,9 per cento. Questa robusta crescita è stata generalizzata in termini di paesi, e potrebbe riflettere il desiderio delle società non finanziarie di mantenere un'ampia quota degli utili investita in attività liquide, di fronte all'incertezza circa l'accesso al finanziamento, specie alla luce dei requisiti imposti dalla regolamentazione sulle linee di credito.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto concerne le contropartite di M3, il tasso di variazione sui dodici mesi del credito delle IFM ai residenti dell'area dell'euro è diminuito ulteriormente nel secondo trimestre e in luglio. La crescita della posizione patrimoniale netta sull'estero delle IFM ha continuato a rappresentare la principale fonte di creazione di moneta nell'area dell'euro nel periodo in rassegna.

Il tasso di variazione sui dodici mesi del credito delle IFM alle amministrazioni pubbliche ha continuato a calare, collocandosi nel secondo trimestre al -1,3 per cento, dal -0,2 per cento del trimestre precedente, e in luglio è diminuito ulteriormente, portandosi al -1,8 per cento.

Per contro, il corrispondente tasso di variazione del credito delle IFM al settore privato è aumentato, al -2,0 per cento in luglio, dal -2,3 e -2,5 per cento del primo e del secondo trimestre rispettivamente. Per

quanto riguarda le sue componenti, i titoli diversi dalle azioni hanno continuato a registrare un tasso di variazione fortemente negativo, pari al -7,3 per cento in luglio, con un leggero recupero rispetto al -8,1 per cento del secondo trimestre, mentre nel primo trimestre era stato pari al -4,9 per cento. Il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni e altre partecipazioni è tornato a salire in luglio, portandosi al 2,7 per cento, rispetto all'1,2 e allo 0,1 per cento del primo e del secondo trimestre rispettivamente. Il corrispondente tasso relativo ai prestiti al settore privato è aumentato al -1,9 per cento nel secondo trimestre, in rialzo dal -2,3 del primo, e in luglio è ulteriormente salito, al -1,6 per cento.

Correggendo per le cessioni e le cartolarizzazioni, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti al settore privato è aumentato leggermente, al -1,5 per cento, nel secondo trimestre, dal -2,0 per cento nel primo trimestre (cfr. tavola 4). In luglio ha continuato a salire, portandosi al -1,0 per cento. Da un punto di vista settoriale i prestiti alle famiglie hanno continuato a registrare una moderata crescita positiva nel secondo trimestre, mentre la crescita dei prestiti alle società non finanziarie e agli intermediari finanziari non monetari è rimasta negativa. In luglio la crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è rimasta stabile, mentre si è osservata un'ulteriore stabilizzazione dei corrispondenti tassi di crescita dei prestiti alle società non finanziarie e agli intermediari finanziari non monetari.

Il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle famiglie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è rimasto nel complesso stabile negli ultimi trimestri, collocandosi allo 0,5 per cento in luglio, in linea con i tassi osservati dal secondo trimestre del 2012 (cfr. sezione 2.7 per maggiori dettagli). La somma dei flussi di credito al consumo e altri prestiti alle famiglie è rimasta pressoché invariata nel secondo trimestre e in luglio. Il contributo dei mutui per l'acquisto di abitazioni è stato negativo nel secondo trimestre, ma in luglio sono tornati a registrarsi modesti afflussi. Le indicazioni tratte dall'indagine sul credito bancario e dai prezzi delle abitazioni concordano con le aspettative di un graduale rafforzamento dell'attività nel mercato dei mutui per l'acquisto di abitazioni.

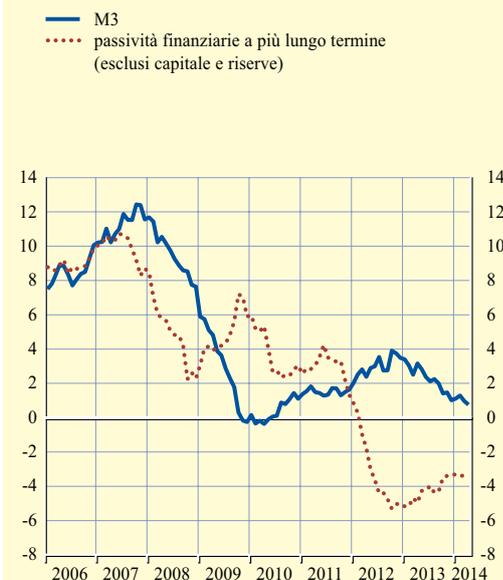
Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) si è collocato al -2,2 per cento in luglio, un livello significativamente superiore a quello osservato nel primo e nel secondo trimestre, nonostante significativi rimborsi netti in quel mese. Ciò ha rispecchiato in particolare un aumento del contributo dei prestiti con scadenze brevi, mentre quello dei prestiti a lungo termine è ulteriormente calato. In una prospettiva di più lungo periodo il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle imprese non finanziarie è andato stabilizzandosi dalla metà del 2013. Un'eventuale svolta nella dinamica di questi prestiti nei prossimi mesi concorderebbe con la relazione storica tra l'andamento dei prestiti alle società non finanziarie e quello del PIL reale nel corso del ciclo economico.

In un'ottica più generale, la debolezza del credito bancario continua a riflettere fattori dal lato sia dell'offerta sia della domanda, il cui impatto tuttavia varia considerevolmente da un paese all'altro. In aggiunta, la frammentazione dei mercati finanziari e gli elevati costi di finanziamento cui devono far fronte i settori non finanziari in alcuni paesi continuano a incidere negativamente sulla spesa e sugli investimenti. L'indebitamento eccessivo del settore privato potrebbe inoltre frenare la domanda di credito bancario in vari paesi. Infine, sempre più spesso le imprese rimpiazzano il credito bancario con fonti di finanziamento alternative, come l'autofinanziamento e, nel caso delle società non finanziarie di maggiori dimensioni, l'accesso diretto al mercato dei capitali (cfr. sezione 2.6).

Per quanto concerne le altre contropartite di M3, il tasso di variazione sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) si è collocato al -3,4 per cento in luglio, invariato rispetto al primo e al secondo trimestre (cfr. figura 9). La contrazione osservata relativamente a tali passività sta fornendo un sostegno addizionale alla crescita di M3

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

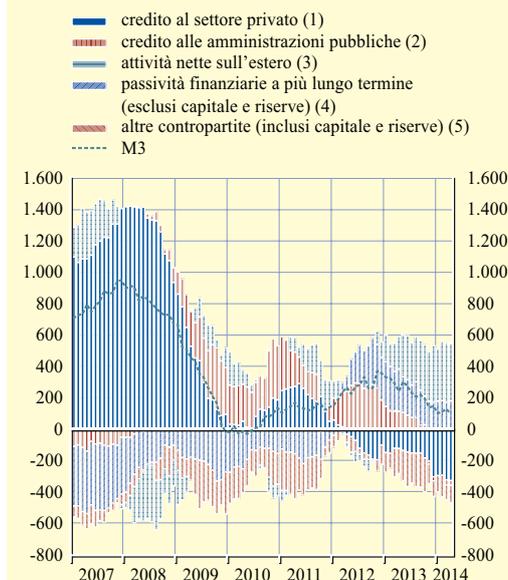
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Figura 10 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.

e continua a riflettere il minore fabbisogno di finanziamento delle banche di fronte alla protratta riduzione della leva finanziaria nei paesi sottoposti a tensioni e alla preferenza per la raccolta di depositi incoraggiata dall'attuale regime di regolamentazione.

Le attività nette sull'estero delle IFM sono ulteriormente aumentate di 83 miliardi di euro nel secondo trimestre e di 40 miliardi in luglio (cfr. figura 10). Questo miglioramento fa seguito a una serie di ingenti afflussi netti di investimenti diretti e di portafoglio dal luglio 2012 (cfr. riquadro 2). La posizione patrimoniale netta sull'estero delle IFM dell'area dell'euro rileva i flussi di capitali del settore detentore di moneta intermediati dalle IFM, nonché i trasferimenti delle attività emesse da questo stesso settore. Pertanto, tali flussi sono indicativi di una rinnovata fiducia nell'area dell'euro, che sta attirando gli investitori internazionali.

Riquadro 2

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

Questo riquadro analizza gli andamenti nel conto finanziario della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro fino al secondo trimestre del 2014. Nei dodici mesi terminanti a giugno 2014 l'avanzo corrente dell'area si è sostanzialmente riflesso in deflussi finanziari netti aggregati ancora prossimi a 250 miliardi di euro. Tale risultato è imputabile ai perduranti flussi

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

(miliardi di euro; dati non destagionalizzati)

	Saldi cumulati su tre mesi						Saldi cumulati su 12 mesi					
	Marzo 2014			Giugno 2014			Giugno 2013			Giugno 2014		
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo
Conto finanziario¹⁾			-31,8			-64,4			-249,4			-253,6
Investimenti diretti e di portafoglio												
Investimenti diretti												
Investimenti di portafoglio	-71,8	111,2	39,4	-184,1	163,4	-20,6	-592,5	649,9	57,4	-614,5	668,2	53,7
Azioni e altre partecipazioni	2,7	-27,1	-24,4	-32,3	32,2	-0,1	-332,3	263,6	-68,8	-268,4	215,0	-53,4
Strumenti di debito	-74,5	138,3	63,8	-151,7	131,2	-20,5	-260,1	386,3	126,2	-346,1	453,2	107,1
Obbligazioni e notes	-23,5	74,4	50,9	-58,4	108,8	50,4	-143,6	251,1	107,5	-167,4	291,2	123,8
Strumenti del mercato monetario	-51,1	63,9	12,8	-93,4	22,4	-71,0	-116,5	135,2	18,7	-178,7	162,0	-16,7
Altri investimenti	-36,3	72,4	36,1	-64,2	43,2	-21,1	-127,4	107,8	-19,6	-133,9	189,0	55,2
<i>di cui: IFM</i>												
Investimenti diretti	-4,1	-1,3	-5,4	-1,1	2,7	1,6	-2,4	9,1	6,8	-10,8	5,7	-5,1
Investimenti di portafoglio	1,3	19,5	20,9	-21,9	-4,5	-17,0	24,7	-77,2	-52,4	-33,5	18,9	-5,2
Azioni e altre partecipazioni	9,8	13,6	23,4	0,7	15,7	13,0	-27,7	-39,3	-67,0	-11,6	33,3	18,4
Strumenti di debito	-8,5	5,9	-2,5	-22,6	-20,2	-30,0	52,4	-37,8	14,6	-21,9	-14,4	-23,5
Altri investimenti	-133,4	43,5	-89,9	-47,8	-39,9	-87,7	135,3	-430,7	-295,5	-100,6	-251,7	-352,2

Fonte: BCE.

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

1) Un segno positivo (negativo) sta a indicare un afflusso (deflusso). Per "attività" ("passività") si intendono gli acquisti netti da parte dei residenti (non residenti) nell'area dell'euro di strumenti finanziari emessi dai non residenti (residenti) nell'area.

netti in uscita per "altri investimenti" (soprattutto depositi e prestiti), che sono stati in parte compensati dai flussi netti in entrata per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio (cfr. la tavola).

Gli afflussi netti per investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nell'insieme una lieve diminuzione nei dodici mesi fino a giugno 2014, a 54 miliardi di euro, dai 57 miliardi dei dodici mesi precedenti. Nel conto degli investimenti di portafoglio i flussi netti in entrata sono rimasti considerevoli, a 107 miliardi di euro, seppure in calo rispetto al precedente periodo di dodici mesi. Gli acquisti netti di azioni e titoli di debito dell'area dell'euro da parte di non residenti sono aumentati sullo sfondo di un clima di fiducia degli investitori favorevole per via delle misure ufficiali e delle riforme introdotte nell'area; sono stati in parte compensati dall'espansione degli acquisti netti da parte dei residenti nell'area di azioni e titoli di debito esteri. Per quanto concerne i titoli di debito, nei dodici mesi fino a giugno 2014 gli investitori dell'area sono diventati acquirenti netti di strumenti del mercato monetario esteri. I non residenti sono divenuti venditori netti di strumenti del mercato monetario dell'area; i conseguenti deflussi netti potrebbero riflettere il calo dei rendimenti nei mercati monetari dell'area. I flussi netti in uscita per investimenti diretti sono lievemente diminuiti rispetto al precedente periodo di dodici mesi; sia i residenti sia i non residenti hanno ridotto gli acquisti all'estero.

I deflussi netti per "altri investimenti" sono scesi da 333 a 319 miliardi di euro nei dodici mesi fino a giugno 2014, con un significativo rallentamento dei disinvestimenti, da parte dei non residenti, dai depositi e prestiti delle IFM dell'area. Queste ultime hanno cessato il rimpatrio di attività estere per "altri investimenti" e sono passate ad accrescere le passività in depositi e prestiti esteri, il che suggerisce nell'insieme una graduale normalizzazione delle operazioni transfrontaliere di tali istituzioni. Le IFM dell'area hanno modificato sostanzialmente la struttura per scadenze delle loro attività sull'estero per "altri investimenti", in quanto hanno continuato a

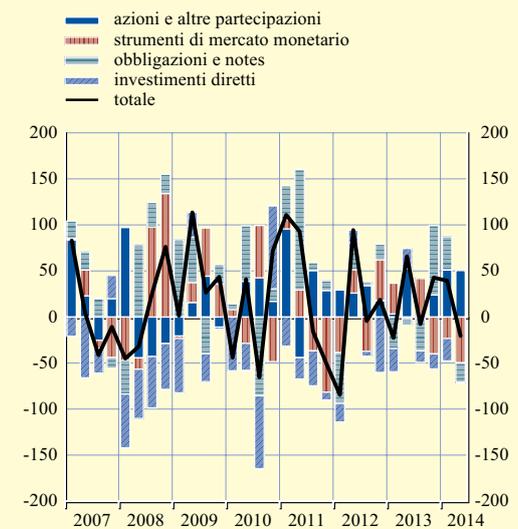
ridurre la componente a lungo termine e hanno accresciuto gli acquisti netti di attività a breve termine. Nei dodici mesi terminanti a giugno 2014 l'aumento della posizione netta sull'estero delle IFM ha avuto un impatto positivo sulla liquidità dell'area e si è in parte riflesso nell'evoluzione dell'aggregato monetario ampio M3. Come si evince dalla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti, tale aumento va imputato soprattutto alle transazioni degli operatori diversi dalle IFM connesse con l'avanzo di conto corrente dell'area nonché agli afflussi netti per investimenti di portafoglio.

Nel secondo trimestre del 2014 gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme deflussi netti per 21 miliardi di euro, contro afflussi netti per 39 miliardi nel trimestre precedente (cfr. la figura). Questa inversione è dovuta ai flussi netti in uscita per investimenti di portafoglio, mentre i deflussi netti per investimenti diretti si sono arrestati. Nel conto degli investimenti di portafoglio, gli afflussi netti per azioni sono rimasti stabili a circa 50 miliardi di euro; sia i residenti sia i non residenti hanno incrementato i propri acquisti. In particolare, gli investitori esteri hanno fatto registrare afflussi netti per strumenti azionari dell'area pari a 109 miliardi di euro nel secondo trimestre del 2014 (il risultato trimestrale più consistente dall'introduzione dell'euro) sullo sfondo degli andamenti favorevoli dei mercati azionari dell'area. Al tempo stesso sono stati osservati deflussi netti per strumenti di debito pari a 71 miliardi di euro, un cambiamento di direzione rispetto agli afflussi netti per 13 miliardi del trimestre precedente. Ciò è dovuto al fatto che gli acquisti netti di strumenti di debito esteri da parte di residenti sono aumentati mentre quelli di obbligazioni e notes dell'area da parte dei non residenti sono diminuiti; gli investitori esteri hanno inoltre incrementato le vendite nette di strumenti del mercato monetario dell'area. I deflussi netti per "altri investimenti" sono diminuiti ulteriormente rispetto al primo trimestre, portandosi sui livelli più bassi dal primo trimestre del 2013, come conseguenza degli afflussi netti nel settore degli operatori diversi dalle IFM.

I non residenti hanno continuato a effettuare acquisti netti di titoli azionari emessi dalle IFM dell'area dell'euro nel secondo trimestre del 2014, fornendo ulteriori segnali di una graduale normalizzazione di questo settore, ma hanno ridotto le proprie disponibilità di strumenti di debito collocati dalle IFM dell'area. Queste ultime hanno diminuito le vendite nette di azioni estere, mentre hanno accresciuto le proprie consistenze di strumenti di debito esteri. Esse hanno altresì continuato ad aumentare i depositi e i prestiti detenuti all'estero, mentre i non residenti hanno ridimensionato le attività per "altri investimenti" nel settore delle IFM dell'area. Le attività nette sull'estero delle IFM dell'area hanno di conseguenza continuato a crescere nel secondo trimestre del 2014, riflettendo in larga parte transazioni connesse all'avanzo corrente dell'area e afflussi netti per "altri investimenti" nel settore degli operatori dell'area diversi dalle IFM.

Investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro; flussi netti trimestrali)



Fonti: BCE.

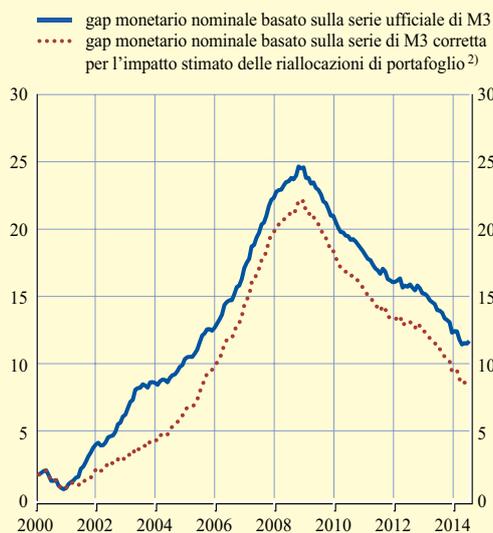
VALUTAZIONE COMPLESSIVA DELLE CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ

Gli andamenti monetari osservati per M3 tra fine dicembre 2013 e fine luglio 2014 hanno provocato ulteriori cali della liquidità monetaria che era stata accumulata nell'area dell'euro prima della crisi finanziaria (cfr. figure 11 e 12). Alcuni indicatori della liquidità monetaria tenuti sotto osservazione dalla BCE segnalano che è stato riassorbito un volume significativo della liquidità in eccesso accumulata prima della crisi. Le condizioni di liquidità nell'area dell'euro appaiono ora più equilibrate che in passato. Va tuttavia ricordato che questi indicatori devono essere interpretati con cautela, poiché la stima della quantità di moneta detenuta in equilibrio è caratterizzata da notevole incertezza.

Nel complesso il ritmo di espansione di fondo della moneta e del credito nel secondo trimestre è rimasto debole. La crescita della moneta si è leggermente ripresa in luglio, per effetto della preferenza più pronunciata per la liquidità monetaria, e nonostante la protratta debolezza delle dinamiche del credito nell'area dell'euro. L'espansione contenuta del credito al settore privato ha continuato a rispecchiare fattori di domanda di natura sia ciclica sia strutturale, nonché le condizioni tese dell'offerta in alcuni paesi. In una prospettiva di medio periodo, una delle condizioni fondamentali affinché si verifichi una ripresa sostenuta del credito al settore privato sarà il ripristino della capacità di assunzione di rischio delle banche e la ripresa della domanda di credito bancario del settore privato.

Figura 11 Stime del gap monetario nominale ¹⁾

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

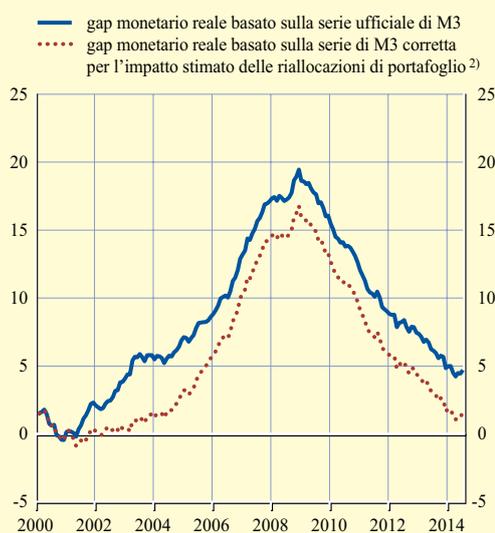


Fonte: BCE.

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

Figura 12 Stime del gap monetario reale ¹⁾

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



Fonte: BCE.

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

2.2 INVESTIMENTI FINANZIARI DEI SETTORI NON FINANZIARI E DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari dei settori non finanziari è sceso lievemente, raggiungendo un nuovo minimo storico nel primo trimestre del 2014. Si tratta di un proseguimento della tendenza al ribasso osservata dall'inizio del 2011 per effetto delle deboli condizioni economiche e delle modeste dinamiche del reddito disponibile. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi pensione è rimasto stabile. I fondi di investimento diversi da quelli del mercato monetario hanno registrato ulteriori afflussi significativi nel secondo trimestre, mentre i fondi monetari hanno continuato a subire deflussi contenuti.

SETTORI NON FINANZIARI

Nel primo trimestre del 2014 (il periodo più recente per il quale si dispone di dati sui conti integrati dell'area dell'euro) il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari complessivi dei settori non finanziari è leggermente sceso, all'1,4 per cento, dall'1,6 per cento del quarto trimestre del 2013, toccando così un nuovo minimo storico da quando esistono dati per l'area dell'euro (cfr. tavola 5). Si tratta di un proseguimento della tendenza discendente cominciata all'inizio del 2011 e dovuta alle deboli condizioni economiche e agli andamenti moderati del reddito disponibile. La scomposizione per strumenti finanziari mostra che i tassi di crescita degli investimenti in azioni e altre partecipazioni (escluse le quote di fondi comuni) e quote di fondi comuni sono diminuiti significativamente nel primo trimestre di quest'anno. Tali andamenti sono stati solo in parte compensati dal minore tasso di contrazione sui dodici mesi degli investimenti in titoli di debito (-7,2 per cento, dal -9,2 del trimestre precedente) e da un leggero incremento delle riserve tecniche di assicurazione.

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente										
		2011 3° trim.	2011 4° trim.	2012 1° trim.	2012 2° trim.	2012 3° trim.	2012 4° trim.	2013 1° trim.	2013 2° trim.	2013 3° trim.	2013 4° trim.	2014 1° trim.
Investimenti finanziari	100	3,1	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,3	1,9	1,7	1,6	1,4
Circolante e depositi	23	3,3	3,1	4,1	3,5	3,6	3,6	2,7	3,0	3,0	2,6	2,6
Titoli di debito, esclusi i prodotti finanziari derivati	5	8,3	2,6	1,0	0,8	-0,4	-4,7	-7,1	-8,5	-9,1	-9,2	-7,2
di cui: a breve termine	0	0,3	20,3	18,9	22,3	21,4	-3,9	-18,8	-25,8	-30,8	-26,6	-9,7
a lungo termine	4	8,9	1,3	-0,4	-0,8	-2,1	-4,8	-6,0	-6,9	-7,1	-7,7	-7,0
Azioni e altri titoli di capitale, escluse le quote di fondi comuni	31	2,6	2,8	3,1	2,7	2,5	2,1	2,5	1,8	1,9	1,6	0,8
di cui: azioni quotate	6	2,3	1,9	2,6	3,2	0,9	0,8	0,9	1,8	1,6	0,7	0,3
di cui: azioni non quotate e altri titoli di capitale	25	2,7	3,0	3,2	2,6	2,8	2,4	2,8	1,8	2,0	1,8	0,9
Quote di fondi comuni	5	-4,9	-5,1	-3,9	-3,4	-1,4	0,7	3,3	2,9	2,4	2,6	1,1
Riserve tecniche di assicurazione	15	2,6	2,0	1,8	1,9	2,0	2,3	2,6	2,7	2,8	2,9	3,0
Altre attività finanziarie ²⁾	21	4,5	3,1	2,1	2,7	2,7	3,5	3,8	2,6	1,7	2,1	2,0
M3 ³⁾		1,7	1,6	2,8	3,0	2,8	3,5	2,5	2,4	2,0	1,0	1,0

Fonte: BCE.

1) Dati relativi alla fine dell'ultimo trimestre per cui i dati sono disponibili. Eventuali mancate quadrature nei totali sono dovute ad arrotondamenti.

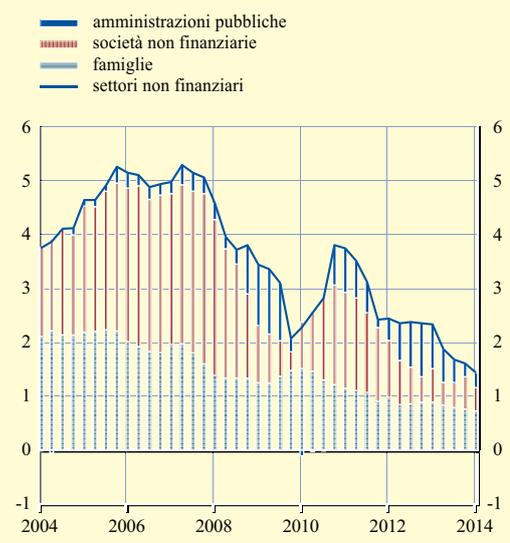
2) Le altre attività finanziarie comprendono i prestiti e altri conti attivi, che a loro volta includono, fra l'altro, i crediti al commercio concessi da società non finanziarie.

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

La scomposizione per settori (cfr. figura 13) mostra che il tasso di crescita degli investimenti delle famiglie in attività finanziarie è diminuito in misura lieve nel trimestre in rassegna. I tassi di crescita degli investimenti di questo settore in azioni e altre partecipazioni (escluse le quote di fondi comuni) e quote di fondi comuni sono calati considerevolmente. Questi andamenti non rendono conto del fatto che l'afflusso trimestrale di investimenti in quote di fondi comuni è aumentato rispetto al trimestre precedente, mentre il corrispondente afflusso per le azioni quotate è divenuto positivo. Nel contempo, il tasso di variazione degli investimenti in titoli di debito è divenuto meno negativo, segnalando una moderazione del ritmo delle cessioni di titoli di debito da parte delle famiglie. Infine, l'acquisizione di riserve tecniche di assicurazione da parte delle famiglie (ossia i loro investimenti in polizze vita e prodotti pensionistici) è aumentato rispetto al trimestre precedente.

Figura 13 Investimenti finanziari dei settori non finanziari

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



Fonte: BCE.

Nel caso delle imprese non finanziarie il tasso di crescita degli investimenti finanziari è diminuito nel primo trimestre del 2014, soprattutto per effetto del calo dei tassi di crescita di azioni e altri titoli di capitale, circolante e depositi e altre attività, compensato solo in parte dal minore contributo negativo dei titoli di debito. Informazioni più dettagliate sull'evoluzione dei flussi finanziari e dei bilanci del settore privato non finanziario sono presentate nelle sezioni 2.6 e 2.7.

Il tasso di crescita degli investimenti finanziari del settore delle amministrazioni pubbliche è leggermente aumentato nel primo trimestre dell'anno, principalmente per effetto di un calo del contributo negativo di circolante e depositi, il cui tasso di variazione è aumentato al -0,4 per cento, dal -6,7 per cento del trimestre precedente. Per contro, i tassi corrispondenti per le azioni e gli altri titoli di capitale (escluse le quote di fondi comuni) e gli investimenti in altre attività, che comprendono i prestiti e altri conti attivi, hanno continuato a calare.

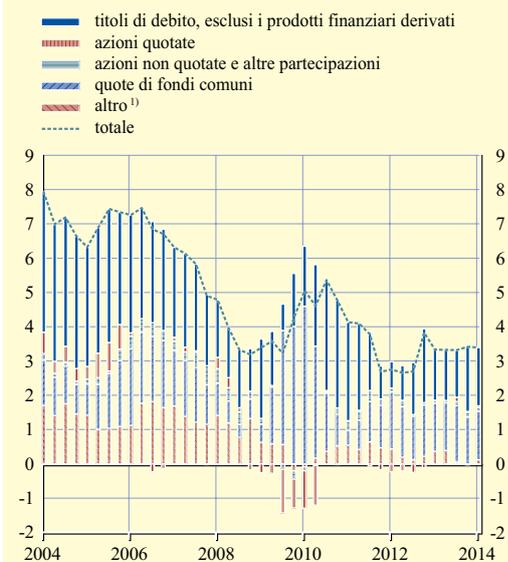
INVESTITORI ISTITUZIONALI

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi pensione è rimasto invariato nel primo trimestre del 2014, al 3,4 per cento (cfr. figura 14). La scomposizione per strumenti finanziari mostra che questa espansione è stata trainata principalmente dagli investimenti in titoli di debito e quote di fondi comuni.

I dati relativi ai fondi di investimento, già disponibili per il secondo trimestre del 2014, evidenziano un afflusso trimestrale di 155 miliardi di euro verso i fondi dell'area dell'euro diversi da quelli del mercato monetario, superiore di 46 miliardi a quello del trimestre precedente. Su base annua l'afflusso netto registrato è ammontato a 478 miliardi di euro. La scomposizione per tipologie di investimento mostra che gli afflussi verso fondi misti, aumentati di circa 14 miliardi di euro rispetto al trimestre precedente, rappresentavano la maggior parte degli afflussi trimestrali totali

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

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

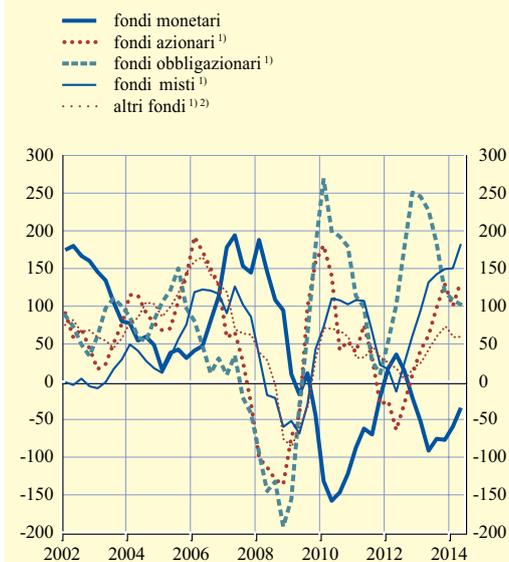


Fonte: BCE.

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

Figura 15 Flussi netti verso fondi monetari e d'investimento sul periodo corrispondente

(in miliardi di euro)



Fonti: BCE ed EFAMA.

1) Nel periodo precedente al 1° trimestre 2009 le stime dei flussi trimestrali sono ottenute dalle statistiche della BCE sui fondi di investimento non armonizzati, da elaborazioni della BCE basate su dati nazionali forniti dall'EFAMA e da stime della BCE.

2) Include fondi immobiliari, hedge fund e fondi non altrove classificati.

verso i fondi dell'area dell'euro diversi da quelli del mercato monetario. Inoltre, mentre gli afflussi verso fondi azionari sono saliti di 20 miliardi di euro rispetto al trimestre precedente, quelli in fondi obbligazionari sono stati pari a 35 miliardi di euro, ossia inferiori ai 44 miliardi del primo trimestre dell'anno. In termini annui, questi andamenti hanno indotto un lieve calo degli afflussi verso fondi obbligazionari e un aumento di quelli verso fondi azionari, che nel secondo trimestre sono stati pari a 134 miliardi di euro, in rialzo dai 100 miliardi del trimestre precedente (cfr. figura 15). I fondi del mercato monetario hanno continuato a registrare modesti deflussi nel periodo in esame. In ragione d'anno, da questi fondi sono defluiti 35 miliardi di euro, in calo rispetto ai 60 miliardi del trimestre precedente.

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

Nel periodo compreso tra la fine di maggio e gli inizi di settembre i tassi di interesse del mercato monetario hanno registrato nel complesso una modesta riduzione a seguito delle decisioni del Consiglio direttivo di giugno, interrotta solo temporaneamente da episodi di volatilità sul finire del mese. L'aumento della liquidità in eccesso, riconducibile alla sospensione delle operazioni settimanali di regolazione puntuale (fine tuning) volte a sterilizzare la liquidità erogata nel quadro del Programma per il mercato dei titoli finanziari, è stato compensato in parte dal minore ricorso alle operazioni di mercato aperto e dal proseguire dei rimborsi di fondi ottenuti tramite le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre anni.

Riquadro 3

LA STIMA DELLE CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ ATTESE NELL'AREA DELL'EURO

La BCE fornisce informazioni sulle condizioni di liquidità nell'area dell'euro con frequenza giornaliera. Questo riquadro illustra tali informazioni, che riguardano le operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema, il ricorso alle operazioni su iniziativa delle controparti, gli importi in essere nell'ambito dei programmi per l'acquisto di operazioni garantite (CBPP), gli importi depositati sui conti correnti presso le banche centrali nazionali e gli obblighi di riserva dell'Eurosistema. Sulla base di queste informazioni, le controparti possono parimenti valutare l'ammontare di liquidità in eccesso nell'area dell'euro.

La BCE fornisce inoltre informazioni settimanali sulla previsione dei fattori autonomi giornalieri medi e sull'importo di aggiudicazione di riferimento¹⁾ per le operazioni di rifinanziamento principali (ORP), la cui aggiudicazione porterebbe a condizioni di liquidità neutrali per i periodi considerati. In questo riquadro viene illustrata anche l'utilità della previsione dei fattori autonomi per aiutare le controparti a calibrare meglio il loro ricorso alle operazioni di rifinanziamento e per stimare la liquidità in eccesso nell'area dell'euro in presenza di una politica di aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

I dati sulla liquidità giornaliera pubblicati dalla BCE

Ogni giorno intorno alle 9:10 di mattina, ora dell'Europa centrale, la BCE diffonde informazioni sui principali dati relativi alla posizione di liquidità dell'area dell'euro il giorno precedente per il tramite di alcune agenzie di informazione selezionate, come Thomson Reuters e Bloomberg²⁾. Queste informazioni, ricavate dal bilancio consolidato dell'Eurosistema, sono reperibili alle pagine "Outstanding open market operations" (Thomson Reuters ECB39; Bloomberg ECB/15/6/4) e "Information on liquidity conditions in the euro area" (Thomson Reuters ECB40; Bloomberg ECB/15/6/5).

La prima di queste pagine fornisce una scomposizione delle operazioni di mercato aperto (OMA) in essere e dei CBPP (CBPP e CBPP2)³⁾. La seconda pagina, invece, presenta le informazioni elencate di seguito:

- l'obbligo di riserva (OR) medio per tutti gli enti creditizi nel giorno precedente; questo dato è normalmente stabile durante il periodo di mantenimento⁴⁾;
- la stima dei fattori autonomi (FA) giornalieri medi, illustrati in dettaglio nella prossima sezione del riquadro;
- l'ammontare in essere delle OMA dell'Eurosistema, al netto del Programma per il mercato dei titoli finanziari (SMP). Questo dato comprende gli importi in essere di tutte le operazioni tem-

1) Nell'attuale contesto di aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti, l'importo di riferimento dell'aggiudicazione è meno rilevante dal punto di vista operativo. Nondimeno, serve comunque come indicatore delle condizioni di liquidità equilibrate.

2) Anche altre agenzie ricevono e pubblicano queste stesse informazioni.

3) Informazioni supplementari sulle condizioni di liquidità sono reperibili su altre pagine di Thomson Reuters e Bloomberg. Le stesse informazioni, corredate dai dati storici, sono disponibili anche sul sito Internet della BCE: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html>.

4) Occasionalmente possono verificarsi cambiamenti minori, ad esempio quando una banca è oggetto di risoluzione o fusione.

poranee (operazioni di rifinanziamento e operazioni di regolazione puntuale per l'immissione o per l'assorbimento di liquidità), nonché dei due CBPP. Le informazioni relative all'SMP sono invece pubblicate con periodicità settimanale sul sito Internet della BCE ⁵⁾;

- il ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale (ORM) e ai depositi presso la banca centrale (DBC) il giorno lavorativo precedente;
- l'importo aggregato dei depositi degli enti creditizi sui conti correnti (CC) presso le BCN il giorno precedente. La formula seguente può quindi essere utilizzata per calcolare la liquidità in eccesso (LE) prevalente nell'area dell'euro il giorno precedente:

$$LE = CC + DBC - ORM - OR$$

- l'importo medio dei depositi di conto corrente nel periodo di mantenimento in corso, che risulta utile per calcolare la liquidità in eccesso media dal primo giorno del periodo di mantenimento al giorno precedente la pubblicazione delle informazioni;
- l'effetto netto sulla liquidità (ENL) dei fattori autonomi e dell'SMP, che riguarda il valore dei fattori autonomi nel giorno precedente al netto dell'ammontare in essere dell'SMP. Sebbene la BCE non pubblichi informazioni sulle variazioni nell'SMP su base giornaliera, esse sono comunque utili per stimare i fattori autonomi giornalieri come segue:

$$FA = ENL + SMP$$

I fattori autonomi

I fattori autonomi sono quelle poste del bilancio della banca centrale che non riflettono le operazioni di politica monetaria o le riserve detenute. Si definiscono "autonomi" poiché esulano dal controllo della banca centrale. Pertanto, sono un elemento fondamentale nella valutazione delle condizioni di liquidità e rappresentano la principale fonte di incertezza per quanto riguarda la stima del fabbisogno di liquidità futuro del sistema bancario. I fattori autonomi possono essere ripartiti in: 1) depositi netti delle amministrazioni pubbliche presso le BCN dell'Eurosistema, 2) banconote in circolazione ⁶⁾, (3) attività nette sull'estero, 4) attività nette denominate in euro e 5) altri fattori autonomi ⁷⁾.

A partire dal 2013 la somma di tutti i fattori autonomi ha oscillato fra 443 e 553 miliardi di euro. Tuttavia, come si può osservare dalla figura A, ha seguito un andamento piuttosto volatile, simile a quello osservato per i depositi delle amministrazioni pubbliche presso le BCN ⁸⁾. Nel corso di un periodo di mantenimento i depositi delle amministrazioni pubbliche rappresentano la maggior fonte di volatilità rispetto alla quota di fattori autonomi che hanno una componente ciclica significativa durante un mese di calendario. Dal 2012 le variazioni giornaliere osservate nei fattori autonomi

5) Cfr. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>.

6) Determinate dal comportamento della collettività. Per maggiori informazioni sui fattori autonomi, cfr. l'articolo intitolato "La gestione della liquidità da parte della BCE", *Bollettino mensile*, BCE, maggio 2002.

7) Comprendono altre poste di bilancio come conti di rivalutazione, altre attività e passività dei residenti dell'area dell'euro, nonché capitale e riserve.

8) Le Tesorerie pubbliche potrebbero detenere i loro principali conti di deposito presso sia BCN sia banche commerciali. In tal caso le condizioni di liquidità nell'area dell'euro verrebbero modificate soltanto in presenza di afflussi o deflussi dai conti presso le BCN.

sono state pari in media a 4,4 miliardi di euro, a fronte di corrispondenti 3,7 miliardi di euro per i depositi netti delle amministrazioni pubbliche.

La stima delle condizioni di liquidità settimanali attese

La BCE pubblica tutte le settimane, in concomitanza con l'annuncio dell'ORP e con l'aggiudicazione di quest'ultima, la previsione dei fattori autonomi giornalieri medi per il periodo dal giorno dell'annuncio fino al giorno prima della data di scadenza dell'ORP⁹⁾. Le controparti possono utilizzare queste informazioni per definire uno scenario di base (considerando, ad esempio, che non varino gli importi nelle operazioni d'asta in essere e i titoli acquistati dalla BCE) delle condizioni di liquidità attese nell'area dell'euro durante la settimana dell'ORP, nonché per calibrare il proprio ricorso alle operazioni di liquidità dell'Eurosistema. Quanto maggiori saranno i fattori autonomi, tanto minore sarà la liquidità attesa.

Al fine di stimare la liquidità attesa (LA) media durante la settimana di un'ORP, il giorno dell'annuncio (t) la liquidità effettiva nel giorno t-1 deve essere corretta in funzione di: 1) la differenza fra i fattori autonomi effettivi (FAE) il giorno t-1 e la previsione (pubblicata dalla BCE) dei fattori autonomi medi valida per la settimana successiva; e 2) la variazione attesa nelle operazioni di mercato aperto, compresa una stima dei rimborsi anticipati delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre anni (ORLT). Tale stima è effettuata come segue:

$$LA \text{ (media stimata per la settimana dell'ORM)} = LA_{t-1} + FAE_{t-1} - FA \text{ previsti}_t - \text{rimborsi attesi delle ORLT}^{10)}$$

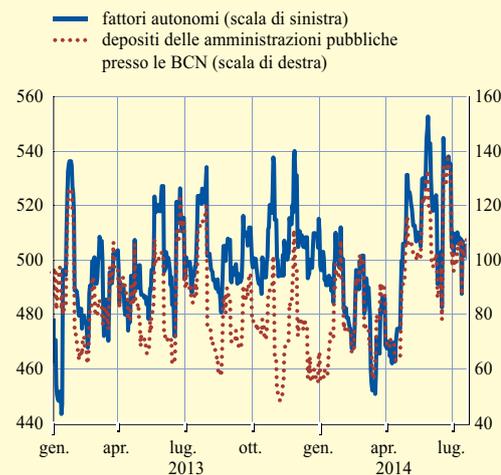
Si noti che la bontà della stima dipenderà dalla differenza fra la previsione pubblicata dalla BCE relativamente ai fattori autonomi giornalieri medi e il loro valore effettivo. Sulla base di un campione di due anni, la media di questa differenza è pari a circa a 5 miliardi di euro e il 65 per cento delle osservazioni si colloca sotto la media. In aggiunta, la volatilità dei fattori autonomi potrebbe indurre oscillazioni significative della liquidità durante la settimana dell'ORP. La differenza media fra il valore massimo e minimo dei fattori autonomi durante il periodo di mantenimento è di 44 miliardi di euro e dipende in gran parte dall'evoluzione dei depositi delle amministrazioni pubbliche (cfr. figura B). Questi ultimi tendono ad aumentare in corrispondenza della riscossione delle tasse e a diminuire in corrispondenza con il pagamento di salari e pensioni. Mentre le attività di riscossione delle tasse si concentrano intorno agli ultimi dieci giorni del mese di calendario, i salari e le pensioni sono di norma pagati a inizio mese. Di conseguenza, nella stima

9) Nella prima settimana di ciascun periodo di mantenimento la previsione copre soltanto il periodo dalla data di regolamento dell'ORP fino a un giorno prima della data di scadenza dell'operazione.

10) Questo nell'ipotesi che gli importi delle altre OMA in essere rimangano invariate nella settimana considerata.

Figura A Evoluzione dei fattori autonomi e dei depositi delle amministrazioni pubbliche presso le BCN

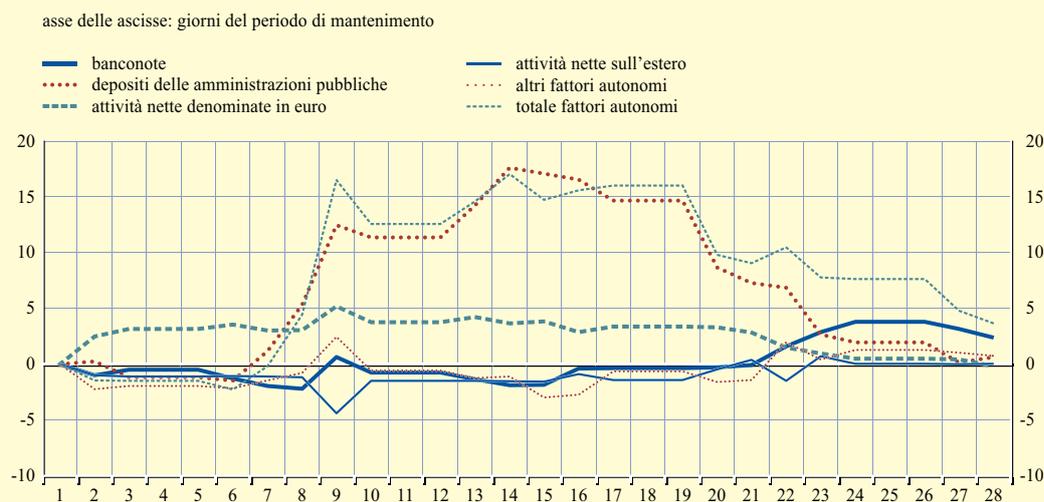
(in miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Figura B Evoluzione dei fattori autonomi durante un periodo di mantenimento di 28 giorni

(dati medi, in miliardi di euro)



Fonte: BCE.

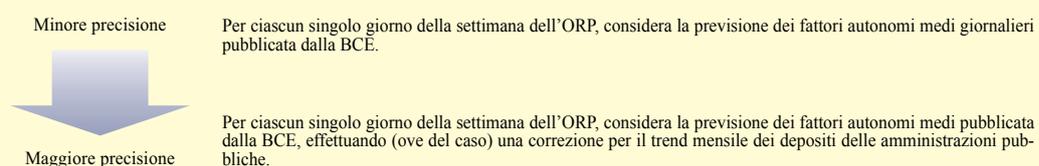
Nota: i giorni del periodo di mantenimento corrispondono a giorni di calendario.

delle condizioni di liquidità su base giornaliera è essenziale considerare l'andamento probabile dei depositi delle amministrazioni pubbliche, al fine di anticipare eventuali carenze di liquidità.

Esempio di stima delle condizioni di liquidità giornaliera

Le controparti possono stimare la liquidità in eccesso su base giornaliera avvalendosi delle informazioni fornite nelle summenzionate pagine relative alla BCE e della previsione dei fattori autonomi giornalieri medi. Di seguito vengono presentati due semplici metodi di stima (cfr. figura C). Naturalmente il grado di precisione delle stime può essere migliorato facendo uso di informazioni più sofisticate¹¹⁾.

Figura C Due metodi semplici di stima delle condizioni di liquidità giornaliera



Fonte: BCE.

La tavola in questo riquadro considera le settimane di due ORP nel primo periodo di mantenimento del 2014 per illustrare come si possa stimare la liquidità in eccesso su base giornaliera. L'area ombreggiata verde (colonne da I a IV) rappresenta i dati comunicati al mercato dalla BCE

11) Modelli più sofisticati possono essere utilizzati per ottenere stime più accurate.

Stime delle condizioni di liquidità giornaliera in un periodo campione

(in miliardi di euro)

Data di riferimento (2014)	Operazioni di rifinanziamento e di regolazione puntuale I	Volumi di titoli in essere II	Riserva obbligatoria III	Fattori autonomi realizzati IV	Liquidità in eccesso realizzata V = I+II+III+IV
Lunedì, 20 gennaio	493,4	233,8	103,6	484,3	139,4
Martedì 21 gennaio	493,4	233,8	103,6	498,3	125,3
Mercoledì 22 gennaio	540,9	233,8	103,6	499,9	171,2
Giovedì 23 gennaio	540,9	233,8	103,6	509,9	161,2
Venerdì 24 gennaio	540,9	233,5	103,6	502,7	168,1
Sabato 25 gennaio	540,9	233,5	103,6	502,7	168,1
Domenica 26 gennaio	540,9	233,5	103,6	502,7	168,1
Lunedì 27 gennaio	540,9	233,5	103,6	500,8	170,1
Martedì 28 gennaio	540,9	233,5	103,6	497,1	173,7
Mercoledì 29 gennaio	537,4	233,0	103,6	502,0	164,9
Giovedì 30 gennaio	540,5	233,0	103,6	511,9	157,9
Venerdì 31 gennaio	540,5	233,0	103,6	500,3	169,6
Sabato 1° febbraio	540,5	233,0	103,6	500,3	169,6
Domenica 2 febbraio	540,5	233,0	103,6	500,3	169,6
Lunedì 3 febbraio	540,5	231,3	103,6	482,3	185,9
Martedì 4 febbraio	540,5	231,3	103,6	480,8	187,4

Fonte: BCE.

il giorno successivo per il tramite delle agenzie di stampa. Tali dati comprendono: le operazioni di rifinanziamento e di regolazione puntuale in essere attese¹²⁾ (colonna I), gli importi in essere dei titoli acquistati dalla BCE (colonna II), gli obblighi di riserva (colonna III) e, per finire, i fattori autonomi effettivi come somma dell'ENL e dell'ammontare in essere nell'ambito dell'SMP (colonna IV).

La colonna V evidenzia il calcolo della liquidità in eccesso effettiva, basato sui dati forniti al mercato e riportati nell'area verde. Come già accennato, questi dati si riferiscono sempre al giorno precedente: di conseguenza, anche il calcolo effettuato nella colonna V si riferisce al giorno precedente.

Nelle aree ombreggiate blu sono stimate le condizioni di liquidità utilizzando i due metodi sopradescritti, ossia considerando unicamente la previsione dei fattori autonomi giornalieri medi pubblicata dalla BCE (area azzurra) e utilizzando questa stessa previsione, ma correggendola in base alla stima dell'evoluzione mensile dei depositi delle amministrazioni pubbliche (area blu). I dati per martedì 21 gennaio sono in grassetto e servono da esempio. Al fine di stimare la liquidità in eccesso per quel giorno, occorre valutare la variazione attesa delle condizioni di liquidità (colonna VII). Essa corrisponde alla differenza da un giorno all'altro nelle operazioni temporanee¹³⁾ (OT, colonna I) nonché alla differenza fra i fattori autonomi effettivi il giorno precedente (colonna IV) e la previsione dei fattori autonomi.

12) Il valore in essere delle operazioni di rifinanziamento e di regolazione puntuale è sempre noto il giorno prima, a meno che vi siano operazioni il cui regolamento e aggiudicazione avvengano lo stesso giorno.

13) Le operazioni temporanee sono le operazioni di rifinanziamento e di regolazione puntuale (di immissione/assorbimento della liquidità). Le loro variazioni sono note il giorno prima, salvo nel caso in cui siano relative a operazioni il cui regolamento e aggiudicazione avvengono lo stesso giorno.

Stime delle condizioni di liquidità giornaliere in un periodo campione (cont.)

(in miliardi di euro)

Data di riferimento (2014)	Stima non corretta per l'evoluzione mensile dei depositi delle amministrazioni pubbliche				Stima corretta per l'evoluzione mensile dei depositi delle amministrazioni pubbliche			
	Previsione dei fattori autonomi	Variazione attesa della liquidità	Stima della liquidità	Errore	Fattori autonomi	Variazione attesa della liquidità	Stima della liquidità	Errore
	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	XIII
		= $V_{t-1} - VI_{t-1} + I_{t-1}$	= $V_{t-1} + VII_t$	= $VII - V$		= $V_{t-1} - X_t + I_{t-1}$	= $V_{t-1} + XI_t$	= $XII - V$
Lunedì, 20 gennaio								
Martedì 21 gennaio	501,4	-17,1	122,3	-3,1	499,7	-15,4	124,0	-1,4
Mercoledì 22 gennaio	501,4	44,4	169,7	-1,5	500,4	45,4	170,7	-0,5
Giovedì 23 gennaio	501,4	-1,5	169,7	8,5	501,4	-1,5	169,7	8,5
Venerdì 24 gennaio	501,4	8,5	169,7	1,6	502,0	7,9	169,1	1,0
Sabato 25 gennaio	501,4	1,3	169,5	1,3	502,0	0,7	168,9	0,7
Domenica 26 gennaio	501,4	1,3	169,5	1,3	502,0	0,7	168,9	0,7
Lunedì 27 gennaio	501,4	1,3	169,5	-0,6	502,2	0,5	168,7	-1,4
Martedì 28 gennaio	492,2	8,6	178,7	4,9	497,0	3,8	173,9	0,1
Mercoledì 29 gennaio	492,2	1,5	175,2	10,3	497,2	-3,5	170,2	5,3
Giovedì 30 gennaio	492,2	12,8	177,7	19,7	497,3	7,7	172,6	14,6
Venerdì 31 gennaio	492,2	19,7	177,7	8,1	497,4	14,5	172,5	2,9
Sabato 1° febbraio	492,2	8,1	177,7	8,1	497,4	2,9	172,5	2,9
Domenica 2 febbraio	492,2	8,1	177,7	8,1	497,4	2,9	172,5	2,9
Lunedì 3 febbraio	492,2	8,1	177,7	-8,2	480,0	20,3	189,9	4,0
Martedì 4 febbraio	492,2	-9,9	176,0	-11,4	474,0	8,3	194,2	6,8
	<i>Errore assoluto medio</i>			6,5	<i>Errore assoluto medio</i>			3,6

Fonte: BCE.

$$LA_t \text{ (stima)} = LA_{t-1} + FA_{t-1} - FA_{previsti_t} + (OT_t - OT_{t-1})$$

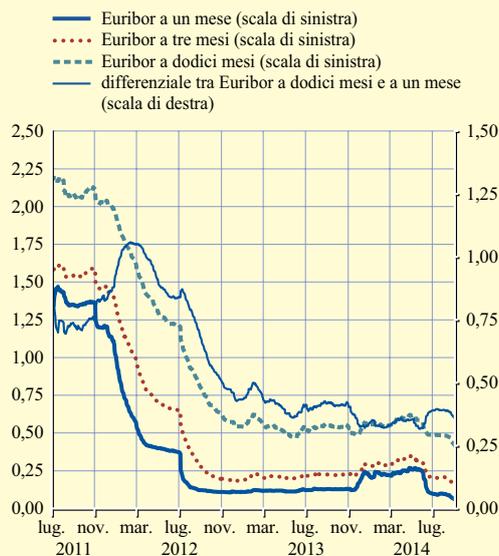
Per l'osservazione in esame, la differenza sul giorno precedente delle operazioni temporanee è pari a zero, non essendovi operazioni di immissione o assorbimento di liquidità, né rimborsi anticipati delle ORLT a tre anni. Pertanto, la variazione attesa nelle condizioni di liquidità consiste nella differenza fra i fattori autonomi effettivi il giorno precedente (colonna IV) e i fattori autonomi previsti (colonna VI). Il 21 gennaio questa differenza era pari a -17,1 miliardi di euro (colonna VII). Infine, la liquidità in eccesso (colonna VIII) può essere stimata aggiungendo i -17,1 miliardi di euro di variazione attesa nella liquidità alla liquidità in eccesso effettivamente realizzata in precedenza (colonna V).

La stessa stima viene effettuata nell'area blu scura, ma la previsione dei fattori autonomi giornalieri medi è corretta per tenere conto dell'evoluzione dei depositi delle amministrazioni pubbliche (colonna X), un aspetto particolarmente rilevante durante il periodo di riscossione delle imposte e all'inizio del mese, quando avviene il pagamento di salari e pensioni. Si noti che la media dell'errore giornaliero per la stima più precisa che tiene conto delle attese sui depositi delle amministrazioni pubbliche è pari a 3,6 miliardi di euro, circa la metà di quella relativa alla stima meno precisa, pari a 6,5 miliardi di euro.

I tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono diminuiti in seguito alle decisioni assunte dal Consiglio direttivo della BCE lo scorso giugno. Di conseguenza, i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si sono ridotti di 19, 16, 15 e 15 punti base rispetto ai livelli osservati a fine maggio, collocandosi il 3 settembre rispettivamente allo 0,06, 0,15, 0,25 e 0,42 per cen-

Figura 16 Tassi di interesse del mercato monetario

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



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

to. Il differenziale fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese, indicatore della pendenza della curva dei rendimenti del mercato monetario, è aumentato nel corso dell'estate, raggiungendo il livello più elevato da novembre 2013, per poi chiudere il periodo in rassegna a circa 36 punti base. I tassi di interesse del mercato monetario sui depositi non garantiti hanno evidenziato una scarsa volatilità nell'arco temporale considerato, con variazioni giornaliere mai superiori a 2 punti base per tutte e quattro le scadenze (cfr. figura 16).

Anche i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti future sull'Euribor a tre mesi con scadenza a settembre e dicembre 2014 e a marzo e giugno 2015 hanno mostrato una flessione, tra 6 e 7 punti base, rispetto ai livelli rilevati a fine maggio, portandosi rispettivamente allo 0,14, 0,13, 0,12 e 0,13 per cento in data 3 settembre (cfr. figura 18). L'incertezza dei mercati, misurata dalla volatilità implicita delle opzioni a breve termine riferite ai contratti future sull'Euribor a tre mesi, si è mantenuta sostanzialmente invariata sui livelli registrati a fine maggio (cfr.

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

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



Fonti: BCE, Bloomberg e Thomson Reuters.

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

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

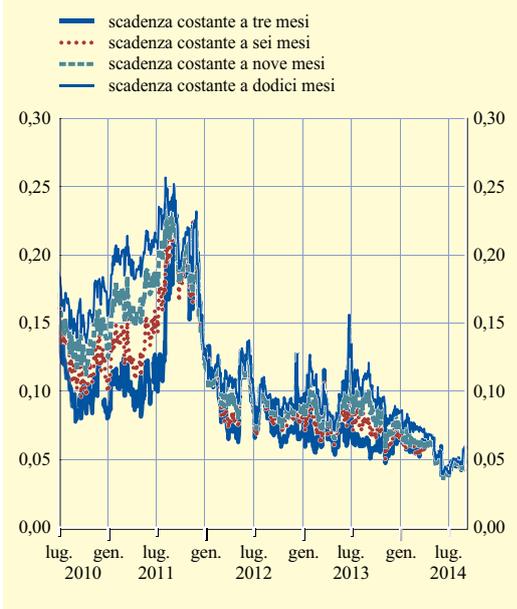


Fonte: Thomson Reuters.

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

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

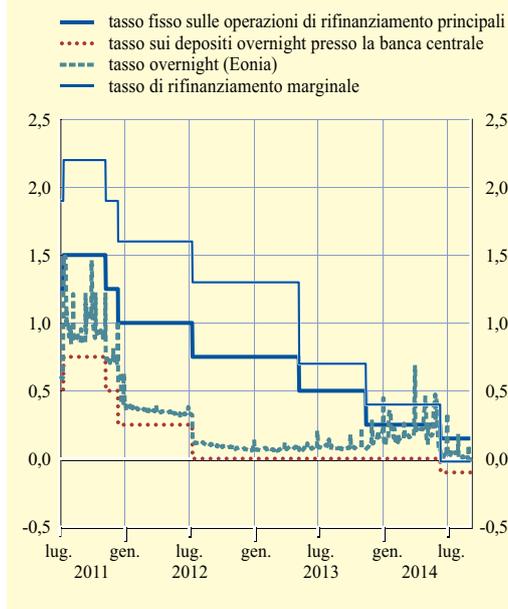
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



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

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

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



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

figura 19). Il 3 settembre il tasso swap sull'Eonia a tre mesi risultava inferiore allo 0,01 per cento, collocandosi circa 11 punti base al di sotto dei valori osservati il 4 giugno prima delle decisioni del Consiglio direttivo. Di conseguenza, nello stesso giorno il differenziale fra l'Euribor a tre mesi e il tasso swap sull'Eonia a tre mesi si situava a 16 punti base, segnando un calo di 5 punti base rispetto al livello del 4 giugno (cfr. figura 17).

L'Eonia si è ridotto complessivamente di circa 12 punti base tra gli inizi di giugno e i primi di settembre (cfr. figura 20). Durante il mese di giugno ha oscillato entro una banda ristretta attorno al valore di 0,025 per cento, per poi toccare un picco appena inferiore allo 0,34 per cento l'ultimo giorno del mese; è poi variato tra lo 0,03 e lo 0,05 per cento per gran parte di luglio, registrando una breve impennata allo 0,18 per cento nell'ultima settimana del mese. Il tasso si è mosso entro un intervallo ristretto compreso tra lo 0,00 e lo 0,02 per cento per buona parte di agosto, attestandosi il 3 settembre allo 0,01 per cento.

La BCE ha continuato a immettere liquidità attraverso operazioni di rifinanziamento con scadenza pari a una settimana e a tre mesi. Tutte queste operazioni sono state condotte mediante procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi. Il 5 giugno la BCE ha annunciato la cessazione delle operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento, così come la sospensione delle operazioni settimanali di regolazione puntuale (fine tuning) intese a sterilizzare la liquidità erogata mediante il Programma per il mercato dei titoli finanziari (cfr. anche il riquadro 4).

Riquadro 4

CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ E OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA NEL PERIODO DAL 14 MAGGIO AL 12 AGOSTO 2014

Questo riquadro descrive le operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE durante i periodi di mantenimento delle riserve terminati il 10 giugno, l'8 luglio e il 12 agosto 2014, ossia il quinto, sesto e settimo periodo di mantenimento dell'anno.

Lo scorso 5 giugno la BCE ha abbassato il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 10 punti base fino a 0,15 per cento, a partire dall'operazione regolata l'11 giugno 2014; contestualmente ha diminuito il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 35 punti base, fino a 0,40 per cento, e il tasso di interesse sulle operazioni di deposito di 10 punti base, fino a -0,10 per cento, entrambi a partire dall'inizio del sesto periodo di mantenimento (ovvero dall'11 giugno 2014). La BCE ha inoltre deciso di sospendere le operazioni settimanali di regolazione puntuale finalizzate all'assorbimento di liquidità condotte per sterilizzare la liquidità immessa con il Programma per il mercato dei titoli finanziari (SMP), dopo l'ultima operazione di sterilizzazione legata al programma SMP regolata l'11 giugno.

Nei periodi in rassegna le operazioni di rifinanziamento principali (ORP) hanno continuato a essere condotte mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti; la stessa procedura è stata mantenuta anche per le operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento. Queste operazioni sono state effettuate utilizzando il tasso fisso applicato in quel momento all'ORP. Il 5 giugno la BCE ha annunciato la sospensione di tali operazioni di rifinanziamento a scadenza speciale con effetto a partire dal settimo periodo di mantenimento; l'operazione regolata l'11 giugno e maturata l'8 luglio è stata quindi l'ultima operazione di rifinanziamento a scadenza speciale condotta.

Anche le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a tre mesi sono state condotte tramite aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti. A ciascuna di queste operazioni è stato applicato un tasso pari alla media dei tassi sulle ORP nell'arco della durata della rispettiva ORLT.

Fabbisogno di liquidità

Nel periodo in esame il fabbisogno giornaliero di liquidità aggregato del sistema bancario, definito come la somma di fattori autonomi e riserva obbligatoria, è stato pari in media a 612,9 miliardi di euro, un livello superiore di 24,7 miliardi di euro rispetto alla media giornaliera nel periodo di riferimento precedente (dal 12 febbraio 2014 al 13 maggio 2014)¹⁾. I fattori autonomi hanno registrato un aumento significativo di 23,5 miliardi di euro, raggiungendo la media di 508,3 miliardi. L'ammontare delle riserve obbligatorie è invece aumentato marginalmente, con un incremento di 1,2 miliardi di euro fino alla media di 104,5 miliardi di euro (cfr. tavola).

Per quanto riguarda i singoli contributi alla variazione media dei fattori autonomi, le attività nette denominate in euro hanno avuto il maggiore effetto di immissione di liquidità, crescendo

1) Tutti i confronti si intendono rispetto al periodo di riferimento precedente, salvo ove diversamente specificato.

Situazione di liquidità dell'Eurosistema

	Dal 14 maggio al 12 agosto	Dal 12 febbraio al 13 maggio	Settimo periodo di mantenimento	Sesto periodo di mantenimento	Quinto periodo di mantenimento				
Passività – Fabbisogno di liquidità (valori medi in miliardi di euro)									
Fattori di liquidità autonomi	1.558,2	(+72,8)	1.485,4	1.560,2	(-1,3)	1.561,5	(+9,1)	1.552,4	(+26,9)
Banconote in circolazione	959,6	(+19,5)	940,1	967,6	(+9,5)	958,1	(+7,1)	951,0	(+3,1)
Depositi statali	103,7	(+22,1)	81,6	92,4	(-17,5)	110,0	(-1,6)	111,5	(+23,8)
Altri fattori autonomi	494,9	(+31,2)	463,7	500,1	(+7)	493,4	(+3,5)	489,8	(+0)
Strumenti di politica monetaria									
Conti correnti	205,9	(+10,4)	195,5	210,2	(-4)	214,3	(+22)	192,3	(+1)
Riserve minime obbligatorie	104,5	(+1,2)	103,3	105,0	(+0,6)	104,4	(+0,5)	103,9	(+0,7)
Depositi presso la banca centrale	25,5	(-4)	29,5	24,6	(+0,8)	23,9	(-4,4)	28,3	(-1,4)
Operazioni temporanee di regolazione puntuale finalizzata all'assorbimento di liquidità	47,1	(-119,5)	166,6	0,0	(-27,2)	27,2	(-98,8)	126,0	(-26,5)
Attività – Offerta di liquidità (valori medi in miliardi di euro)									
Fattori di liquidità autonomi	1.050,2	(+49,2)	1.001,0	1.071,5	(+25,4)	1.046,2	(+18,7)	1.027,4	(+1,9)
Attività nette sull'estero	541,9	(+18,9)	523,0	547,6	(+7,6)	540,0	(+3,2)	536,8	(+0,4)
Attività nette denominate in euro	508,2	(+30,3)	478,0	523,9	(+17,8)	506,2	(+15,5)	490,7	(+1,5)
Strumenti di politica monetaria									
Operazioni di mercato aperto	739,7	(+30,2)	709,5	723,6	(-30,2)	753,8	(+7,9)	745,9	(+28)
ORP	121,0	(+11)	109,9	106,6	(-5,1)	111,7	(-36,4)	148,1	(+20,1)
Operazioni di rifinanziamento a termine speciale	13,0	(-2,1)	15,1	0,0	(-10)	10,0	(-22,4)	32,3	(+4,3)
ORLT a tre mesi	33,4	(+5,1)	28,3	32,1	(-3)	35,2	(+1,9)	33,3	(+7,6)
ORLT a tre anni	410,8	(-85,6)	496,5	382,6	(-32,3)	414,9	(-27,3)	442,2	(-23,7)
ORLT mirate	0,0	(+0)	0,0	0,0	(+0)	0,0	(+0)	0,0	(+0)
Operazioni d'asta offerte	531,1	(+48)	483,2	521,3	(-23,3)	544,6	(+14,6)	530,0	(+34,7)
Portafogli definitivi	208,6	(-17,6)	226,3	202,3	(-6,9)	209,2	(-6,7)	215,9	(-6,8)
Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	35,0	(-3,2)	38,2	33,4	(-1,7)	35,1	(-1,9)	37,0	(-0,8)
Secondo per l'acquisto di obbligazioni garantite	14,1	(-0,5)	14,6	13,9	(-0,2)	14,2	(-0,1)	14,3	(-0,1)
Programma per il mercato dei titoli finanziari	159,5	(-13,9)	173,4	154,9	(-5)	159,9	(-4,7)	164,6	(-5,9)
Operazione di rifinanziamento marginale	0,2	(-0,2)	0,4	0,3	(+0,1)	0,1	(+0,1)	0,1	(-0,1)
Altre informazioni basate sulla liquidità (valori medi in miliardi di euro)									
Fabbisogno aggregato di liquidità	612,9	(+24,7)	588,1	593,9	(-26,2)	620,1	(-9,2)	629,3	(+28,6)
Fattori autonomi	508,3	(+23,5)	484,8	488,9	(-26,8)	515,7	(-9,7)	525,4	(+28,2)
Liquidità in eccesso	126,8	(+5,5)	121,3	129,6	(-3,9)	133,5	(+17)	116,6	(-0,7)
Rimborso ORLT a tre anni	85,2	(+2,6)	82,6	35,4	(+3,9)	31,5	(+13,2)	18,3	(-13,7)
Andamento dei tassi d'interesse (valori percentuali)									
ORP	0,18	(-0,07)	0,25	0,15	(+0)	0,15	(-0,1)	0,25	(+0)
Operazione di rifinanziamento marginale	0,52	(-0,23)	0,75	0,40	(+0)	0,40	(-0,35)	0,75	(+0)
Depositi presso la banca centrale	-0,07	(-0,07)	0,00	-0,10	(+0)	-0,10	(-0,1)	0,00	(+0)
media EONIA	0,108	(-0,099)	0,207	0,043	(+0,003)	0,040	(-0,2)	0,240	(+0)

Fonte: BCE.

Nota: tutte le cifre riportate in tabella sono approssimate per cui in alcuni casi i valori indicati come variazione rispetto al periodo precedente non corrispondono alla effettiva differenza tra i valori forniti per i due periodi presi singolarmente (variazione di 0,1 miliardi di euro).

in media di 30,3 miliardi di euro e passando alla media di 508,2 miliardi di euro, dopo l'incremento di 31 miliardi di euro registrato nel periodo di riferimento precedente. La crescita delle attività nette denominate in euro riflette, fra l'altro, il calo dei depositi denominati in euro collocati presso l'Eurosistema dalle altre banche centrali. L'introduzione di un tasso negativo sulle operazioni di deposito presso la banca centrale ha portato alcuni istituti esteri a ridurre ulteriormente le proprie giacenze monetarie nei depositi delle banche centrali dell'Eurosistema per evitare i costi di tassi di interesse negativi.

Tra i fattori di assorbimento della liquidità, le banconote in circolazione sono aumentate di 19,5 miliardi di euro raggiungendo la media di 959,6 miliardi di euro, in linea con l'andamento stagionale della domanda di banconote durante i mesi estivi. Anche le operazioni di deposito delle amministrazioni pubbliche sono aumentate di 22,1 miliardi di euro, pari a una media di 103,7 miliardi di euro. L'introduzione di un tasso negativo sulle operazioni di deposito presso la banca centrale ha interessato anche i depositi delle amministrazioni pubbliche presso la banca centrale detenute dall'Eurosistema, le tesorerie nazionali hanno quindi cercato di investire sempre di più la propria liquidità in eccesso nel mercato con un tasso di interesse nominale positivo, senza però riuscire a centrare sempre l'obiettivo.

La volatilità dei fattori autonomi è aumentata ulteriormente. Le previsioni settimanali, pubblicate insieme all'annuncio delle operazioni di rifinanziamento principali, hanno oscillato tra 451,7 e 532,1 miliardi di euro, a fronte di un intervallo di oscillazione del precedente periodo di riferimento compreso tra 448,3 e 522,3 miliardi di euro. Tale volatilità si deve principalmente alle oscillazioni di altri fattori autonomi e dei depositi delle amministrazioni centrali. La tradizionale volatilità dei depositi delle amministrazioni centrali legata ai cicli fiscali è stata esacerbata dai tentativi delle tesorerie e dei clienti dei servizi di gestione delle riserve dell'Eurosistema di aumentare la quota dei propri investimenti nel mercato.

Le previsioni settimanali sui fattori autonomi mostrano un errore assoluto medio di 6,7 miliardi di euro, in un intervallo compreso tra -19,3 e 5,2 miliardi di euro, in aumento rispetto al valore medio di 3,2 miliardi di euro del periodo di riferimento precedente. Tale incremento può essere attribuito principalmente ai depositi delle amministrazioni centrali, che hanno registrato un errore assoluto medio di 5,8 miliardi di euro a causa delle difficoltà di anticipare l'andamento delle attività di investimento delle tesorerie in un contesto in cui i tassi a breve termine del mercato monetario erano spesso negativi, e ad altri fattori autonomi con un errore assoluto medio di 3,8 miliardi.

Offerta di liquidità

L'ammontare medio della liquidità offerta tramite operazioni di mercato aperto condotte mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti è aumentato di 30,2 miliardi di euro, raggiungendo il valore di 739,7 miliardi di euro, dopo il calo registrato negli ultimi periodi di riferimento. Tale aumento è risultato dall'effetto combinato del rimborso della liquidità ottenuta nelle ORLT con scadenza a tre anni, parzialmente compensato dall'aumento in altre operazioni d'asta finalizzate all'immissione di liquidità e della sospensione delle operazioni settimanali di sterilizzazione legate al SMP. La liquidità ottenuta tramite operazioni d'asta ha raggiunto la media di 531,1 miliardi di euro, pari a un incremento di 48 miliardi di euro rispetto al periodo di riferimento precedente.

La liquidità immessa attraverso le ORP settimanali ha raggiunto 121 miliardi di euro, con un incremento di 11 miliardi di euro: alcune controparti sono ricorse alle ORP per sostituire parzialmente gli importi rimborsati delle ORLT a tre anni e le operazioni sospese di rifinanziamento con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento. Gli importi aggiudicati settimanalmente rimangono tuttavia volatili, oscillando in un intervallo compreso tra un minimo di 94 miliardi di euro il 9 luglio e un massimo di 149,3 miliardi di euro il 4 giugno, poiché le banche hanno adeguato la domanda a seconda dell'evoluzione delle condizioni dei mercati monetari e di liquidità. La riduzione del tasso sulle ORP e il taglio del tasso sulle operazioni di deposito presso

la banca centrale, insieme alla sospensione delle operazioni di sterilizzazione legate al SMP, potrebbero aver portato ad un aumento della liquidità in eccesso e ridotto la volatilità del tasso del mercato monetario, contribuendo così alla stabilizzazione degli importi assegnati delle ORP osservati dalla metà del mese di giugno (ad eccezione dei picchi registrati verso la fine del mese).

I rimborsi delle ORLT a tre anni hanno proseguito con un ritmo di 6,3 miliardi di euro a settimana, raggiungendo 626 miliardi di euro alla fine del periodo in rassegna, ossia il 63 per cento del totale degli importi presi in prestito e il 120 per cento dell'iniezione netta di liquidità iniziale. I rimborsi settimanali hanno continuato a oscillare fino al raggiungimento del picco di 21,5 miliardi di euro il 23 luglio 2014. Tali variazioni settimanali si spiegano in gran parte con fattori idiosincratici relativi alle controparti, sebbene il ritmo medio sia rimasto sostanzialmente invariato rispetto al periodo di riferimento precedente.

Prima della decisione di sospendere le operazioni settimanali di sterilizzazione legate al SMP, le offerte ricevute nelle ultime otto operazioni erano inferiori all'importo di assorbimento previsto; ciò rifletteva le maggiori tensioni dei tassi del mercato monetario a brevissimo termine come conseguenza di un inferiore eccesso di liquidità, talvolta accompagnato da un'impennata del tasso superiore ai tassi massimi di offerta di queste operazioni.

Liquidità in eccesso

La liquidità in eccesso è aumentata di 5,5 miliardi di euro, pari a una media di 126,8 miliardi di euro nel periodo in rassegna, a fronte di 121,4 miliardi di euro nel precedente periodo di riferimento, invertendo quindi la tendenza al ribasso costantemente registrata dall'inizio del 2013. I conti correnti di deposito giornalieri eccedenti gli obblighi di riserva sono aumentati di 9,2 miliardi di euro, fino al valore medio di 101,4 miliardi di euro, a fronte di una diminuzione in media dell'utilizzo dei depositi presso la banca centrale di 4 miliardi di euro, fino a 25,5 miliardi di euro. La liquidità in eccesso è scesa al minimo storico dall'inizio del 2012, con un valore di 116,6 miliardi di euro nel quinto periodo di mantenimento del 2014. Nel sesto e nel settimo periodo di mantenimento, in seguito alle misure adottate dalla BCE a giugno 2014, la liquidità in eccesso ha cominciato a risalire fino a circa 130 miliardi di euro, dopo aver subito forti oscillazioni nel quinto periodo di mantenimento, principalmente a causa della volatilità dei fattori autonomi e delle oscillazioni degli importi aggiudicati nelle ORP e nelle operazioni di sterilizzazione legate al SMP. Ciò ha contribuito a incrementare la volatilità dei tassi del mercato monetario a breve termine. Tuttavia, a partire dal sesto periodo di mantenimento e in risposta alle misure adottate dalla BCE, la liquidità in eccesso si è stabilizzata con un intervallo di oscillazione più ridotto tra 166 miliardi di euro (30 giugno) e 104 miliardi di euro (23 luglio), rimanendo sempre al di sopra dei 100 miliardi di euro.

Nel quinto periodo di mantenimento le controparti hanno mantenuto circa il 24 per cento della liquidità in eccesso detenuto nei depositi presso la banca centrale e il 76 per cento come riserve in eccesso, in linea con il profilo del secondo, terzo e quarto periodo di riferimento. Nel sesto e nel settimo periodo di mantenimento la parte di liquidità in eccesso detenuta sotto forma di riserve eccedenti è aumentata fino a circa l'82 per cento. In seguito alle decisioni annunciate il 5 giugno, alle riserve eccedenti (ossia i conti correnti di deposito medi eccedenti gli obblighi di riserva) sono applicati anche i tassi negativi applicati alle operazioni di deposito presso la banca centrale, le controparti dovrebbero per tanto rimanere indifferenti alla forma di detenzione della liquidità in eccesso. In questo contesto, tuttavia, alcuni aspetti tecnici e operativi potrebbero

rendere marginalmente più conveniente tenere le riserve in eccesso anziché depositarle presso la banca centrale, il che spiegherebbe l'aumento di quota delle riserve. Allo stesso tempo, alcune controparti potrebbero invece preferire il deposito presso la banca centrale sempre per motivi operativi o normativi. L'andamento osservato nel quarto e nel quinto periodo di mantenimento (durante i quali si è registrato un aumento dell'utilizzo del deposito presso la banca centrale in corrispondenza dell'ultima settimana del periodo di mantenimento, quando più controparti avevano assolto i propri obblighi di riserva) è praticamente scomparso nel sesto e nel settimo periodo di mantenimento.

Andamenti dei tassi di interesse

Nel quinto periodo di mantenimento, prima del taglio del tasso sulle ORP lo scorso 5 giugno, l'EONIA si è collocato in media a 24 punti base, contro 20,7 punti base registrati nei tre periodi di mantenimento precedenti. L'EONIA ha oscillato tra un minimo di 5,3 punti base il 9 giugno e un massimo di 46,9 punti base il 27 maggio, con un andamento che ha seguito le oscillazioni degli eccessi di liquidità. Nel sesto e nel settimo periodo di mantenimento, in seguito al taglio dei tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di deposito presso la banca centrale e sulle operazioni di rifinanziamento marginale, l'EONIA si è stabilizzato a circa 4 punti base. La volatilità è stata molto limitata e ad eccezione di qualche picco registrato alla fine del mese di giugno e di luglio, l'EONIA ha oscillato in un intervallo ristretto tra 6 punti base l'11 giugno e 0,9 punti base il 12 agosto.

Il periodo compreso tra l'inizio del sesto periodo di mantenimento (11 giugno) e il 3 settembre è stato caratterizzato da un aumento della liquidità in eccesso. I volumi più cospicui delle operazioni di mercato aperto in essere, ascrivibili alla sospensione delle operazioni settimanali di regolazione puntuale finalizzate al riassorbimento di liquidità, non sono stati compensati del tutto dal minore ricorso alle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema (ORP e ORLT), dai rimborsi di fondi ottenuti nelle ORLT a tre anni e dai portafogli di strumenti detenuti a titolo definitivo giunti a scadenza. I fattori autonomi sono rimasti, in media, pressoché invariati rispetto ai tre periodi di mantenimento precedenti, mostrando tuttavia una volatilità leggermente inferiore. L'eccesso di liquidità ha oscillato tra 101,5 e 166,8 miliardi di euro, portandosi in media a 131,9 miliardi di euro nel periodo in rassegna, a fronte di 117,9 miliardi di euro nei tre periodi di mantenimento precedenti. Il 3 settembre la liquidità in eccesso si collocava a 118,2 miliardi di euro. Il ricorso giornaliero alle operazioni di deposito presso la banca centrale è stato mediamente pari a 24,4 miliardi di euro, mentre le disponibilità detenute sui conti correnti, in eccesso rispetto agli obblighi di riserva, hanno registrato in media 107,7 miliardi di euro e il ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale è ammontato mediamente a 0,2 miliardi di euro. Le controparti hanno finora rimborsato volontariamente 658,2 miliardi di euro dei 1.018,7 miliardi di euro ottenuti nelle due ORLT a tre anni.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

Tra la fine di maggio e gli inizi di settembre i rendimenti dei titoli di Stato sono scesi nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. La flessione generalizzata dei rendimenti obbligazionari nei mercati mondiali sembra riflettere l'acuirsi delle incertezze geopolitiche durante il periodo in rassegna, nonostante la pubblicazione di dati economici lievemente divergenti per le due aree. Nel caso dell'area dell'euro il calo dei rendimenti sui titoli di Stato, accentuatosi nella seconda parte del periodo, è attribuibile anche all'impatto delle misure di politica monetaria annunciate a giugno e a indicatori economici leggermente contrastanti. I differenziali di rendimento fra le obbligazioni sovrane dell'area dell'euro sono diminuiti, in un contesto di bassa incertezza nei mercati obbligazionari. Gli indicatori finanziari delle aspettative di inflazione a lungo termine nell'area hanno registrato un calo nell'arco temporale considerato, pur mantenendosi coerenti con la stabilità dei prezzi.

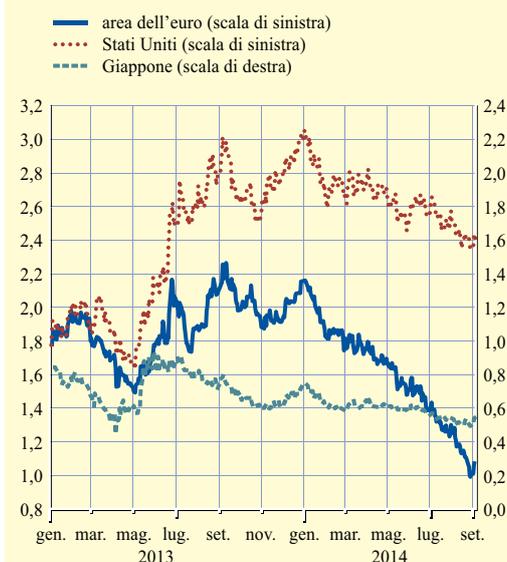
Tra la fine di maggio e il 3 settembre i rendimenti dei titoli di Stato decennali con rating AAA dell'area dell'euro sono calati di circa 45 punti base, portandosi all'1,1 per cento (cfr. figura 21). Negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni hanno mostrato una contrazione decisamente inferiore nello stesso periodo, scendendo di circa 10 punti base al 2,4 per cento; anche i rendimenti dei corrispondenti titoli giapponesi hanno evidenziato una lieve diminuzione di circa 5 punti base, allo 0,5 per cento. Nell'area dell'euro l'intera struttura a termine ha subito uno spostamento verso il basso: i rendimenti sui titoli di Stato con rating AAA a due e cinque anni sono calati rispettivamente di 10 e di 25 punti base. Di conseguenza, l'inclinazione della struttura per scadenza misurata dal differenziale tra i rendimenti a dieci e a due anni si è ridotta di circa 30 punti base nel periodo in rassegna.

I rendimenti obbligazionari a lungo termine su entrambe le sponde dell'Atlantico hanno continuato a mostrare una leggera volatilità nell'orizzonte temporale esaminato, riflettendo l'evolversi dei timori per i rischi geopolitici associati alle crisi politiche in Ucraina e in Iraq. Nella prima parte del periodo considerato i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine con rating AAA dell'area dell'euro si sono mantenuti pressoché stabili, su livelli simili alle medie rilevate in primavera. Dalla fine di giugno si è tuttavia osservata una diminuzione dei rendimenti nell'area, riconducibile soprattutto all'intensificarsi delle incertezze geopolitiche e a dati economici leggermente deludenti (relativi in particolare a una debole dinamica dell'inflazione), al deterioramento del clima di fiducia e al rallentamento dell'attività economica registrato in alcuni paesi dell'area dell'euro e per il complesso dell'area nel secondo trimestre dell'anno.

Anche negli Stati Uniti i rendimenti obbligazionari a lungo termine sono scesi, benché in misura meno marcata rispetto all'area dell'euro. La stabilità dell'inflazione, malgrado i solidi dati sulla crescita e sul mercato del lavoro, sembra

Figura 21 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

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



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

aver contribuito a stabilizzare le aspettative dei mercati circa il ritmo con cui il Federal Reserve System procederà nell'attuale ridimensionamento degli acquisti di obbligazioni, frenando così le pressioni al rialzo sui rendimenti obbligazionari a lungo termine nel paese. Di fatto, l'annuncio del 30 luglio di un'ulteriore riduzione diffuso dal Federal Open Market Committee (FOMC) non ha causato variazioni significative dei rendimenti negli Stati Uniti.

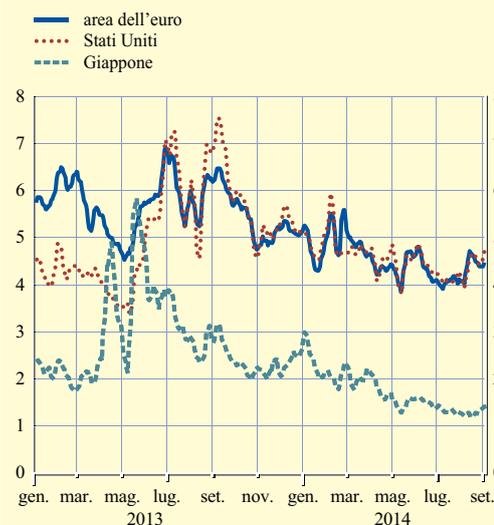
L'incertezza degli investitori sugli andamenti di breve periodo nei mercati obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita desunta dalle opzioni a breve scadenza sulle quotazioni obbligazionarie, ha mostrato qualche oscillazione nell'arco temporale considerato, diminuendo per gran parte del periodo prima di tornare ad aumentare ad agosto (cfr. figura 22). Tuttavia, agli inizi di settembre la volatilità implicita nei mercati obbligazionari risultava complessivamente inferiore a quella di inizio maggio, collocandosi intorno al 4,6 per cento negli Stati Uniti e nell'area dell'euro.

In linea con i livelli relativamente contenuti della volatilità implicita nei mercati obbligazionari, le tensioni nei mercati del debito sovrano dell'area dell'euro sono rimaste nell'insieme modeste. Si sono verificati alcuni temporanei episodi di incremento della volatilità che hanno riflesso perlopiù l'evoluzione di fattori geopolitici e, in taluni casi, andamenti di singoli paesi. Dalla fine di giugno il calo evidenziato per i rendimenti dei titoli di Stato con rating AAA nell'area dell'euro si è trasmesso a tutti i mercati delle obbligazioni sovrane dell'area; agli inizi di settembre i rendimenti obbligazionari a lungo termine dei paesi dell'area si collocavano infatti su livelli inferiori di 35-80 punti base a quelli di fine maggio. Nello stesso periodo sono diminuiti in gran parte dei paesi anche i differenziali di rendimento fra le obbligazioni a lungo termine e il tasso overnight indexed swap (OIS), in misura compresa fra 5 e 35 punti base. Il restringimento dei differenziali è coerente con il protratto interesse degli investitori internazionali, come riflesso dal buon esito delle aste di titoli di Stato in alcuni paesi un tempo duramente colpiti dalla crisi, nonché dalle notizie positive sulle valutazioni del merito di credito.

I rendimenti obbligazionari reali, misurati dai rendimenti sui titoli di Stato indicizzati all'inflazione, sono scesi nell'area dell'euro per buona parte del periodo in rassegna, in linea con l'evoluzione dei rendimenti nominali¹⁾; dall'inizio di agosto si è però osservata una temporanea ripresa (cfr. figura 23) che ha interessato principalmente le scadenze più brevi. Nell'insieme, tra la fine di maggio e gli inizi di settembre i rendimenti obbligazionari reali a cinque anni si sono ridotti di 10

Figura 22 Volatilità implicita del mercato dei titoli di Stato

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



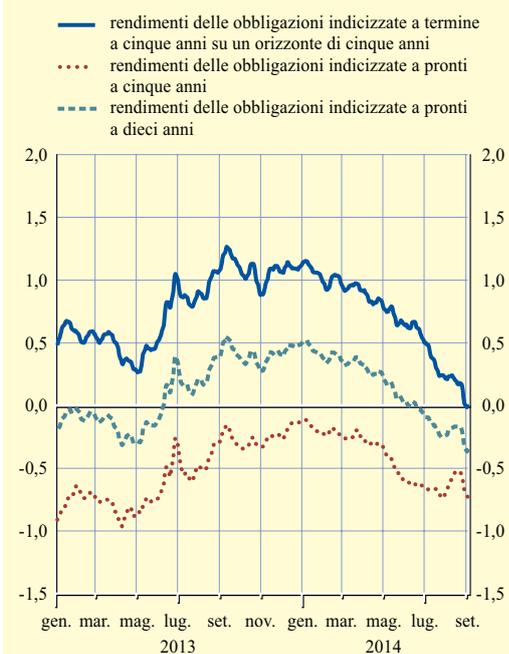
Fonte: Bloomberg.

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

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.

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

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



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

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

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



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

punti base, portandosi al -0,7 per cento, mentre quelli a dieci anni si sono ridotti di circa 30 punti base, portandosi intorno al -0,3 per cento. A seguito delle variazioni registrate sui rendimenti reali delle obbligazioni quinquennali e decennali, il tasso di interesse reale a termine di lungo periodo è calato di 50 punti base nell'area dell'euro, situandosi leggermente al di sopra dello 0,1 per cento alla fine del periodo in rassegna.

Nell'area dell'euro gli indicatori delle attese di inflazione a lungo termine ricavati dai mercati finanziari si sono ridotti dalla fine di maggio. Il tasso di inflazione di pareggio a dieci anni implicito nelle obbligazioni indicizzate all'inflazione è diminuito di circa 15 punti base, portandosi all'1,5 per cento e quello a cinque anni è sceso di circa 10 punti base, all'1,0 per cento circa. Parimenti, il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale ha mostrato una flessione di circa 10 punti base tra la fine di maggio e il 3 settembre, collocandosi al 2,0 per cento (cfr. figura 24). Anche i tassi di inflazione di pareggio a termine a lunga scadenza desunti dagli swap indicizzati all'inflazione, leggermente meno volatili, hanno evidenziato una notevole contrazione, di circa 10 punti base, nel periodo in esame, raggiungendo a inizio settembre il 2,0 per cento. Nel complesso, malgrado il calo registrato soprattutto nell'ultima parte del periodo, gli indicatori delle aspettative di inflazione ricavati dalle obbligazioni e dagli swap si sono mantenuti intorno al livello del 2 per cento²⁾.

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

Nel periodo compreso tra la fine di maggio e il 3 settembre la struttura per scadenza dei tassi overnight impliciti a termine dell'area dell'euro ha mostrato uno spostamento verso il basso per tutte le scadenze, in misura compresa fra 7 e 65 punti base (cfr. figura 25). I tassi a breve termine sono diminuiti su livelli prossimi allo zero, coerentemente con i minimi storici toccati dai tassi di interesse di riferimento in seguito alle decisioni del Consiglio direttivo di giugno; l'andamento ha interessato però principalmente le scadenze più lunghe, come indica il calo al 2,6 per cento circa dei tassi overnight a dieci anni.

I rendimenti sulle obbligazioni di qualità più elevata (investment grade) emesse da società dell'area dell'euro sono diminuiti nel periodo in rassegna, in linea con la contrazione dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine. Per quanto riguarda gli emittenti non finanziari, i rendimenti sulle obbligazioni societarie hanno mostrato un calo compreso fra 25 e 45 punti base su tutti i rating, con flessioni particolarmente consistenti per quelli più elevati. I differenziali di rendimento sulle obbligazioni emesse da società non finanziarie (rispetto all'indice delle obbligazioni sovrane con rating AAA elaborato da Merrill Lynch) si sono generalmente ridotti di 10-20 punti base per gli emittenti con rating AAA e AA, mantenendosi pressoché stabili per quelli con un merito di credito inferiore. Per contro, i differenziali per gli emittenti finanziari sono rimasti invariati o hanno evidenziato un lieve aumento su tutti i rating, riflettendo perlopiù notizie negative provenienti da talune società del settore. Ciononostante, i differenziali sulle obbligazioni societarie sono rimasti complessivamente contenuti rispetto ai massimi relativi osservati a inizio 2013 per gran parte delle categorie di rating.

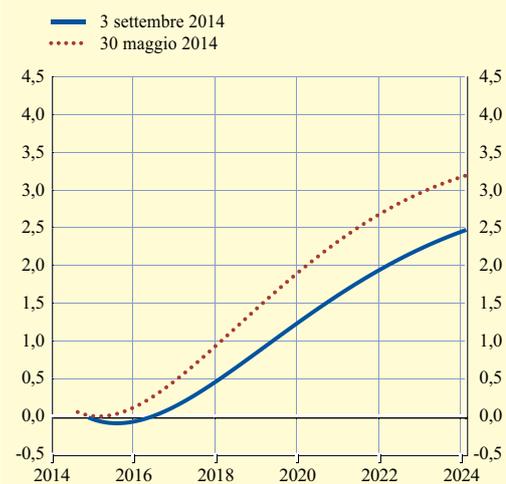
2.5 MERCATI AZIONARI

Tra la fine di maggio e gli inizi di settembre i corsi azionari hanno evidenziato andamenti volatili, di riflesso all'evolversi delle tensioni geopolitiche e a taluni dati economici contrastanti fra le diverse aree economiche. Nell'area dell'euro si è osservata una diminuzione complessiva delle quotazioni azionarie lungo l'arco temporale considerato, nonostante la ripresa manifestatasi a fine luglio in un contesto di solide attese sugli utili. Per contro, il recupero segnato nelle ultime settimane del periodo in rassegna ha fatto sì che i prezzi delle azioni statunitensi registrassero un notevole incremento nell'intero periodo, sostenuti dalle aspettative circa una graduale riduzione degli acquisti di attività da parte del Federal Reserve System e da dati positivi sull'occupazione e sulla crescita.

Durante il periodo in esame i corsi azionari hanno registrato oscillazioni significative su entrambe le sponde dell'Atlantico, sebbene i movimenti al ribasso e al rialzo abbiano mostrato un'intensità divergente in ciascuna area e le variazioni registrate abbiano differito considerevolmente nell'o-

Figura 25 Tassi di interesse overnight impliciti a termine nell'area dell'euro

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



Fonti: BCE, su dati EuroMTS e rating di Fitch Ratings.

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

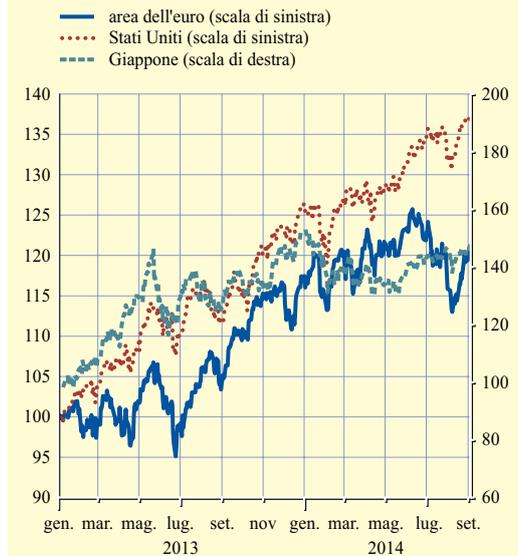
rizzonte temporale esaminato (cfr. figura 26). Nell'area dell'euro l'indice generale Dow Jones Euro Stoxx si è ridotto del 2 per cento circa tra la fine di maggio e il 3 settembre, mentre negli Stati Uniti l'indice Standard & Poor's 500 è aumentato all'incirca del 4 per cento. Nello stesso periodo hanno evidenziato un aumento, pari al 7 per cento circa, anche le quotazioni azionarie giapponesi, misurate dal Nikkei 225.

Gli andamenti nei mercati azionari dell'area dell'euro nel periodo in rassegna sono stati caratterizzati da due fasi molto diverse. A partire dai primi di giugno le quotazioni azionarie dell'area hanno seguito un continuo andamento decrescente, di fronte a dati economici contrastanti e all'evolversi delle tensioni in Ucraina e in Iraq. L'acuirsi di tali tensioni e i dati sull'inflazione inferiori alle attese diffusi a inizio luglio hanno contribuito all'accelerazione dei ribassi osservata per tutto il mese e agli inizi di agosto. Successivamente, con il lieve scemare delle tensioni geopolitiche e nonostante la pubblicazione di dati deludenti (relativi in particolare alla crescita di alcuni paesi e dell'area nel suo complesso nel secondo trimestre), i prezzi delle azioni hanno segnato un forte recupero nell'area dell'euro. Nondimeno, il 3 settembre tale ripresa attenuava solo parzialmente le perdite subite nella parte precedente del periodo in esame.

In linea con la riduzione dell'indice generale, i corsi azionari sono diminuiti nella maggior parte dei settori economici dell'area dell'euro (cfr. tavola 6); le flessioni più consistenti hanno interessato

Figura 26 Indici dei corsi azionari

(indice: 1° gennaio 2013 = 100; dati giornalieri)



Fonte: Thomson Reuters.

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

Tavola 6 Variazioni dei prezzi degli indici settoriali Dow Jones Euro Stoxx

(variazioni percentuali dei prezzi di fine periodo)

	Euro Stoxx	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petrolio e gas naturale	Servizi finanziari	Servizi sanitari	Industriali	Alta tecnologia	Telecomunicazioni	Servizi di pubblica utilità
Quota del settore nella capitalizzazione del mercato (dati di fine periodo)	100,0	9,6	6,7	16,3	6,7	24,1	5,6	14,9	5,3	4,5	6,3
Variazioni dei prezzi (dati di fine periodo)											
2013 2° trimestre	-1,1	-2,0	-1,3	-2,2	-4,2	1,9	-0,7	-2,2	1,0	-1,9	-1,4
3° trimestre	11,3	6,8	9,6	8,9	12,0	16,7	-3,7	14,5	13,3	19,1	11,1
4° trimestre	-10,2	-6,4	-8,8	-8,1	,7	-14,3	3,9	-12,7	-11,7	-16,0	-10,0
2014 1° trimestre	2,9	-1,2	2,1	1,9	5,1	5,0	-1,4	1,9	-0,8	3,0	13,4
2° trimestre	0,9	3,6	-2,0	2,6	9,1	-3,6	2,8	-0,9	-1,5	6,7	4,6
luglio 2014	-2,7	-1,0	-5,5	-2,7	0,4	-5,5	3,7	-6,1	0,6	2,3	2,4
agosto 2014	-1,6	-1,9	-1,4	-2,8	-2,9	-3,3	7,2	-4,6	6,0	-2,5	4,2
30 maggio 2014 - 3 settembre 2014	-1,8	-3,2	-2,4	-3,8	-2,0	-1,3	7,4	-4,8	3,6	-4,5	1,5

Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

il comparto industriale e quello delle telecomunicazioni, mentre non hanno registrato perdite per l'insieme del periodo solo il settore sanitario (+7,4 per cento) e quelli tecnologico e dei servizi di pubblica utilità. Il settore finanziario, con particolare riferimento ai titoli bancari, sembra aver mostrato una buona capacità di tenuta alle notizie negative sulla solvibilità di taluni istituti diffuse nel periodo in rassegna e continua a beneficiare della valutazione dei bilanci bancari connessa con la creazione dell'unione bancaria europea. L'andamento del comparto, pari al -1 per cento circa, è risultato in linea con quello dell'indice generale.

Nella prima parte del periodo considerato i prezzi delle azioni statunitensi hanno evidenziato una migliore resistenza all'evolversi delle incertezze geopolitiche rispetto a quelli nell'area dell'euro, mantenendosi sostanzialmente invariati, nonostante una certa volatilità, tra la fine di maggio e gli inizi di luglio. Tuttavia, l'intensificarsi delle incertezze geopolitiche osservato dai primi di luglio ha determinato qualche ribasso fino all'inizio di agosto. Il recupero segnato in agosto e agli inizi di settembre, sostenuto dalle attese circa un graduale ridimensionamento degli acquisti di attività da parte della Federal Reserve e da dati robusti sulla crescita e sul mercato del lavoro negli Stati Uniti, è stato sufficiente a controbilanciare le perdite precedenti; si è quindi evidenziato un notevole incremento delle quotazioni azionarie per il periodo nel suo complesso. Per quanto riguarda il confronto tra settori, i mercati azionari statunitensi hanno seguito profili simili a quelli dell'area dell'euro. Nello specifico, i comparti sanitario e tecnologico hanno segnato un'evoluzione più favorevole rispetto all'indice complessivo, mentre il settore delle telecomunicazioni ha mostrato i risultati peggiori.

Il Giappone è, fra le tre aree economiche analizzate, quella ad aver registrato i maggiori rialzi dei corsi azionari (7 per cento circa). Malgrado i dati negativi sulla crescita nel secondo trimestre, sembra che il rallentamento dell'attività economica del paese sia percepito come destinato a durare molto poco; tale percezione, insieme alle attese di mercato circa una possibile prosecuzione dell'orientamento espansivo della politica monetaria da parte della banca centrale, sembra aver sorretto i prezzi delle azioni.

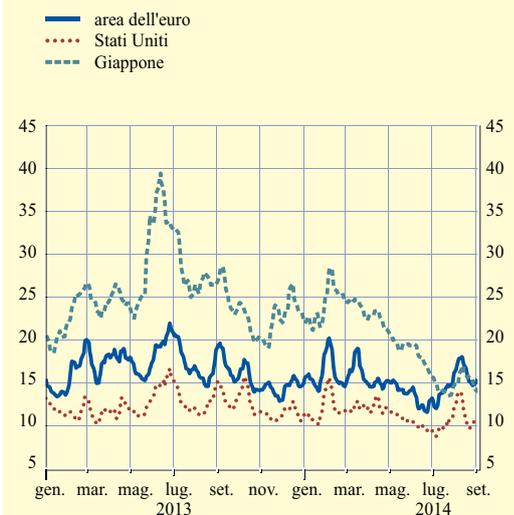
Sebbene sia rimasta pressoché stabile nel complesso del periodo considerato, l'incertezza nei mercati azionari mondiali, misurata dalla volatilità implicita, ha mostrato alcune significative oscillazioni nel corso dell'estate (cfr. figura 27). In particolare, dopo essersi mantenuta sostanzialmente invariata per gran parte di giugno, la volatilità implicita ha registrato un graduale incremento nell'area dell'euro e negli Stati Uniti durante il mese di luglio con l'acuirsi delle tensioni geopolitiche, per poi tornare a diminuire verso la fine del periodo. L'aumento dell'incertezza nel mercato azionario giapponese è invece giunto in un momento di luglio di poco successivo, sfasamento che potrebbe contribuire a spiegare l'evoluzione più favorevole rispetto alle altre due aree economiche.

Nondimeno, il 3 settembre la volatilità implicita nei mercati azionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti risultava nel complesso relativamente contenuta, collocandosi rispettivamente intorno al 15 e al 10 per cento.

Dai dati disponibili sugli utili delle società finanziarie e non finanziarie dell'area dell'euro comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx emerge che l'entità del calo degli utili effettivi, calcolati sui 12 mesi precedenti, è diminuita della metà nel periodo tra maggio e agosto, passando dal -6 per cento circa al -3 per cento circa. In agosto gli operatori di mercato si attendevano un aumento degli utili societari per azione pari all'11 per cento per i 12 mesi successivi, mentre prevedevano una crescita a lungo termine (cinque anni) intorno al 13 per cento annuo (cfr. figura 28).

Figura 27 Volatilità implicita dei mercati azionari

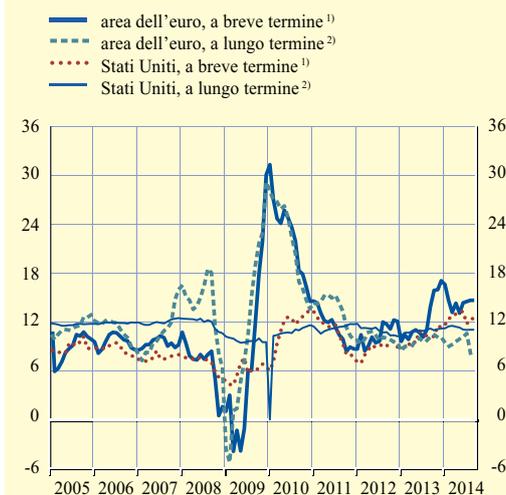
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili a cinque giorni, calcolate su dati giornalieri)



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

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

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



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

2.6 FLUSSI FINANZIARI E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

Tra aprile e luglio 2014 il costo reale del finanziamento per le società non finanziarie nell'area dell'euro si è leggermente ridotto. Questo andamento riflette una diminuzione del costo reale sia del debito emesso sul mercato sia dei prestiti bancari, che ha più che compensato l'aumento del costo reale del capitale di rischio. Allo stesso tempo, nel secondo trimestre dell'anno i criteri per la concessione del credito alle società non finanziarie sono stati allentati in termini netti per la prima volta dal secondo trimestre del 2007. Il flusso complessivo di finanziamento esterno alle società non finanziarie avrebbe evidenziato un recupero nei mesi recenti, pur rimanendo debole. Tale miglioramento è riconducibile sia a un calo dei rimborsi netti di prestiti delle IFM alle società non finanziarie sia a un incremento delle emissioni nette di titoli da parte delle imprese.

CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

Da aprile a luglio 2014 il costo reale del finanziamento esterno per le società non finanziarie nell'area dell'euro, calcolato ponderando il costo delle diverse fonti di finanziamento sulla base delle rispettive consistenze in essere corrette per le variazioni di valore, è sceso leggermente (-4 punti base) portandosi al 3,5 per cento in luglio 2014 (cfr. figura 29). Gli andamenti dell'indice generale rispecchiano un aumento di 14 punti base del costo reale del capitale di rischio e una contrazione di 27 punti base del costo reale del debito emesso sul mercato. Nello stesso periodo, i tassi reali sui prestiti bancari a breve e a lungo termine concessi alle società non finanziarie sono diminuiti rispettivamente di 14 e 19 punti base. I dati disponibili per agosto 2014 suggeriscono che il costo reale del capitale di rischio è cresciuto ulteriormente, mentre quello del debito sul merca-

to è sceso ulteriormente, portandosi a un nuovo minimo storico dal gennaio 1999.

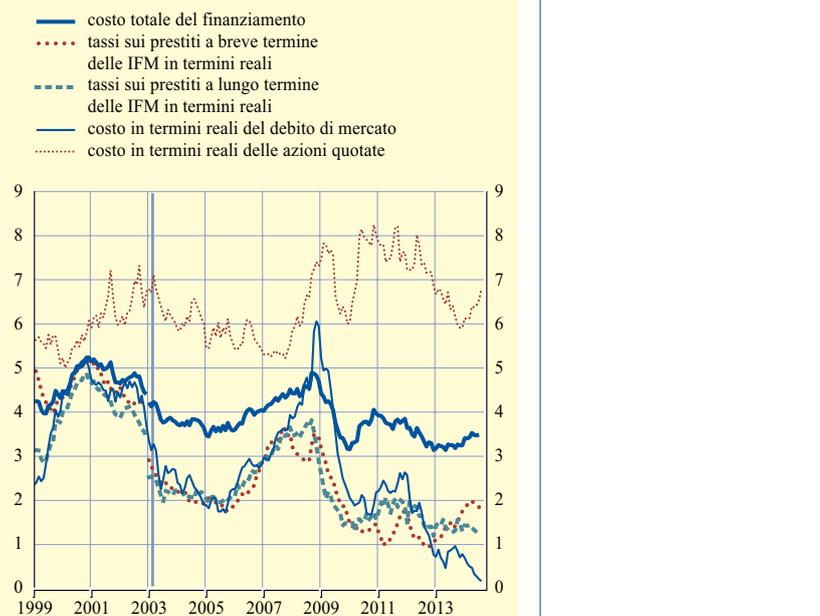
Analizzando in maggiore dettaglio le componenti del finanziamento esterno, nel periodo da aprile a luglio 2014 si sono notevolmente ridotti i tassi di interesse nominali delle IFM sui nuovi prestiti di importo contenuto (fino a 1 milione di euro) concessi alle società non finanziarie. Il calo è stato lievemente più marcato nel caso dei prestiti a lungo termine (ossia prestiti con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni), in flessione di 22 punti base tra aprile e luglio. Nel periodo in esame, i tassi di interesse nominali sui nuovi prestiti di importo considerevole (oltre 1 milione di euro) con periodi più brevi di determinazione iniziale del tasso sono diminuiti di 26 punti base, mentre quelli sui prestiti di importo considerevole con periodi più lunghi di determinazione iniziale del tasso hanno subito una contrazione di 6 punti base (cfr. tavola 7). Nello stesso arco di tempo, i differenziali fra i tassi applicati ai prestiti di importo modesto e a quelli di importo elevato sono aumentati di 6 punti base per i prestiti con periodi più brevi di determinazione iniziale del tasso e sono scesi di 16 punti base per i prestiti con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni.

Da aprile a luglio 2014, i minori rendimenti delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro hanno esercitato pressioni al rialzo sul differenziale fra tassi sui prestiti bancari e tassi di mercato. Ad esempio, il differenziale fra i tassi sui prestiti a lungo termine di importo notevole e il rendimento dei titoli di Stato a sette anni con rating AAA si è portato da 184 punti base in aprile a 211 punti base in luglio. Anche il differenziale fra i tassi sui prestiti a lungo termine di importo ridotto e i tassi di mercato ha registrato un incremento nello stesso periodo (+11 punti base). Al contrario, per via di un minor calo dei tassi del mercato monetario, i differenziali fra i tassi sui prestiti a breve termine e l'Euribor a tre mesi sono diminuiti da aprile a luglio. Più in particolare, il differenziale fra i tassi sui prestiti a breve termine di importo elevato e il tasso del mercato monetario a tre mesi è sceso di 13 punti base, mentre la flessione del differenziale è stata pari a 6 punti base per i prestiti di importo modesto.

Per quanto riguarda le evidenze desunte dalle indagini sulla domanda e sull'offerta di prestiti bancari destinati alle società non finanziarie dell'area dell'euro, l'indagine sul credito bancario per il secondo trimestre del 2014 condotta lo scorso luglio ha mostrato che i criteri di concessione dei prestiti a questo settore sono stati allentati in termini netti per la prima volta dal secondo trimestre del 2007 (-3 per cento delle banche aveva indicato un inasprimento dei criteri, rispetto all'1 per cento del trimestre precedente). In media, i miglioramenti sul fronte dei costi di provvista bancaria e dei vincoli di bilancio nonché dei rischi percepiti dalle banche hanno contribuito a un

Figura 29 Costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro

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



Fonti: BCE, Thomson Reuters, Merrill Lynch e Consensus Economics Forecasts.

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

Tavola 7 Tassi di interesse delle IFM sui nuovi prestiti alle società non finanziarie

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

							Variazione in punti base fino a luglio 2014 ¹⁾		
	2013 2° trim.	2013 3° trim.	2013 4° trim.	2014 1° trim.	2014 giu.	2014 lug.	2013 apr.	2014 apr.	2014 giu.
Tassi di interesse delle IFM sui prestiti									
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	3,89	3,86	3,79	3,78	3,71	3,60	-31	-21	-11
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,73	3,76	3,79	3,79	3,59	3,60	-25	-19	1
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	3,29	3,26	3,27	3,29	3,11	3,05	-37	-22	-6
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	2,17	2,15	2,29	2,26	2,09	1,99	-21	-26	-10
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	2,93	3,06	2,96	2,98	2,71	2,91	-7	-6	20
Per memoria									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	0,22	0,23	0,29	0,31	0,21	0,21	0	-13	0
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	0,30	0,22	0,25	0,17	0,02	0,01	-3	-15	-1
Rendimenti dei titoli di stato a sette anni	1,51	1,42	1,58	1,21	0,87	0,80	-15	-33	-7

Fonte: BCE.

1) Eventuali mancate quadrature sono da attribuire ad arrotondamenti.

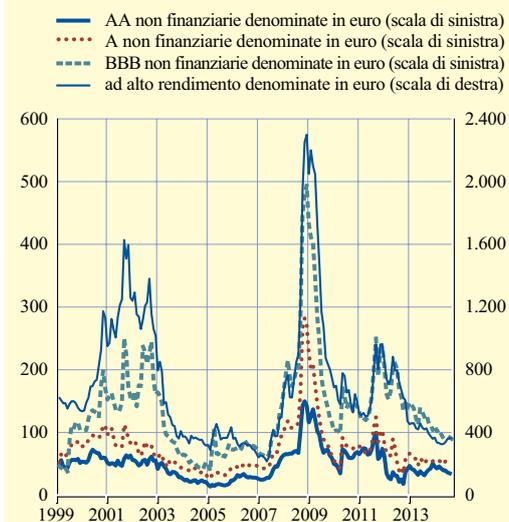
Nota: i rendimenti sui titoli di Stato sono calcolati sulla base di dati della BCE relativi ai titoli con rating AAA (in base ai rating di Fitch), fra i quali attualmente figurano quelli di Austria, Finlandia, Francia, Germania e Paesi Bassi.

lieve allentamento netto dei criteri di erogazione del credito. Il minor rischio di credito percepito dei prenditori si deve principalmente alle migliorate attese delle banche riguardo alle prospettive macroeconomiche e a livello di impresa. Per il terzo trimestre del 2014 le banche si aspettano il perdurare di tale allentamento netto per i prestiti concessi alle imprese. Per i dettagli si rimanda al riquadro *Risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il secondo trimestre del 2014* nel numero di agosto 2014 di questo Bollettino.

Quanto alle condizioni di finanziamento sul mercato, da aprile a luglio 2014 l'evoluzione del costo del debito emesso sul mercato dalle società non finanziarie è risultata eterogenea tra le diverse categorie di rating delle obbligazioni societarie. I differenziali fra titoli di debito con rating più alto, come le obbligazioni societarie con rating AA e il rendimento dei titoli di Stato con rating AAA, hanno subito un calo marginale, mentre i differenziali sui titoli di debito con rating più basso ("a elevato rendimento") sono saliti di 33 punti base (cfr. figura 30). I differenziali sulle obbligazioni societarie con rating intermedio, ad esempio A, sono rimasti invariati

Figura 30 Differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie delle società non finanziarie

(punti base; medie mensili)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nota: i differenziali sulle obbligazioni non finanziarie sono calcolati rispetto a rendimenti su titoli di Stato AAA.

nel periodo in questione. I dati più recenti sul finanziamento tramite ricorso al mercato indicano che i differenziali sulle obbligazioni con rating più basso hanno continuato a crescere in agosto 2014.

FLUSSI FINANZIARI

La variazione in termini tendenziali degli utili per azione delle società non finanziarie dell'area dell'euro è divenuta meno negativa da marzo a luglio 2014. Nello specifico, il tasso di variazione sui dodici mesi degli utili per azione delle società quotate nell'area è stato pari a -2,2 per cento in agosto 2014, in rialzo dal -9,7 di aprile (cfr. figura 31). In prospettiva, stando agli indicatori di mercato, gli operatori si attendono che la variazione degli utili per azione ritorni in territorio positivo nel quarto trimestre di quest'anno.

Il flusso complessivo di finanziamento esterno alle società non finanziarie avrebbe evidenziato un recupero nei mesi recenti, in seguito a un periodo di stabilizzazione dopo il quarto trimestre del 2013, quando tale flusso ha raggiunto il suo minimo storico. Questo miglioramento riflette sia un calo dei rimborsi netti di prestiti delle IFM alle società non finanziarie sia un incremento delle emissioni nette di titoli da parte delle imprese (cfr. figura 32). Tuttavia, il livello di finanziamento esterno al settore in questione permane modesto, rispecchiando la debolezza dell'economia, la perdurante necessità per le imprese di vari paesi di ridurre il loro indebitamento, le disponibilità liquide ai massimi storici e alcuni persistenti vincoli di finanziamento dal lato dell'offerta, specie per quanto concerne le piccole e medie imprese (PMI).

Corretto per cessioni e cartolarizzazioni, il tasso di crescita tendenziale dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie si è collocato al -2,2 per cento alla fine del secondo trimestre del 2014, in rialzo dal -3,1 del trimestre precedente; in luglio, il tasso è rimasto stabile al -2,2 per cento. Il tasso di crescita tendenziale dei titoli di debito emessi è salito all'8,6 per cento nel secondo trimestre del 2014, dal 7,9 del primo, mentre il tasso delle azioni quotate è rimasto invariato su livelli moderati (cfr. tavola 8). Il protrarsi della robusta emissione netta di titoli di debito da parte delle società non finanziarie è sostenuto dalla spiccata propensione al rischio degli investitori e dai conseguenti bassi rendimenti delle

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

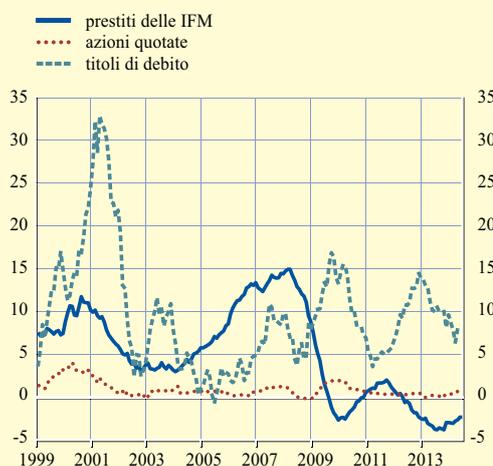
(valori percentuali in ragione d'anno; dati mensili)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

Tavola 8 Finanziamento delle società non finanziarie

(variazioni percentuali; dati di fine trimestre)

	Tassi di crescita sul periodo corrispondente				
	2013 2° trim.	2013 3° trim.	2013 4° trim.	2014 1° trim.	2014 2° trim.
Prestiti delle IFM	-3,4	-3,6	-3,0	-3,1	-2,3
fino a un anno	-2,1	-3,1	-4,0	-4,9	-2,8
da uno a cinque anni	-6,2	-5,6	-5,7	-5,1	-3,3
oltre cinque anni	-3,0	-3,2	-1,7	-1,6	-1,8
Emissioni di obbligazioni	10,2	10,0	8,1	7,9	8,6
a breve termine	-8,9	0,8	-9,2	-9,0	-11,1
a lungo termine, di cui: ¹⁾	12,4	10,9	9,7	9,6	10,5
a tasso fisso	13,5	11,0	9,4	9,0	10,3
a tasso variabile	4,9	11,0	12,2	14,0	12,0
Emissioni di azioni quotate	0,2	0,1	0,2	0,6	0,6
Per memoria ²⁾					
Finanziamento totale	1,0	0,7	0,7	0,8	-
Prestiti a società non finanziarie	0,2	-0,7	-1,5	-1,0	-
Riserve tecniche di assicurazione ³⁾	1,2	1,1	1,0	1,0	-

Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati riportati in tavola (con l'eccezione di quelli per memoria) derivano dalle statistiche monetarie e bancarie e dalle statistiche relative alle emissioni di titoli. Piccole differenze con i dati delle statistiche sui conti finanziari sono principalmente dovute a differenze nei metodi di valutazione. I dati sui prestiti delle IFM non sono corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni.

1) La somma delle obbligazioni a tasso fisso e a tasso variabile può non corrispondere al totale delle obbligazioni a lungo termine perchè le obbligazioni a lungo termine a cedola zero, che includono effetti di valutazione, non sono riportate in tavola.

2) I dati riportati derivano dalle statistiche sui conti europei trimestrali di settore. Il finanziamento totale delle società non finanziarie comprende i prestiti, le emissioni di obbligazioni, le emissioni di azioni quotate e di altri titoli di capitale, le riserve tecniche e di assicurazione, altri conti attivi e strumenti finanziari derivati.

3) Include le riserve dei fondi pensione.

obbligazioni societarie. Questo continua in larga misura a compensare i rimborsi netti di prestiti bancari alle imprese osservati. In termini assoluti, l'emissione di debito resta tuttavia concentrata in un numero esiguo di paesi e l'accesso ai mercati obbligazionari, nella maggioranza dei casi, è limitato alle imprese di grandi dimensioni con rating elevato. Le PMI sono in genere troppo piccole per poter sostenere i costi fissi connessi all'emissione di debito nel mercato finanziario; di conseguenza, esse dipendono dal finanziamento bancario in modo molto più rilevante rispetto alle grandi imprese e risentono pertanto in maniera sproporzionata della perdurante flessione del credito bancario.

Nel secondo trimestre del 2014 la più forte contrazione del credito delle IFM alle società non finanziarie ha interessato i prestiti a medio termine, ossia prestiti con periodo di determinazione del tasso di interesse di oltre un anno e fino a cinque anni. In confronto al trimestre precedente, il ritmo di contrazione si è ridotto per i prestiti a breve termine (ossia prestiti con un periodo di determinazione del tasso di interesse fino a un anno) e per i prestiti a medio termine, aumentando invece lievemente per i prestiti a lungo termine (ossia prestiti con un periodo di determinazione del tasso di interesse superiore a cinque anni). Dal 2007, le emissioni obbligazionarie delle società non finanziarie si sono orientate verso strumenti con scadenze più lunghe. Questa dinamica è proseguita in giugno 2014 e la quota di strumenti di debito a lungo termine emessi dalle società non finanziarie è salita al 93 per cento (dall'84 del 2007).

L'indagine sul credito bancario condotta in luglio 2014 ha mostrato che la domanda netta di prestiti da parte delle società non finanziarie (ossia la differenza tra la somma della percentuale di banche che segnalano un incremento della domanda e quella delle banche che ne segnalano una flessione) ha recuperato ulteriormente nel secondo trimestre del 2014 (al 4 per cento, in rialzo dal 2 del primo trimestre). Le esigenze di finanziamento legate alla ristrutturazione del debito nonché alle scorte e al capitale circolante hanno offerto il maggiore apporto positivo alla domanda di prestiti delle imprese nel trimestre. Per la prima volta dal secondo trimestre del 2011, gli investimenti fissi han-

no fornito un lieve contributo positivo all'aumento netto della domanda rilevato durante il periodo in esame (cfr. figura 33). Le banche dell'area dell'euro si attendono un ulteriore incremento netto della domanda di prestiti alle imprese nel terzo trimestre del 2014.

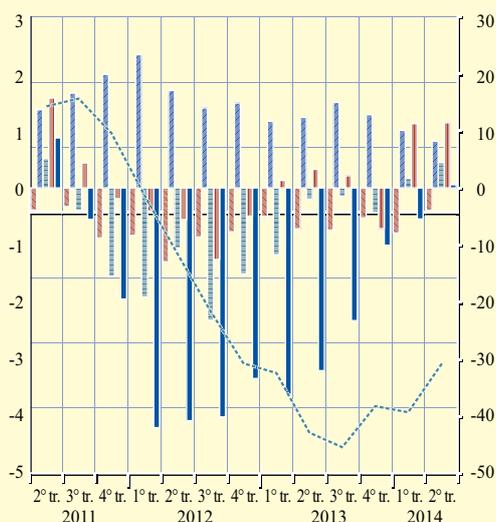
L'avanzo finanziario (o accreditamento netto) delle società non finanziarie, ossia la differenza tra i fondi generati internamente (risparmio lordo) e gli esborsi per investimenti reali in relazione al valore aggiunto lordo generato dalle società stesse, ha registrato una crescita minima portandosi all'1,1 per cento nel secondo trimestre del 2014, dall'1,0 del trimestre precedente (cfr. figura 34). Tale risultato è attribuibile a un leggero rafforzamento del risparmio lordo e dei trasferimenti netti in conto capitale, nonché a un calo marginale degli investimenti fissi lordi.

Dal lato delle attività, nel primo trimestre del 2014 il tasso di crescita tendenziale degli investimenti finanziari da parte delle società non finanziarie si è ridotto all'1,0 per cento, dall'1,4 del trimestre precedente. Questo andamento è stato sospinto dalla diminuzione dei tassi di crescita delle azioni e di altre partecipazioni (escluse le quote di fondi comuni di investimento) e di quelli delle quote di fondi comuni di investimento, allo 0,6 e al -6,2 per cento rispettivamente (in calo dall'1,2 e dal -3,3 per cento del trimestre precedente). Nel periodo in esame si è contratto anche

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; saldi percentuali)

- investimenti fissi (scala di destra)
- scorte e capitale circolante (scala di destra)
- attività di fusione e acquisizione e ristrutturazioni societarie (scala di destra)
- ristrutturazione del debito (scala di destra)
- finanziamenti interni (scala di destra)
- prestiti alle società non finanziarie (scala di sinistra)



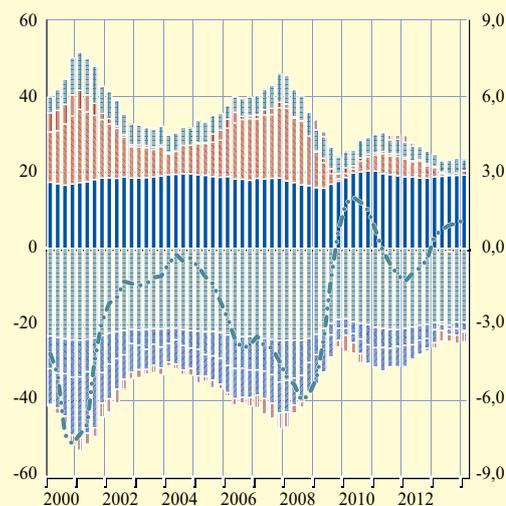
Fonte: BCE.

Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo alla crescita della domanda e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo alla diminuzione. Le variabili che fanno riferimento alla scala di destra sono espresse come saldi percentuali.

Figura 34 Risparmio, finanziamento e investimenti delle società non finanziarie

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

- risparmio lordo e trasferimenti netti in conto capitale
- emissioni di azioni quotate
- investimenti fissi lordi
- acquisizione netta di azioni
- debiti finanziari
- emissioni di azioni non quotate
- acquisizione netta di attività finanziarie escluse le azioni
- altro
- fabbisogno finanziario (scala di destra)



Fonte: Conti dell'area dell'euro.

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

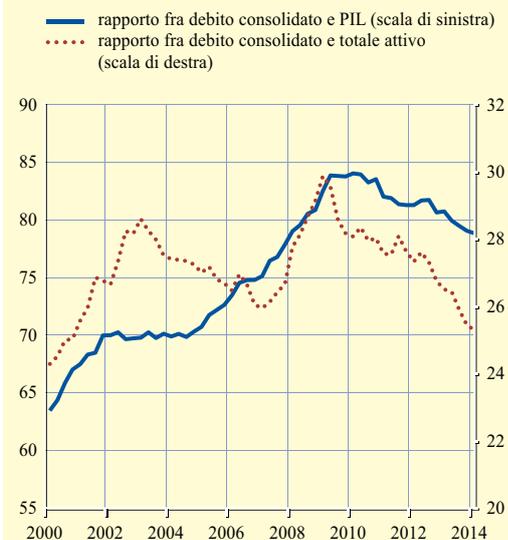
il tasso di crescita di circolante e depositi e di altre attività finanziarie, compresi prestiti e altri conti attivi. Nel primo trimestre del 2014, gli unici due apporti positivi alla crescita tendenziale degli investimenti finanziari da parte delle società non finanziarie sono arrivati dagli investimenti in titoli di debito (esclusi gli strumenti finanziari derivati) e in riserve tecniche di assicurazione. L'incremento è stato particolarmente marcato per i titoli di debito, il cui tasso di crescita congiunturale si è portato al -3,4 per cento, dal -12,3 del trimestre precedente. Giacché i titoli di debito e le riserve tecniche di assicurazione rappresentano solo il 3 per cento circa delle consistenze totali in essere delle attività finanziarie delle società non finanziarie, la dinamica positiva è stata più che compensata dai cali dei tassi di crescita di tutte le altre voci di bilancio registrati nel trimestre.

POSIZIONE FINANZIARIA

In base ai dati contabili integrati dell'area dell'euro, l'indebitamento del settore delle società non finanziarie è diminuito leggermente nel primo trimestre del 2014. Il rapporto tra debito e PIL è sceso ancora dal 79,1 per cento dell'ultimo trimestre del 2013 al 78,8 del primo trimestre del 2014. Il ritmo di risanamento dei bilanci delle società non finanziarie rispetto ai livelli massimi registrati al culmine della crisi finanziaria si è mantenuto piuttosto lento, in parte a causa della persistente debolezza della ripresa economica. Nello stesso periodo, il rapporto tra debito e attività totali si è ridotto in modo marginale dal 25,4 al 25,3 per cento (cfr. figura 35). La sostenibilità del debito delle società non finanziarie ha continuato a migliorare nel primo trimestre del 2014. I loro oneri finanziari lordi per il pagamento di interessi, in rapporto al loro margine operativo lordo, sono diminuiti all'11,3 per cento dall'11,6 del quarto trimestre del 2013. In termini netti, l'onere per interessi delle società non finanziarie è sceso nel primo trimestre del 2014 al 4,5 per cento, un valore inferiore di 0,1 punti percentuali a quello del trimestre precedente e prossimo alla metà del valore massimo registrato nell'ultimo trimestre del 2008 (cfr. figura 36).

Figura 35 Rapporti di indebitamento nel settore delle società non finanziarie

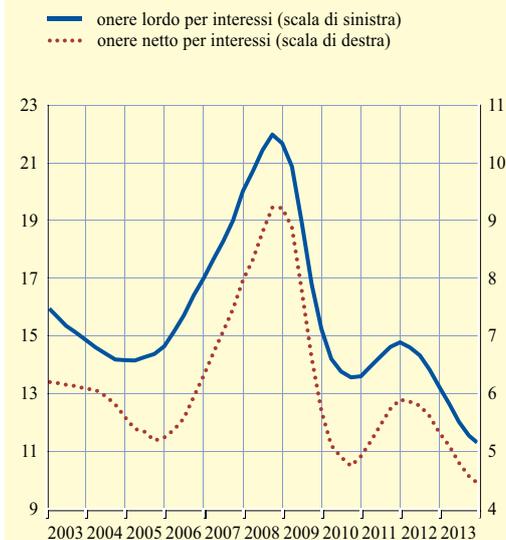
(valori percentuali)



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

Figura 36 Onere per interessi delle società non finanziarie

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



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

2.7 FLUSSI FINANZIARI E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE

Nel secondo trimestre del 2014 le condizioni di finanziamento delle famiglie dell'area dell'euro sono state caratterizzate da un calo dei tassi sui prestiti bancari, in un protratto contesto di forte eterogeneità tra paesi e strumenti. L'andamento ancora moderato dell'indebitamento delle famiglie è il risultato di vari fattori, fra cui la dinamica fiacca del loro reddito disponibile, gli elevati livelli della disoccupazione e delle imposte, la debolezza dei mercati delle abitazioni, l'esigenza di correggere gli eccessivi livelli di debito accumulato in passato e l'incertezza circa le prospettive economiche. Le stime per il secondo trimestre del 2014 suggeriscono che il tasso di crescita congiunturale dei prestiti complessivi alle famiglie è ritornato in territorio positivo nel trimestre in esame, mentre nello stesso periodo il rapporto fra debito e reddito lordo disponibile delle famiglie sarebbe leggermente aumentato.

CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

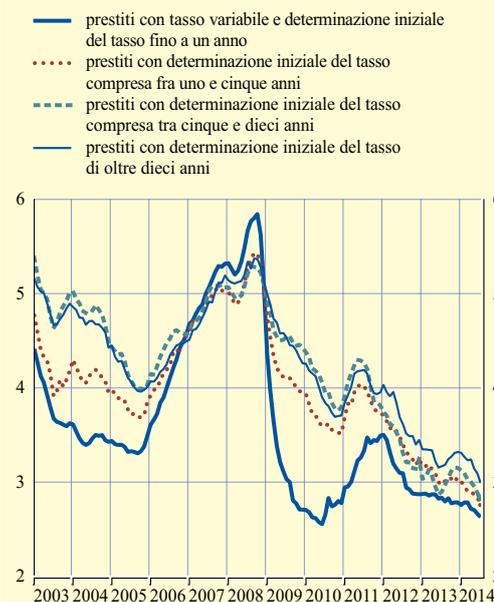
I costi del finanziamento delle famiglie dell'area dell'euro sono diminuiti nel secondo trimestre del 2014 e hanno continuato a variare in base alla tipologia e alla scadenza dei prestiti e al paese di origine. Guardando alle singole componenti, i tassi di interesse sui prestiti per l'acquisto di abitazioni sono scesi rispetto ai livelli registrati nel primo trimestre (cfr. figura 37). Quanto alla scomposizione dei costi del finanziamento ipotecario per scadenza, i tassi di interesse sui prestiti a breve e medio termine (ossia prestiti a tasso variabile o con periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno e prestiti con un periodo di determinazione iniziale del tasso compreso tra uno e cinque anni) hanno entrambi subito una flessione di 9 punti base. I tassi di interesse sui prestiti a più lungo termine con periodo di determinazione iniziale del tasso compreso tra cinque e dieci anni e superiore a dieci anni si sono contratti rispettivamente di 13 e 11 punti base in confronto ai livelli rilevati nel primo trimestre (cfr. figura 37). Ulteriori contrazioni si sono osservate per tutte le scadenze nel luglio 2014, con un calo particolarmente marcato registrato per i tassi di interesse sui prestiti a lungo termine, in calo di 10 punti base sul mese precedente.

Per quanto concerne i nuovi prestiti al consumo, i tassi di interesse sui prestiti a breve termine (ossia prestiti con periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno), a medio termine (ossia prestiti con periodo di determinazione iniziale del tasso compreso tra uno e cinque anni) e a lungo termine (ossia prestiti con periodo di determinazione iniziale del tasso di oltre cinque anni) hanno tutti evidenziato una flessione nel secondo trimestre. La riduzione maggiore (una caduta di 22 punti base sul trimestre precedente) è stata osservata nel segmento a breve termine del mercato.

In base all'indagine sul credito bancario di luglio 2014, il secondo trimestre ha visto le banche dell'area dell'euro segnalare un allentamento netto dei criteri di concessione dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (-4 per cento, sostanzialmente come nel trimestre pre-

Figura 37 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

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



Fonte: BCE.

cedente), dinamica a cui hanno contribuito tutti i fattori sottostanti. L'indagine suggerisce che anche i criteri applicati al credito al consumo e ad altri prestiti alle famiglie sono stati allentati in termini netti nel secondo trimestre (-2 per cento, sostanzialmente come nel trimestre precedente). L'allentamento netto dei criteri di erogazione del credito rilevato in questo settore del mercato creditizio può essere attribuito al calo del rischio percepito dalle banche e alla riduzione dei loro costi di raccolta, nonché a un alleggerimento dei vincoli di bilancio. Anche la concorrenza ha seguito a contribuire all'allentamento netto dei criteri in questo segmento del mercato. Per maggiori dettagli si rimanda al riquadro *Risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il secondo trimestre del 2014* nel numero di agosto 2014 di questo Bollettino.

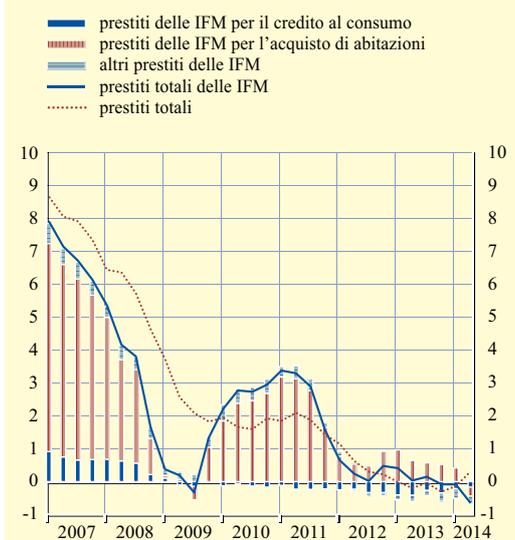
FLUSSI FINANZIARI

Dopo aver raggiunto il minimo storico nell'ultimo trimestre del 2013, il tasso di crescita tendenziale dei prestiti totali concessi alle famiglie è stato leggermente meno negativo nel primo trimestre del 2014 (il periodo più recente per il quale sono disponibili dati sui conti dell'area dell'euro), posizionandosi al -0,1 per cento, in rialzo dal -0,3 del trimestre precedente. Questo lieve miglioramento è ascrivibile all'apporto meno negativo dei prestiti concessi da istituzioni diverse dalle IFM, il cui tasso si è portato al -0,4 per cento, in aumento dal -1,6 del trimestre precedente. Questo tipo di prestiti comprendono di norma l'attività di cessione e di cartolarizzazione, che si traduce in un trasferimento dei prestiti alle famiglie fra il settore delle IFM e quello degli intermediari finanziari non monetari diversi da società di assicurazione e fondi pensione (ossia il settore degli AIF). Per contro, il tasso di crescita congiunturale del credito totale delle IFM è rimasto sostanzialmente invariato al -0,1 per cento. Le stime per il secondo trimestre del 2014 suggeriscono che il tasso dei prestiti totali concessi alle famiglie è ritornato in territorio positivo in quel trimestre (cfr. figura 38). Questo rafforzamento della dinamica del credito rispecchia in prevalenza la maggiore erogazione di prestiti alle famiglie da parte delle IFM nella prima metà del 2014 rispetto ai livelli osservati nel 2013.

Il tasso di crescita tendenziale dei prestiti delle IFM alle famiglie (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) è aumentato in modo marginale collocandosi allo 0,5 per cento nel secondo trimestre, dallo 0,4 del primo, confermando così la modesta tendenza al rialzo osservata dall'inizio dell'anno. Il tasso è poi rimasto stabile allo 0,5 per cento in luglio, nonostante un altro moderato afflusso mensile. Guardando alla scomposizione dei prestiti delle IFM per finalità, il tasso di crescita su base congiunturale dei prestiti concessi dalle IFM per l'acquisto di abitazioni (non corretto per cessioni e cartolarizzazioni) è divenuto negativo posizionandosi al -0,4 per cento nel secondo trimestre, dallo 0,6 del primo. Questa evoluzione riflette gli ingenti trasferimenti di prestiti dal settore delle

Figura 38 Prestiti totali concessi alle famiglie

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



Fonte: BCE.

Note: i prestiti totali includono i prestiti concessi alle famiglie da tutti gli altri settori istituzionali, compreso il resto del mondo. Per il secondo trimestre del 2014, i prestiti concessi alle famiglie sono stati stimati sulla base dei dati sulle transazioni riportati nelle statistiche bancarie e monetarie. Per ulteriori informazioni sulle differenze tra i prestiti delle IFM e i prestiti totali con riferimento al calcolo dei tassi di crescita, cfr. le relative Note tecniche. I dati relativi alle IFM non sono corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni. I dati relativi all'ultimo trimestre riportato sono in parte stimati.

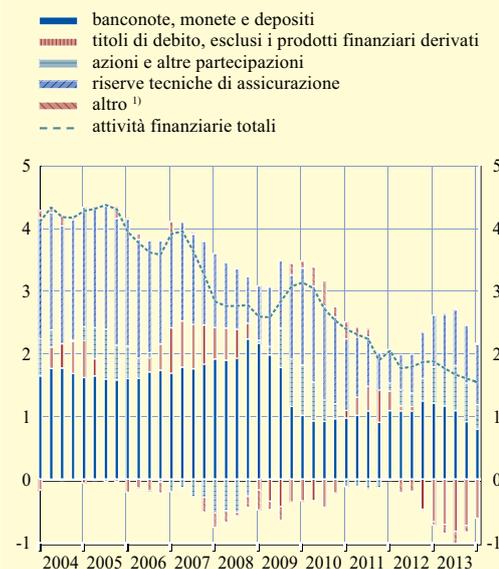
IFM a quello degli AIF in un paese specifico nel secondo trimestre. In luglio il tasso di crescita dei prestiti per l'acquisto di abitazioni è salito al -0,1 per cento. Il credito al consumo ha continuato a diminuire nel secondo trimestre, seppure a un ritmo più lento, e il relativo tasso di crescita tendenziale si è portato a -1,5 per cento, da -1,9 nel primo trimestre. In luglio il tasso di crescita del credito al consumo è stato pari a -1,7 per cento. I dati sulle operazioni mostrano che il flusso trimestrale di prestiti per il credito al consumo si è mantenuto di poco negativo nel secondo trimestre, con un valore prossimo allo zero rilevato in luglio. Il tasso di crescita tendenziale delle altre tipologie di prestiti (che includono il credito alle imprese senza personalità giuridica) è diventato leggermente meno negativo, collocandosi al -1,4 per cento nel secondo trimestre, in rialzo dal -1,9 del primo. In luglio il tasso di crescita delle altre tipologie di prestiti è ammontato a -1,3 per cento.

L'andamento ancora moderato dell'indebitamento delle famiglie riflette vari fattori, fra cui la dinamica fiacca del loro reddito disponibile, gli elevati livelli della disoccupazione e delle imposte, la debolezza dei mercati delle abitazioni, l'esigenza di correggere gli eccessivi livelli di debito accumulato in passato e l'incertezza circa le prospettive economiche. In base all'indagine sul credito bancario di luglio 2014, la domanda netta di prestiti per l'acquisto di abitazioni e di credito al consumo ha evidenziato un ulteriore incremento nel secondo trimestre. In prospettiva, le banche si attendono che la domanda continui a salire in termini netti per tutte le categorie di prestiti nel terzo trimestre.

Considerando il lato delle attività nel bilancio delle famiglie dell'area dell'euro, il tasso di crescita in termini congiunturali degli investimenti finanziari totali da parte delle famiglie si è collocato all'1,5 per cento nel primo trimestre del 2014 (in calo dall'1,6 del trimestre precedente; cfr. figura 39). Questa evoluzione si deve ai minori contributi forniti da (a) investimenti in azioni e altre partecipazioni (escluse le quote di fondi comuni di investimento), il cui tasso è sceso all'1,1 per cento nel primo trimestre del 2014, dal 2,0 del quarto trimestre del 2013, e (b) investimenti in quote di fondi comuni di investimento, il cui tasso è sceso al 3,0 per cento nel primo trimestre, dal 4,4 del periodo precedente. Tuttavia, questi andamenti celano il fatto che l'afflusso trimestrale di quote di fondi comuni di investimento è aumentato sul trimestre precedente, mentre il flusso trimestrale di azioni quotate è divenuto positivo. Allo stesso tempo, il tasso di crescita tendenziale degli investimenti in circolante e depositi si è contratto al 2,3 per cento nel primo trimestre del 2014, dal 2,6 del quarto trimestre del 2013. Per contro, l'apporto degli investimenti in riserve tecniche di assicurazione è di poco migliorato e quello degli investimenti in titoli di debito è diventato lievemente meno negativo. Nel complesso, il perdurare del processo di riduzione dell'indebitamento, i livelli elevati della disoccupazione e delle imposte e la debolezza del ciclo economico (tutti elementi che ostacolano la crescita del reddito disponibile e costringono le famiglie a ridimensionare il risparmio) sono i principali fattori alla base del prolungato rallentamento nell'accumulo di atti-

Figura 39 Investimenti finanziari delle famiglie

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



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

vità finanziarie da parte delle famiglie osservato dalla metà del 2010.

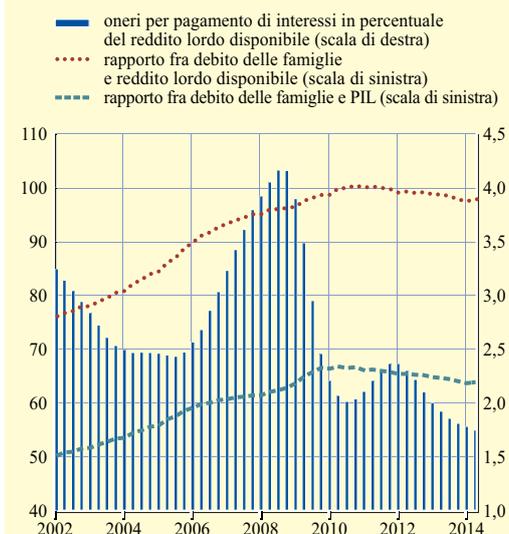
POSIZIONE FINANZIARIA

L'indebitamento delle famiglie nell'area dell'euro permane su un livello elevato, sebbene abbia continuato a diminuire con gradualità. Più in particolare, nel primo trimestre del 2014 il rapporto fra debito delle famiglie e reddito disponibile lordo nominale è sceso al 97,6 per cento, dal 97,9 del quarto trimestre del 2013. Anche il rapporto fra debito delle famiglie e PIL si è ridotto, portandosi al 63,7 per cento nel primo trimestre, dal 64,1 del periodo precedente. Parimenti, l'onere per interessi del settore delle famiglie ha evidenziato un'ulteriore flessione, collocandosi all'1,78 per cento del reddito disponibile complessivo, il livello più basso mai registrato.

Le stime per il secondo trimestre del 2014 indicano che l'indebitamento delle famiglie è salito leggermente (cfr. figura 40). Al contrario, l'onere per interessi del settore delle famiglie sarebbe sceso ancora, seppure in misura solo marginale, nello stesso trimestre.

Figura 40 Debito delle famiglie e pagamenti per interessi

(valori percentuali)



Fonti: BCE ed Eurostat.

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

3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC per l'area dell'euro è stata pari allo 0,3 per cento in agosto 2014, dopo lo 0,4 di luglio. Questo calo riflette soprattutto la minore inflazione per i beni energetici, mentre le altre principali componenti si sono mantenute sostanzialmente invariate in termini aggregati. I tassi di inflazione sono rimasti su livelli bassi ormai per un periodo di tempo considerevole. Le decisioni di politica monetaria del 4 settembre 2014, unitamente alle altre misure già in essere, sono state prese per sostenere il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio e lungo termine, in linea con l'obiettivo della BCE di mantenere i tassi di inflazione inferiori, ma prossimi, al 2 per cento. Sulla base delle informazioni attuali, l'inflazione tendenziale misurata sullo IAPC dovrebbe restare su livelli contenuti nei prossimi mesi, prima di aumentare gradualmente nel 2015 e 2016.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in settembre dagli esperti della BCE indicano un'inflazione armonizzata allo 0,6 per cento nel 2014, all'1,1 nel 2015 e all'1,4 nel 2016. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema di giugno 2014, l'inflazione per il 2014 è stata rivista al ribasso, mentre le proiezioni per il 2015 e il 2016 sono rimaste immutate.

I rischi per le prospettive sull'andamento dei prezzi nel medio periodo saranno tenuti sotto stretta osservazione, in particolare riguardo alle possibili ripercussioni di una dinamica di crescita indebolita, degli sviluppi geopolitici, dell'evoluzione dei tassi di cambio e della trasmissione delle misure di politica monetaria.

3.1 PREZZI AL CONSUMO

La tendenza al ribasso dell'inflazione misurata sullo IAPC per l'area dell'euro, cominciata verso la fine del 2011, è stata principalmente sospinta da fattori di carattere globale, come gli andamenti dei prezzi delle materie prime e dei tassi di cambio, interessando soprattutto l'inflazione dei beni energetici ma anche quella dei beni alimentari. Dagli ultimi mesi del 2013, il minore contributo dei prezzi dei prodotti alimentari non trasformati, ma anche dei prezzi di servizi e beni industriali non energetici, ha esercitato ulteriori pressioni al ribasso sull'inflazione armonizzata, portandola su livelli inferiori all'1 per cento.

Guardando ai dati recenti, secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC si è portata allo 0,3 per cento in agosto, dallo 0,4 di luglio (cfr. tavola 9). Allo stesso tempo, l'inflazione dello IAPC al netto di energia e alimentari è stata pari allo 0,9 per cento in agosto, in rialzo dallo 0,8 di luglio. Questa misura basata sull'esclusione di alcune componenti si è mantenuta sostanzialmente stabile dalla fine del 2013, indicando che i livelli più bassi dell'inflazione complessiva registrati di recente sono riconducibili alle componenti energetica e alimentare. Infatti, l'inflazione dei prodotti energetici è stata negativa in quasi tutti i mesi del 2014 e quella dei prodotti alimentari è stata negativa da giugno.

Analizzando più nel dettaglio le principali componenti dello IAPC, la stima preliminare dell'Eurostat per agosto mostra un calo di 1 punto percentuale del tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dell'energia (da -1,0 per cento in luglio a -2,0 in agosto). Questa riduzione riflette in larga misura la contrazione delle quotazioni petrolifere in euro.

Per quanto riguarda la componente degli alimentari totali, inclusi sia i prodotti freschi sia quelli trasformati, il tasso di variazione tendenziale dei prezzi è rimasto stabile in agosto al -0,3 per cento. In assenza di informazioni ufficiali sulla scomposizione della componente alimentare per il mese

Tavola 9 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

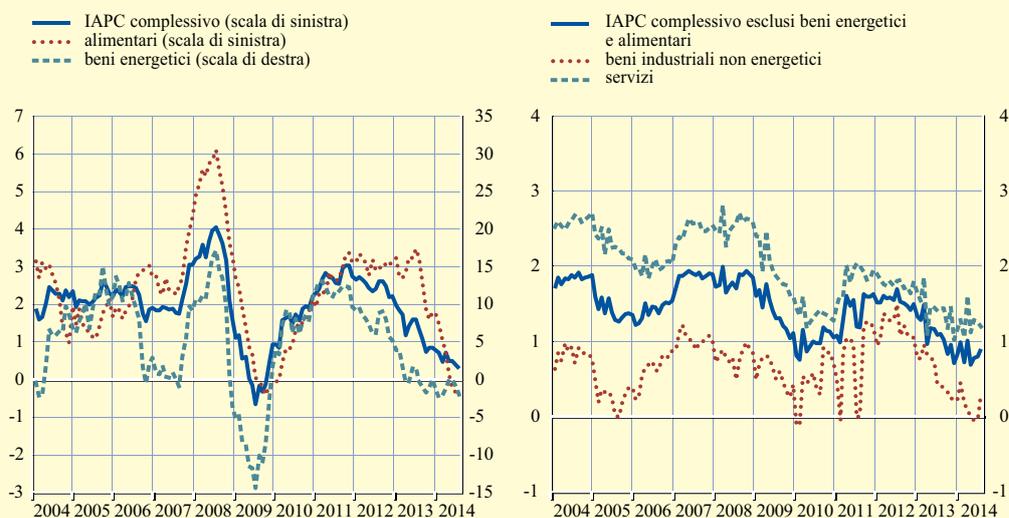
Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Reuters.

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

di agosto, è probabile che l'andamento dei prezzi dei beni alimentari freschi sia tra i principali fattori all'origine del basso (e negativo) livello di inflazione. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari non trasformati è divenuto negativo in marzo e da allora si è attestato in tale territorio (-2,6 in luglio). Questo rispecchia l'effetto al ribasso sulla variazione in ragione d'anno dei prezzi dei prodotti ortofrutticoli, imputabile alle condizioni meteorologiche favorevoli di quest'anno rispetto a quelle più avverse dello scorso anno. Finora non vi sono sufficienti riscontri per valutare se, per l'area dell'euro nel suo insieme, le restrizioni russe all'importazione di beni

Figura 41 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

alimentari abbiano comportato un nuovo effetto al ribasso sui prezzi degli alimentari. Anche l'inflazione degli alimentari trasformati si è ridotta nei mesi recenti, seppure a un ritmo più lento rispetto a quella degli alimentari freschi, portandosi all'1,1 per cento in luglio.

Considerate nel complesso, le restanti due componenti dell'inflazione misurata sullo IAPC, ossia i prezzi dei servizi e dei beni industriali non energetici, permangono per lo più stabili sui bassi livelli registrati alla fine del 2013. Il contenuto rincaro dei beni industriali non energetici (il tasso di variazione sui dodici mesi è stato pari allo 0,3 per cento in agosto, in rialzo dallo 0,0 in luglio) continua a riflettere la debole domanda da parte dei consumatori, il ridotto potere delle imprese nel determinare i prezzi e la dinamica salariale nell'insieme moderata. Inoltre, i precedenti apprezzamenti del tasso di cambio dell'euro hanno agito da freno sui costi degli input per svariati prodotti industriali non energetici. Anche l'inflazione tendenziale per i servizi, la maggiore componente del paniere IAPC, è rimasta modesta (1,2 per cento in agosto, dopo l'1,3 in luglio), soprattutto per effetto della debole domanda interna. Alcuni fattori specifici hanno altresì contribuito alla recente volatilità dei prezzi dei servizi (in riferimento alla collocazione in calendario delle festività di Pasqua e Pentecoste). Guardando al di là della volatilità mensile, il contributo dell'inflazione dei servizi a quella complessiva nel 2014 è stato pari in media a 0,5 punti percentuali, ancora ben al di sotto della media di lungo termine dall'inizio dell'unione monetaria (0,8 punti percentuali).

L'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e alimentari dovrebbe cominciare a crescere con l'avanzare della ripresa economica. Il riquadro 5 analizza il rapporto tra le variazioni nella capacità produttiva inutilizzata e le misure dell'inflazione di fondo al netto di beni energetici e alimentari.

Riquadro 5

LA REATTIVITÀ DELLE COMPONENTI DELLO IAPC ALLE VARIAZIONI DEL GRADO DI SOTTOUTILIZZO DELLA CAPACITÀ PRODUTTIVA

L'inflazione di fondo, misurata dalle variazioni dell'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) al netto delle componenti energetica e alimentare, si è mantenuta su livelli bassi dall'ottobre dello scorso anno. Al contempo, nell'area dell'euro una moderata ripresa dell'economia ha preso avvio e le misure dell'output gap dell'area hanno iniziato a ridursi da livelli indicanti una notevole capacità inutilizzata. Le relazioni storiche indicano che i punti di svolta dell'inflazione misurata dallo IAPC al netto di energia e alimentari seguono quelli dell'output gap con un certo ritardo. Tuttavia, suggeriscono anche che il punto di inversione dell'inflazione potrebbe inizialmente rimanere incerto a causa della limitata correlazione tra le due serie.

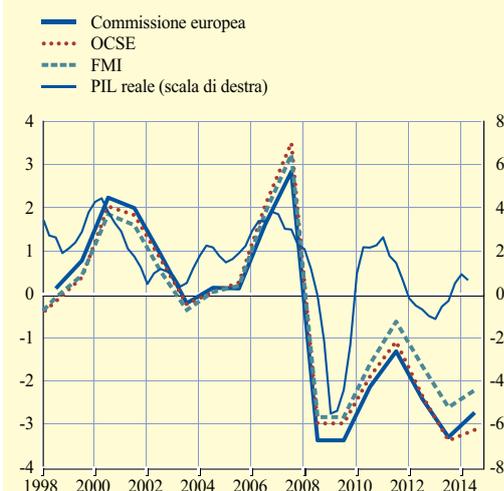
In questo contesto, il presente riquadro analizza la reattività dell'inflazione di fondo alle variazioni della capacità produttiva inutilizzata a livello delle singole voci dello IAPC al netto di beni energetici e alimentari. Un "sottoindice" costituito dagli elementi dello IAPC che hanno registrato una stretta correlazione con l'output gap in passato, potrebbe fornire segnali più chiari di un punto di svolta dell'inflazione in reazione all'andamento economico effettivo.

L'output gap è un indicatore dell'andamento dell'inflazione di fondo

L'output gap misura lo scarto del prodotto effettivo da quello potenziale in un'economia. Una riduzione dell'output gap dovrebbe essere associata a minori pressioni al ribasso o a maggiori pressioni al rialzo sui prezzi nell'economia interna e dovrebbe quindi tradursi in un aumento dell'inflazione.

Figura A Stime dell'output gap dell'area dell'euro

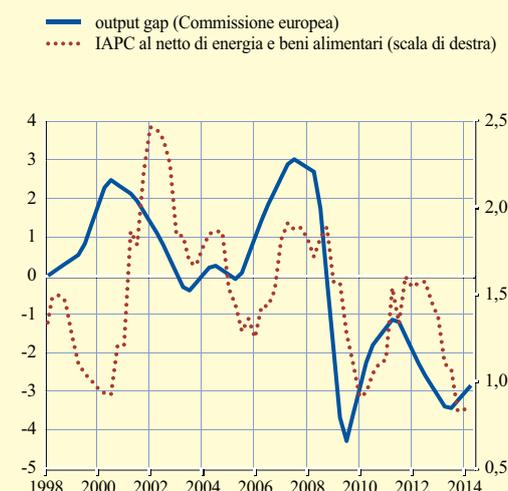
(percentuali del prodotto potenziale e variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, previsioni economiche della Commissione europea (primavera 2014), *World Economic Outlook* dell'FMI (aprile 2014) ed *Economic Outlook* dell'OCSE (maggio 2014).

Figura B Output gap e IAPC al netto delle componenti energetica e alimentare nell'area dell'euro

(percentuali e variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e previsioni economiche della Commissione europea (primavera 2014).
Nota: le osservazioni trimestrali dell'output gap sono state ottenute interpolando i dati annuali.

Tralasciando la ben nota difficoltà di stimare gli output gap in tempo reale ¹⁾, stime recenti di organizzazioni internazionali suggeriscono unanimemente che l'output gap dell'area dell'euro ha iniziato a restringersi nel 2013, quando la crescita del PIL reale è risalita a livelli superiori al tasso di espansione potenziale. Queste stime indicano anche che questa riduzione è avvenuta a partire da un livello elevato di sottoimpiego della capacità produttiva, pari a circa il 3% del prodotto potenziale (figura A).

In quanto misura dell'intensità dell'utilizzo delle risorse produttive interne, l'output gap può non essere sempre un indicatore attendibile dell'andamento dell'inflazione complessiva misurata dallo IAPC, in quanto i prezzi di alcune componenti, quali l'energia e i beni alimentari, tendono ad essere influenzati maggiormente da fattori esterni, come l'andamento dei prezzi delle materie prime e dei tassi di cambio. Nel monitorare la relazione tra l'output gap e l'inflazione, l'enfasi tende ad essere posta sulle misure dell'inflazione di fondo, quali lo IAPC al netto di energia e alimentari ²⁾. Per l'area dell'euro, questa relazione ha una correlazione massima di 0,6 (considerando uno sfasamento di tre trimestri tra le variazioni dello IAPC al netto di energia e alimentari e quelle dell'output gap). Osservando in particolare il profilo di anticipo e di ritardo nei punti di svolta, nel periodo dal 1998 inversioni di tendenza sostenibili dell'inflazione misurata dallo IAPC al netto di energia e alimentari hanno avuto luogo in media circa quattro trimestri dopo i punti di massimo e di minimo dell'output gap, ma con significative differenze tra i diversi cicli (figura B).

1) Cfr. l'articolo *Crescita del prodotto potenziale e output gap: concetto, utilizzo e stime* nel numero di ottobre 2010 di questo Bollettino e il riquadro 5 *Sottoutilizzo della capacità produttiva nell'area dell'euro* nel numero di aprile 2014 di questo Bollettino.
2) Cfr. l'articolo *La relazione della curva di Phillips nell'area dell'euro* nel numero di luglio 2014 di questo Bollettino.

Non tutte le componenti delle misure di inflazione di fondo sono reattive all'output gap

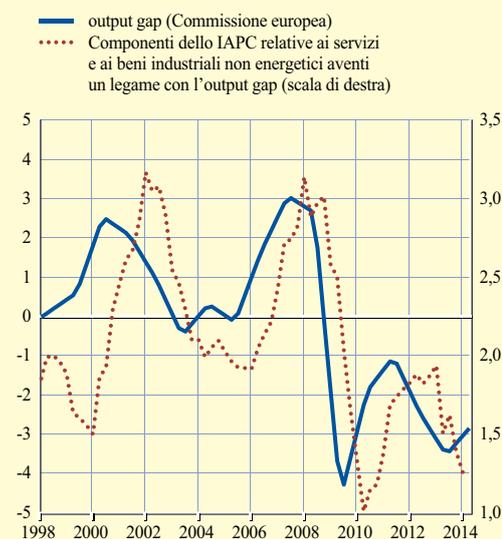
L'inflazione misurata dallo IAPC al netto di energia e alimentari include 33 categorie di beni industriali non energetici e 39 categorie di servizi. Si prevede che alcune di queste voci non reagiscano alle variazioni di breve periodo dell'attività economica e dovrebbero quindi mostrare una relativa tenuta nei confronti delle variazioni dell'output gap. Si tratta principalmente della componente dei servizi dello IAPC, che comprende i servizi di pubblica utilità, le assicurazioni e la salute. Tuttavia, vi sono anche categorie, in particolare della componente di beni industriali non energetici dello IAPC, che normalmente reagirebbero alle variazioni dell'attività e del reddito interni, ma per i quali, per effetto dell'elevata incidenza delle importazioni, questa relazione è falsata dall'influenza di fattori globali. Esempi rilevanti di ciò sono prodotti come i computer e alcuni altri beni elettronici.

Un'analisi di regressione elemento per elemento conferma che solo alcune voci dello IAPC hanno un legame statisticamente significativo e positivo con l'output gap³⁾. Più in particolare, solo un terzo circa delle voci (con una ponderazione del 45%) dello IAPC al netto di energia e alimentari ha evidenziato tale legame. Alcuni esempi rilevanti per i beni industriali non energetici comprendono mobili, tappeti ed elettrodomestici, mentre per la componente di servizi, vacanze organizzate, ristoranti e caffè, nonché servizi di riparazione per le abitazioni. Per alcune voci, ad esempio alcuni servizi di trasporto, la mancanza di rilevanza statistica potrebbe rispecchiare un'elasticità relativamente bassa della domanda o fattori relativi alle strutture di mercato. Le voci per le quali si riscontra un legame significativo o meno potrebbero cambiare in funzione della specificazione della curva di Phillips, della stima dell'output gap e del periodo esaminato.

Il sottoindice costituito dalle voci dello IAPC che sono reattive all'output gap ha una correlazione di 0,9 (con uno sfasamento di quattro trimestri) con l'output gap (figura C). È inoltre più stabile dello IAPC al netto di beni alimentari ed energia, il che rende più agevole la stima dei punti di svolta. Nel periodo dal 1998 i punti di inversione nelle serie storiche dell'inflazione basate sul sottoindice hanno evidenziato un ritardo rispetto a quelli dell'output gap di circa cinque trimestri. Naturalmente, vi è una certa divergenza tra i cicli con, ad esempio, lo sfasamento maggiore dopo il picco dell'output gap nel 2011, in parte di riflesso alla spinta verso l'alto data dalle imposte indirette in quel periodo, la quale ha mantenuto l'inflazione più elevata per un periodo più lungo rispetto all'andamento economico reale.

Figura C L'output gap e le componenti dello IAPC reattive all'output gap nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: BCE e previsioni economiche della Commissione europea (aprile 2014).

Nota: le osservazioni trimestrali dell'output gap sono state ottenute interpolando i dati annuali.

3) Le relazioni della curva di Phillips per ciascuna delle 72 voci incluse nelle componenti di beni industriali non energetici e di servizi (tassi d'inflazione sul trimestre precedente) sono state stimate per il periodo dal 1998, inclusi in ciascun caso un termine di inflazione ritardato e la stima della Commissione europea dell'output gap dell'area dell'euro (ritardata di un trimestre). Questo tipo di equazione è stato utilizzato in precedenti analisi della curva di Phillips (cfr. nota 2).

Nel complesso, ipotizzando che si sia avuto un punto di svolta dell'output gap nell'ultima parte del 2013, le regolarità storiche indicherebbero un'inversione dell'inflazione di fondo nell'ultima parte di quest'anno, il che dovrebbe essere riscontrabile anticipatamente nelle voci del sottoindice dello IAPC reattive all'output gap. Tale inversione sarebbe coerente con il profilo di inflazione tracciato dalle ultime proiezioni degli esperti della BCE, che prefigurano un graduale incremento nell'ultima parte dell'anno.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

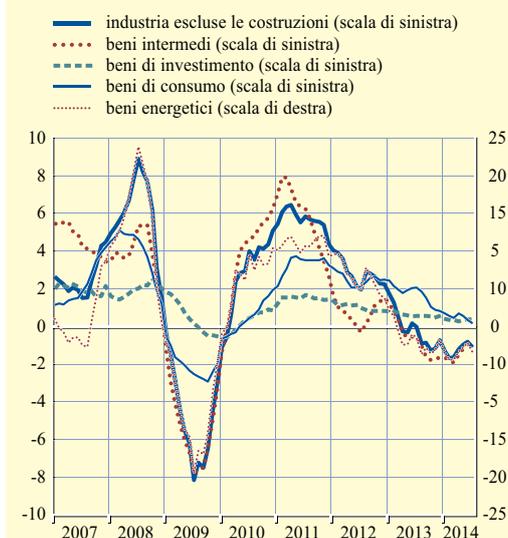
Gli andamenti dei prezzi alla produzione segnalano il perdurare di spinte inflazionistiche moderate. Le ridotte pressioni sui prezzi riflettono la debolezza della domanda e un certo ritardo nella risposta agli aumenti di utilizzo della capacità produttiva, per lo meno rispetto ai profili storici; esse rispecchiano altresì un'evoluzione contenuta dei prezzi delle materie prime energetiche e non energetiche. Riguardo ai dati più recenti, l'inflazione alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) continua a oscillare in territorio negativo (da -0,8 per cento in giugno a -1,1 in luglio, in termini tendenziali). Se si esclude anche l'energia, in luglio l'inflazione alla produzione nell'industria è rimasta immutata al -0,1 per cento (cfr. tavola 9 e figura 42).

Sia i dati effettivi sia quelli desunti dalle indagini resi disponibili in questi ultimi mesi, segnalano una persistente debolezza delle spinte inflazionistiche per i prezzi dei beni industriali non energetici dello IAPC. Il tasso di variazione sui dodici mesi della componente dei beni di consumo non alimentari dell'IPP è salito leggermente dal minimo dello 0,1 per cento rilevato in novembre 2013, collocandosi allo 0,3 per cento in luglio 2014. Gli indicatori dei margini di profitto basati sull'indagine per il settore al dettaglio non hanno evidenziato una chiara direzionalità negli ultimi mesi, confermando il contenimento delle pressioni inflazionistiche negli stadi successivi della catena di formazione dei prezzi. Ai primi stadi della catena, il tasso di variazione tendenziale dei prezzi alla produzione dei beni intermedi ha evidenziato, nel complesso, un incremento nel 2014, restando comunque negativo, dal -1,9 per cento in marzo al -0,7 in luglio. Questa dinamica è probabile che rispecchi un'attenuazione delle pressioni al ribasso dovuta ai corsi petroliferi in euro e alle quotazioni delle materie prime industriali; tuttavia, visto il calo di questi prezzi in agosto, tale tendenza potrebbe arrestarsi.

Le spinte inflazionistiche sui beni alimentari del paniere IAPC si sono sostanzialmente indebolite nei primi e negli ultimi stadi della catena di formazione dei prezzi nell'arco dei mesi recenti. Il tasso di variazione sui dodici mesi per la componente dei beni di consumo alimentari dell'IPP è diminuito per tre mesi consecutivi, portandosi al -0,1 per cento in luglio. Negli stadi iniziali della formazione dei prezzi, sono cresciuti sia il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione

Figura 42 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



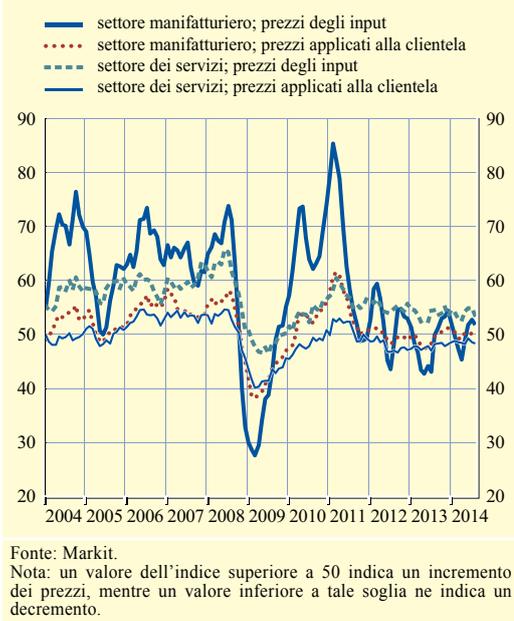
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

delle materie prime alimentari nell'area dell'euro, sia quello delle quotazioni internazionali in euro di tali materie prime, pur rimanendo negativi.

In un'ottica settoriale, le ultime evidenze desunte dalle indagini confermano il contenimento delle spinte inflazionistiche sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi, e non suggeriscono variazioni alle prospettive di una dinamica modesta dell'inflazione nei prossimi mesi. In merito ai dati più recenti, le informazioni basate sull'indice dei responsabili degli acquisti mostrano che gli indici dei prezzi degli input per i settori manifatturiero e dei servizi hanno subito una flessione in agosto (cfr. figura 43). Nello stesso periodo, gli indici dei prezzi applicati alla clientela sono cresciuti in maniera marginale per il settore manifatturiero e sono scesi leggermente per quello dei servizi. Tutti i sottoindici continuano a oscillare in prossimità del valore di 50, la soglia che indica variazioni positive dei prezzi. Inoltre, secondo l'indagine della Commissione europea, le aspettative sui prezzi di vendita per la totalità del settore industriale (al netto delle costruzioni) sono peggiorate in agosto mentre quelle per il settore dei servizi sono di poco migliorate. Entrambi gli indici seguono a oscillare su livelli al di sotto delle rispettive medie di lungo periodo, segnalando quindi il perdurare di spinte inflazionistiche modeste.

Figura 43 Indagini sui prezzi alla produzione degli input e degli output

(indici di diffusione; dati mensili)



3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

I dati degli ultimi trimestri sul costo del lavoro continuano a indicare pressioni moderate ma, nel complesso, stabili sui prezzi interni (cfr. tavola 10 e figura 44). Al contempo, la dinamica di crescita dei salari a livello dell'area dell'euro cela ancora divergenze sostanziali tra i vari paesi.

Dall'ultimo trimestre del 2012, il tasso di variazione tendenziale del reddito per occupato ha oscillato all'interno di un ridotto intervallo (tra l'1,6 e l'1,7 per cento). Nel primo trimestre del

Tavola 10 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

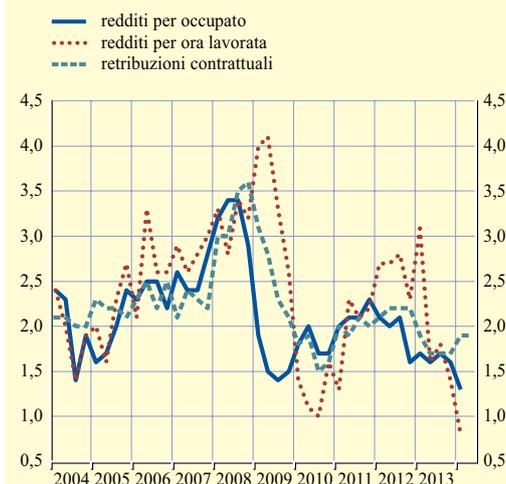
	2012	2013	2013 2° trim.	2013 3° trim.	2013 4° trim.	2014 1° trim.	2014 2° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,2	1,8	1,7	1,7	1,7	1,9	1,9
Redditi per occupato	1,9	1,6	1,6	1,7	1,6	1,3	.
Redditi per ore lavorate	2,6	1,9	1,6	1,8	1,4	0,8	.
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	0,0	0,4	0,4	0,5	0,9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

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

2014 la crescita salariale ha rallentato dall'1,6 all'1,3 per cento (se misurata come reddito per occupato) e dall'1,4 allo 0,8 per cento (se misurata come reddito per ora lavorata). Il rallentamento è tuttavia attribuibile principalmente al minore contributo dei servizi non di mercato (cfr. figura 45), dove il profilo di crescita riflette gli effetti base associati all'incremento delle retribuzioni nel settore pubblico in alcuni paesi dell'area nel 2013. I salari contrattuali nell'area dell'euro sono aumentati a un tasso dell'1,9 per cento in termini tendenziali nel primo trimestre del 2014 e i dati disponibili suggeriscono che questo andamento proseguirà nel secondo trimestre dell'anno. Al di là di alcuni effetti distorsivi nel primo trimestre, l'allineamento sostanziale della crescita del reddito per occupato e di quella dei salari contrattuali nei recenti trimestri indica che la crescita del reddito per occupato dovrebbe rafforzarsi in qualche misura nel secondo trimestre.

Figura 44 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Il tasso di crescita tendenziale del costo del lavoro per unità di prodotto è diminuito negli ultimi trimestri, soprattutto per via di una crescita più forte della produttività del lavoro. Stando ai dati più recenti, il tasso

Figura 45 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

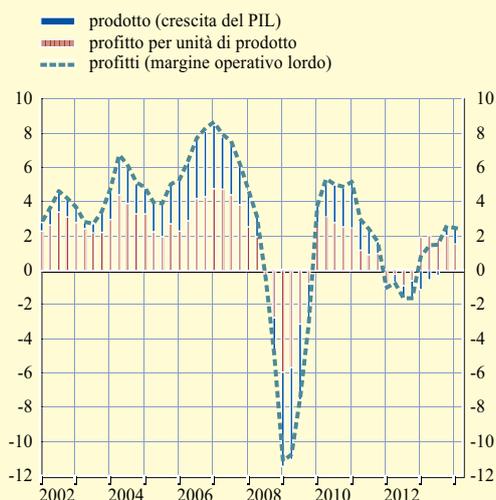


Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

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).

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

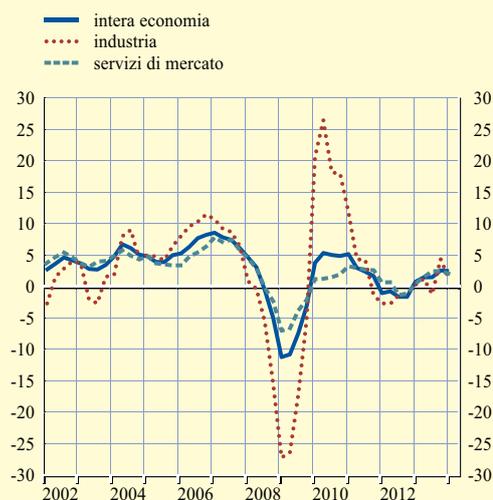
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



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

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



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

in esame è sceso allo 0,5 per cento nel primo trimestre del 2014, per effetto dell'indebolimento della crescita del reddito per occupato.

3.4 ANDAMENTI DEI PROFITTI SOCIETARI

I profitti (misurati in termini di margine operativo lordo) hanno continuato la loro graduale ripresa nei trimestri recenti (cfr. figura 46). In particolare, dall'ultimo minimo del quarto trimestre del 2012, il tasso di crescita tendenziale dei profitti è salito dal -1,6 al 2,5 per cento nel primo trimestre del 2014. Questo miglioramento è stato favorito sia dalla ripresa del prodotto stesso, sia dall'aumento degli utili unitari (ossia i profitti per unità di prodotto).

Il recupero della crescita dei profitti, che si è protratto nei primi mesi del 2014, ha interessato in maniera generalizzata tutti i settori. Gli utili del settore industriale sono stati soggetti a una maggiore volatilità rispetto a quelli del settore dei servizi di mercato e, nel complesso, hanno evidenziato una dinamica in parte più contenuta, dovuta molto probabilmente a una maggiore sensibilità alle condizioni del ciclo economico e soprattutto alle variazioni del contesto esterno. Riguardo ai dati recenti, il tasso di crescita dei profitti su base tendenziale per il settore industriale è sceso all'1,2 per cento nel primo trimestre di quest'anno, dopo un'impennata al 4,4 nel trimestre precedente. Quanto al settore dei servizi di mercato, il tasso in esame si è portato al 2,1 per cento, evidenziando solo un lieve indebolimento rispetto al periodo precedente.

3.5 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

I tassi di inflazione sono rimasti su livelli bassi ormai per un periodo di tempo considerevole. Le decisioni di politica monetaria del 4 settembre 2014, unitamente alle altre misure già in essere, sono

state prese per sostenere il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio e lungo termine, in linea con l'obiettivo della BCE di mantenere i tassi di inflazione inferiori, ma prossimi, al 2 per cento. Sulla base delle informazioni attuali, l'inflazione tendenziale misurata sullo IAPC dovrebbe restare su livelli contenuti nei prossimi mesi, prima di aumentare gradualmente nel 2015 e 2016.

Per quanto riguarda le prospettive a breve termine delle componenti principali dello IAPC, il tasso di variazione tendenziale dei prezzi dell'energia dovrebbe rimanere negativo o prossimo allo zero fino ai primi mesi del 2015, per poi crescere solo con moderazione fino all'autunno. Il rincaro dei beni energetici dell'anno prossimo è per lo più riconducibile all'atteso rialzo dei prezzi di gas ed elettricità, in parte controbilanciato da una tendenza al ribasso dei carburanti per il trasporto, qualora si concretizzi il presunto calo dei corsi petroliferi in euro attualmente desumibile dai prezzi nei mercati dei future.

L'inflazione dei prodotti alimentari non trasformati ha fortemente risentito delle recenti condizioni meteorologiche. In prospettiva, con l'attenuarsi del loro effetto, il tasso di variazione in termini tendenziali dovrebbe aumentare di nuovo, e divenire positivo all'inizio del 2015, prima di portarsi vicino al 2 per cento fra un anno. L'inflazione dei prodotti alimentari trasformati dovrebbe restare sostanzialmente invariata fino al primo trimestre del 2015, per poi crescere in modo lieve nel secondo e nel terzo trimestre. L'incremento nell'insieme moderato rispecchia in particolare la prevista inclinazione positiva dei prezzi delle materie prime.

L'inflazione dei beni industriali non energetici dovrebbe mantenersi appena sopra lo zero fino alla fine del 2014, quindi salire leggermente nel 2015. La moderata accelerazione prefigurata riflette gli attesi miglioramenti nei consumi privati e nella crescita salariale, oltre che il venir meno dell'effetto frenante esercitato dai prezzi dei beni importati.

L'inflazione dei servizi dovrebbe rimanere per lo più stabile nei prossimi mesi, per poi aumentare all'1,5 per cento circa alla fine del 2014. Nel 2015 ci si attende un ulteriore incremento marginale. Il livello più elevato dell'inflazione per questo settore nel periodo successivo è ascrivibile soprattutto al modesto miglioramento atteso della domanda dei consumatori e ai maggiori incrementi salariali in alcuni paesi.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in settembre dagli esperti della BCE indicano che l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si collocherebbe allo 0,6 per cento nel 2014, all'1,1 nel 2015 e all'1,4 nel 2016. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema di giugno 2014, il livello di inflazione per il 2014 è stato rivisto al ribasso, mentre le proiezioni per il 2015 e il 2016 sono rimaste immutate.

I rischi per le prospettive sull'andamento dei prezzi nel medio periodo saranno tenuti sotto stretta osservazione, in particolare riguardo alle possibili ripercussioni di una dinamica di crescita indebolita, degli sviluppi geopolitici, dell'evoluzione dei tassi di cambio e della trasmissione delle misure di politica monetaria.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Dopo quattro trimestri di modesta espansione, il PIL reale dell'area dell'euro è rimasto invariato nel secondo trimestre dell'anno rispetto al precedente. Questo risultato è stato inferiore alle attese, benché dovuto in parte a fattori transitori. Quanto al terzo trimestre, i dati delle indagini disponibili fino ad agosto indicano che l'espansione ciclica ha perso slancio, pur rimanendo in linea con una modesta crescita. La domanda interna sarebbe sostenuta da varie misure di politica monetaria, dai miglioramenti in atto delle condizioni finanziarie, dai progressi compiuti sul fronte del risanamento dei conti pubblici e delle riforme strutturali e dai ribassi dei beni energetici che sosterebbero il reddito disponibile reale. Inoltre, la domanda di esportazioni dovrebbe beneficiare della ripresa mondiale. Allo stesso tempo, è probabile che la ripresa continui a essere frenata dall'elevata disoccupazione, dall'alto grado di capacità inutilizzata, dal protrarsi della crescita negativa dei prestiti delle IFM al settore privato e dagli aggiustamenti di bilancio necessari nei settori pubblico e privato.

Questi elementi trovano riscontro nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2014, che prevedono una crescita annuale del PIL in termini reali dello 0,9 per cento nel 2014, dell'1,6 nel 2015 e dell'1,9 nel 2016. Rispetto all'esercizio condotto in giugno dagli esperti dell'Eurosistema, le proiezioni sulla dinamica del PIL reale sono state riviste al ribasso per il 2014 e il 2015 e al rialzo per il 2016. I rischi per le prospettive economiche dell'area dell'euro restano orientati al ribasso.

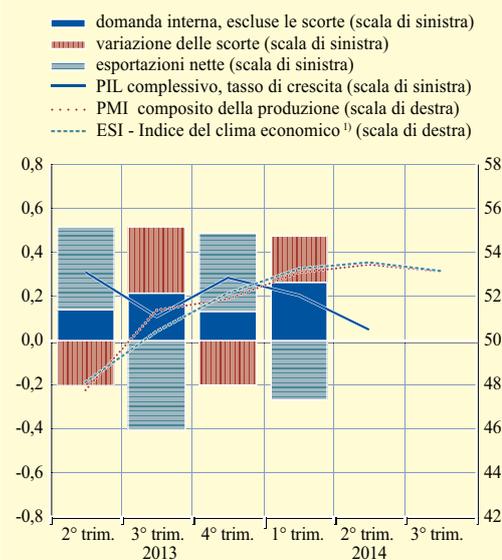
4.1 LE COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, nel secondo trimestre del 2014 il PIL in termini reali è rimasto invariato sul periodo precedente (cfr. figura 48), dopo quattro trimestri consecutivi di crescita positiva. Sebbene non sia disponibile una scomposizione della spesa alla data di chiusura di questo numero del Bollettino mensile, i dati nazionali disponibili e gli indicatori di breve periodo suggeriscono che i contributi positivi alla crescita provenienti dalla domanda interna e dall'interscambio netto con l'estero sono stati compensati da un contributo negativo della variazione delle scorte. Benché il risultato del secondo trimestre sia stato deludente, la debolezza sarebbe dovuta in parte a fattori temporanei e tecnici connessi all'inverno mite e al numero di ponti festivi, che potrebbero spiegare in parte perché non è stata rilevata appieno dai risultati delle indagini. Tuttavia, sembra che si sia osservato anche un indebolimento di natura ciclica in alcuni paesi dell'area. Tra i maggiori paesi dell'area dell'euro, il PIL reale nel secondo trimestre è diminuito in Germania e Italia, è rimasto invariato in Francia ed è aumentato in Spagna e nei Paesi Bassi.

I risultati delle indagini, nonostante la tendenza a stabilizzarsi e a calare lievemente negli ultimi

Figura 48 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. Nota: l'ultima osservazione per la crescita del PIL totale si riferisce alla stima preliminare dell'Eurostat.

1) L'ESI (Economic Sentiment Indicator) è normalizzato con la media e la deviazione standard del PMI relativo al periodo indicato nella figura.

mesi, rimangono coerenti con una moderata crescita nel terzo trimestre del 2014. Sebbene sia l'indicatore del clima economico della Commissione europea sia l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) composito relativo al prodotto si siano collocati in luglio e in agosto su livelli lievemente inferiori a quelli registrati nel secondo trimestre di quest'anno, essi si sono mantenuti al di sopra delle rispettive medie di lungo periodo.

In un'ottica di più lungo periodo, la fiducia delle imprese e dei consumatori è aumentata, l'incertezza macroeconomica è diminuita, le condizioni di finanziamento sono migliorate e la crescita del reddito reale è stata positiva. La ripresa economica in atto ha beneficiato anche dell'orientamento accomodante della politica monetaria e dei progressi compiuti finora sul fronte del risanamento dei conti pubblici e delle riforme strutturali. Benché la crescita nel secondo trimestre sia stata lievemente inferiore alle attese, i recenti indicatori economici segnalano il protrarsi della moderata ripresa in atto. Questa ripresa dovrebbe rafforzarsi gradualmente nel corso dei prossimi anni (cfr. l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE*).

CONSUMI PRIVATI

Nel primo trimestre del 2014 i consumi privati sono cresciuti dello 0,2 per cento, aumentando quindi per il quarto trimestre consecutivo. Questo risultato riflette un incremento dei consumi di beni al dettaglio, compensato in parte da un calo degli acquisti di autovetture. Al contempo, i consumi di servizi sono rimasti sostanzialmente invariati. Gli andamenti recenti degli indicatori di breve termine e delle indagini congiunturali segnalano, nel complesso, il protrarsi di una crescita positiva della spesa delle famiglie nel secondo e nel terzo trimestre dell'anno.

Guardando alle tendenze in una prospettiva di più lungo termine, il miglioramento della dinamica di fondo dei consumi privati iniziato nel secondo trimestre del 2013 ha rispecchiato in ampia misura l'andamento del reddito disponibile reale. Il reddito aggregato, che per un lungo periodo ha risentito negativamente del calo dell'occupazione, sta beneficiando in misura crescente della stabilizzazione e del lieve miglioramento delle condizioni nei mercati del lavoro, nonché della moderazione del drenaggio fiscale. Inoltre, i redditi reali sono stati sostenuti dal basso livello di inflazione, che a sua volta ha riflesso in ampia misura il calo delle quotazioni energetiche. Più recentemente, la crescita del reddito nominale delle famiglie ha rallentato nel primo trimestre del 2014, nonostante il contributo stabilmente positivo del reddito da lavoro dipendente, il lieve aumento di quello fornito dal reddito da lavoro autonomo e il contributo meno negativo delle imposte dirette. La decelerazione è dovuta al contributo negativo dei redditi netti da capitale e, per la prima volta dalla fine del 2011, delle prestazioni sociali nette. Nel quadro della debole dinamica dei prezzi, la crescita del reddito reale è rimasta positiva nel primo trimestre, ma è diminuita. In seguito al recupero dei consumi nominali, saliti più del reddito, il tasso di risparmio delle famiglie ha ripreso a scendere e si è avvicinato ai minimi storici.

Riguardo alla dinamica di breve periodo nel secondo e terzo trimestre del 2014, sia i dati quantitativi sia quelli delle indagini qualitative segnalano, nel complesso, il protrarsi di una modesta crescita della spesa per consumi. Nel secondo trimestre le vendite al dettaglio sono aumentate ancora dello 0,3 per cento in termini congiunturali, prima di diminuire in luglio dello 0,4 per cento sul mese precedente, per collocarsi su un livello inferiore dello 0,2 per cento rispetto a quello del secondo trimestre. Allo stesso tempo, inoltre, il PMI relativo alle vendite al dettaglio è salito, raggiungendo livelli compatibili con l'espansione, prima di scendere nuovamente in luglio. Questi andamenti rappresentano, nel complesso, un miglioramento rispetto al primo trimestre, quando l'indice segnalava una lenta contrazione delle vendite. Nel secondo trimestre e in luglio e in agosto l'indicatore della Commissione europea relativo al clima di fiducia nel comparto del commercio al dettaglio si è portato su livelli so-

stanzialmente simili a quelli osservati nel primo trimestre e al di sopra della sua media di lungo termine. Inoltre, nel secondo trimestre le immatricolazioni di nuove autovetture sono aumentate di quasi il 2 per cento in termini congiunturali. Anche in giugno le immatricolazioni di autovetture sono aumentate rispetto al mese precedente, determinando quindi un effetto di trascinamento positivo per il terzo trimestre. Tuttavia, le indagini congiunturali segnalano che gli acquisti di autovetture e di altri beni durevoli resterebbero contenuti nel prossimo periodo. Ad esempio, l'indicatore della Commissione europea sulle previsioni di acquisti rilevanti, pur essendo migliorato leggermente, rimane su livelli ben al di sotto della sua media di lungo termine. Tuttavia, tale indicatore va interpretato con cautela, poiché la sua correlazione con i consumi effettivi di beni durevoli sarebbe diminuita dopo l'avvio della crisi. Infine, l'indice del clima di fiducia dei consumatori nell'area dell'euro, che fornisce un quadro ragionevolmente affidabile degli andamenti della spesa delle famiglie, è peggiorato ulteriormente in luglio e in agosto. L'indice si è collocato in media su un livello inferiore a quello del secondo trimestre ma superiore al valore registrato nel primo. Gli ultimi andamenti quindi segnalano una stabilizzazione del recente rafforzamento della dinamica di fondo dei consumi (cfr. figura 49). Il peggioramento del clima di fiducia dei consumatori osservato negli ultimi tre mesi riflette le valutazioni delle famiglie sulla situazione economica generale e sulle prospettive di disoccupazione. I giudizi in merito alla posizione finanziaria e alla capacità futura di risparmio sono rimasti sostanzialmente stabili. Gli andamenti nei vari paesi sono stati abbastanza eterogenei negli ultimi mesi. Tuttavia, tutti i maggiori paesi dell'area dell'euro hanno registrato un peggioramento della fiducia dei consumatori, con l'eccezione della Spagna, dove il clima di fiducia è rimasto sostanzialmente invariato.

INVESTIMENTI

La ripresa complessiva degli investimenti fissi lordi avrebbe perso parte del suo slancio. Nel primo trimestre del 2014 gli investimenti totali sono aumentati solo dello 0,2 per cento in termini congiunturali. Nel secondo trimestre la debolezza degli investimenti totali ha trovato riscontro in un calo sia dei beni di investimento sia della produzione nel settore delle costruzioni. Di conseguenza, nella prima metà del 2014 il rapporto investimenti/PIL è rimasto sostanzialmente invariato, mantenendosi su un livello nettamente inferiore a quello registrato prima dell'avvio della crisi.

La scomposizione degli investimenti nel primo trimestre di quest'anno mostra che quelli diversi dalle costruzioni, che costituiscono metà degli investimenti totali, sono diminuiti dello 0,2 per cento su base trimestrale. Questo calo cela andamenti divergenti nei maggiori paesi dell'area dell'euro: gli investimenti diversi dalle costruzioni sono aumentati in Germania e nei Paesi Bassi mentre sono diminuiti in Francia, Italia e Spagna. È probabile che nel secondo trimestre gli investimenti diversi dalle costruzioni siano stati modesti, coerentemente con un calo congiunturale della pro-

Figura 49 Vendite e PMI nel commercio al dettaglio e indicatori di fiducia

(dati mensili)



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

duzione di beni di investimento e un minore grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero. D'altro canto, nel primo trimestre del 2014 gli investimenti in costruzioni sono aumentati dello 0,5 per cento sul trimestre precedente, sostenuti dalle condizioni meteorologiche favorevoli in diversi paesi dell'area dell'euro. Tale incremento è riconducibile per intero a un aumento congiunturale dell'1,0 per cento degli investimenti in edilizia residenziale. Quanto al secondo trimestre, tutti gli indicatori segnalano una decelerazione – o persino una nuova flessione – degli investimenti in costruzioni, causate in parte da (a) una correzione dopo l'inatteso vigore dell'attività nel primo trimestre, (b) un calo dell'attività nel settore dell'ingegneria civile e (c) fattori di più lungo termine, come i perduranti aggiustamenti in alcuni mercati immobiliari dell'area dell'euro e la domanda ancora debole nel settore delle costruzioni.

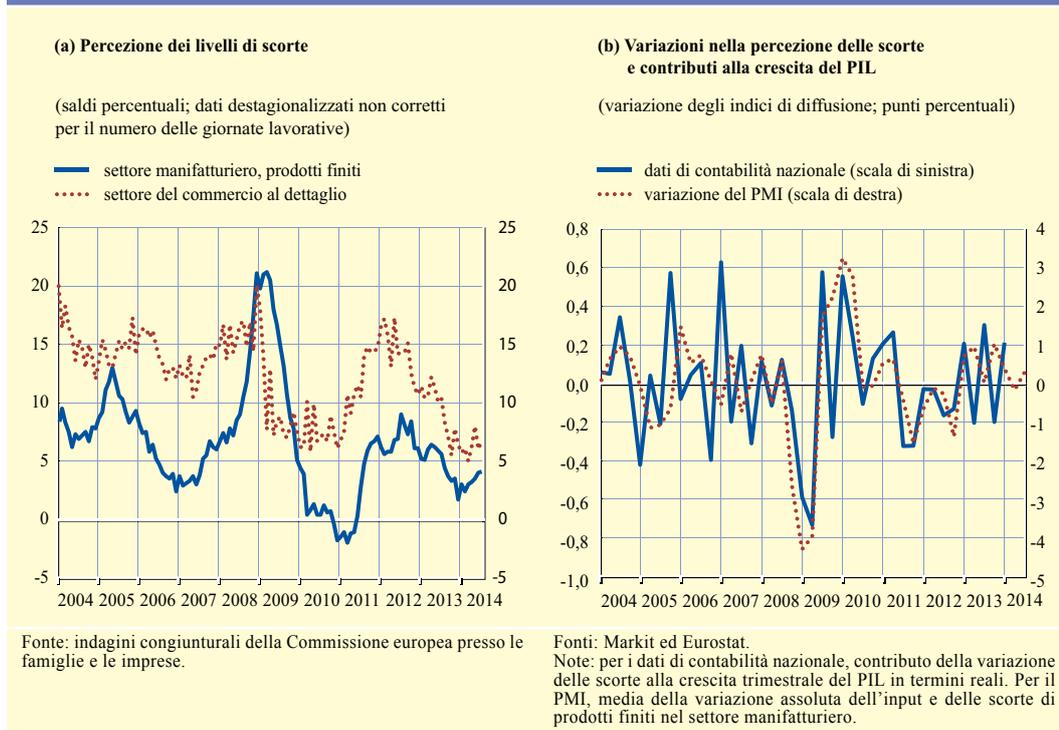
Per quanto riguarda la seconda metà del 2014, gli indicatori disponibili segnalano una modesta ripresa degli investimenti diversi dalle costruzioni. Come evidenziato dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, tale prospettiva è avvalorata da condizioni di finanziamento lievemente più favorevoli, riconducibili all'aumento degli utili societari, alla riduzione dei tassi di interesse e all'ulteriore allentamento delle condizioni per la concessione di prestiti finalizzati agli investimenti. L'indice PMI relativo al settore manifatturiero e l'indicatore del clima di fiducia della Commissione europea per i beni di investimento, entrambi disponibili fino ad agosto, sono diminuiti rispetto alla prima metà dell'anno, pur mantenendosi su livelli compatibili con la crescita. La ripresa degli investimenti dovrebbe essere moderata, per effetto della prosecuzione della riduzione della leva finanziaria delle imprese e del margine di capacità inutilizzata ancora presente. Quest'ultimo, ad esempio, ha trovato riscontro nell'indagine trimestrale della Commissione europea sul grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero, che nel terzo trimestre del 2014 è rimasto al di sotto della sua media di lungo termine. La mancanza di attrezzature sarebbe un problema minore rispetto a quanto fosse in media in passato, a indicare che le esigenze di investimenti tesi all'espansione degli impianti si sono lievemente attenuate. L'indicatore del clima di fiducia nel settore delle costruzioni, aumentato in luglio per effetto dei nuovi ordini e dei livelli occupazionali nel comparto, è tornato a scendere in agosto e rimane ancora nettamente al di sotto della sua media storica. In luglio l'indice PMI per i nuovi ordini nelle costruzioni è diminuito ulteriormente a 38,0, mentre gli indici per l'attività nel settore immobiliare residenziale e per il prodotto nel comparto delle costruzioni sono lievemente aumentati, pur rimanendo al di sotto della soglia teorica compatibile con l'espansione, pari a 50. Nella seconda metà del 2014 gli investimenti dovrebbero registrare lievi miglioramenti sul periodo precedente, ascrivibili all'incremento del reddito disponibile reale delle famiglie e all'allentamento delle condizioni di finanziamento.

Le prospettive per gli investimenti totali segnalerebbero una moderata ripresa sospinta da un progressivo miglioramento della domanda, degli utili e del reddito delle famiglie, nonché da migliori condizioni di finanziamento e da una riduzione della necessità di riequilibrio dei conti pubblici. Gli investimenti sarebbero più contenuti nel 2014, poiché avrebbero risentito sfavorevolmente della maggiore debolezza osservata nel primo semestre, di una domanda attesa più modesta e della crescente incertezza. L'acuirsi delle tensioni geopolitiche costituisce un rischio al ribasso per le prospettive di investimento, mentre il diffuso ricorso alle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) stimolerebbe gli investimenti tramite l'espansione dei prestiti.

CONSUMI DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE

Nel secondo trimestre del 2014 i consumi delle amministrazioni pubbliche avrebbero registrato un calo in termini reali, dopo un aumento congiunturale dello 0,7 per cento nel primo. Per quanto riguarda le tendenze di fondo delle principali componenti, le retribuzioni dei dipendenti pubblici, che rappresentano quasi la metà dei consumi totali, sarebbero cresciute ancora solo in misura marginale. Inoltre, i trasferimenti in natura, che comprendono voci come le spese sanitarie, sarebbero

Figura 50 Variazioni delle scorte dell'area dell'euro



aumentati a un ritmo stabile negli ultimi trimestri. Tuttavia, la spesa per consumi intermedi, che contribuisce per poco meno di un quarto ai consumi totali, rimane piuttosto volatile e indica un calo nel secondo trimestre. In prospettiva, il contributo dei consumi delle amministrazioni pubbliche alla domanda interna dovrebbe migliorare solo lievemente nei prossimi trimestri, poiché in diversi paesi persiste l'esigenza di ulteriori misure di risanamento (cfr. sezione 5).

SCORTE

Nel primo trimestre del 2014 la variazione delle scorte ha fornito un contributo di 0,2 punti percentuali alla crescita del PIL. Gli ultimi dati confermano che la variazione delle scorte non ha fornito un chiaro contributo in senso positivo o negativo alla crescita del PIL nell'ultimo anno. Dalle ultime indagini della Commissione europea (disponibili fino ad agosto) emerge che secondo le imprese le scorte nel settore manifatturiero (prodotti finiti) e nei comparti al dettaglio siano piuttosto ridotte nel secondo e terzo trimestre, nonostante gli aumenti registrati nel corso del 2014 (cfr. figura 50, riquadro A). Quindi nel prosieguo del 2014 con la ripresa dell'attività economica è probabile una ricostituzione delle scorte nulla o modesta. Inoltre, i recenti dati dell'indagine PMI (disponibili fino ad agosto), in particolare sia per gli input sia per i prodotti finiti nel settore manifatturiero, suggeriscono che le scorte potrebbero fornire un contributo sostanzialmente nullo alla crescita del PIL reale nel secondo e nel terzo trimestre (cfr. figura 50, riquadro B).

COMMERCIO ESTERO

Nel primo trimestre del 2014 le esportazioni di beni e servizi dell'area dell'euro sono cresciute moderatamente, dello 0,2 per cento in termini congiunturali (cfr. figura 51), sospinte dalle forti esportazioni verso Stati Uniti, Giappone e Cina, mentre sono diminuite le esportazioni verso i paesi europei non appartenenti all'area dell'euro e verso l'America Latina.

Nel primo trimestre le importazioni dell'area dell'euro hanno registrato un incremento relativamente forte, dello 0,8 per cento in termini congiunturali, principalmente a causa delle importazioni dalla Cina. Dato che la crescita delle importazioni è stata più consistente di quella delle esportazioni, il contributo dell'interscambio netto alla crescita del PIL è divenuto negativo nel primo trimestre (-0,3 punti percentuali).

Gli indicatori disponibili basati sulle indagini congiunturali suggeriscono un miglioramento delle esportazioni dell'area dell'euro nel secondo e nel terzo trimestre dell'anno. Nel secondo trimestre l'indice PMI per i nuovi ordini esteri è peggiorato in media, pur rimanendo al di sopra sia della soglia di espansione di 50 sia della sua media di lungo periodo. Il calo complessivo si è protratto nel terzo trimestre: dopo un lieve aumento da 52,4 in giugno a 52,6 in luglio, l'indice è diminuito in agosto a 51,7. Nel contempo, l'indicatore della Commissione europea per gli

ordinativi dall'estero è sceso nel secondo trimestre a un livello che era al di sopra della sua media di lungo periodo, per poi aumentare di nuovo in luglio e in agosto. Entrambi gli indicatori si collocano su livelli coerenti con una moderata crescita delle esportazioni nel breve termine, trainata anche dal protrarsi dell'andamento positivo dell'attività mondiale. È probabile che anche le importazioni dell'area crescano nel breve periodo, seppur a un ritmo contenuto, sostanzialmente in linea con la graduale ripresa della domanda interna. Nel complesso, tali andamenti indicano che nel prossimo futuro il contributo dell'interscambio netto alla crescita del PIL sarà sostanzialmente nullo.

4.2 PRODOTTO PER SETTORE

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

In termini del livello di attività, permangono le differenze tra settori. Il valore aggiunto reale dei servizi si è collocato su un livello storicamente elevato nel primo trimestre del 2014, mentre quello delle costruzioni si è attestato su un livello pari a soli tre quarti del picco raggiunto agli inizi del 2008. Allo stesso tempo, il valore aggiunto nell'industria al netto delle costruzioni si è situato su un livello inferiore del 6 per cento al suo picco pre-crisi. Secondo gli indicatori disponibili il valore aggiunto totale ha subito lievi variazioni nel secondo trimestre e potrebbe essere seguito da una ripresa della crescita nel terzo.

SETTORE INDUSTRIALE AL NETTO DELLE COSTRUZIONI

Nel primo trimestre del 2014 il valore aggiunto del settore industriale al netto delle costruzioni è diminuito dello 0,2 per cento in termini congiunturali. Per contro, nello stesso periodo la produzione è aumentata moderatamente, mentre nel secondo trimestre è rimasta invariata in termini congiunturali (cfr. figura 52). Nel secondo trimestre la produzione di beni di consumo non durevoli è aumentata sul

Figura 51 Importazioni, esportazioni e contributo dell'interscambio netto alla crescita del PIL

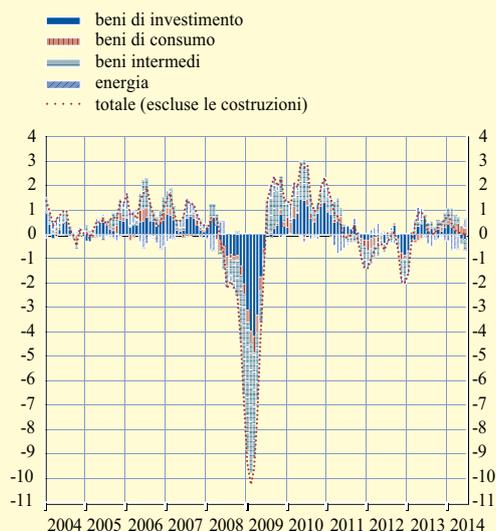
(variazioni percentuali sul trimestre precedente; punti percentuali)



Fonti: Eurostat e BCE.

Figura 52 Crescita della produzione industriale e contributi

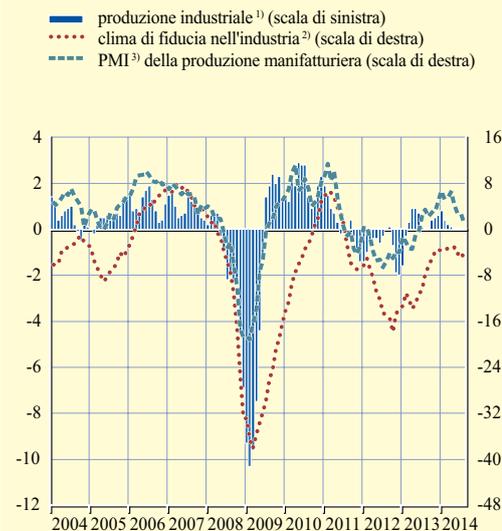
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)



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

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

(dati mensili; destagionalizzati)



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

periodo precedente, mentre è diminuita quella di beni di investimento, intermedi e di beni di consumo durevoli. La produzione di energia è aumentata marcatamente dopo il precedente calo a seguito delle miti condizioni meteorologiche invernali in alcune aree dell'Europa. I risultati delle indagini PMI e della Commissione europea indicano un incremento del livello dell'attività nel secondo trimestre. Le prospettive includono un lieve miglioramento delle condizioni della domanda rispetto al primo trimestre, come indicato dalle indagini della Commissione europea presso le imprese.

In prospettiva, gli indicatori di breve termine sono peggiorati, suggerendo nel complesso solo una modesta espansione dell'attività nel settore industriale nel terzo trimestre del 2014. Nel secondo trimestre l'indicatore della BCE riferito ai nuovi ordinativi industriali al netto dei mezzi di trasporto pesante, meno sensibile alle commesse di grande entità rispetto all'indice totale dei nuovi ordini, ha segnato una flessione (-0,2 per cento in termini congiunturali). I dati delle indagini congiunturali della Commissione europea indicano che il livello del portafoglio ordini, in aumento dall'inizio del 2013, è peggiorato lievemente in luglio e in agosto rispetto al secondo trimestre. Inoltre, nello stesso periodo l'indice PMI per la produzione manifatturiera e quello relativo ai nuovi ordini sono scesi al di sotto dei livelli registrati nel secondo trimestre, pur rimanendo al di sopra della soglia teorica compatibile con l'espansione, pari a 50 (cfr. figura 53). In aggiunta, anche l'indicatore del clima di fiducia delle imprese industriali elaborato dalla Commissione europea ha registrato nel secondo trimestre un valore lievemente inferiore rispetto alla sua media.

SETTORE DELLE COSTRUZIONI

Proseguendo la tendenza positiva avviata a metà del 2013, il valore aggiunto delle costruzioni è aumentato dello 0,4 per cento in termini congiunturali nel primo trimestre del 2014. Tale

andamento è in linea con il marcato incremento della produzione nelle costruzioni, che nello stesso periodo ha segnato un aumento dell'1,6 per cento in termini congiunturali, ascrivibile a condizioni meteorologiche molto miti in diversi paesi dell'area dell'euro. Nel secondo trimestre di quest'anno l'indice della produzione di costruzioni è diminuito dello 0,6 per cento in termini congiunturali e anche tutti gli altri indicatori di breve termine sono peggiorati sensibilmente rispetto al primo trimestre, segnalando nel complesso una dinamica più debole. Ad esempio, i valori degli indicatori PMI per il prodotto nelle costruzioni e per i nuovi ordinativi si sono mantenuti su livelli inferiori a 50, segnalando quindi una contrazione dell'attività. Per la seconda metà dell'anno è possibile attendersi un lieve incremento dell'attività edilizia, sostenuto da un miglioramento del reddito delle famiglie e delle condizioni di finanziamento. Tali miglioramenti tuttavia rimarrebbero modesti dato che l'indice PMI è rimasto in luglio su livelli ben al di sotto di 50. Inoltre, gli indicatori della Commissione europea relativi al clima di fiducia nel settore delle costruzioni e ai nuovi ordini, benché siano lievemente migliorati in luglio rispetto ai livelli del secondo trimestre, sono peggiorati nuovamente in agosto e si sono mantenuti sensibilmente al di sotto delle rispettive medie storiche.

SERVIZI

Nel primo trimestre il valore aggiunto dei servizi è cresciuto dello 0,2 per cento, segnando il quarto periodo consecutivo di crescita. Tale espansione è stata generalizzata a livello dei singoli comparti, a eccezione di quello delle attività immobiliari, che ha registrato un calo. I contributi positivi più significativi sono stati forniti dai servizi di mercato, in particolare dai servizi di commercio, trasporto, alloggio e ristorazione, nonché dai servizi finanziari e assicurativi. Per i servizi non di mercato (che includono amministrazione pubblica, istruzione, sanità e servizi sociali) il livello di attività, misurato dal valore aggiunto reale, è aumentato del 5 per cento rispetto al valore registrato prima dell'avvio della crisi, portandosi in prossimità del precedente livello massimo. Le indagini segnalano un'ulteriore espansione del valore aggiunto dei servizi nel secondo trimestre di quest'anno. L'indice PMI riferito all'attività dei servizi è aumentato ulteriormente, toccando il livello più elevato dal secondo trimestre del 2011. Analogamente, è migliorato anche l'indicatore della Commissione europea relativo al clima di fiducia nel settore dei servizi, raggiungendo livelli che non si osservavano dall'estate del 2011.

Su orizzonti più lunghi, ci si attende che la ripresa nel settore dei servizi continui nel terzo trimestre. Non c'è stato alcun vincolo specifico dal lato della domanda nei tre mesi fino a luglio; almeno la percentuale di imprese di servizi per le quali l'insufficienza della domanda costituiva un ostacolo all'attività è rimasta prossima al livello medio di lungo periodo, nonostante un lieve peggioramento. I vincoli finanziari, pur rimanendo un limite importante all'attività dei servizi, continuano ad attenuarsi. Inoltre, in base ai dati disponibili per i primi due mesi del terzo trimestre, il valore aggiunto dei servizi dovrebbe continuare a crescere. L'indice PMI riferito all'attività dei servizi è migliorato ulteriormente nei primi due mesi del terzo trimestre collocandosi a un livello di 53,9, che indica una crescita solida dell'attività nel comparto. Al contempo, l'indicatore della Commissione europea relativo al clima di fiducia nel settore dei servizi si è situato lievemente al di sotto del livello registrato nel secondo trimestre. Pertanto, pur rimanendo positivo, è risultato inferiore sia alla sua media di lungo periodo sia ai livelli registrati agli inizi del 2011. Il clima di fiducia è stato comparativamente elevato ed è migliorato ulteriormente per le agenzie di viaggio, gli operatori turistici e gli altri servizi con prenotazione. Secondo l'indagine della Commissione europea il livello della domanda attesa per i prossimi mesi è diminuito lievemente nei primi due mesi del terzo trimestre, rispetto al periodo precedente, rimanendo quindi al di sotto della sua media di lungo periodo. L'indice PMI per le aspettative di attività future (a dodici mesi) è diminuito ulteriormente nei primi due mesi del terzo trimestre, mantenendosi su

un livello leggermente inferiore alla sua media di lungo periodo. Tali andamenti sono in linea con una ripresa economica in corso, anche se a ritmi moderati.

4.3 MERCATO DEL LAVORO

Dalla primavera del 2013 il mercato del lavoro nell'area dell'euro ha mostrato timidi segnali di miglioramento, in linea con la modesta ripresa dell'attività economica. In termini congiunturali, dalla metà del 2013 la disoccupazione è progressivamente diminuita e la crescita dell'occupazione è tornata in territorio positivo alla fine dello stesso anno. Nonostante il complessivo lieve miglioramento nell'area dell'euro, la situazione del mercato del lavoro continua a differire sostanzialmente tra paesi e gruppi di età.

Nel primo trimestre del 2014 l'occupazione nell'area dell'euro (il numero di persone occupate) è aumentata dello 0,1 per cento in termini congiunturali, analogamente a quanto registrato nel trimestre precedente (cfr. tavola 11). La moderata crescita a livello aggregato nell'area cela il permanere di forti differenze fra paesi, seppur minori rispetto al 2013. A livello settoriale, nel primo trimestre del 2014 l'occupazione nell'area dell'euro è cresciuta moderatamente sia nei servizi sia nell'industria (al netto delle costruzioni), rispettivamente dello 0,2 e 0,1 per cento sul trimestre precedente, mentre nelle costruzioni ha continuato a diminuire (-1,0 per cento in termini congiunturali).

Nonostante il modesto incremento dell'occupazione nel primo trimestre, le ore lavorate totali sono diminuite lievemente, dello 0,1 per cento sul periodo precedente, in contrasto con il miglioramento osservato invece nell'ultimo trimestre del 2013, indicando una stabilizzazione delle ore lavorate in assenza di una forte ripresa.

Tavola 11 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

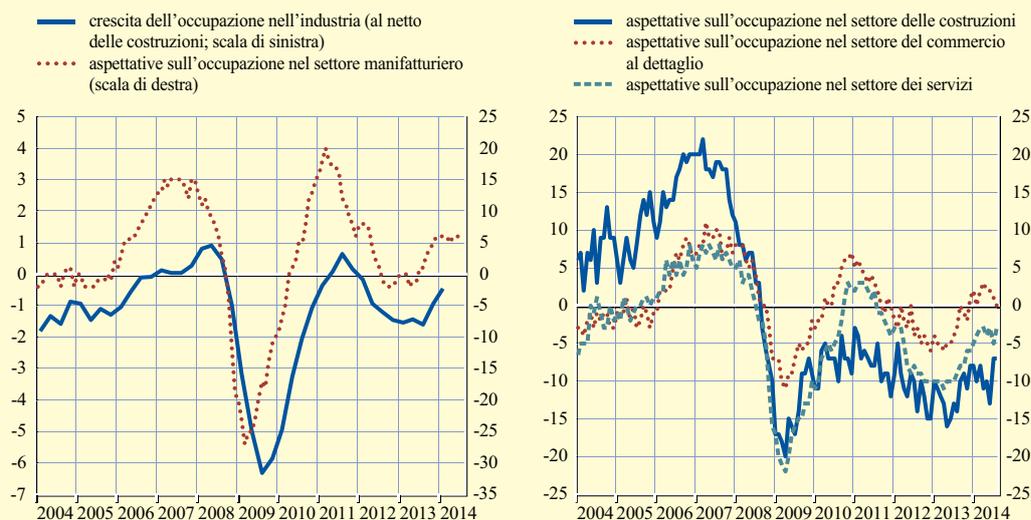
	Persone					Ore				
	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali			Variazioni annuali		Variazioni trimestrali		
	2012	2013	2013 3° trim.	2013 4° trim.	2014 1° trim.	2012	2013	2013 3° trim.	2013 4° trim.	2014 1° trim.
Totale economia	-0,6	-0,8	0,0	0,1	0,1	-1,4	-1,1	-0,1	0,1	-0,1
<i>di cui:</i>										
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 54 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione

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



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

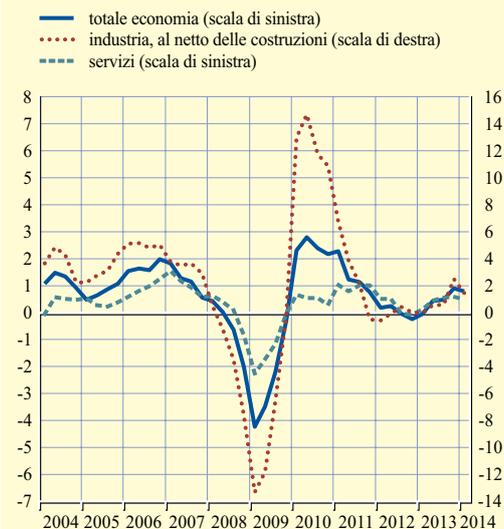
I risultati delle indagini relative all'andamento dell'occupazione nel secondo trimestre del 2014 e all'inizio del terzo trimestre suggeriscono un ulteriore debole miglioramento dei livelli occupazionali nel secondo trimestre dell'anno e segni di stabilizzazione all'inizio del terzo (cfr. figura 54). Anche gli indicatori prospettici segnalano una lieve stabilizzazione delle condizioni del mercato del lavoro nei prossimi trimestri.

Nel primo trimestre del 2014 la produttività del lavoro per occupato è aumentata dello 0,8 per cento sul periodo corrispondente, analogamente a quanto rilevato nell'ultimo trimestre del 2013 (cfr. figura 55). Il tasso di crescita tendenziale della produttività per ora lavorata è sceso lievemente, allo 0,4 per cento, rispetto ai livelli più elevati registrati nei due trimestri precedenti (dello 0,7 per cento sul periodo corrispondente). I recenti andamenti della crescita della produttività del lavoro nell'area dell'euro riflettono la ripresa ciclica della crescita tendenziale del prodotto, iniziata nella seconda metà del 2013. L'incremento della produttività dovrebbe mantenersi stabile nel periodo a venire, dato che la crescita attesa dell'occupazione sembrerebbe in linea con la ripresa economica in atto.

In linea con i recenti andamenti, il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro ha continuato a scendere, di circa 0,1 punti percentuali al trimestre, dal picco del 12,0 per cento, raggiunto nel secondo trimestre del 2013, all'11,6 per cento nello stesso periodo del 2014 (cfr. figura 56). Gli ultimi dati mensili suggeriscono che il tasso di disoccupazione dovrebbe continuare a diminuire, dato che in giugno ha registrato un ulteriore calo di 0,1 punti percentuali sul mese precedente, seguito da un andamento stabile in luglio, raggiungendo l'11,5 per cento. Anche se i recenti cali sembrano complessivamente interessare le varie classi di età ed entrambi i sessi, i tassi di disoccupazione continuano a differire marcatamente tra i paesi dell'area dell'euro. In prospettiva, nonostante una certa volatilità mensile, il tasso di disoccupazione dovrebbe scendere ulteriormente nei prossimi mesi, seppur a un ritmo contenuto.

Figura 55 Produttività del lavoro per occupato

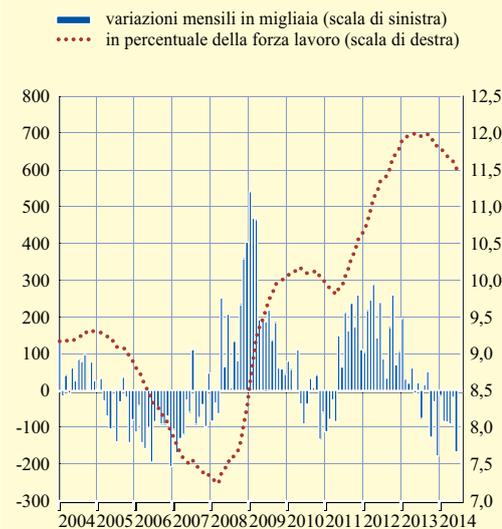
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 56 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

4.4 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Per quanto riguarda il terzo trimestre, i dati delle indagini disponibili fino ad agosto indicano che l'espansione ciclica ha perso slancio, pur rimanendo in linea con una modesta crescita. La domanda interna sarebbe sostenuta da varie misure di politica monetaria, dai miglioramenti in atto delle condizioni finanziarie, dai progressi compiuti sul fronte del risanamento dei conti pubblici e delle riforme strutturali e dai ribassi dei beni energetici che sosterebbero il reddito disponibile reale. Inoltre, la domanda di esportazioni dovrebbe beneficiare della ripresa mondiale. Allo stesso tempo, è probabile che la ripresa continui a esser frenata dall'elevata disoccupazione, dall'alto grado di capacità inutilizzata, dal protrarsi della crescita negativa dei prestiti delle IFM al settore privato e dagli aggiustamenti di bilancio necessari nei settori pubblico e privato.

Questi elementi trovano riscontro nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2014, che prevedono una crescita annuale del PIL in termini reali dello 0,9 per cento nel 2014, dell'1,6 nel 2015 e dell'1,9 nel 2016. Rispetto all'esercizio condotto in giugno dagli esperti dell'Eurosistema, le proiezioni sulla dinamica del PIL reale sono state riviste al ribasso per il 2014 e il 2015 e al rialzo per il 2016 (cfr. l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE*).

I rischi per le prospettive economiche dell'area dell'euro restano orientati al ribasso. In particolare, la perdita di slancio dell'economia potrebbe frenare gli investimenti privati e l'acuirsi dei rischi geopolitici potrebbe determinare un ulteriore impatto negativo sulla fiducia delle imprese e dei consumatori. Un altro rischio al ribasso è connesso alle riforme strutturali insufficienti nei paesi dell'area dell'euro.

5 ANDAMENTO DELLA FINANZA PUBBLICA

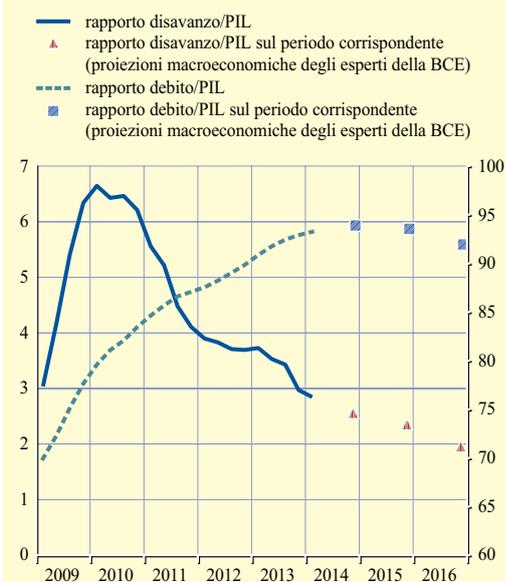
In base alle più recenti statistiche sui conti pubblici nell'area dell'euro, il disavanzo pubblico dell'area ha continuato a diminuire nel primo trimestre del 2014, mentre il debito delle amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL è aumentato ancora. Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2014 il disavanzo dell'area dell'euro mostrerà una graduale riduzione, dal 3 per cento del PIL nel 2013 all'1,9 per cento del PIL nel 2016, e il rapporto debito/PIL toccherà un massimo nell'anno in corso.

ANDAMENTO DEI CONTI PUBBLICI DURANTE IL 2014 E NEGLI ANNI SUCCESSIVI

Le statistiche più recenti sui bilanci pubblici nell'area dell'euro segnalano che il disavanzo delle amministrazioni pubbliche dell'area ha continuato a calare nel primo trimestre del 2014. Come si evince dalla figura 57, la somma mobile di quattro trimestri del disavanzo pubblico dell'area dell'euro, vale a dire il disavanzo cumulato degli ultimi quattro trimestri, è risultata pari al 2,8 per cento del PIL nel primo trimestre dell'anno, rispetto al 3 per cento del PIL nel periodo precedente. Tale miglioramento è ascrivibile principalmente alla crescita più sostenuta delle entrate delle amministrazioni pubbliche, che nel primo trimestre ha superato l'incremento della spesa pubblica (cfr. figura 58). Secondo le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti della BCE nel settembre 2014, il disavanzo seguirebbe a scendere, raggiungendo nel 2014 il 2,6 per cento del PIL, dal 3,0 per cento nel 2013¹. In prospettiva, si prevede che il risanamento dei conti pubblici si arresti quasi

Figura 57 Disavanzo e debito delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro rispetto al PIL

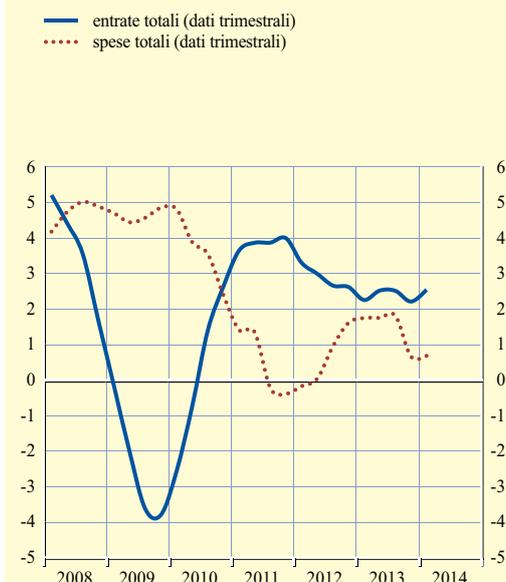
(medie mobili di quattro trimestri in percentuale del PIL)



Fonti: elaborazioni della BCE su dati Eurostat e dati nazionali e sulle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di settembre 2014.

Figura 58 Entrate e spese totali

(somme mobili di quattro trimestri della variazione percentuale sul periodo corrispondente)



Fonti: elaborazioni della BCE su dati Eurostat e dati nazionali. Note: i dati si riferiscono alle amministrazioni pubbliche. Somme mobili di quattro trimestri per il periodo dal primo trimestre del 2014.

1) Cfr. l'articolo Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2014 nel presente numero del Bollettino.

del tutto nel 2015 e nel 2016, come indica anche l'intonazione sostanzialmente neutra delle politiche di bilancio (cfr. il riquadro 6). Si prevede che il disavanzo pubblico dell'area dell'euro continui a diminuire gradualmente, soprattutto per effetto del previsto miglioramento del quadro macroeconomico, collocandosi nel 2016 all'1,9 per cento del PIL.

Per quanto riguarda gli ultimi dati sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche nell'area, la somma mobile di quattro trimestri del rapporto debito/PIL è salita ancora, collocandosi al 93,2 per cento nel primo trimestre del 2014 (cfr. figura 57). In base alle proiezioni macroeconomiche formulate nel settembre 2014 dagli esperti della BCE, nell'anno in corso il debito in rapporto al PIL dovrebbe portarsi al 93,9 per cento; tale aumento rifletterebbe un differenziale fra tasso di interesse e tasso di crescita e un raccordo disavanzo-debito sfavorevoli (circa quest'ultimo, soprattutto per effetto dell'assistenza al settore finanziario, non inclusa nel disavanzo) che nel 2014 dovrebbero superare l'avanzo primario. Poiché questi fattori dovrebbero venir meno durante il 2015 e nel periodo successivo, si prospetta una diminuzione del rapporto debito/PIL a partire dal prossimo anno.

Riquadro 6

IL SALDO STRUTTURALE COME INDICATORE DELLA POSIZIONE DI BILANCIO

Il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche ha mostrato forti oscillazioni negli ultimi anni. Un importante fattore alla base di tale evoluzione è certamente stato la dinamica congiunturale, oltre all'impatto molto consistente esercitato dall'azione discrezionale delle amministrazioni pubbliche, esplicitasi attraverso stimoli fiscali e interventi di risanamento; hanno altresì influito fattori specifici, legati ad esempio ai programmi di salvataggio per il settore finanziario. Nel 2013 il disavanzo pubblico per l'insieme dell'area dell'euro si collocava ancora al 3 per cento del PIL, a fronte di livelli notevolmente superiori in diversi paesi dell'area.

Ai fini della sorveglianza di bilancio, è indispensabile comprendere la natura degli andamenti di finanza pubblica e valutare la posizione di bilancio. Quest'ultima corregge il saldo complessivo delle amministrazioni pubbliche per gli effetti del ciclo economico (componente ciclica) nonché per eventuali misure temporanee adottate dai governi, quali entrate una tantum, derivanti ad esempio dalla vendita di licenze nel settore delle telecomunicazioni, oppure trasferimenti di capitale una tantum, come l'assistenza finanziaria al settore bancario.

Ciò si riflette tipicamente nella stima del saldo strutturale, che può essere considerato la parte della posizione di bilancio realizzabile in presenza di un'attività economica pari al suo potenziale¹⁾. Le stime del saldo strutturale sono tuttavia soggette a notevoli incertezze, che riguardano sia la valutazione del ciclo, sia la portata e la natura delle misure temporanee, oltre a presentare differenze metodologiche. Dal dicembre 2013 vengono pubblicate in questo Bollettino la stima e la proiezione del saldo strutturale delle amministrazioni pubbliche formulate dal SEBC per l'area dell'euro (cfr. la tavola 2 per i dati più recenti). Il presente riquadro illustra le metodologie adottate dal SEBC e dalla Commissione europea per stimare il saldo strutturale dei bilanci pubblici.

1) Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro *Correzione del saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche per gli effetti del ciclo economico* nel numero di marzo 2012 di questo Bollettino.

Metodologie applicate alla correzione del saldo pubblico per gli effetti del ciclo economico

Il SEBC e la Commissione europea utilizzano metodologie diverse per la correzione dei saldi delle amministrazioni pubbliche per gli effetti del ciclo; inoltre, adottano definizioni differenti di misura temporanea e una tantum, aspetto che ha però minore rilievo. La principale differenza metodologica consiste nel fatto che la Commissione europea²⁾ deriva la componente ciclica dei conti pubblici direttamente dall'output gap aggregato (pari alla differenza tra il PIL effettivo e il prodotto potenziale), mentre il SEBC applica ai bilanci una metodologia specifica che non si basa su tale grandezza.

L'approccio della Commissione europea si fonda sulla reazione delle spese e delle entrate alla deviazione del prodotto aggregato dal suo potenziale. La componente ciclica del saldo di bilancio è quindi calcolata moltiplicando l'output gap per un parametro, chiamato semi-elasticità, che riflette la risposta automatica delle finanze pubbliche all'output gap stesso. Questo parametro, specifico a ciascun paese, rispecchia le elasticità stimate delle singole componenti di bilancio all'output gap, nonché le dimensioni e la struttura del settore pubblico. Di conseguenza, secondo l'approccio della Commissione, la componente ciclica dei bilanci tende a seguire le dinamiche dell'output gap aggregato; in assenza di misure temporanee, il saldo strutturale delle amministrazioni pubbliche si muove pertanto in sincronia con il corrispondente dato non corretto laddove l'attività economica risulti pari al suo potenziale.

La specifica metodologia applicata dal SEBC ai conti pubblici segue il cosiddetto "approccio disaggregato"³⁾. Quest'ultimo consiste in sostanza nel formulare stime distinte delle posizioni cicliche per le principali basi macroeconomiche di entrate e di spese che determinano gli andamenti delle singole voci di bilancio, ovvero gettito tributario e sussidi di disoccupazione; sul fronte fiscale, per approssimare l'entità delle basi imponibili si ricorre soprattutto ad aggregati di contabilità nazionale e alle relative previsioni. Ad esempio, la spesa per consumi privati e le retribuzioni dei lavoratori dipendenti vengono utilizzate rispettivamente come base delle imposte sui consumi e di quelle sui redditi personali. In questo modo l'approccio del SEBC tiene conto di eventuali difformità fra le singole basi macroeconomiche in termini di evoluzione ciclica. La componente ciclica di ciascuna voce di bilancio viene quindi calcolata secondo la deviazione del rispettivo aggregato macroeconomico dalla sua dinamica tendenziale, applicando una tecnica di filtraggio statistico nota come filtro di Hodrick-Prescott (HP), nonché in base all'elasticità (stimata o calibrata) della voce a tale aggregato. La somma delle componenti cicliche per ciascuna voce dà quindi la componente ciclica complessiva del saldo di bilancio. Il risultato di questo esercizio viene messo a confronto con una stima "aggregata" alternativa della componente ciclica che si fonda sulla deviazione del PIL dal suo trend, utilizzando sempre il filtro HP, e sull'elasticità complessiva del bilancio. La differenza fra le due stime, comunemente definita "effetto di composizione", è espressa come tasso di variazione annua e misura l'impatto esercitato sul rapporto saldo di bilancio/PIL da scostamenti della composizione del PIL in termini reali rispetto al trend.

- 2) La metodologia applicata dalla Commissione alla correzione per gli effetti del ciclo si basa su precedenti lavori dell'OCSE. Per una descrizione dettagliata si rimanda a Mourre, G., Isbasoiu, G.-M., Paternoster, D. e Salto, M., "The cyclically-adjusted budget balance used in the EU fiscal framework: an update", *European Economy – Economic Papers*, n. 478, Commissione europea, marzo 2013.
- 3) Una descrizione approfondita dell'approccio disaggregato e delle sue applicazioni è disponibile in Bouthevillain, C., Cour-Thimann, P., Van den Dool, G., Hernández de Cos, P., Langenus, G., Mohr, M., Momigliano, S. e Tujula, M., "Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach", *Working Paper Series*, n. 77, BCE, settembre 2001, e in Kremer, J., Rodrigues Braz, C., Brosens, T., Langenus, G., Momigliano, S. e Spolander, M., "A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances", *Working Paper Series*, n. 579, BCE, gennaio 2006.

L'approccio del SEBC ha il principale vantaggio di individuare esplicitamente questi effetti di composizione, che si manifestano nel breve termine qualora l'andamento ciclico di una base macroeconomica differisca da quello del PIL a causa, fra l'altro, del ritardo con cui le basi imponibili spesso reagiscono a una variazione del quadro macroeconomico. Inoltre, la metodologia del SEBC tiene conto di un possibile disaccoppiamento tendenziale delle basi imponibili e di spesa dal PIL complessivo, riconducibile ad esempio a una variazione permanente nella composizione della crescita del PIL. Si tratta di un aspetto rilevante, poiché la posizione ciclica di fondo delle basi imponibili e di spesa può scostarsi in misura apprezzabile da quella complessiva. Un'analisi incentrata sulla sola posizione ciclica aggregata potrebbe fornire segnali inadeguati sul meccanismo di autocorrezione del saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche.

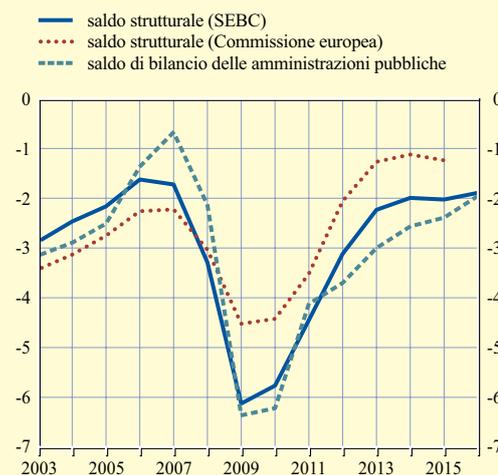
Esistono inoltre differenze metodologiche concernenti la valutazione della posizione ciclica. La Commissione europea stima l'output gap complessivo utilizzando l'approccio della funzione di produzione⁴⁾, il cui principale merito sta nel consentire un'interpretazione strutturale sul piano dei contributi forniti al PIL dal capitale, dalla forza lavoro e dalla produttività totale dei fattori; tuttavia, in genere è applicabile soltanto a una stima complessiva dell'output gap e non all'approccio disaggregato del SEBC. Nella metodologia di quest'ultimo, il calcolo delle posizioni cicliche delle basi macroeconomiche avviene con l'ausilio del filtro HP⁵⁾. Al di là delle considerazioni di fattibilità, questo approccio statistico offre il vantaggio di un'applicazione meccanica che, grazie a un'agevole replicazione dei risultati, gli conferisce trasparenza; è inoltre simmetrico rispetto al ciclo economico, poiché le deviazioni positive e negative dal livello tendenziale finiscono per compensarsi a vicenda nel tempo. Occorre tuttavia ricordare che, indipendentemente dal metodo utilizzato, la stima di una variabile inosservabile quale la posizione ciclica è sempre soggetta a una notevole incertezza, che si traduce fra l'altro in consistenti revisioni, anche dopo un prolungato periodo di tempo.

Stime del saldo strutturale

Il grafico mostra le stime del saldo strutturale pubblicate dal SEBC e dalla Commissione europea insieme ai corrispondenti dati sul saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche (non corretto). Benché le misure utilizzate dal SEBC e dalla Commissione presentino ampiezze simili sotto il profilo qualitativo, si osservano livelli marcatamente differenti in relazione a vari anni, specie per il 2009 e il 2010, dopo lo scoppio della crisi finanziaria. Il forte calo registrato dall'output gap complessivo nel

Confronto tra il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche e stime del saldo strutturale per l'area dell'euro

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE, Commissione europea ed Eurostat.
Nota: i valori relativi al saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche per il 2014 e per il 2015 sono proiezioni degli esperti della BCE, riportate nella tavola 2.

4) Per un'illustrazione più dettagliata dell'approccio si rimanda a D'Auria, F., Denis, C., Havik, K., Mc Morrow, K., Planas, C., Raciborski, R., Röger, W. e Rossi, A., "The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps", *European Economy – Economic Papers*, n. 420, Commissione europea, luglio 2010.
5) L'applicazione del filtro HP comporta la selezione di un parametro di smoothing λ , che impone una scelta fra la regolarità del trend e la sua rispondenza ai dati effettivi. Le stime del SEBC pongono $\lambda=30$.

2009 è imputabile soprattutto alla contrazione di componenti con un'incidenza limitata sul gettito tributario, in particolare gli investimenti privati, mentre le basi imponibili delle principali voci di entrata, quali i redditi dei lavoratori dipendenti e i consumi privati, hanno reagito in maniera meno pronunciata, oltre che con ritardo, all'improvvisa flessione del PIL. Di conseguenza, l'approccio disaggregato interpreta il deterioramento della posizione di bilancio come ciclico in misura solo ridotta, attribuendolo piuttosto a cambiamenti strutturali negli Stati membri.

Occorre dunque chiedersi quali siano i fattori alla base del netto peggioramento strutturale dei conti pubblici che emerge per il 2009 dal quadro disaggregato del SEBC. La risposta è da rintracciarsi perlopiù nelle misure di stimolo fiscale adottate in gran parte dei paesi dell'area dell'euro in risposta alla crisi finanziaria mondiale. Inoltre, lo scoppio della bolla immobiliare ha determinato un considerevole calo delle entrate, considerato strutturale perché non sono attesi recuperi neppure dopo il pieno annullamento dell'output gap. Pertanto, rispetto all'approccio della Commissione, la metodologia del SEBC individua per questi anni una minore componente ciclica e una maggiore componente strutturale nel saldo di bilancio⁶⁾; l'entità del successivo miglioramento strutturale, simile in entrambe le metodologie, riflette principalmente i consistenti sforzi di risanamento delle finanze pubbliche.

Conclusioni

Le stime del saldo strutturale sono necessarie per valutare la posizione di bilancio. Tuttavia, al di là della generale incertezza che caratterizza qualsiasi stima della posizione ciclica dell'economia, esistono anche modi diversi di stimare la componente ciclica del saldo di bilancio. Le organizzazioni internazionali applicano metodologie differenti per la stima dell'output gap nel quadro dell'analisi macroeconomica, la quale si concentra fra l'altro sulla valutazione del grado di capacità produttiva inutilizzata nell'economia e sulle possibili pressioni inflazionistiche⁷⁾. La Commissione europea corregge i saldi di bilancio per gli effetti del ciclo ricorrendo a un approccio connesso direttamente anche con l'output gap aggregato. Per contro, il SEBC applica ai conti pubblici una specifica metodologia nota come "quadro disaggregato", che non permette di ricavare dalla stima della componente ciclica del saldo di bilancio formulata dal SEBC l'output gap complessivo e, pertanto, non fornisce alcuna indicazione sulla valutazione e sulla previsione del SEBC circa la posizione ciclica dell'area dell'euro. Il principale vantaggio del quadro disaggregato del SEBC sta nel fatto che esso tiene conto delle differenze tra gli andamenti ciclici delle singole basi macroeconomiche e, di conseguenza, può consentire una stima più precisa della posizione di bilancio.

6) Inoltre, nel 2010 le differenze nel calcolo degli effetti delle misure una tantum e temporanee hanno contribuito al divario fra le due stime per circa 0,4 punti percentuali del PIL.

7) Cfr. il riquadro *Sottoutilizzo della capacità produttiva nell'area dell'euro* nel numero di aprile 2014 di questo Bollettino.

Di seguito si descrivono i recenti andamenti di bilancio nelle maggiori economie dell'area dell'euro e nei paesi che sono soggetti, o sono usciti da poco, a un programma di aggiustamento dell'UE/FMI.

In Germania i dati di contabilità nazionale per il primo semestre del 2014 mostrano un avanzo pari a circa lo 0,6 per cento del PIL su base annua²⁾, in aumento dello 0,2 rispetto allo stesso periodo del 2013, indicando un superamento degli obiettivi di bilancio per quest'anno. Secondo l'aggiornamen-

2) Il PIL su base annua si riferisce al PIL nell'anno solare, per il quale viene utilizzata la previsione ufficiale del governo.

to del programma di stabilità del 2014 e il progetto riveduto di documento programmatico di bilancio dello scorso 8 aprile, gli obiettivi del governo restano sostanzialmente invariati e contemplano un bilancio in pareggio in termini nominali dal 2014 al 2016 e avanzi pari allo 0,5 per cento del PIL nel 2017 e nel 2018. In termini strutturali, ci si attende un avanzo costante dello 0,5 per cento del PIL, superiore all'obiettivo di bilancio a medio termine (OMT) di un disavanzo strutturale pari allo 0,5 per cento del PIL. Per i prossimi anni l'esecutivo tedesco prevede una cospicua diminuzione del rapporto debito/PIL, tale da eccedere i requisiti del "freno al debito" nazionale, l'OMT del paese e il parametro per la riduzione del debito fissato nel Patto di stabilità e crescita.

In Francia i dati del bilancio statale in termini di cassa per i sei mesi fino a giugno 2014 mostrano un disavanzo pari a circa il 3,0 per cento del PIL annuo; non si osserva dunque alcun miglioramento rispetto al valore riferito allo stesso periodo dello scorso anno. A seguito di una correzione al ribasso delle sue proiezioni per la crescita economica, il governo francese ha indicato di recente che l'obiettivo di disavanzo per il 2014 (3,8 per cento del PIL) verrà ampiamente disatteso. Inoltre, sulla base della pianificazione attuale, ci si attende un incremento cumulato del saldo strutturale decisamente inferiore al requisito previsto nella raccomandazione della PDE di giugno 2013 (che prevede un miglioramento strutturale di 2,9 punti percentuali). Considerando l'accresciuto rischio che la scadenza del 2015 per la correzione del disavanzo eccessivo non venga rispettata, e al fine di assicurare la piena ottemperanza agli obblighi del Patto di stabilità e crescita, occorre varare ulteriori misure di risanamento nel contesto del progetto di documento programmatico di bilancio per il 2015 che sarà predisposto a breve.

In Italia, le amministrazioni pubbliche hanno registrato nel primo trimestre dell'anno un disavanzo pari a circa l'1,6 per cento del PIL su base annua (secondo il SEC 95); questo risultato segna un miglioramento di 0,2 punti percentuali sullo stesso periodo dello scorso anno che può essere ricondotto principalmente a un calo della spesa pubblica, specie di quella in conto capitale, a fronte di un rapporto entrate/PIL annuo pressoché costante. Gli ultimi dati disponibili del bilancio del settore statale sulle entrate tributarie per i sei mesi fino a giugno 2014 indicano una diminuzione di circa lo 0,1 per cento del PIL su base annua rispetto al periodo corrispondente dell'anno scorso. Tale calo può, tuttavia, essere imputabile a scadenze diverse per il versamento delle imposte, in particolare nel caso della tassazione del lavoro autonomo e degli immobili. Persistono i rischi per il conseguimento dell'obiettivo di disavanzo pubblico per il 2014 (2,6 per cento del PIL), soprattutto alla luce di andamenti economici peggiori delle attese. In prospettiva, è importante rafforzare ulteriormente l'orientamento delle politiche di bilancio nazionali al fine di assicurare il rispetto degli obblighi del Patto di stabilità e crescita, in particolare per quanto riguarda la riduzione del debito delle amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL.

In Spagna, il fabbisogno delle amministrazioni pubbliche (escluse quelle locali) sulla base dei conti economici nazionali (PDE) nel periodo gennaio-maggio è ammontato al 2,3 per cento del PIL annuo, in calo dal 2,7 per cento dello stesso periodo del 2013 (o dal 2,5 per cento, al netto degli effetti del sostegno alle istituzioni finanziarie). Alla fine di giugno il debito delle amministrazioni pubbliche risultava pari al 96,8 per cento del PIL su base annua, in rialzo dal 93,9 per cento di fine 2013. Nella seconda metà di giugno il governo ha definito gli elementi essenziali della riforma fiscale, tesa, fra le altre cose, a semplificare e ridurre le aliquote della tassazione sui redditi delle persone fisiche e delle società. L'intervento si prefigge di stimolare la crescita e l'occupazione, ma potrebbe verosimilmente causare un calo netto delle entrate. Nel contesto di una ripresa dell'attività economica superiore alle attese, appaiono conseguibili l'obiettivo di disavanzo previsto dalla PDE per l'anno in corso (5,8 per cento del PIL) e persino il più ambizioso obiettivo di disavanzo del governo (5,5 per cento del PIL). Sembra invece più difficile, alla luce della riforma fiscale e di una

stabilizzazione della spesa, che vengano rispettati gli obiettivi di disavanzo indicati dalla PDE per il 2015 (4,2 per cento del PIL) e per il 2016 (2,8 per cento del PIL).

In Grecia, i dati più recenti indicano la realizzabilità dell'obiettivo di avanzo primario, fissato nel programma per il 2014 all'1,5 per cento del PIL. I rischi per le prospettive di finanza pubblica nel breve periodo derivano dall'incertezza circa gli effetti delle ampie riforme dell'imposizione sul reddito entrate in vigore quest'anno, nonché da pronunce giudiziali avverse su riduzioni di salari e pensioni varate in precedenza per talune professioni e dalla complessa situazione finanziaria del settore sanitario. Per gli anni successivi al 2014, si evidenziano divari considerevoli rispetto ai più ambiziosi obiettivi di avanzo primario prospettati per il 2015 (3,0 per cento del PIL) e per il 2016 (4,5 per cento del PIL). Sarà necessario vagliare le possibili soluzioni al problema nel quadro della predisposizione del bilancio per il 2015 e del prossimo riesame del programma, previsto per questo autunno.

A Cipro, dai dati di cassa per le amministrazioni pubbliche emerge un avanzo primario dell'1,1 per cento del PIL annuo nel primo semestre. Secondo la quinta missione di valutazione del programma di aggiustamento dell'UE/FMI, svoltasi a luglio, gli obiettivi di finanza pubblica per il primo semestre dell'anno sono stati ampiamente raggiunti a seguito di un'esecuzione prudente del bilancio che, se protratta per tutto il resto dell'anno, consentirebbe di rispettare abbondantemente l'obiettivo di bilancio del 2014, pari all'1,6 per cento del PIL. Il programma prevede per il 2016 un avanzo primario delle amministrazioni pubbliche dell'1,2 per cento del PIL, conformemente alla scadenza, fissata dalla PDE al 2016, per la riduzione del disavanzo di bilancio complessivo al di sotto del 2,8 per cento del PIL, nonché al requisito imposto dal programma di conseguire un avanzo primario del 4 per cento del PIL entro il 2018, al fine di portare il debito pubblico su un duraturo percorso discendente.

In Irlanda, i dati di cassa per i sette mesi fino a luglio segnalano un disavanzo intorno al 3 per cento del PIL su base annua, in miglioramento di circa 0,5 punti percentuali rispetto al profilo di finanza pubblica e di 1,4 punti percentuali sullo stesso periodo dello scorso anno. Tale evoluzione è stata trainata da entrate superiori alle attese, specie sul fronte dell'IVA, e da un calo della spesa che ha interessato in particolare il costo del servizio del debito; ha invece superato l'obiettivo del governo il livello della spesa sanitaria, che resta pertanto una fonte di rischio per i conti pubblici. Sulla base degli ultimi dati, sia l'obiettivo di disavanzo delle amministrazioni pubbliche del 5,1 per cento del PIL connesso con la PDE per il 2014 sia il più ambizioso obiettivo di bilancio del 4,8 per cento del PIL sembrano ampiamente raggiungibili.

In Portogallo, i dati di cassa per il settore delle amministrazioni pubbliche relativi al periodo gennaio-luglio indicano un disavanzo pari all'incirca al 3,5 per cento del PIL su base annua, in peggioramento di 0,2 punti percentuali rispetto al valore riferito allo stesso periodo dello scorso anno. Ci si attende che una serie di sentenze della Corte Costituzionale emanate tra la fine di maggio e la metà di agosto esercitino sul bilancio del 2014 un impatto avverso pari complessivamente a circa lo 0,3 per cento del PIL. Dopo aver sancito lo scorso 30 maggio l'incostituzionalità di alcuni interventi di risanamento, riguardanti perlopiù le retribuzioni dei dipendenti pubblici, più di recente la Corte costituzionale portoghese si è pronunciata a favore delle altre misure comprese nel bilancio del 2014; ha inoltre dichiarato costituzionale una riduzione salariale, prevista per il biennio 2014-2015, che compensa in parte l'impatto della decisione di maggio. Tuttavia, è stato giudicato incostituzionale un intervento in materia di pensioni che sarebbe dovuto confluire nel bilancio del 2015. Le autorità portoghesi hanno confermato l'impegno a individuare misure sostitutive che controbilancino gli effetti dei provvedimenti giudiziali nel 2014 e nel 2015.

SFIDE PER LE POLITICHE DI BILANCIO

Nonostante i progressi compiuti nell'ulteriore riduzione degli squilibri di bilancio, i livelli di indebitamento delle amministrazioni pubbliche restano elevati e continuano ad aumentare in molti paesi dell'area dell'euro. Pertanto, mentre il ritmo di risanamento può rallentare in misura considerevole rispetto all'apice della crisi, si rende necessario un ulteriore aggiustamento in linea con l'obiettivo di assicurare finanze pubbliche sostenibili nel complesso dell'area dell'euro in un orizzonte di medio periodo. Agli inizi di luglio i ministri delle finanze dell'UE hanno chiuso il semestre europeo fornendo raccomandazioni specifiche per l'area dell'euro e per 26 paesi dell'Unione non soggetti a programma (cfr. il riquadro 7). Nella maggior parte dei casi, le raccomandazioni specifiche per i paesi dell'area invocavano un rafforzamento delle strategie di bilancio nazionali nel 2014. Al fine di ridurre ulteriormente gli squilibri di finanza pubblica presenti nei paesi dell'area, è essenziale che i progetti di documenti programmatici di bilancio per il 2015, da presentare alla Commissione europea entro metà ottobre, rispecchino appieno le raccomandazioni specifiche per paese e, in particolare, definiscano le misure necessarie ad assicurare il rispetto degli impegni assunti nel quadro del Patto di stabilità e crescita. Coerentemente con gli indirizzi per il semestre europeo, tali documenti dovrebbero mirare innanzitutto a una composizione del bilancio favorevole alla crescita. A tal fine, ridurre la spesa improduttiva può liberare risorse utili a preservare quella produttiva e ad abbassare l'elevato cuneo fiscale sul lavoro.

Il quadro di riferimento rafforzato per la governance delle finanze pubbliche, entrato in vigore alla fine del 2011, ha dimostrato l'impegno dei governi dell'UE a superare la crisi del debito sovrano e a ripristinare la sostenibilità dei conti pubblici nel medio periodo. In occasione della riunione del Consiglio europeo del 26 e 27 giugno, i capi di Stato o di governo europei hanno convenuto che il risanamento di bilancio deve proseguire con modalità differenziate e atte a favorire l'espansione economica e che le regole vigenti del Patto di stabilità e crescita offrono una flessibilità sufficiente a tener conto di andamenti economici sfavorevoli e dell'impatto esercitato sulle finanze pubbliche da importanti riforme strutturali, come quelle del sistema pensionistico, nel breve periodo³⁾. In tale contesto, la Commissione europea ha il compito di valutare entro la fine dell'anno le modifiche del quadro di riferimento per la governance introdotte dai regolamenti "six pack" e "two pack" rispettivamente nel 2011 e nel 2013. Nell'insieme il Patto di stabilità e crescita è un'ancora di fiducia e il quadro rafforzato per la governance di bilancio, incentrato sul mantenimento di conti pubblici sostenibili, risulta solido. I regolamenti non sembrano richiedere interventi sostanziali. Uno dei principali insegnamenti della crisi riguarda la necessità di un'applicazione più coerente delle regole, le quali devono essere efficaci nel salvaguardare la sostenibilità dei bilanci pubblici. Questo aspetto è fondamentale per conferire credibilità al nuovo quadro e prevenire efficacemente il riemergere di squilibri di bilancio.

3) Cfr. le conclusioni del Consiglio europeo del 26 e 27 giugno 2014, consultabili all'indirizzo <http://register.consilium.europa.eu/doc/srv?l=IT&f=ST%2079%202014%20INIT>.

Riquadro 7

RACCOMANDAZIONI SPECIFICHE PER PAESE RELATIVE ALLE POLITICHE DI BILANCIO NELL'AMBITO DEL SEMESTRE EUROPEO DEL 2014

L'8 luglio 2014 il Consiglio Ecofin ha adottato alcune raccomandazioni specifiche per paese relative alle politiche economiche e di bilancio per i 26 paesi dell'Unione europea non soggetti a programmi, ossia tutti gli Stati membri salvo Cipro e Grecia, quindi chiudendo formalmente

il Semestre europeo del 2014¹⁾. Le raccomandazioni esprimono pareri sui programmi di bilancio di medio termine delineati nei programmi di stabilità e convergenza che i paesi dovevano sottoporre alla Commissione europea entro metà aprile. A tal fine, le linee guida per le politiche di bilancio sono intese ad assicurare il rispetto del Patto di stabilità e crescita (PSC) rafforzato²⁾ e hanno implicazioni dirette per la preparazione e l'esame dei progetti di documenti programmatici di bilancio per il 2015 nel novembre di quest'anno³⁾. Ciò è dovuto al fatto che l'Articolo 2, lettera a), del Regolamento n. 1466/97 impone agli Stati membri di tenere conto delle linee guida rivolte loro nella formulazione delle rispettive politiche di bilancio prima di adottare decisioni fondamentali per i bilanci nazionali degli anni successivi.

In tale contesto il presente riquadro esamina le raccomandazioni specifiche per paese relative alle politiche di bilancio per i 16 paesi dell'area dell'euro nell'ambito del Semestre europeo del 2014 e pone in evidenza le implicazioni per le valutazioni dei progetti di bilancio per il 2015, che i paesi devono presentare entro la metà di ottobre.

Valutazione delle raccomandazioni specifiche per paese relative alle politiche di bilancio

Secondo le previsioni di primavera della Commissione europea, le azioni strutturali condotte nella maggioranza dei paesi dell'area dell'euro nel 2014 non saranno sufficienti a rispettare gli impegni assunti nell'ambito del PSC, con rischi di inosservanza per il 2015 in assenza di cambiamenti delle politiche (cfr. tavola A). Di fatto, ci si attende che gli interventi strutturali nell'area dell'euro ammontino allo 0,15 per cento circa del PIL nel 2014 e diventino negativi nel 2015 (-0,11 per cento del PIL). Tali interventi sono sensibilmente inferiori all'impegno di risanamento strutturale assunto dai paesi nell'ambito del PSC (0,5 per cento del PIL in media nel 2014). Essi inoltre forniscono una risposta insufficiente ai pareri sui progetti di documenti programmatici di bilancio 2014 che la Commissione europea ha emesso nel novembre 2013, riscontrando che solo due paesi (Germania ed Estonia) erano pienamente conformi con le disposizioni del PSC. Inoltre la Commissione ha specificamente richiesto a otto paesi di adottare ulteriori misure per ottemperare agli impegni assunti nell'ambito del PSC⁴⁾.

In tale contesto, le raccomandazioni specifiche per paese relative alle politiche di bilancio nel quadro del Semestre europeo del 2014 sollecitano nove dei 16 paesi dell'area dell'euro a rafforzare le rispettive strategie di bilancio nel 2014. In particolare, a questi paesi è stato richiesto di adottare ulteriori misure per affrontare i rischi di inosservanza del PSC (cfr. tavola A)⁵⁾. Con lo stesso spirito, per il 2015 le raccomandazioni invitano i paesi dell'area dell'euro a recepire nei rispettivi progetti di documenti programmatici di bilancio le misure necessarie ad assicurare

- 1) Tali raccomandazioni sono basate sulle proposte adottate dalla Commissione europea il 2 giugno 2014 e approvate dal Consiglio europeo il 26 e 27 giugno, a conclusione quindi del Semestre europeo del 2014. Per una panoramica del Semestre europeo del 2014 cfr. il riquadro *Principali sfide per la sorveglianza delle politiche economiche e di bilancio nel quadro del semestre europeo del 2014* pubblicato nel numero di marzo 2014 di questo Bollettino.
- 2) Per ulteriori informazioni sulle riforme del PSC, cfr. il riquadro *Entra in vigore il quadro rafforzato per la governance economica dell'UE* nel numero di dicembre 2011 di questo Bollettino e il riquadro *I due regolamenti per rafforzare la governance economica nell'area dell'euro* nel numero di aprile 2013 di questo Bollettino.
- 3) La valutazione dei progetti di documenti programmatici di bilancio è stata introdotta come un nuovo elemento della sorveglianza dei conti pubblici nell'area dell'euro dai regolamenti "two-pack", entrati in vigore il 30 maggio 2013.
- 4) Per ulteriori informazioni sul risultato della prima valutazione nel quadro di questo esercizio relativo ai progetti di documenti programmatici di bilancio per il 2014, cfr. il riquadro *Il risanamento dei conti pubblici nell'area dell'euro: progressi compiuti e programmi per il 2014* nel numero di dicembre 2013 di questo Bollettino.
- 5) Sono inclusi i due paesi a cui la Commissione europea ha rivolto una raccomandazione autonoma nel marzo di quest'anno, con la Francia che ha sostanzialmente risposto a tali raccomandazioni e la Slovenia solo in parte.

il rispetto del PSC. Per la Germania, essendo l'unico paese dell'area che dovrebbe superare il livello richiesto dal PSC nel 2014 e nel 2015, le raccomandazioni specifiche sulla politica di bilancio indicano il mantenimento di una solida posizione di bilancio e l'adesione all'obiettivo di bilancio a medio termine, utilizzando le risorse disponibili per accrescere e rendere più efficienti gli investimenti pubblici in infrastrutture, istruzione e ricerca. Le raccomandazioni inoltre esortano a rafforzare le condizioni che stimolano ulteriormente la domanda interna, ad esempio riducendo gli elevati livelli di imposizione fiscale e i contributi previdenziali, specie per i lavoratori a basso reddito.

Tavola A Raccomandazioni specifiche per paese sulle politiche di bilancio nel 2014 e nel 2015

Paese	Impegno previsto dal PSC (variazione del saldo strutturale in percentuale del PIL, se l'OMT non è stato raggiunto)		Previsioni di primavera della Commissione europea (variazione del saldo strutturale in percentuale del PIL)		Divario rispetto al risanamento annuo (differenza tra previsioni e impegni, se l'OMT non è stato raggiunto)		Raccomandazioni specifiche per paese relative alla strategia di bilancio			
	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015		
Meccanismo preventivo										
Belgio	0,5	0,6	0	-0,2	-0,5	-0,8	rafforzare	rafforzare sensibilmente		
Germania	OMT raggiunto	OMT raggiunto	-0,2	-0,4	OMT raggiunto	OMT raggiunto	assicurare il rispetto dell'OMT			
Estonia	0	0,5	-0,1	-0,2	-0,1	-0,7	rafforzare	rafforzare sensibilmente		
Italia	0,7	0,7	0,1	0,1	-0,6	-0,6	rafforzare	rafforzare sensibilmente		
Lettonia	0	0,4	-0,5	-0,4	0,1**	-0,1**	mantenere la posizione solida	rafforzare		
Lussemburgo	OMT raggiunto	0	-0,8	-1,9	OMT raggiunto	-1,8	mantenere la posizione solida	rafforzare sensibilmente		
Paesi Bassi	0,5	0,5	0	0,5	-0,5	0	rafforzare	rafforzare sensibilmente		
Austria	0,6	0,6	-0,1	0,1	-0,7	-0,5	rafforzare	rafforzare sensibilmente		
Slovacchia	0,1	0,1	-0,2	0,4	-0,3	0,3	rafforzare			
Finlandia	0	0,1	-0,3	0,6	-0,3	0,5	ridurre il divario rispetto all'OMT	attuare il piano		
Meccanismo correttivo (PDE)										
Scadenza della PDE	2014	Malta	0,7	0,6	0,1	-0,1	-0,6	-0,7	correggere la PDE	rafforzare sensibilmente
	2015	Irlanda*	1,9	1,9	1,7	0,4	n,a	n,a	dare piena attuazione	correggere la PDE
		Francia	0,8	0,8	0,6	0,4	-0,2	-0,4	rafforzare la strategia di bilancio	
		Portogallo	1,4	0,5	n,a	n,a	n,a	n,a	attuare le misure necessarie	attuare la strategia riveduta
		Slovenia	0,5	0,5	0,2	0,2	-0,3	-0,3	rafforzare [...] per il 2014 e gli anni successivi	
	2016	Spagna	0,8	0,8	0,4	-1,1	-0,4	-1,9	Rafforzare la strategia di bilancio dal 2014	

Fonti: raccomandazioni specifiche per paese per il 2014 (<http://www.consilium.europa.eu/special-reports/european-semester/documents-in-2014>) e previsioni di primavera della Commissione europea.

Note: nella tavola figurano i paesi dell'area dell'euro che non sono soggetti a programmi di assistenza finanziaria (tutti gli Stati membri salvo Cipro e Grecia). L'impegno di risanamento strutturale nel quadro del meccanismo preventivo del PSC è basato su un parametro di riferimento dello 0,5 per cento del PIL per anno, ma tiene conto del rapporto debito/PIL e della situazione economica. Il risanamento strutturale dell'Italia deve rispettare la regola relativa al debito nel periodo di transizione. Nel quadro del meccanismo correttivo del PSC, l'impegno di risanamento strutturale è legato a quello delineato nelle raccomandazioni del Consiglio sulla correzione del disavanzo eccessivo.

* L'Irlanda è stata sottoposta a una PDE prima della riforma del "six-pack" e quindi all'obbligo di conseguire un risanamento strutturale medio annuo senza obiettivi annui.

** In ragione dei costi della riforma pensionistica.

Per i paesi sottoposti al meccanismo correttivo del PSC, le raccomandazioni affrontano in particolare il rischio che gli interventi strutturali non raggiungano gli obiettivi strutturali annuali e/o cumulati nell'ambito delle procedure per i disavanzi eccessivi (PDE). Per i paesi sottoposti al meccanismo preventivo del PSC, le raccomandazioni affrontano soprattutto il rischio di una significativa deviazione dal percorso di aggiustamento verso l'obiettivo di bilancio a medio termine (OMT) di un saldo strutturale che è prossimo al pareggio o in avanzo (ad esempio, per Austria, Belgio, Estonia, Paesi Bassi e Slovacchia), il mancato rispetto del parametro di spesa (ad esempio, per Austria, Belgio, Estonia, Italia, Lussemburgo e Malta) e l'inosservanza della regola sul debito, che impone una riduzione media annua di un ventesimo del debito pubblico superiore al 60 per cento del PIL, dopo un periodo di transizione (ad esempio, in Belgio e Italia). Per l'area dell'euro nel suo complesso, lo squilibrio da correggere rispetto ai requisiti del PSC dovrebbe essere pari allo 0,6 per cento nel 2015.

Le raccomandazioni specifiche per paese del 2014 relative alle politiche di bilancio riflettono il fatto che un crescente numero di paesi dell'area dell'euro è stato sottoposto a sorveglianza dei conti pubblici nell'ambito del meccanismo preventivo del PSC⁶⁾, o è stato esortato a uscire dal meccanismo correttivo (la PDE) nei prossimi anni. Il fondamento del meccanismo preventivo è l'OMT di un saldo strutturale prossimo al pareggio oppure in avanzo⁷⁾. Per rispettare i requisiti del meccanismo preventivo, un paese che non ha raggiunto l'OMT deve ridurre il saldo strutturale dello 0,5 per cento l'anno come parametro di riferimento, considerando che lo sforzo strutturale richiesto sarà maggiore nei periodi di congiuntura favorevole e minore in quelli sfavorevoli⁸⁾. Il pacchetto di sei regolamenti detto "six-pack" entrato in vigore nel novembre 2011 ha rafforzato la sorveglianza dei conti pubblici nell'ambito del meccanismo preventivo. In particolare, tali regolamenti prevedono l'applicabilità di una sanzione finanziaria in caso di scostamento significativo dal percorso di aggiustamento verso l'OMT. Inoltre, il patto di bilancio stabilisce che la Commissione europea presenti un "quadro temporale per la convergenza" per assicurare che gli Stati membri che si discostano dagli OMT vi convergano rapidamente⁹⁾. Le scadenze degli OMT associate al quadro temporale per la convergenza sono state incluse nelle raccomandazioni specifiche per paese del 2013. Come indica la tavola B, diversi paesi, fra cui Austria, Belgio, Francia e Italia, hanno in programma di raggiungere i rispettivi OMT tardivamente rispetto alle raccomandazioni adottate dal Consiglio nel 2013, mentre Spagna e Malta intendono conseguire i propri con un anno di anticipo. Le raccomandazioni specifiche per paese del 2014 emanate dal Consiglio non avallano il differimento previsto dall'Austria, ma mantengono invariata al 2015 la scadenza per il raggiungimento dell'OMT. Allo stesso tempo, le raccomandazioni specifiche per paese di quest'anno non contengono linee guida aggiornate per i paesi che dovrebbero conseguire i rispettivi OMT dopo il 2015¹⁰⁾.

6) Tra i 16 paesi dell'area dell'euro non soggetti a programmi di assistenza finanziaria che partecipano al Semestre europeo, dieci sono attualmente sottoposti a sorveglianza nell'ambito del meccanismo preventivo. Malta è stata esortata a correggere la PDE quest'anno, Irlanda, Francia, Portogallo e Slovenia entro il 2015 e la Spagna entro il 2016.

7) L'OMT è definito per ciascun paese in base allo stato delle finanze pubbliche, alle prospettive macroeconomiche e ai costi attesi a causa dell'invecchiamento della popolazione.

8) In particolare, la correzione richiesta è fissata allo 0,6 per cento del PIL per i paesi con un debito pubblico superiore al 60 per cento del PIL e in periodi in cui la congiuntura non è né favorevole né sfavorevole, ossia quando l'output gap è compreso tra il -1,5 e l'1,5 per cento del PIL. Nei periodi di congiuntura sfavorevole, i paesi con un output gap compreso tra il -1,5 e il -4 per cento del PIL e un debito pubblico inferiore al 60 per cento devono migliorare il loro saldo di bilancio dello 0,1 per cento del PIL o più. I paesi che hanno conseguito l'OMT non sono tenuti a migliorare ulteriormente il loro saldo strutturale.

9) Cfr. l'articolo *Un patto di bilancio per un'Unione economica e monetaria rafforzata* nel numero di maggio 2012 di questo Bollettino.

10) Tali linee guida devono tenere conto delle revisioni al metodo concordato per stimare gli output gap, che hanno portato a una revisione al rialzo del saldo di bilancio strutturale in alcuni paesi, in particolare la Spagna, e a una revisione al ribasso in Estonia (cfr. "The revised methodology for calculating output gaps" nelle previsioni economiche di primavera per il 2014 della Commissione Europea).

Tavola B Obiettivi di bilancio a medio termine: programmi di governo e raccomandazioni del Consiglio

Paese	Raccomandazione specifica per paese per raggiungere l'OMT (emanata nel 2013)	Programma di governo per raggiungere l'OMT come delineato nel programma di stabilità del 2014	Raccomandazione specifica per paese per raggiungere l'OMT (emanata nel 2014)	OMT
Germania	(si considera l'OMT raggiunto)	OMT mantenuto	mantenere l'OMT	-0.5
Lettonia	(si considera l'OMT raggiunto)	OMT mantenuto	mantenere l'OMT	-1
Estonia	(si considera l'OMT raggiunto)	OMT mantenuto	2015*	>0
Finlandia	(si considera l'OMT raggiunto)	2015	2015*	-0.5
Lussemburgo	2013	2016	mantenere l'OMT	0.5
Italia	2014	2016	2015	0
Paesi Bassi	2015	2015	2015	-0.5
Austria	2015	2016	2015	-0.45
Belgio	2016	2017	-	0.75
Francia	2016	2017	-	0
Portogallo	2017	2017	-	-0.5
Slovenia	2017	2017	-	0
Slovacchia	2017	2017	-	-0.5
Spagna	2018	2017	-	0
Irlanda	2018	2018	-	0
Malta	2019	2018	-	0

Fonti: raccomandazioni specifiche per paese relative al 2013, disponibili su <http://www.consilium.europa.eu/special-reports/european-semester/documents-in-2013>, e al 2014, disponibili su <http://www.consilium.europa.eu/special-reports/european-semester/documents-in-2014>, oltre ai programmi di stabilità per il 2014, disponibili su http://ec.europa.eu/europe2020/making-it-happen/country-specific-recommendations/index_en.htm.

Note: gli obiettivi di bilancio a medio termine (OMT) rispecchiano quelli dichiarati nei programmi di stabilità dei paesi per il 2014. I numeri in rosso indicano un differimento programmato dell'OMT, mentre i numeri in verde indicano il raggiungimento anticipato dell'OMT. * In base al ricalcolo effettuato dalla Commissione del saldo strutturale contenuto nel programma di stabilità, Finlandia ed Estonia si sono discostate dai rispettivi OMT nel 2014.

In generale, le raccomandazioni specifiche per paese sulle politiche di bilancio affrontano i rischi di inosservanza degli impegni previsti dal PSC in modo completo, favorendo quindi il ripristino di solide posizioni di bilancio nell'area dell'euro. Allo stesso tempo, la sorveglianza dei conti pubblici prevista dal quadro rafforzato per la governance delle finanze pubbliche sarà maggiormente efficace se le raccomandazioni specifiche per paese sulle politiche di bilancio risulteranno pienamente coerenti, nel tempo e fra i paesi, e sufficientemente specifiche. Ciò comporta che vengano specificati nel dettaglio i ritardi nel risanamento a fronte degli impegni previsti dal PSC, nonché la divulgazione di linee guida più chiare per evitare che le scadenze degli OMT rimangano "obiettivi mobili"¹¹⁾.

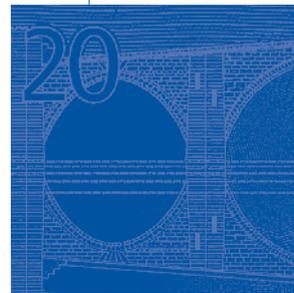
Implicazioni per le valutazioni sui progetti di bilancio per il 2015

Sono stati compiuti notevoli progressi per tornare a solide posizioni di bilancio nei paesi dell'area dell'euro. Ciò è attestato dal consistente calo del disavanzo di bilancio nominale e strutturale di varie amministrazioni pubbliche, nonché dal crescente numero di paesi che negli ultimi anni hanno corretto i disavanzi eccessivi. Sul fronte dei mercati, ciò si è riflesso nel calo dei rendimenti sui titoli sovrani osservato negli ultimi due anni. Tuttavia, le previsioni di primavera della Commissione europea per il 2014 evidenziano il rischio di un atteggiamento di compiacimento, mentre sono necessarie ulteriori misure di risanamento nel medio termine per ridurre gli elevati rapporti debito/PIL, in linea con gli impegni previsti dal PSC. È quindi importante che il quadro rafforzato per la governance delle finanze pubbliche trovi piena applicazione. La nuova valutazione dei progetti di documenti programmatici di bilancio, che è stata introdotta dal "two-pack" e applicata per la prima volta nel 2014, può svolgere un ruolo cruciale a tale riguardo, poiché

11) Tali linee guida devono anche chiarire come va aggiornato il quadro temporale per la convergenza, specie per tenere conto delle revisioni delle posizioni di partenza che sono legate in parte a variazioni metodologiche.

può contribuire a individuare e affrontare i ritardi nel risanamento già in una fase iniziale. I progetti di bilancio per il 2015, che verranno presentati alla Commissione europea entro la metà di ottobre, devono quindi specificare tutte le misure necessarie per aderire alle raccomandazioni specifiche per paese emanate nel quadro del Semestre europeo del 2014.

PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO FORMULATE DAGLI ESPERTI DELLA BCE NEL SETTEMBRE 2014 ¹⁾



Gli indicatori recenti suggeriscono prospettive più deboli nel breve termine a fronte di una moderata dinamica dell'interscambio, di tensioni geopolitiche e di incertezze circa il processo di riforma in alcuni paesi dell'area dell'euro. Ciò nonostante, nello scenario di base delle proiezioni si riscontrano ancora le forze sottostanti per un protrarsi della ripresa. La domanda interna beneficerà dell'orientamento accomodante della politica monetaria, rafforzato dalle misure convenzionali e non convenzionali adottate lo scorso giugno, e delle condizioni più favorevoli di offerta del credito. Lo scenario di base delle proiezioni ipotizza un'intonazione sostanzialmente neutra delle politiche di bilancio dopo anni di considerevole inasprimento fiscale. Inoltre, i consumi privati saranno favoriti dall'impatto di prezzi contenuti delle materie prime e dall'incremento dei redditi ascrivibile al graduale miglioramento del mercato del lavoro; gli investimenti, seppur frenati all'inizio da una cospicua capacità produttiva inutilizzata, saranno sospinti da una minore esigenza di aggiustamento dei bilanci e dagli effetti di recupero dopo anni di attività moderata. Le esportazioni beneficeranno della graduale ripresa mondiale, con il concorso di un cambio effettivo dell'euro più debole. Le proiezioni indicano un'espansione del PIL in termini reali pari allo 0,9 per cento nel 2014, all'1,6 nel 2015 e all'1,9 nel 2016. Poiché si tratta di valori superiori alla crescita potenziale stimata, questi tassi contribuiscono a una graduale riduzione dell'output gap.

L'inflazione misurata sullo IAPC si manterrebbe moderata nel breve periodo, in media allo 0,6 per cento nel 2014, per poi aumentare lentamente all'1,1 per cento nel 2015 e all'1,4 nel 2016 di riflesso all'atteso miglioramento dell'attività economica, che comporterebbe un'accelerazione di salari e utili. Inoltre, alle pressioni al rialzo sui prezzi dovrebbe concorrere l'aumento ipotizzato per i prezzi delle materie prime non energetiche e più in generale per i prezzi all'importazione dell'area dell'euro, anche sulla scia di un indebolimento del tasso di cambio dell'euro. Tuttavia, il rimanente eccesso di capacità produttiva e il calo delle quotazioni petrolifere desunto dall'andamento discendente dei contratti future frenano le prospettive di inflazione.

Rispetto alle proiezioni pubblicate nel numero di giugno scorso del Bollettino, la proiezione per la crescita del PIL in termini reali nel 2014 è stata rivista al ribasso di 0,2 punti percentuali, di riflesso a una dinamica del prodotto più debole delle attese nel secondo trimestre e a minori esportazioni nella seconda metà dell'anno. È stato corretto al ribasso anche il dato per il 2015, principalmente a causa di un effetto di trascinamento meno favorevole. Per contro, la proiezione per il 2016 è stata rivista al rialzo, di 0,1 punti percentuali, soprattutto in ragione dell'impatto favorevole di migliori condizioni di finanziamento per gli investimenti privati. L'inflazione misurata sullo IAPC per il 2014 è stata modificata al ribasso, di 0,2 punti percentuali, sulla scorta dei dati effettivi inferiori alle proiezioni rilevati negli ultimi mesi. Per il 2015 e il 2016 la proiezione resta invariata poiché la dinamica di fondo dell'inflazione armonizzata, più contenuta di quanto prospettato in passato, viene sostanzialmente compensata da rincari della componente energetica in qualche misura maggiori, dal momento che si ipotizzano quotazioni petrolifere più elevate e un tasso di cambio inferiore.

Le recenti misure di politica monetaria della BCE sono comprese nello scenario di base delle proiezioni unicamente attraverso il loro impatto sulle ipotesi tecniche finanziarie (tasso di interesse del mercato e quotazioni azionarie, compreso il tasso di cambio). È quindi probabile

1) Le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti della BCE rappresentano un contributo alla valutazione degli andamenti economici e dei rischi per la stabilità dei prezzi effettuata dal Consiglio direttivo. Informazioni sulle procedure e sulle tecniche adottate sono reperibili in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata dalla BCE nel giugno 2001 e consultabile nel suo sito Internet. I dati utilizzati in questo esercizio previsivo sono aggiornati al 21 agosto 2014.

che in tale scenario si sottovaluti l'impatto del pacchetto di interventi, poiché non sono ricompresi altri canali (cfr. riquadro 2).

Questo articolo espone in sintesi le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro elaborate per il periodo 2014-2016. Nella loro interpretazione va ricordato che esercizi previsivi condotti per un orizzonte temporale così esteso presentano un grado di incertezza molto elevato²⁾.

Per la prima volta nelle proiezioni dell'area dell'euro è inclusa la Lituania.

IL CONTESTO INTERNAZIONALE

In base alle proiezioni la crescita in termini reali del PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) mostrerà un recupero nel periodo considerato, passando dal 3,7 per cento nel 2014 al 4,2 nel 2015 e al 4,3 nel 2016. Nonostante la variabilità nel breve termine, lo slancio nelle economie avanzate all'esterno dell'area dell'euro si sta consolidando. Ha segnato un recupero anche l'attività nei mercati emergenti, per effetto della forte accelerazione in Cina. Gli indicatori su scala mondiale confermano per il breve termine un rafforzamento della crescita, che secondo le attese si protrarrebbe anche in seguito. Le politiche monetarie molto accomodanti nelle economie avanzate continuano a sostenere i mercati finanziari e la ripresa a livello mondiale. Questi paesi dovrebbero anche beneficiare in misura crescente di andamenti meno sfavorevoli, per effetto dell'esaurirsi del processo di riduzione della leva finanziaria nel settore privato, della minore esigenza di risanamento dei conti pubblici e di mercati del lavoro in via di miglioramento. Per contro, è probabile che in varie economie emergenti il potenziale di crescita venga frenato da strozzature di natura infrastrutturale, vincoli di capacità produttiva e squilibri macroeconomici, mentre altre economie dello stesso gruppo si stanno adeguando all'inasprimento delle condizioni finanziarie e alla prevista normalizzazione della politica monetaria negli Stati Uniti.

L'interscambio mondiale ha perso parte del suo slancio dalla fine dello scorso anno. In prospettiva, ci si attende che i maggiori investimenti nelle economie avanzate all'esterno dell'area dell'euro favoriscano una graduale ripresa degli scambi internazionali. Si ritiene, tuttavia, che incidano anche fattori strutturali, tra cui il rallentamento del ritmo di integrazione tramite le filiere produttive su scala mondiale. Di conseguenza, e in linea con i precedenti esercizi previsivi, le proiezioni ipotizzano per l'interscambio un'elasticità all'attività economica inferiore a quella osservata prima della crisi finanziaria globale. Viene prospettato un rafforzamento del commercio internazionale (esclusa l'area dell'euro) del 3,9 per cento nel 2014, del 5,5 nel 2015 e del 5,9 nel 2016. Poiché il ritmo di espansione della domanda di importazioni da parte dei principali partner commerciali dell'area sarebbe più contenuto rispetto alla domanda proveniente dal resto del mondo, la crescita della domanda estera dell'area risulterebbe lievemente inferiore a quella del commercio internazionale (cfr. tavola 1).

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche pubblicate nel numero dello scorso giugno del Bollettino, le prospettive per la crescita mondiale sono state riviste al rialzo di 0,1 punti percentuali per il 2014 e di 0,2 per il 2015 e il 2016. Queste modifiche sono tuttavia di natura tecnica e rispecchiano interamente, anziché una diversa valutazione a livello dei singoli paesi, un aggiornamento dei pesi che, sulla base della parità dei poteri d'acquisto, vengono assegnati al PIL dei vari paesi considerati nella costruzione degli aggregati relativi all'attività mondiale; i pesi riveduti attribuiscono mag-

2) Cfr. l'articolo *Una valutazione delle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema* nel numero di maggio 2013 del Bollettino.

Tavola I Contesto internazionale

(variazioni percentuali annue)

	Settembre 2014				Giugno 2014			Revisioni rispetto a giugno 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro)	3,7	3,7	4,2	4,3	3,6	4,0	4,1	0,1	0,2	0,2
Commercio mondiale (esclusa l'area dell'euro) ¹⁾	3,4	3,9	5,5	5,9	4,3	5,7	5,9	-0,3	-0,2	0,0
Domanda estera dell'area dell'euro ²⁾	2,9	3,5	5,0	5,6	3,7	5,2	5,6	-0,3	-0,3	-0,1

Nota: le revisioni sono calcolate su dati non arrotondati.

1) Calcolato come media ponderata delle importazioni.

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

giore importanza alle economie emergenti a più rapida crescita³⁾. Al netto degli effetti della nuova ponderazione, la crescita del PIL mondiale resta sostanzialmente invariata. La domanda estera dell'area dell'euro è stata corretta al ribasso di 0,3 punti percentuali per il 2014 e il 2015, e di 0,1 punti percentuali per il 2016. Queste revisioni discendono dalla considerazione che l'interscambio mondiale sarà probabilmente più debole di quanto atteso in precedenza nonché dalle prospettive più sfavorevoli per quanto concerne gli scambi con la Russia e l'Ucraina (cfr. riquadro 4).

- 3) A seguito della pubblicazione dell'indagine del 2011 condotta nell'ambito dell'International Comparison Program sui nuovi parametri per la parità dei poteri d'acquisto, l'FMI ha aggiornato nel *World Economic Outlook* le stime per il PIL valutato alla parità dei poteri di acquisto (cfr. il riquadro nell'aggiornamento di luglio 2014 del *World Economic Outlook* pubblicato dall'FMI).

Riquadro I

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

Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e le quotazioni delle materie prime sono basate sulle aspettative di mercato al 13 agosto 2014. I tassi di interesse a breve si riferiscono all'Eu-ribor a tre mesi, con le aspettative di mercato desunte dai tassi dei contratti future. Da questa metodologia deriva un livello medio dei tassi a breve dello 0,2 per cento nel 2014 e nel 2015, nonché dello 0,3 nel 2016. Le aspettative di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro comportano una media del 2,3 per cento nel 2014, del 2,2 nel 2015 e del 2,5 nel 2016¹⁾. Riflettendo il profilo dei tassi di interesse di mercato a termine e la graduale trasmissione delle variazioni dei tassi di mercato a quelli sui prestiti, i tassi compositi sui prestiti bancari al settore privato non finanziario dell'area dell'euro rimarrebbero sostanzialmente stabili nel 2014 e nel 2015, per poi mostrare un modesto incremento nel corso del 2016.

Per quanto riguarda le materie prime, sulla base del profilo dei prezzi impliciti nei contratti future nelle due settimane fino al 13 agosto, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent

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

Ipotesi tecniche

	Settembre 2014				Giugno 2014			Revisioni rispetto a giugno 2014 ¹⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Euribor a tre mesi (percentuale annua)	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,0	-0,1	-0,2
Rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni (percentuale annua)	2,9	2,3	2,2	2,5	2,4	2,6	3,0	-0,1	-0,4	-0,5
Prezzo del petrolio (USD al barile)	108,8	107,4	105,3	102,7	107,2	102,2	98,2	0,2	3,0	4,5
Prezzi delle materie prime non energetiche in USD (variazione percentuale annua)	-5,0	-4,8	0,1	4,4	0,3	1,7	4,6	-5,1	-1,6	-0,2
Tasso di cambio USD/EUR	1,33	1,36	1,34	1,34	1,38	1,38	1,38	-1,8	-3,3	-3,3
Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (TCE-20) (variazione percentuale annua)	3,8	1,4	-0,8	0,0	2,6	0,1	0,0	-1,2	-0,9	0,0

Nota: le revisioni sono calcolate su dati non arrotondati.

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

si riducano, passando da 109,8 dollari al barile nel secondo trimestre del 2014 a 102,7 nel 2016. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero registrare nel 2014 un consistente calo, al quale seguirebbe un incremento moderato nel 2015 e uno più sostenuto nel 2016 ²⁾.

Le ipotesi sui tassi di cambio bilaterali restano invariate nell'orizzonte temporale della proiezione sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 13 agosto. Ciò implica che il cambio dollaro/euro si collochi a 1,36 nel 2014 e a 1,34 nel 2015 e nel 2016.

Le ipotesi sui conti pubblici riflettono le leggi di bilancio e le manovre aggiuntive approvate dai paesi dell'area dell'euro, i rispettivi programmi di finanza pubblica di medio periodo e gli interventi ampiamente precisati negli aggiornamenti dei programmi di stabilità disponibili al 21 agosto. Tali interventi includono tutte le misure già approvate dai parlamenti nazionali o che sono state definite in sufficiente dettaglio dai governi e supereranno probabilmente l'iter legislativo. Nel complesso, queste ipotesi implicano in media un risanamento dei conti pubblici di entità appena contenuta nel periodo considerato, in base ai programmi di bilancio per il 2014 e alle informazioni solo limitate per i due anni successivi. La portata dell'azione di riequilibrio ipotizzata per l'arco temporale della proiezione è significativamente inferiore a quella registrata negli ultimi anni.

Rispetto al numero di giugno scorso del Bollettino, le principali modifiche apportate alle ipotesi tecniche includono una flessione dei tassi di interesse a breve e a lungo termine nell'area dell'euro nonché un indebolimento del tasso di cambio effettivo dell'euro. Al confronto con le proiezioni di giugno, le quotazioni petrolifere denominate in dollari statunitensi sono lievemente superiori mentre sono inferiori i prezzi delle materie prime non energetiche.

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

PROIEZIONI SULLA CRESCITA DEL PIL

Dopo quattro trimestri di crescita moderata, la ripresa economica nell'area dell'euro ha ristagnato nel secondo trimestre. La debolezza dell'attività in questo periodo rifletterebbe in parte l'effetto avverso esercitato da svariati fattori una tantum. Innanzitutto, nel primo trimestre l'attività è stata soggetta a un inconsueto impatto al rialzo dovuto al basso numero di giornate festive (poiché le vacanze scolastiche pasquali cadevano interamente nel secondo trimestre) e all'inverno mite che aveva dato slancio alle costruzioni. Questi due fattori del primo trimestre, che non sono stati colti in maniera sufficiente né dalla destagionalizzazione né dalla correzione per il numero di giornate lavorative, hanno frenato la crescita nel trimestre successivo, quando sono stati riassorbiti. In secondo luogo, gli effetti di calendario negativi connessi al numero più elevato del consueto di "ponti" in prossimità delle festività potrebbero aver ridotto in maggio il numero di giornate lavorative effettive in molti paesi dell'area dell'euro, fattore di cui la correzione applicata non ha tenuto conto.

Quanto alla seconda metà del 2014, il recente indebolimento degli indicatori del clima di fiducia, che pure rimangono prossimi alle medie di lungo periodo, segnala un aumento dell'attività piuttosto modesto a breve termine. I dati delle indagini congiunturali sono peggiorati a fronte dell'ulteriore recente inasprimento delle tensioni geopolitiche (cfr. riquadro 4) unitamente all'incertezza circa il processo di riforma economica in alcuni paesi dell'area dell'euro. Nel complesso, le proiezioni indicano nella seconda metà del 2014 una ripresa piuttosto moderata dell'attività, più debole di quanto atteso in precedenza.

Oltre il breve termine, in assenza di un ulteriore acuirsi delle tensioni mondiali si prospetta nell'orizzonte di proiezione una graduale accelerazione del PIL in termini reali. L'espansione del prodotto dovrebbe aumentare nel 2015 e nel 2016 a fronte di un calo dei differenziali di crescita tra paesi, grazie ai progressi compiuti nel superare la frammentazione dei mercati finanziari, alle minori differenze nel profilo delle politiche di bilancio e all'impatto positivo esercitato sull'attività dalle passate riforme strutturali in vari paesi. La ripresa prospettata per l'attività sarà trainata soprattutto da un rafforzamento della domanda interna, riconducibile all'orientamento accomodante della politica monetaria (ulteriormente rafforzato dalle recenti misure convenzionali e non convenzionali), a un'intonazione sostanzialmente neutra delle politiche di bilancio dopo anni di considerevole inasprimento fiscale e al ripristino di criteri neutri per l'erogazione del credito. Inoltre, i consumi privati dovrebbero beneficiare di un incremento del reddito disponibile reale derivante dall'impatto favorevole della moderata dinamica dei prezzi delle materie prime e dell'accelerazione dei salari. Anche gli investimenti privati in immobili residenziali e in altri settori dovrebbero essere favoriti dall'esaurirsi dell'impatto negativo degli aggiustamenti di bilancio necessari e dall'effetto di recupero dopo anni di investimenti deboli. L'attività, inoltre, sarà sempre più sospinta anche da un graduale consolidamento della domanda estera, rafforzata dal recente deprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro e dai passati incrementi di competitività. Ciò nondimeno, alcuni fattori continuano a frenare i progressi verso una crescita più sostenuta. Ci si attende che l'impatto avverso sulle prospettive per i consumi privati dovuto agli elevati tassi di disoccupazione in alcuni paesi diminuisca solo con gradualità nel periodo considerato, mentre l'ampia capacità produttiva inutilizzata in alcuni paesi e, presumibilmente, i vincoli dal lato dell'offerta di lavoro in altri continuerebbero a frenare la spesa per investimenti. In aggiunta, le tensioni geopolitiche correnti offuscano le prospettive a breve termine per investimenti ed esportazioni. Il PIL in termini reali aumenterebbe, in media d'anno, dello 0,9 per cento nel 2014, dell'1,6 nel 2015 e dell'1,9 nel 2016. Questa dinamica riflette il contributo in costante aumento della domanda interna accompagnato dall'esiguo apporto positivo delle esportazioni nette.

Esaminando in maggior dettaglio le componenti della domanda, secondo le proiezioni le esportazioni all'esterno dell'area dell'euro acquisiranno slancio nel prosieguo del 2014 e nel 2015, di riflesso

al graduale rafforzamento della domanda estera dell'area e all'effetto positivo del recente deprezzamento della moneta unica. Le recenti tensioni tra UE e Russia hanno nel complesso ricadute limitate per la domanda estera e le esportazioni dell'area dell'euro, ma alcuni paesi che presentano legami commerciali relativamente forti con la Russia potrebbero risentirne in misura maggiore. Le quote di mercato delle esportazioni dell'area dovrebbero diminuire marginalmente nell'arco temporale considerato, evidenziando tuttavia andamenti piuttosto eterogenei tra paesi a causa di una diversa evoluzione della competitività e di strutture dell'interscambio differenti. Le esportazioni all'interno dell'area aumenterebbero a un ritmo in qualche misura più lento di quelle verso l'esterno, a causa di una domanda interna ancora piuttosto debole.

Gli investimenti delle imprese dovrebbero via via aumentare nell'orizzonte di proiezione, sorretti dal rafforzamento della domanda interna ed estera in presenza di un fabbisogno cumulato di investimenti di sostituzione, dal livello molto basso dei tassi di interesse e dall'atteso miglioramento in alcuni paesi della trasmissione dei tassi di politica monetaria a quelli sui prestiti, dall'incremento degli utili e da un certo miglioramento degli effetti dal lato dell'offerta di credito. Tuttavia, l'impatto negativo della più debole dinamica della crescita e dell'ulteriore ristrutturazione dei bilanci societari in alcuni paesi dell'area dell'euro ostacola una più vigorosa ripresa degli investimenti delle imprese. Al termine del periodo in rassegna ci si attende che gli investimenti delle imprese si collochino ancora su un livello inferiore del 6 per cento al massimo raggiunto prima della crisi, seppure con notevoli differenze tra paesi dell'area.

Secondo le proiezioni, gli investimenti nell'edilizia residenziale registreranno un graduale incremento nella seconda metà del 2014 per poi acquisire maggiore slancio nel 2015 con la ripresa dell'attività economica nel contesto di bassi tassi sui mutui ipotecari e di migliori condizioni dell'offerta di credito nonché con il progressivo esaurirsi delle esigenze di aggiustamento. In alcuni paesi, tuttavia, la correzione nei mercati delle abitazioni e/o la crescita tuttora debole del reddito disponibile reale continuano a deprimere l'edilizia residenziale. Per tutto il periodo considerato ci si attende una perdurante debolezza degli investimenti pubblici dovuta al protratto contenimento della spesa in diversi paesi dell'area dell'euro, il quale più che compensa la dinamica maggiormente espansiva di tali investimenti in altri.

Sebbene l'occupazione in termini di numero di occupati sia moderatamente aumentata nella prima metà del 2014, l'espansione rimarrebbe debole nella seconda metà dell'anno e segnerebbe poi un lieve incremento nel 2015 e nel 2016. L'aumento atteso riflette la ripresa dell'attività, l'impatto al rialzo della passata moderazione salariale e l'effetto positivo delle riforme nei mercati del lavoro, che hanno accresciuto la flessibilità e favorito la creazione di posti di lavoro nel settore privato, specie in alcuni paesi sottoposti a tensioni. Tuttavia, ulteriori riduzioni all'organico del settore pubblico frenerebbero in alcuni paesi la crescita complessiva dell'occupazione. Per il periodo in rassegna si prospetta un moderato incremento delle forze di lavoro, dovuto all'immigrazione e al fatto che il graduale miglioramento della situazione nei mercati del lavoro stimola la partecipazione di determinate fasce della popolazione. Il tasso di disoccupazione è leggermente diminuito nei mesi recenti, soprattutto per effetto della svolta nell'occupazione. Ci si attende che scenda ancora nell'arco di tempo considerato, pur mantenendosi su livelli significativamente superiori a quelli osservati prima della crisi. La produttività del lavoro (misurata in termini di prodotto per occupato) aumenterebbe, di riflesso all'accelerazione attesa per il PIL in termini reali e alla risposta ritardata dell'occupazione agli andamenti dell'attività economica.

La crescita dei consumi privati dovrebbe mostrare un recupero nel periodo in esame, seguendo da vicino l'espansione del reddito disponibile reale. Questa sarebbe favorita da un incremento dei red-

Tavola 2 Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro¹⁾

(variazioni percentuali annue)

	Settembre 2014				Giugno 2014			Revisioni rispetto a giugno 2014 ²⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIL in termini reali ³⁾	-0,4	0,9	1,6	1,9	1,0	1,7	1,8	-0,2	-0,1	0,1
		[0,7-1,1] ⁴⁾	[0,6-2,6] ⁴⁾	[0,6-3,2] ⁴⁾	[0,6-1,4] ⁴⁾	[0,6-2,8] ⁴⁾	[0,5-3,1] ⁴⁾			
Consumi privati	-0,6	0,7	1,4	1,6	0,7	1,5	1,6	0,0	-0,1	0,0
Consumi collettivi	0,2	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,0	0,0
Investimenti fissi lordi	-2,6	1,1	3,1	3,9	1,7	3,1	3,5	-0,6	0,0	0,4
Esportazioni ⁵⁾	1,7	3,1	4,5	5,3	3,6	4,8	5,3	-0,5	-0,3	0,0
Importazioni ⁵⁾	0,7	3,5	4,5	5,3	3,6	4,8	5,5	-0,1	-0,4	-0,2
Occupazione	-0,8	0,3	0,6	0,7	0,3	0,5	0,7	0,0	0,1	0,0
Tasso di disoccupazione (% delle forze di lavoro)	11,9	11,6	11,2	10,8	11,8	11,5	11,0	-0,2	-0,2	-0,3
IAPC	1,4	0,6	1,1	1,4	0,7	1,1	1,4	-0,2	0,0	0,0
		[0,5-0,7] ⁴⁾	[0,5-1,7] ⁴⁾	[0,7-2,1] ⁴⁾	[0,6-0,8] ⁴⁾	[0,5-1,7] ⁴⁾	[0,6-2,2] ⁴⁾			
IAPC al netto dell'energia	1,4	0,8	1,3	1,6	1,0	1,3	1,6	-0,2	-0,1	0,0
IAPC al netto di: energia e alimentari	1,1	0,9	1,2	1,5	1,0	1,2	1,5	-0,1	0,0	-0,1
IAPC al netto di: energia, alimentari e variazioni delle imposte indirette ⁶⁾	1,0	0,8	1,2	1,5	0,9	1,2	1,5	-0,1	0,0	-0,1
Costo unitario del lavoro	1,2	1,0	0,8	1,1	0,9	0,7	1,1	0,1	0,0	0,0
Redditi per occupato	1,6	1,6	1,8	2,2	1,6	1,9	2,2	0,0	-0,1	0,1
Produttività del lavoro	0,4	0,6	1,0	1,1	0,7	1,1	1,0	-0,1	-0,1	0,1
Saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	-3,0	-2,6	-2,4	-1,9	-2,5	-2,3	-1,9	-0,1	0,0	0,0
Saldo strutturale di bilancio (% del PIL) ⁷⁾	-2,2	-2,0	-2,0	-1,9	-2,0	-2,0	-1,9	0,0	0,0	0,0
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	92,7	93,9	93,1	91,5	93,4	92,6	91,1	0,5	0,5	0,4
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	2,4	2,3	2,3	2,4	2,6	2,6	2,8	-0,3	-0,3	-0,4

1) Le proiezioni per il 2015 includono i dati relativi alla Lituania. Le variazioni percentuali medie per il 2015 sono calcolate sulla base di una composizione dell'area comprendente questo paese già nel 2014. Per le variabili di contabilità nazionale la proiezione si basa sul Sistema europeo dei conti 1995 (SEC 95).

2) Le revisioni sono calcolate su dati non arrotondati.

3) Dati corretti per il numero di giornate lavorative.

4) Gli intervalli di valori delle proiezioni presentano un'ampiezza pari al doppio della media degli scarti, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate negli anni scorsi. La metodologia adottata per il calcolo degli intervalli, che comporta una correzione per eventi eccezionali, è illustrata in New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges, pubblicata dalla BCE nel dicembre 2009 e disponibile nel suo sito Internet.

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

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

7) Calcolato come saldo delle amministrazioni pubbliche al netto degli effetti transitori del ciclo economico e delle misure temporanee assunte dai governi. Il calcolo riflette l'approccio del SEBC riguardo ai saldi di bilancio corretti per gli effetti del ciclo economico (cfr. Bouthevillain, C. et al., "Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach", *Working Paper Series*, n. 77, BCE, settembre 2001) e la definizione di misure temporanee adottata dal SEBC (cfr. Kremer, J. et al., "A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances", *Working Paper Series*, n. 579, BCE, gennaio 2006). La proiezione del saldo strutturale di bilancio non è derivata da una misura aggregata dell'output gap. Secondo la metodologia adottata dal SEBC, le componenti cicliche sono calcolate distintamente per le varie voci di entrata e di spesa. Per una trattazione in merito, anche con riferimento alla metodologia della Commissione europea, cfr. il riquadro Correzione del saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche per gli effetti del ciclo economico nel numero di marzo 2012 del Bollettino, nonché il riquadro Il saldo strutturale come indicatore della posizione di bilancio nel numero di settembre 2014 sempre del Bollettino.

diti da lavoro (imputabile a un rialzo dell'occupazione e a una crescita salariale più vigorosa), da un impatto meno gravoso delle misure di riequilibrio dei conti pubblici, da un maggiore contributo da parte di altri redditi personali (connessi soprattutto a utili) e da prezzi contenuti delle materie prime. Ci si attende che il tasso di risparmio rimanga stabile a causa di effetti opposti riconducibili, da un lato, all'impatto al ribasso dei tassi di interesse inferiori e della disoccupazione in graduale diminuzione (che comporta una minore esigenza di risparmio a scopo precauzionale) e, dall'altro, alle spinte al rialzo dovute a un minore ridimensionamento forzato del risparmio in alcuni paesi poiché il maggiore reddito disponibile agevola i consumi. Nell'arco temporale della proiezione i consumi collettivi aumenterebbero in misura moderata.

Le importazioni dall'esterno dell'area dell'euro mostrerebbero una crescita contenuta nel periodo in esame, essendo ancora frenate dalla debolezza della domanda totale dell'area e da un certo impatto al ribasso dovuto al recente deprezzamento dell'euro. L'interscambio netto contribuirebbe in misura moderata alla crescita del PIL in termini reali nell'orizzonte temporale della proiezione. Ci si attende che nel 2016 l'avanzo delle partite correnti rimanga sostanzialmente stabile al 2,4 per cento del PIL.

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche pubblicate nel numero di giugno scorso del Bollettino, la proiezione per la crescita del PIL in termini reali nel 2014 è stata rivista al ribasso di 0,2 punti percentuali, di riflesso soprattutto a una dinamica del prodotto più debole delle attese nel secondo trimestre. In aggiunta, sullo sfondo di accresciute tensioni geopolitiche l'impatto di una minore domanda mondiale sulle esportazioni e, in misura più contenuta, della maggiore debolezza degli investimenti comporta una revisione al ribasso dell'attività nella seconda metà del 2014. La proiezione per il 2015 è stata rivista al ribasso di 0,1 punti percentuali, a causa soprattutto di un minore effetto di trascinamento. Per il 2016 è stata rivista al rialzo di 0,1 punti percentuali, principalmente in virtù dell'impatto positivo esercitato sugli investimenti privati da condizioni di finanziamento più favorevoli (sorrette dalle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine).

PROIEZIONI RELATIVE ALL'EVOLUZIONE DEI PREZZI E DEI COSTI

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC si è collocata allo 0,3 per cento lo scorso agosto. L'attuale basso livello riflette il calo dei prezzi dell'energia e degli alimentari, nonché la debole dinamica dei prezzi dei beni industriali non energetici e dei servizi.

Dopo un livello dello 0,6 per cento nel secondo trimestre, l'inflazione complessiva si ridurrebbe ancora lievemente allo 0,4 per cento nel terzo trimestre per poi segnare un recupero allo 0,7 per cento nel quarto. Si rafforzerebbe ancora con gradualità nell'orizzonte di proiezione, raggiungendo l'1,5 per cento nel quarto trimestre del 2016. Il restringimento dell'output gap negativo a fronte del consolidamento della ripresa, determinando un'accelerazione di salari e utili, dovrebbe esercitare un impatto al rialzo sull'inflazione. Inoltre, l'incremento dei prezzi delle materie prime non energetiche e dei prezzi all'importazione dell'area dell'euro, rafforzato da un tasso di cambio più basso per la moneta unica, favorirebbero l'aumento dei prezzi al consumo nell'area. Nondimeno, si prevede che fino al 2016 l'inflazione risulti contenuta a causa del rimanente eccesso di capacità produttiva nell'economia, dal momento che fino al 2016 l'output gap negativo si restringerebbe solo in parte (circostanza che implica dinamiche salariali e dei margini di profitto molto modeste), e del calo delle quotazioni petrolifere desunto dai mercati dei contratti future.

In maggiore dettaglio, l'inflazione dei beni energetici rimarrebbe in territorio decisamente negativo nel terzo trimestre del 2014, per poi oscillare su valori prossimi allo zero per la parte restante dell'orizzonte di proiezione. L'impatto esercitato sui prezzi dell'energia al consumo dall'inclinazione lievemente discendente della curva dei contratti future per le quotazioni del greggio è in

parte compensato nel periodo in esame da effetti al rialzo di fattori quali il deprezzamento dell'euro e la dinamica dei prezzi di altri prodotti energetici. Nel complesso, i prezzi dell'energia fornirebbero nell'arco di tempo considerato un contributo nullo all'inflazione misurata sullo IAPC, apporto significativamente inferiore alla media di 0,5 punti percentuali del periodo dal 1999 al 2013. Pertanto, la dinamica di questa componente dell'indice spiega in gran parte le più moderate prospettive di inflazione nell'orizzonte di proiezione rispetto alla dinamica osservata nei primi quindici anni di unione monetaria.

Secondo le proiezioni, l'inflazione degli alimentari rimarrà prossima allo zero nel terzo trimestre dell'anno in corso, ma mostrerà una forte ripresa nei trimestri successivi fino a metà 2015, quando dovrebbero venire meno il cospicuo impatto al ribasso delle condizioni meteorologiche sui prezzi dei prodotti alimentari non trasformati e gli effetti base al ribasso. In seguito, dovrebbe continuare ad aumentare ancora, anche se con maggiore gradualità, per portarsi su tassi del 2,0 per cento al termine dell'orizzonte di proiezione. L'ulteriore accelerazione dei prezzi degli alimentari riflette l'incremento ipotizzato dei prezzi alla produzione dell'UE per le materie prime alimentari in linea con il graduale rafforzamento della ripresa economica. Nel complesso, i prezzi degli alimentari fornirebbero nell'orizzonte di proiezione un contributo di 0,2 punti percentuali all'inflazione misurata sullo IAPC, valore inferiore al contributo medio del periodo 1999-2013 pari a 0,5 punti percentuali; anch'essi concorrono quindi a spiegare le prospettive di inflazione in confronto modeste.

L'inflazione al netto degli alimentari e dell'energia dovrebbe aver raggiunto il valore minimo, allo 0,8 per cento, tra il quarto trimestre del 2013 e il terzo trimestre del 2014. Dovrebbe aumentare gradualmente nel periodo della proiezione via via che la ripresa acquisirà slancio (con un restringimento dell'output gap) e che la dinamica salariale e l'evoluzione degli utili si rafforzeranno. Ci si attende che questa misura dell'inflazione di fondo si porti all'1,5 per cento nell'ultimo trimestre del 2016. Anche il contributo di questa componente dello IAPC all'inflazione complessiva, situandosi a 0,8 punti percentuali nell'arco di tempo considerato, è inferiore alla media di lungo periodo pari a 1,1 punti percentuali.

Nel 2014 gli aumenti delle imposte indirette inclusi nei piani di risanamento dei conti pubblici fornirebbero all'inflazione un contributo al rialzo modesto, di circa 0,1 punti percentuali. In mancanza di informazioni sulle misure di bilancio approvate per la parte restante dell'orizzonte temporale di proiezione, ci si attende al momento che l'apporto delle imposte indirette sia trascurabile nel 2015 e nel 2016 (a fronte di una media storica dello 0,2 per cento).

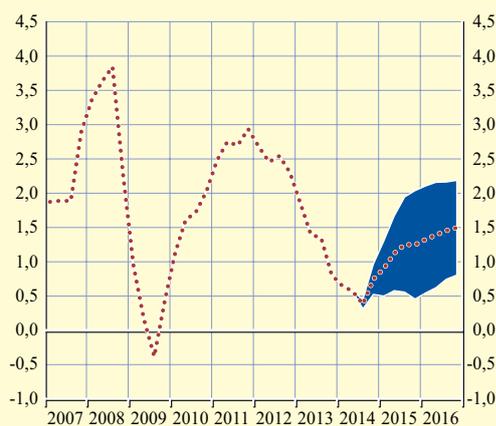
I fattori esterni hanno esercitato un notevole effetto al ribasso sulla recente evoluzione dell'inflazione misurata sullo IAPC. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente del deflatore delle importazioni ha evidenziato una brusca flessione dal 2,4 per cento nel 2012 al -2,0 nel primo trimestre del 2014. L'andamento va ricondotto a prezzi internazionali deboli a causa della moderata espansione mondiale, al passato apprezzamento dell'euro e ai ribassi delle quotazioni del greggio e delle materie prime non petrolifere. Le significative pressioni esterne al ribasso sui prezzi dovrebbero esaurirsi nella seconda metà del 2014, quando si prevede un punto di svolta nella crescita del deflatore delle importazioni sul periodo corrispondente. Nell'orizzonte temporale della proiezione ci si attende un incremento del tasso di crescita di questo deflatore fino agli inizi del 2015, a cui seguirebbe nel periodo in esame restante un'espansione sostanzialmente stabile pari all'1,4 per cento circa, livello prossimo alla media di lungo periodo. L'accelerazione del deflatore delle importazioni riflette l'incremento ipotizzato per i prezzi internazionali sulla scia del rafforzamento dell'economia mondiale, l'atteso rincaro delle materie prime non energetiche e un tasso di cambio dell'euro più basso.

Figura 1 Proiezioni macroeconomiche¹

(dati trimestrali)

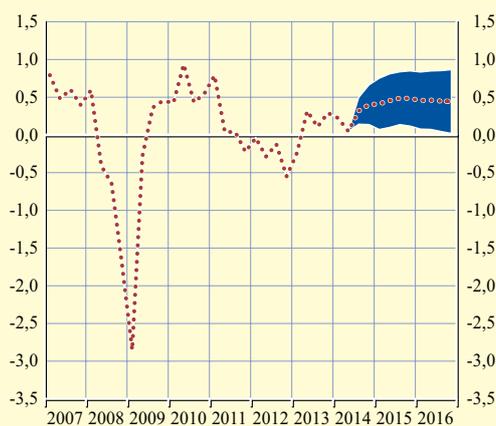
IAPC dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



PIL in termini reali dell'area dell'euro²⁾

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



1) Gli intervalli di valori delle proiezioni centrali presentano un'ampiezza pari al doppio della media degli scarti, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate negli anni scorsi. La metodologia adottata per il calcolo degli intervalli, che comporta una correzione per eventi eccezionali, è illustrata in *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, pubblicata dalla BCE nel dicembre 2009 e disponibile nel suo sito Internet.

2) Dati corretti per il numero di giornate lavorative.

Passando alle pressioni interne sui prezzi, il graduale miglioramento delle condizioni nei mercati del lavoro dell'area dell'euro dovrebbe determinare una certa accelerazione dei redditi per occupato. Per la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto si prospetta una flessione nei primi due anni dell'orizzonte temporale, all'1,0 per cento nel 2014 e ancora allo 0,8 nel 2015, seguita da un lieve incremento all'1,1 nel 2016. Il rallentamento del costo unitario del lavoro nei primi due anni considerati è attribuibile alla modesta dinamica dei redditi per occupato insieme alla maggiore crescita della produttività del lavoro. Nel 2016 il costo unitario del lavoro dovrebbe accelerare lievemente, a causa della più vigorosa espansione dei redditi per occupato accompagnata dalla sostanziale stagnazione della crescita della produttività. Questo andamento riflette la consueta reazione ritardata della dinamica salariale e di quella dell'occupazione alla ripresa economica, tenuto conto della marcata debolezza dei mercati del lavoro dell'area solo in lento miglioramento.

I margini di profitto (misurati dalla differenza tra deflatore del PIL al costo dei fattori e incremento del costo unitario del lavoro) dovrebbero registrare una certa contrazione nel 2014. In seguito, si rafforzerebbero gradualmente, sostenuti dalla ripresa congiunturale dell'economia.

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche pubblicate nel numero di giugno 2014 del Bollettino, la proiezione per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC è stata rivista al ribasso di 0,2 punti percentuali per il 2014, soprattutto per effetto di un andamento dell'indice più contenuto del previsto nei mesi recenti. Per il 2015 e il 2016 la proiezione resta invece invariata, rispecchiando essenzialmente una compensazione fra le correzioni al ribasso dello IAPC al netto dell'energia e le revisioni al rialzo delle componenti energetiche. Quanto alle correzioni al ribasso, i recenti livelli dell'inflazione inferiori alle attese dovrebbero comportare una dinamica di fondo dello IAPC al netto dell'energia più persistente e più contenuta di quanto prospettato. Al tempo stesso le ipotesi di prezzi petroliferi più elevati e di un tasso di cambio più basso presuppongono una revisione al rialzo della componente energetica dell'indice.

PROSPETTIVE PER I CONTI PUBBLICI

Sulla base delle ipotesi esposte nel riquadro 1, nell'area dell'euro il disavanzo delle amministrazioni pubbliche diminuirebbe gradualmente dal 3,0 per cento del PIL nel 2013 all'1,9 nel 2016. Tale diminuzione riflette in prevalenza l'evoluzione positiva della situazione congiunturale. Inoltre, il saldo strutturale di bilancio dovrebbe registrare in tutto il periodo considerato un certo miglioramento, riconducibile agli interventi di risanamento dei conti in alcuni paesi dell'area dell'euro e all'attesa sospensione dell'assistenza pubblica al settore finanziario. La continua moderata crescita della spesa pubblica dovrebbe più che compensare i tagli delle imposte dirette in diversi paesi. Secondo le attuali ipotesi sulle politiche di bilancio, il miglioramento in termini strutturali proseguirebbe, tuttavia, a un ritmo molto più lento che negli anni scorsi. Si prevede che nell'area dell'euro il rapporto fra debito pubblico lordo e PIL tocchi un massimo del 93,9 per cento nel 2014, per poi scendere al 91,5 nel 2016.

Riquadro 2

TRATTAMENTO DEL PACCHETTO DI MISURE DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE DI GIUGNO 2014 NELL'AMBITO DELLE PROIEZIONI

Il pacchetto annunciato il 5 giugno 2014 comprende un'ampia gamma di misure di politica monetaria, alcune di attuazione immediata (riduzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE e proroga delle procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti), altre aventi effetto da settembre 2014 (operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine, OMRLT) e altre ancora non precisate né decise alla data di chiusura di queste proiezioni (acquisti definitivi di attività cartolarizzate ossia asset-backed securities).

In tale contesto, l'approccio scelto in questo esercizio previsivo consiste nel tenere conto dell'impatto del pacchetto sullo scenario di base per quanto riguarda le ipotesi tecniche finanziarie fondate sul mercato (ovvero tassi di interesse di mercato e corsi azionari, compreso il tasso di cambio). La trasmissione delle variazioni di tali ipotesi dovrebbe essere in linea con le regolarità storiche; in altre parole, non viene operata alcuna correzione soggettiva allo schema di modellizzazione standard applicato per elaborare le ipotesi sui tassi sui prestiti e sugli effetti dal lato dell'offerta di credito oppure a qualsiasi altro fattore di costruzione dello scenario di base.

Nello scenario di base non vengono colti molti altri canali potenziali, fra i quali ad esempio la trasmissione del calo del costo di finanziamento delle banche ai loro tassi attivi, le favorevoli condizioni di offerta del credito e il ricorso delle banche ai fondi delle OMRLT per l'acquisto di attività. Quindi, nel complesso, è probabile che lo scenario di base sottostimi l'impatto del pacchetto; ciò rappresenta un evidente rischio al rialzo per le derivanti proiezioni sulla crescita e sull'inflazione.

Riquadro 3

ANALISI DI SENSIBILITÀ

Le proiezioni si fondano in ampia misura su ipotesi tecniche formulate sull'evoluzione di alcune variabili fondamentali. Poiché le proiezioni per l'area dell'euro possono risentire fortemente



di alcune di queste variabili, la loro sensibilità in relazione a profili alternativi per le ipotesi sottostanti può contribuire all'analisi dei rischi inerenti alle proiezioni stesse. Questo riquadro esamina l'incertezza che circonda tre ipotesi sottostanti fondamentali e la sensibilità delle proiezioni rispetto ad esse ¹⁾.

1) Profilo alternativo dei prezzi del petrolio

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

L'aspettativa di un calo dei prezzi del greggio può riflettere una valutazione del mercato secondo la quale la recente riduzione della produzione petrolifera di diversi paesi dell'OPEC a seguito di instabilità politica o tensioni geopolitiche sarà in parte invertita e/o compensata da un incremento della produzione mondiale di petrolio da scisti. I prezzi potrebbero tuttavia aumentare nell'eventualità di sviluppi geopolitici inattesi in importanti paesi produttori di petrolio (quale la Russia) nel breve e nel medio periodo oppure di una ripresa mondiale più vigorosa a medio termine.

Complessivamente, nel contesto di una ripresa mondiale, prezzi del petrolio più elevati di quanto ipotizzato nello scenario di base delle proiezioni sono ritenuti plausibili. Nella presente analisi di sensibilità si tiene quindi conto di una crescente revisione al rialzo dell'evoluzione dei prezzi dei contratti future per il petrolio ²⁾. Nel profilo alternativo si assume che le quotazioni del greggio superino del 3, del 6 e del 10 per cento i prezzi dei contratti future rispettivamente nel 2014, 2015 e 2016. Secondo i modelli macroeconomici degli esperti della BCE, quotazioni del petrolio più elevate determinerebbero un aumento dell'inflazione misurata sullo IAPC di 0,1-0,2 punti percentuali rispetto allo scenario di base delle proiezioni per il 2015 e il 2016. Al tempo stesso frenerebbero la crescita del PIL in termini reali, che risulterebbe inferiore di 0,1 punti percentuali nel 2015 e 2016.

2) Profilo alternativo del tasso di cambio

Lo scenario di base ipotizza l'invarianza del tasso di cambio effettivo dell'euro sino alla fine dell'orizzonte temporale. Tuttavia, un indebolimento dell'euro potrebbe risultare dal deterioramento delle aspettative di crescita e di inflazione nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti e dalle attese di orientamenti di politica monetaria divergenti nelle due economie; ciò comporterebbe aspettative di mercato di un prolungato periodo di tassi di interesse contenuti nell'area e di una normalizzazione più rapida negli Stati Uniti. Un profilo alternativo dell'euro, che implichi un deprezzamento più marcato, è stato calcolato con il 25° percentile della distribuzione ricavata dalle densità delle probabilità neutrali al rischio implicite nelle opzioni per il tasso di cambio euro/dollaro al 13 agosto 2014. Tale profilo comporta un graduale indebolimento dell'euro nei confronti del dollaro a un tasso di cambio di 1,24 nel 2016, ossia inferiore del 7,4 per cento rispetto all'ipotesi dello scenario di base. Le corrispondenti ipotesi per il tasso di

- 1) Tutte le simulazioni sono state condotte assumendo l'invarianza delle politiche e di ogni altra variabile relativa alle ipotesi tecniche e al contesto internazionale dell'area dell'euro.
- 2) Per una descrizione approfondita del modello utilizzato per calcolare l'aggiustamento al rialzo, cfr. Pagano, P. e Pisani, M., "Risk-adjusted forecasts of oil prices", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 9, n. 1, art. 24, 2009.

cambio effettivo nominale dell'euro riflettono regolarità storiche, ove le variazioni del tasso euro/dollaro rispecchiano quelle del tasso effettivo con un'elasticità di circa il 52 per cento. Ne consegue una graduale divergenza del tasso di cambio effettivo dell'euro, che risulterebbe inferiore del 3,9 per cento rispetto allo scenario di base nel 2016.

Secondo i modelli macroeconomici degli esperti della BCE, in tale eventualità risulterebbero più elevate sia la crescita del PIL in termini reali (0,1-0,3 punti percentuali nel 2015 e nel 2016) sia l'inflazione misurata sullo IAPC (0,2-0,3 punti percentuali nel 2015 e nel 2016).

3) Misure aggiuntive di risanamento di bilancio

Come affermato nel riquadro 1, le ipotesi concernenti le politiche di bilancio includono tutti i provvedimenti già approvati dai parlamenti nazionali o che sono stati definiti in sufficiente dettaglio dai governi e probabilmente supereranno l'iter legislativo. Per la maggior parte dei paesi le misure considerate nello scenario di base delle proiezioni non bastano a realizzare il risanamento richiesto nel quadro del meccanismo correttivo e di quello preventivo del Patto di stabilità e crescita. L'impegno a soddisfare tali requisiti si riflette ampiamente nei programmi di stabilità del 2014 e nella documentazione relativa ai programmi UE-FMI. Tuttavia, gli interventi tesi al raggiungimento di tali obiettivi spesso mancano oppure non sono sufficientemente precisati nel dettaglio e, pertanto, non se ne tiene conto nello scenario di base, in particolare per il 2015-2016, periodo che non è compreso nelle manovre di finanza pubblica e nelle leggi di bilancio di gran parte dei paesi. Pertanto, non solo è necessario ma è anche probabile che entro il 2016 diversi governi adottino ulteriori interventi di risanamento oltre a quelli considerati nello scenario di base.

Ipotesi alla base dell'analisi di sensibilità del bilancio

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

In base a queste premesse, per l'area dell'euro si valuta un risanamento aggiuntivo molto limitato (meno dello 0,1 per cento del PIL) nel 2014, mentre ulteriori interventi di riequilibrio saranno probabilmente adottati nel 2015 (intorno allo 0,3 per cento) e in misura lievemente inferiore nel 2016 (circa lo 0,1 per cento); il valore cumulato si collocherebbe quindi intorno allo 0,4 per cento del PIL entro la fine del 2016. Per quanto riguarda la composizione delle misure di bilancio, l'analisi di sensibilità cerca di integrare i profili nazionali e temporali specifici degli interventi di risanamento aggiuntivi più probabili. Nel quadro di questo esercizio, a livello di aggregazione dell'area dell'euro, si valuta che il risanamento dei conti sia sbilanciato verso il lato della spesa, ma emergono anche incrementi dell'imposizione fiscale indiretta, mentre si ritengono probabili misure di stimolo attraverso tagli alle imposte dirette e ai contributi previdenziali nel 2016.

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

(in percentuale del PIL)

	2014	2015	2016
Obiettivi di bilancio dei governi ¹⁾	-2,4	-1,8	-1,1
Scenario dei conti pubblici per le proiezioni	-2,6	-2,4	-1,9
Misure di risanamento aggiuntive (cumulate) ²⁾	0,0	0,3	0,4
Effetti delle misure di risanamento aggiuntive (punti percentuali) ³⁾			
Crescita del PIL in termini reali	0	-0,2	-0,2
IAPC	0	0,1	0

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

2) Analisi di sensibilità basata sulle valutazioni degli esperti della BCE.

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

Impatto macroeconomico delle misure di risanamento aggiuntive

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

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

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

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

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

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

Riquadro 4

**IMPLICAZIONI DELLE TENSIONI FRA L'UE E LA RUSSIA PER LE PROSPETTIVE
SUL COMMERCIO DELL'AREA DELL'EURO**

L'intensificarsi delle tensioni geopolitiche e il connesso calo di fiducia possono avere esercitato ultimamente un impatto negativo sull'attività nell'area dell'euro. Tuttavia, lo scenario di base delle proiezioni ipotizza che le recenti tensioni tra l'UE e la Russia abbiano solo implicazioni avverse molto modeste per l'interscambio dell'area dell'euro. Gli effetti sulla domanda estera e sulle esportazioni dell'area dovrebbero esplicarsi in prevalenza attraverso due canali.

Innanzitutto, le prospettive per l'economia russa sono peggiorate, comprimendo la domanda interna e le importazioni del paese nell'orizzonte considerato rispetto alle proiezioni pubblicate nel numero di giugno del Bollettino, con ricadute negative sulla domanda estera e sulle esportazioni dell'area. L'acuirsi delle tensioni in Ucraina ha innescato l'imposizione di ulteriori sanzioni, soprattutto finanziarie, da parte dell'UE e degli Stati Uniti alla Russia. Dopo una contrazione, sul periodo precedente, dello 0,3 per cento del PIL russo nel primo trimestre del 2014, l'attività nei prossimi trimestri dovrebbe restare debole, riflettendo la stagnazione degli investimenti dovuta in parte agli incrementi dei tassi di interesse operati dalla Banca di Russia, le condizioni di finanziamento interne ed esterne molto più tese, i deflussi di capitale e l'elevata incertezza. In aggiunta, ci si attende che i consumi privati siano frenati dalle incerte prospettive economiche e dal reddito disponibile reale più contenuto a causa dell'aumento dell'inflazione, ascrivibile anche al deprezzamento del rublo. Il deterioramento della domanda interna russa rappresenta un freno per la crescita del PIL e delle importazioni del paese nel periodo in esame, comportando una revisione al ribasso delle importazioni russe rispetto alle precedenti proiezioni. Poiché la Russia incide per circa il 4,5 per cento sulla domanda estera dell'area, questo andamento più debole delle importazioni russe riduce lievemente la domanda estera dell'area, di pressappoco 0,1 punti percentuali sino alla fine del 2016, rispetto all'esercizio precedente.

Secondariamente, la Russia ha imposto il divieto di importazione di alcuni beni alimentari, inclusi quelli dell'area dell'euro, provenienti da paesi che hanno sanzionato persone e organismi russi. Il divieto interessa circa il 2 per cento delle importazioni totali della Russia di beni e servizi e rappresenta un ulteriore ostacolo alla loro crescita nell'orizzonte di proiezione. Per tenere conto dell'effetto di tali restrizioni, si ipotizza che circa un terzo delle importazioni colpite da embargo possa essere immediatamente sostituito da altri fornitori esteri. La quota restante dovrebbe indurre una lieve contrazione dell'espansione delle importazioni russe tra la fine del 2014 e il principio del 2015. Ciò si traduce in una flessione inferiore a 0,1 punti percentuali della domanda estera dell'area fino agli inizi del 2015 rispetto all'esercizio precedente.

Mentre le ripercussioni avverse sulla domanda estera dell'area dell'euro risultano probabilmente contenute, per alcuni dei suoi paesi l'impatto sarebbe più consistente, a seconda dei rapporti commerciali con la Russia. Inoltre, le recenti tensioni sembrano avere determinato un calo di fiducia delle imprese dell'area.

Per quanto concerne queste stime occorre tenere conto di alcune precisazioni. L'effetto avverso dell'embargo russo sulle esportazioni dell'area dell'euro potrebbe essere superiore a quanto indicato nella revisione al ribasso della domanda estera, poiché il divieto di importazione colpisce specificamente l'area e qualche altro paese dell'OCSE, fattore non colto dalle quote commerciali che sono

fisse. Quindi è più plausibile che le esportazioni dell'area possano risultare inferiori a quanto già prospettato. I paesi dell'area, peraltro, potrebbero riuscire a trovare mercati di sbocco alternativi, smorzando l'impatto dell'embargo.

Infine, come rilevato nel numero di giugno 2014 del Bollettino (cfr. il riquadro *L'esposizione dell'area dell'euro alla crisi in Ucraina*), l'ulteriore acuirsi delle tensioni nella regione può dar luogo ad altre sanzioni nei confronti della Russia e a ritorsioni di quest'ultima contro l'UE. In tal caso, è probabile che l'impatto sull'attività e sull'inflazione nell'area dell'euro sia significativamente maggiore.

Riquadro 5

PREVISIONI FORMULATE DA ALTRE ORGANIZZAZIONI

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

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

(variazioni percentuali annue)

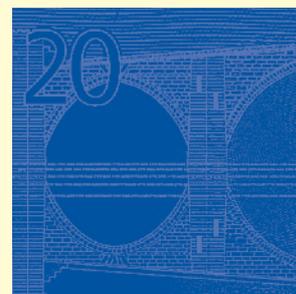
	Data di pubblicazione	PIL in termini reali			IAPC		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Proiezioni degli esperti della BCE	settembre 2014	0,9 [0,7-1,1]	1,6 [0,6-2,6]	1,9 [0,6-3,2]	0,6 [0,5-0,7]	1,1 [0,5-1,7]	1,4 [0,7-2,1]
Commissione europea	maggio 2014	1,2	1,7	-	0,8	1,2	-
OCSE	maggio 2014	1,2	1,7	-	0,7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

Fonti: *European Economic Forecast* della Commissione europea, primavera 2014; *World Economic Outlook Update* dell'FMI, luglio 2014 (PIL); *World Economic Outlook* dell'FMI, aprile 2014; *Economic Outlook* dell'OCSE, maggio 2014; *Consensus Economics Forecasts*; *MJEconomics* e *Survey of Professional Forecasters* della BCE.

Note: i tassi di crescita indicati nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE e nelle previsioni dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative, diversamente da quelli riportati dalla Commissione europea e dall'FMI. Per quanto riguarda le altre previsioni non viene fornita alcuna precisazione in merito.

Secondo le previsioni diffuse dalle altre organizzazioni, la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro nel 2014 sarebbe lievemente superiore a quella indicata dalle proiezioni degli esperti della BCE. Nel 2015 e nel 2016 si collocherebbe su livelli simili o leggermente inferiori ai dati della BCE. Per l'inflazione misurata sullo IAPC le previsioni della maggior parte delle organizzazioni riportano tassi medi annui nel 2014 e nel 2015 prossimi o lievemente superiori a quelli delle proiezioni della BCE. Nel 2016 l'inflazione al consumo si dovrebbe situare in media tra l'1,3 e l'1,5 per cento secondo le altre previsioni disponibili, rispetto all'1,4 per cento delle proiezioni della BCE. Al momento tutti i valori per il 2015 e il 2016 si collocano all'interno degli intervalli delle proiezioni elaborate dagli esperti della BCE, come riportati nella tavola.

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

Segni convenzionali nelle tavole

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

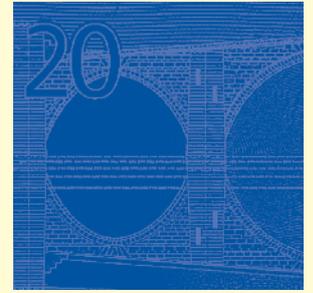


TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

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	0,9	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	1,2	-	-2,3	-1,1	0,30	1,82
2° trim.	5,2	2,1	1,1	-	-1,9	-1,6	0,30	1,44
2014 mar.	5,6	2,2	1,0	1,1	-2,2	-1,2	0,31	1,82
apr.	5,2	2,0	0,8	1,0	-1,8	-2,7	0,33	1,72
mag.	5,0	2,1	1,1	1,2	-2,0	-1,0	0,32	1,56
giu.	5,4	2,3	1,6	1,5	-1,8	-1,1	0,24	1,44
lug.	5,6	2,5	1,8	.	-1,6	.	0,21	1,34
ago.	.	.	.	.	.	.	0,19	1,03

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	-1,5	0,9	0,9	1,3	79,8	0,1	11,7
2° trim.	0,6	-1,0	.	0,7	0,8	79,7	.	11,6
2014 mar.	0,5	-1,6	-	-	0,3	-	-	11,7
apr.	0,7	-1,2	-	-	1,8	79,5	-	11,6
mag.	0,5	-1,0	-	-	0,6	-	-	11,6
giu.	0,5	-0,8	-	-	0,0	-	-	11,5
lug.	0,4	-1,1	-	-	.	79,8	-	11,5
ago.	0,3	.	-	-	.	-	-	.

3. Statistiche sull'estero

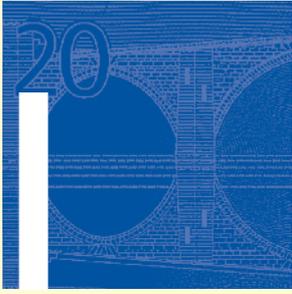
(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	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	Beni	Investimenti diretti e di portafoglio				Nominale	Reale (IPC)	
2012	139,6	89,0	23,9	689,4	-13,2	128,8	97,9	95,6	1,2848
2013	249,3	165,3	78,1	542,1	-12,0	120,8	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.	97,0	48,1	42,7	542,1	-12,0	120,8	103,1	100,0	1,3610
2014 1° trim.	37,1	36,9	39,4	570,6	-12,2	122,5	103,9	100,7	1,3696
2° trim.	51,6	43,2	-20,6	583,0	.	.	103,8	100,1	1,3711
2014 mar.	21,5	19,2	-31,0	570,6	-	-	104,6	101,3	1,3823
apr.	20,0	15,7	-105,2	568,0	-	-	104,5	101,0	1,3813
mag.	9,5	13,1	70,6	568,8	-	-	103,8	100,1	1,3732
giu.	22,2	14,4	13,9	583,0	-	-	103,0	99,2	1,3592
lug.	.	.	.	585,1	-	-	102,6	98,7	1,3539
ago.	.	.	.	.	-	-	101,9	98,0	1,3316

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

I.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

1. Attività

	1° agosto 2014	8 agosto 2014	15 agosto 2014	22 agosto 2014	29 agosto 2014
Oro e crediti in oro	334.432	334.432	334.432	334.433	334.433
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	248.462	249.403	249.072	249.284	249.547
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	24.897	24.521	24.540	24.308	24.229
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	18.526	18.905	19.250	19.904	20.881
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	533.535	504.912	501.031	497.636	517.578
Operazioni di rifinanziamento principali	133.304	107.922	108.203	107.612	131.762
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	400.184	396.974	392.824	389.963	384.899
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	45	17	4	4	917
Crediti connessi a scarti di garanzia	3	0	0	57	0
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	74.200	66.126	66.759	61.941	62.628
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	556.809	559.131	560.880	557.715	559.853
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	199.011	199.011	199.011	195.445	195.445
Altri titoli	357.799	360.120	361.869	362.270	364.409
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	26.705	26.709	26.709	26.709	26.709
Altre attività	242.118	241.119	240.501	241.089	242.857
Attività totali	2.059.683	2.025.258	2.023.176	2.013.019	2.038.716

2. Passività

	1° agosto 2014	8 agosto 2014	15 agosto 2014	22 agosto 2014	29 agosto 2014
Banconote in circolazione	971.423	973.405	975.642	970.274	971.290
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	263.858	235.871	241.501	230.875	253.654
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	219.715	214.475	221.620	205.216	222.757
Depositi overnight	44.118	21.146	19.849	25.626	30.864
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	25	251	33	33	33
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	4.818	5.012	4.804	4.801	4.854
Certificati di debito	0	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	105.767	96.732	86.283	95.070	93.069
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	44.234	43.771	43.768	41.998	41.585
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	1.269	1.015	1.012	1.082	1.050
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	5.399	6.280	6.121	5.850	6.052
Contropartite dei DSP dell'FMI	53.368	53.368	53.368	53.368	53.368
Altre passività	212.818	213.077	213.948	212.973	217.064
Rivalutazioni	301.418	301.418	301.418	301.418	301.418
Capitale e riserve	95.311	95.311	95.311	95.312	95.312
Passività totali	2.059.683	2.025.258	2.023.176	2.013.019	2.038.716

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 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
10 set.	-0,20	-0,10	0,05	-	-0,10	0,30	-0,10

Fonte: BCE.

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

1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante procedura d'asta ^{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 28 mag.	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 lug.	97.103	124	97.103	0,15	-	-	-	7
9	94.150	138	94.150	0,15	-	-	-	7
16	99.908	142	99.908	0,15	-	-	-	7
23	97.887	139	97.887	0,15	-	-	-	7
30	133.304	162	133.304	0,15	-	-	-	7
6 ago.	107.922	131	107.922	0,15	-	-	-	7
13	108.203	132	108.203	0,15	-	-	-	7
20	107.612	131	107.612	0,15	-	-	-	7
27	131.762	135	131.762	0,15	-	-	-	7
3 set.	111.199	124	111.199	0,15	-	-	-	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine ⁵⁾								
2014 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.	13.193	97	13.193	0,19	-	-	-	90
14	32.335	54	32.335	0,25	-	-	-	28
29 ⁶⁾	10.949	89	10.949	0,16	-	-	-	91
11 giu.	9.970	44	9.970	0,15	-	-	-	28
26 ⁶⁾	10.386	84	10.386	.	-	-	-	91
31 lug. ⁶⁾	6.786	91	6.786	.	-	-	-	91
28 ago. ⁶⁾	7.244	72	7.244	.	-	-	-	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	
2014 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.	18.035,7	9.948,1	541,3	2.364,4	1.257,2	3.924,7	
mag.	18.077,2	10.002,9	543,9	2.356,2	1.270,3	3.903,9	
giu.	17.990,3	10.022,5	546,3	2.342,3	1.208,3	3.870,9	

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 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	214,3	109,8	0,0	0,15
12 ago.	105,0	210,2	105,2	0,0	0,15
9 set.	105,2	.	.	.	.

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema											
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità ²⁾	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità ³⁾	Banconote in circolazione	Conti delle amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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 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
8 lug.	540,0	111,7	460,1	0,1	209,0	23,9	27,2	958,1	110,0	-12,5	214,3	1.196,3
12 ago.	547,6	106,6	414,7	0,3	202,2	24,6	0,0	967,6	92,4	-23,6	210,2	1.202,5

Fonte: BCE.

- 1) 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.
- 2) L'aggregato include la liquidità fornita nel quadro del programma di acquisto di obbligazioni bancarie garantite e del programma per i mercati dei titoli finanziari dell'Eurosistema.
- 3) L'aggregato include la liquidità assorbita come risultato delle operazioni di *swap* in valuta dell'Eurosistema. Per ulteriori dettagli, cfr. <http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html>.



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
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
2° trim.	3.735,9	1.897,2	13,6	1,2	1.882,4	706,4	569,4	15,6	121,3	-	27,0	675,0	8,1	422,3
2014 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.	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
giu.	3.735,9	1.897,2	13,6	1,2	1.882,4	706,4	569,4	15,6	121,3	-	27,0	675,0	8,1	422,3
lug. ^(p)	3.654,1	1.815,5	13,6	1,2	1.800,7	699,3	564,3	14,2	120,7	-	26,5	680,3	8,1	424,5
IFM escluso l'Eurosistema														
2012	32.694,8	17.987,2	1.153,4	11.043,4	5.790,4	4.901,8	1.627,0	1.423,3	1.851,6	66,8	1.227,8	4.045,7	214,7	4.250,9
2013	30.444,4	16.981,3	1.082,4	10.649,1	5.249,7	4.673,4	1.694,4	1.335,7	1.643,3	58,1	1.232,5	3.855,8	210,6	3.432,7
2014 1° trim.	30.586,6	16.942,5	1.092,9	10.638,3	5.211,2	4.699,7	1.774,6	1.307,1	1.617,9	54,0	1.248,9	3.981,5	202,3	3.457,8
2° trim.	30.730,9	16.887,2	1.087,7	10.606,6	5.193,0	4.693,0	1.808,5	1.302,7	1.581,8	45,4	1.236,7	4.077,3	203,2	3.588,1
2014 apr.	30.742,1	16.962,4	1.093,7	10.650,9	5.217,8	4.680,4	1.790,6	1.272,1	1.617,7	54,0	1.267,8	4.035,9	202,8	3.538,8
mag.	30.869,6	16.927,1	1.095,4	10.587,6	5.244,2	4.716,8	1.806,9	1.315,7	1.594,3	51,7	1.255,8	4.107,0	203,1	3.608,1
giu.	30.730,9	16.887,2	1.087,7	10.606,6	5.193,0	4.693,0	1.808,5	1.302,7	1.581,8	45,4	1.236,7	4.077,3	203,2	3.588,1
lug. ^(p)	30.892,4	16.871,9	1.097,0	10.577,0	5.197,9	4.672,3	1.799,7	1.306,9	1.565,6	43,3	1.238,4	4.172,9	203,5	3.690,2

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
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
2° trim.	3.735,9	986,1	1.652,4	101,1	49,9	1.501,4	-	0,0	459,4	148,7	489,2
2014 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.	3.888,0	980,3	1.811,4	116,7	50,8	1.643,8	-	0,0	442,2	167,8	486,3
giu.	3.735,9	986,1	1.652,4	101,1	49,9	1.501,4	-	0,0	459,4	148,7	489,2
lug. ^(p)	3.654,1	996,3	1.564,8	98,2	45,9	1.420,8	-	0,0	464,4	136,4	492,1
IFM escluso l'Eurosistema											
2012	32.694,8	-	17.195,3	169,6	10.870,4	6.155,3	534,7	4.848,9	2.344,0	3.494,8	4.277,2
2013	30.444,4	-	16.646,2	152,5	10.941,1	5.552,6	462,9	4.352,6	2.399,6	3.106,7	3.476,5
2014 1° trim.	30.586,6	-	16.654,3	181,1	10.955,7	5.517,5	458,1	4.297,7	2.452,9	3.225,3	3.498,3
2° trim.	30.730,9	-	16.725,3	214,8	10.984,7	5.525,8	437,4	4.236,4	2.456,0	3.226,1	3.649,7
2014 apr.	30.742,1	-	16.660,3	144,1	10.927,2	5.588,9	463,1	4.284,1	2.462,6	3.295,6	3.576,4
mag.	30.869,6	-	16.742,2	172,9	10.952,3	5.617,0	456,6	4.279,2	2.452,4	3.309,0	3.630,2
giu.	30.730,9	-	16.725,3	214,8	10.984,7	5.525,8	437,4	4.236,4	2.456,0	3.226,1	3.649,7
lug. ^(p)	30.892,4	-	16.716,6	194,6	10.986,4	5.535,6	452,7	4.210,6	2.465,5	3.300,1	3.747,0

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	24.649,7	11.747,7	1.097,4	10.650,3	3.622,6	2.262,0	1.360,6	792,1	4.488,2	218,9	3.780,2
2014 1° trim.	24.907,2	11.747,5	1.108,0	10.639,5	3.682,7	2.352,6	1.330,0	804,2	4.639,5	210,2	3.823,2
2° trim.	25.134,0	11.709,1	1.101,3	10.607,8	3.696,2	2.377,9	1.318,3	805,5	4.752,3	211,3	3.959,7
2014 apr.	25.048,9	11.759,9	1.107,7	10.652,1	3.652,9	2.358,2	1.294,8	825,6	4.698,2	210,8	3.901,5
mag.	25.177,6	11.698,3	1.109,4	10.588,9	3.707,0	2.373,9	1.333,1	815,0	4.771,3	211,1	3.974,9
giu.	25.134,0	11.709,1	1.101,3	10.607,8	3.696,2	2.377,9	1.318,3	805,5	4.752,3	211,3	3.959,7
lug. ^(p)	25.307,3	11.688,8	1.110,6	10.578,2	3.685,2	2.364,0	1.321,1	805,6	4.853,2	211,6	4.063,1
Transazioni											
2012	90,3	-35,5	-4,7	-30,8	112,1	183,0	-70,9	38,6	-150,0	-14,0	139,1
2013	-1.616,7	-278,4	-73,7	-204,7	-26,6	46,2	-72,8	14,1	-79,3	-2,1	-1.244,5
2014 1° trim.	185,0	-2,7	9,1	-11,8	35,4	58,8	-23,4	13,4	117,6	-8,8	30,2
2° trim.	165,5	-18,3	-6,0	-12,4	-8,9	2,6	-11,5	5,3	68,3	1,4	117,7
2014 apr.	141,4	15,3	0,1	15,1	-36,8	-0,1	-36,7	19,6	65,0	0,5	77,8
mag.	82,2	-60,3	1,6	-61,9	45,7	9,1	36,6	-12,8	36,6	0,4	72,8
giu.	-58,1	26,7	-7,7	34,4	-17,8	-6,4	-11,4	-1,5	-33,2	0,5	-32,9
lug. ^(p)	137,2	-11,5	7,6	-19,1	-17,4	-19,3	1,9	4,0	60,5	0,3	101,3

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	2.853,2	2.396,4	3.793,4	4.729,6	-52,1
2013	24.649,7	921,2	214,8	10.981,2	404,8	2.586,4	2.340,4	3.308,9	3.954,3	-62,3
2014 1° trim.	24.907,2	916,5	267,2	10.994,1	404,1	2.558,8	2.422,1	3.391,9	3.981,7	-29,2
2° trim.	25.134,0	935,3	315,9	11.034,6	392,1	2.533,2	2.457,3	3.374,9	4.138,9	-48,1
2014 apr.	25.048,9	921,8	256,5	10.977,4	409,1	2.544,4	2.433,7	3.463,2	4.060,6	-17,9
mag.	25.177,6	928,9	289,6	11.003,1	405,0	2.563,1	2.426,9	3.476,8	4.116,5	-32,3
giu.	25.134,0	935,3	315,9	11.034,6	392,1	2.533,2	2.457,3	3.374,9	4.138,9	-48,1
lug. ^(p)	25.307,3	944,7	292,8	11.032,3	409,5	2.524,2	2.470,5	3.436,5	4.239,2	-42,3
Transazioni										
2012	90,3	19,5	-5,1	180,5	-18,2	-125,3	156,0	-251,4	151,2	-16,9
2013	-1.616,7	44,4	-37,0	162,8	-46,6	-199,2	79,1	-441,6	-1.187,2	8,6
2014 1° trim.	185,0	-5,3	52,0	8,5	6,9	-26,6	38,5	63,3	13,7	34,1
2° trim.	165,5	18,8	48,7	35,9	-11,8	-20,7	17,6	-43,5	134,8	-14,2
2014 apr.	141,4	5,3	-10,7	-16,0	5,1	-12,8	7,4	74,5	77,0	11,5
mag.	82,2	7,1	33,1	20,5	-4,1	11,9	-9,1	-14,9	51,9	-14,3
giu.	-58,1	6,4	26,3	31,3	-12,8	-19,9	19,2	-103,1	5,9	-11,4
lug. ^(p)	137,2	9,4	-23,1	-5,0	17,5	-17,0	14,6	32,6	102,7	5,5

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	789,8	9.779,3	-	7.569,0	3.406,0	13.055,3	10.854,0	-	1.035,4
2013	5.391,1	3.812,4	9.203,5	624,7	9.828,1	-	7.303,2	3.402,3	12.693,8	10.539,9	-	1.161,9
2014 1° trim.	5.488,3	3.791,7	9.280,0	602,1	9.882,1	-	7.348,6	3.453,1	12.658,1	10.530,8	-	1.262,8
2° trim.	5.547,2	3.808,4	9.355,6	602,2	9.957,8	-	7.288,8	3.439,6	12.595,0	10.467,5	-	1.364,1
2014 apr.	5.497,4	3.788,2	9.285,6	589,3	9.874,9	-	7.329,2	3.458,6	12.632,0	10.551,5	-	1.271,5
mag.	5.532,7	3.799,9	9.332,6	594,3	9.926,9	-	7.323,7	3.466,1	12.610,9	10.492,4	-	1.307,5
giu.	5.547,2	3.808,4	9.355,6	602,2	9.957,8	-	7.288,8	3.439,6	12.595,0	10.467,5	-	1.364,1
lug. ⁵⁾	5.597,9	3.806,9	9.404,8	611,4	10.016,2	-	7.295,2	3.465,3	12.576,0	10.437,4	-	1.415,0
Transazioni												
2012	307,4	78,6	386,0	-55,8	330,2	-	-116,7	184,3	-103,2	-71,0	-15,4	100,1
2013	291,2	-66,7	224,5	-124,1	100,3	-	-89,8	-25,1	-305,9	-247,9	-221,6	361,5
2014 1° trim.	89,3	-23,9	65,4	-14,5	50,9	-	9,0	17,2	-28,2	-10,0	-7,3	87,1
2° trim.	56,6	15,6	72,2	3,3	75,5	-	-76,8	-35,1	-39,4	-44,0	11,8	83,3
2014 apr.	9,5	-3,3	6,2	-10,6	-4,3	-	-24,1	0,3	-26,7	23,2	24,4	11,7
mag.	32,5	10,5	43,0	5,0	48,1	-	-15,8	0,8	-23,7	-57,7	-8,7	28,0
giu.	14,5	8,3	22,9	8,8	31,7	-	-36,9	-36,2	11,0	-9,5	-4,0	43,7
lug. ⁵⁾	50,9	-2,6	48,3	9,4	57,7	-	-2,0	18,7	-5,6	-19,7	-20,9	39,6
Variazioni percentuali												
2012	6,4	2,1	4,5	-6,6	3,5	3,5	-1,5	5,8	-0,8	-0,6	-0,1	100,1
2013	5,7	-1,7	2,5	-16,2	1,0	1,2	-1,2	-0,7	-2,3	-2,3	-2,1	361,5
2014 1° trim.	5,6	-2,3	2,2	-13,6	1,0	1,1	-1,0	-0,9	-2,5	-2,2	-2,0	382,6
2° trim.	5,4	-1,8	2,3	-8,8	1,6	1,5	-1,6	-2,6	-2,2	-1,8	-1,1	387,8
2014 apr.	5,2	-2,4	2,0	-14,2	0,8	1,0	-1,0	-0,9	-2,5	-1,8	-1,6	379,8
mag.	5,0	-1,9	2,1	-12,1	1,1	1,2	-1,2	-1,4	-2,6	-2,0	-1,4	353,3
giu.	5,4	-1,8	2,3	-8,8	1,6	1,5	-1,6	-2,6	-2,2	-1,8	-1,1	387,8
lug. ⁵⁾	5,6	-1,8	2,5	-6,8	1,8	.	-1,3	-1,8	-2,0	-1,6	-1,0	416,5

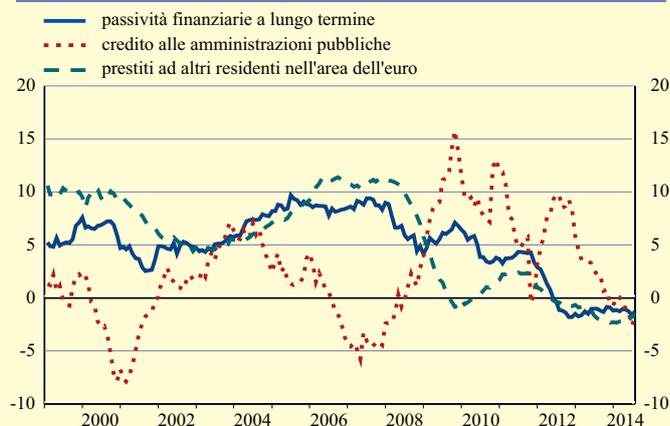
F1 Aggregati monetari ¹⁾

(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	182,9	2.685,0	106,1	2.395,2	2.382,7
2013	909,6	4.481,5	1.690,8	2.121,6	118,8	417,9	87,9	2.510,7	91,7	2.372,4	2.328,4
2014 1° trim.	926,3	4.562,0	1.667,4	2.124,3	116,8	402,0	83,2	2.472,6	91,2	2.358,7	2.426,2
2° trim.	930,2	4.617,0	1.675,8	2.132,6	131,4	394,4	76,4	2.454,1	89,9	2.299,2	2.445,6
2014 apr.	925,7	4.571,7	1.664,3	2.123,9	119,3	401,8	68,3	2.468,5	91,1	2.323,1	2.446,5
mag.	928,5	4.604,2	1.672,9	2.127,0	120,8	396,3	77,3	2.480,9	91,1	2.311,9	2.439,8
giu.	930,2	4.617,0	1.675,8	2.132,6	131,4	394,4	76,4	2.454,1	89,9	2.299,2	2.445,6
lug. ^(p)	935,5	4.662,5	1.674,3	2.132,6	129,8	410,7	70,9	2.451,0	90,4	2.289,3	2.464,5
Transazioni											
2012	20,2	287,2	-36,0	114,7	-17,0	-20,0	-18,8	-105,9	-10,2	-156,3	155,7
2013	45,6	245,5	-109,9	43,2	-11,9	-48,6	-63,6	-137,3	-14,3	-18,7	80,5
2014 1° trim.	16,1	73,2	-26,2	2,2	-2,1	-8,1	-4,3	-37,5	-0,5	-7,7	54,7
2° trim.	3,9	52,7	7,3	8,3	14,4	-7,4	-3,6	-16,8	-1,3	-60,4	1,8
2014 apr.	-0,7	10,2	-3,0	-0,3	2,5	-0,2	-12,9	-4,7	-0,1	-35,4	16,1
mag.	2,8	29,6	7,6	3,0	1,2	-5,4	9,2	5,5	0,0	-12,2	-9,1
giu.	1,7	12,8	2,8	5,6	10,6	-1,8	0,0	-17,7	-1,2	-12,8	-5,2
lug. ^(p)	5,3	45,6	-2,5	-0,1	-1,8	16,3	-5,1	-11,4	0,5	-11,4	20,3
Variazioni percentuali											
2012	2,4	7,2	-1,9	5,8	-11,8	-3,9	-9,8	-3,8	-8,8	-6,1	6,9
2013	5,3	5,8	-6,1	2,1	-9,5	-10,4	-37,6	-5,1	-13,5	-0,8	3,4
2014 1° trim.	6,5	5,4	-6,4	1,1	-9,9	-10,4	-28,4	-4,6	-9,6	-1,7	4,0
2° trim.	5,5	5,3	-4,5	0,5	5,3	-8,3	-25,6	-3,2	-6,9	-3,9	2,6
2014 apr.	5,3	5,2	-6,0	0,7	-7,8	-9,2	-39,0	-4,1	-8,3	-2,7	4,3
mag.	5,5	4,9	-4,7	0,5	-7,0	-9,4	-27,7	-3,2	-6,7	-3,5	3,4
giu.	5,5	5,3	-4,5	0,5	5,3	-8,3	-25,6	-3,2	-6,9	-3,9	2,6
lug. ^(p)	5,6	5,6	-4,2	0,2	1,2	-3,9	-28,1	-2,6	-5,1	-4,3	3,4

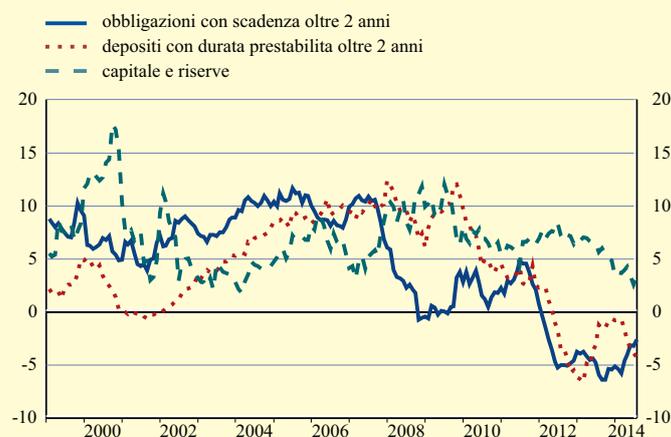
F3 Componenti degli aggregati monetari ¹⁾

(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⁾

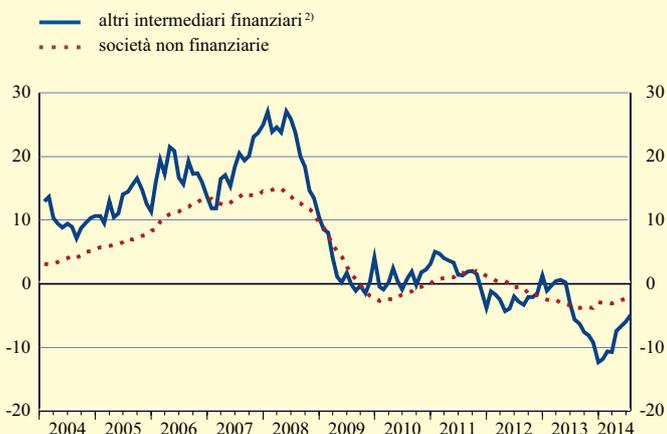
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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⁾	
	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	865,5	4.355,7	-	1.067,5	740,5	2.547,8	5.220,4	-	573,3	3.851,3	795,7
2014 1° trim.	101,1	860,2	4.337,1	-	1.058,7	732,0	2.546,4	5.232,3	-	572,6	3.867,2	792,5
2014 2° trim.	98,3	872,2	4.307,8	-	1.056,4	734,6	2.516,8	5.189,1	-	569,9	3.831,2	787,9
2014 apr.	100,0	885,7	4.329,3	-	1.047,4	738,5	2.543,4	5.236,5	-	571,2	3.871,9	793,4
2014 mag.	95,9	887,7	4.317,3	-	1.038,6	734,2	2.544,4	5.191,5	-	568,2	3.833,3	790,1
2014 giu.	98,3	872,2	4.307,8	-	1.056,4	734,6	2.516,8	5.189,1	-	569,9	3.831,2	787,9
2014 lug. ^(p)	102,5	850,7	4.294,1	-	1.051,6	731,3	2.511,2	5.190,1	-	570,2	3.833,2	786,8
Transazioni												
2012	-2,0	12,7	-107,3	-60,1	6,5	-51,4	-62,4	25,6	34,3	-17,7	48,5	-5,1
2013	9,6	-120,6	-133,1	-127,9	-44,6	-44,9	-43,7	-3,7	14,1	-18,0	27,4	-13,1
2014 1° trim.	2,8	6,9	-28,0	-26,9	-6,6	-6,8	-14,6	8,3	9,7	0,5	10,7	-2,8
2014 2° trim.	-2,8	12,4	-16,7	-6,2	-0,2	7,2	-23,7	-36,9	7,8	-2,1	-34,5	-0,3
2014 apr.	-1,2	25,7	-6,4	-3,5	-10,7	6,8	-2,5	5,0	2,9	-1,1	4,9	1,3
2014 mag.	-4,1	0,8	-10,8	-7,6	-8,5	-3,6	1,4	-43,6	2,1	-2,4	-38,9	-2,3
2014 giu.	2,5	-14,1	0,4	4,9	19,1	4,0	-22,7	1,7	2,8	1,3	-0,4	0,7
2014 lug. ^(p)	4,1	-11,9	-14,1	-15,8	-5,3	-2,8	-6,0	2,2	2,9	0,0	2,5	-0,3
Variazioni percentuali												
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	-12,3	-2,9	-2,8	-4,0	-5,7	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014 1° trim.	9,0	-10,8	-3,1	-3,1	-4,9	-5,1	-1,7	-0,1	0,4	-1,9	0,6	-1,8
2014 2° trim.	4,7	-5,9	-2,3	-2,2	-2,8	-3,3	-1,8	-0,6	0,5	-1,5	-0,4	-1,4
2014 apr.	5,4	-7,4	-2,8	-2,8	-5,1	-3,7	-1,5	0,0	0,4	-2,1	0,7	-1,7
2014 mag.	2,9	-6,7	-2,6	-2,6	-4,9	-4,2	-1,2	-0,7	0,4	-2,2	-0,3	-1,8
2014 giu.	4,7	-5,9	-2,3	-2,2	-2,8	-3,3	-1,8	-0,6	0,5	-1,5	-0,4	-1,4
2014 lug. ^(p)	7,1	-4,9	-2,3	-2,2	-2,4	-3,7	-1,9	-0,5	0,5	-1,7	-0,1	-1,3

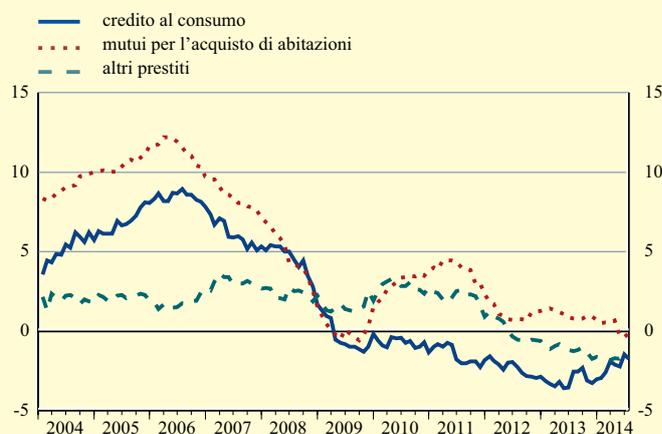
F5 Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie ¹⁾

(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	984,8	122,9	439,4	223,7	321,7	4.344,6	1.059,2	739,4	2.545,9
2014 1° trim.	99,4	82,0	4,0	13,4	979,0	117,8	440,3	221,2	317,4	4.336,4	1.061,1	731,3	2.544,1
2° trim.	99,1	82,9	3,9	12,2	997,0	121,3	449,8	234,6	312,6	4.316,0	1.066,1	735,3	2.514,6
2014 mag.	97,2	80,3	4,0	12,9	988,4	96,2	432,1	231,6	324,7	4.319,0	1.042,0	736,0	2.541,0
giu.	99,1	82,9	3,9	12,2	997,0	121,3	449,8	234,6	312,6	4.316,0	1.066,1	735,3	2.514,6
lug. ^(p)	104,3	87,6	4,5	12,2	975,9	125,5	429,0	234,7	312,1	4.304,1	1.057,1	733,0	2.514,1
Transazioni													
2013	8,8	8,8	-0,3	0,3	-75,7	44,8	-54,8	3,9	-24,9	-133,6	-44,4	-44,9	-44,3
2014 1° trim.	9,3	9,4	-0,2	0,1	6,2	-5,2	4,6	-3,7	5,3	-17,6	4,0	-6,5	-15,1
2° trim.	-0,2	0,9	0,0	-1,1	18,4	3,6	9,6	13,6	-4,8	-7,8	7,1	8,7	-23,6
2014 mag.	-2,1	-2,2	-0,1	0,1	-8,7	-8,6	-5,4	3,9	-7,2	-8,6	-9,4	-0,5	1,2
giu.	1,9	2,6	0,0	-0,6	10,0	25,1	18,2	3,6	-11,8	6,9	25,4	2,9	-21,4
lug. ^(p)	5,1	4,6	0,5	0,0	-11,4	4,2	-10,6	0,0	-0,8	-12,3	-9,6	-1,8	-0,9
Variazioni percentuali													
2013	10,7	13,7	-7,0	2,2	-6,7	24,4	-10,3	1,9	-7,1	-3,0	-4,0	-5,7	-1,7
2014 1° trim.	8,9	9,1	2,6	9,7	-8,8	0,0	-13,8	2,3	-7,6	-3,1	-4,9	-5,1	-1,6
2° trim.	4,6	5,2	5,5	0,3	-5,5	-2,6	-11,2	10,1	-5,8	-2,3	-2,8	-3,3	-1,8
2014 mag.	2,7	2,1	4,6	6,0	-7,6	-19,9	-15,7	6,9	-3,8	-2,7	-4,9	-4,2	-1,3
giu.	4,6	5,2	5,5	0,3	-5,5	-2,6	-11,2	10,1	-5,8	-2,3	-2,8	-3,3	-1,8
lug. ^(p)	7,0	7,4	25,4	-0,7	-2,2	13,2	-6,2	9,6	-4,1	-2,3	-2,4	-3,7	-1,9

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	5.229,7	575,8	128,6	169,5	277,7	3.857,5	12,7	55,4	3.789,4	796,5	408,6	136,5	76,4	583,6
2014 1° trim.	5.223,6	570,1	126,9	166,3	277,0	3.863,1	13,1	54,7	3.795,3	790,4	400,9	135,1	75,9	579,3
2° trim.	5.194,5	572,1	125,7	168,9	277,5	3.829,6	13,2	54,5	3.761,9	792,8	399,8	141,1	75,5	576,3
2014 mag.	5.183,0	567,5	124,8	164,8	277,9	3.826,6	13,1	54,4	3.759,2	788,9	398,8	133,3	76,1	579,5
giu.	5.194,5	572,1	125,7	168,9	277,5	3.829,6	13,2	54,5	3.761,9	792,8	399,8	141,1	75,5	576,3
lug. ^(p)	5.192,7	571,4	123,5	169,9	278,0	3.836,0	13,3	54,6	3.768,1	785,4	399,3	133,7	75,0	576,6
Transazioni														
2013	-4,2	-18,1	-4,0	-6,8	-7,3	27,2	-1,4	-1,5	30,1	-13,3	-10,7	-3,5	-3,7	-6,1
2014 1° trim.	-9,8	-4,4	-1,5	-1,6	-1,3	0,3	0,2	-1,0	1,1	-5,7	-2,1	-1,2	-0,4	-4,0
2° trim.	-22,8	2,5	-1,0	4,1	-0,7	-32,0	0,1	-0,3	-31,8	6,7	0,0	6,9	0,1	-0,3
2014 mag.	-42,5	-1,9	-1,6	-0,6	0,3	-39,9	-0,1	-0,5	-39,3	-0,8	-0,1	-1,2	0,1	0,3
giu.	15,6	4,2	1,0	4,2	-1,0	4,6	0,2	0,2	4,2	6,8	0,9	8,4	-0,1	-1,5
lug. ^(p)	-0,6	-0,9	-2,4	0,9	0,6	6,9	0,0	0,1	6,8	-6,6	-0,7	-7,1	-0,1	0,7
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
2014 1° trim.	-0,1	-1,9	-0,4	-2,8	-2,1	0,6	-4,6	-2,8	0,6	-1,8	-2,1	-2,8	-2,8	-1,5
2° trim.	-0,7	-1,5	-2,2	0,1	-2,1	-0,4	-5,0	-2,8	-0,3	-1,4	-1,6	-0,5	-2,7	-1,5
2014 mag.	-0,7	-2,2	-1,7	-3,1	-1,9	-0,3	-5,6	-3,5	-0,2	-1,7	-2,0	-1,9	-2,5	-1,6
giu.	-0,7	-1,5	-2,2	0,1	-2,1	-0,4	-5,0	-2,8	-0,3	-1,4	-1,6	-0,5	-2,7	-1,5
lug. ^(p)	-0,5	-1,8	-3,6	0,4	-2,2	-0,1	2,4	-3,4	-0,1	-1,3	-1,2	-0,7	-3,1	-1,3

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	2.726,0	1.788,1	937,9	56,5	881,4
2013 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	2.726,0	1.788,1	937,9	56,5	881,4
2014 1° trim.	1.092,9	289,2	213,5	562,0	28,2	2.864,4	1.904,3	960,1	58,4	901,7
2° trim. ^(p)	1.087,7	295,6	207,4	556,1	28,5	2.933,4	1.957,2	974,9	57,8	917,2
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	-72,7	-75,9	3,2	-2,1	5,3
2013 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	-10,9	3,0	-13,9	-2,2	-11,8
2014 1° trim.	9,1	8,5	-0,3	1,0	-0,1	135,1	113,4	21,6	2,1	19,5
2° trim. ^(p)	-4,5	6,4	-6,1	-5,1	0,6	47,4	36,8	9,3	-1,0	10,3
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 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.	-3,0	-7,6	-1,7	-1,4	8,5	1,8	3,5	-1,3	1,8	-1,5
2° trim. ^(p)	-1,4	1,5	-5,0	-1,7	2,7	2,9	4,1	0,4	2,3	0,2

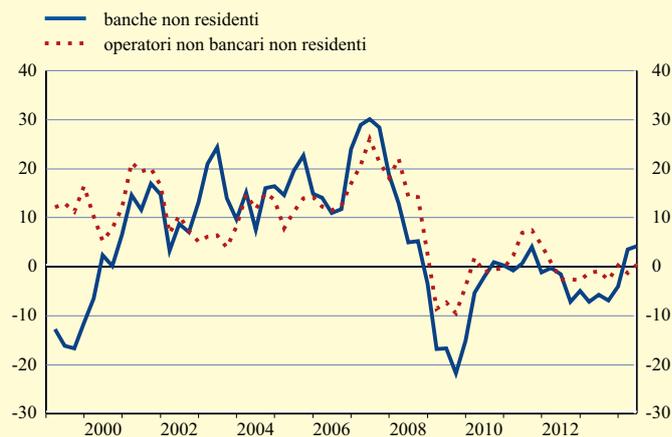
F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche ²⁾

(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)}

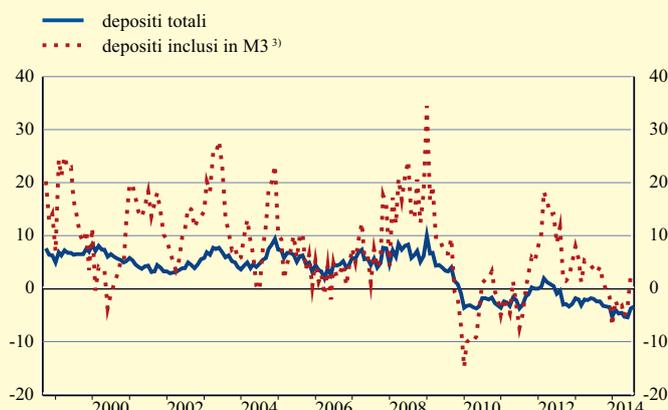
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Depositi degli intermediari finanziari

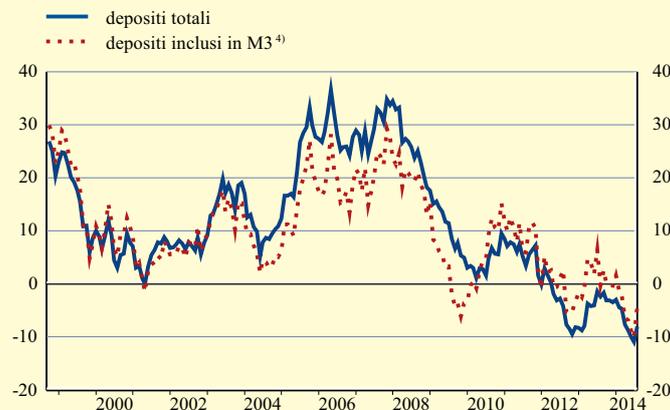
	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari							
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino 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	653,6	96,1	76,5	462,8	7,0	0,1	11,0	1.861,8	424,7	221,4	942,7	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
2° trim.	654,5	109,3	75,4	449,5	8,1	0,1	12,1	1.796,9	442,0	212,9	871,3	16,5	0,2	254,0	171,2
2014 apr.	664,9	113,4	77,9	452,8	8,0	0,1	12,7	1.804,0	434,8	220,0	889,6	17,7	0,5	241,4	162,8
mag.	658,8	110,4	77,3	451,1	8,1	0,1	11,8	1.783,2	437,5	220,3	879,2	16,7	0,3	229,0	147,2
giu.	654,5	109,3	75,4	449,5	8,1	0,1	12,1	1.796,9	442,0	212,9	871,3	16,5	0,2	254,0	171,2
lug. ^(p)	661,8	114,6	75,5	447,2	8,1	0,1	16,2	1.790,2	435,1	214,2	864,9	16,6	0,2	259,1	169,6
Transazioni															
2012	-12,3	15,2	2,9	-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	-54,7	14,8	-14,8	-76,6	3,0	0,3	18,6	32,6
2014 1° trim.	11,3	15,0	1,2	-6,8	0,9	0,0	1,0	-13,1	14,3	-6,4	-20,8	2,0	-0,1	-2,1	-7,1
2° trim.	-11,1	-2,1	-2,6	-6,5	0,0	0,0	0,0	-47,9	1,1	-2,4	-44,7	-1,5	-0,2	-0,2	-5,9
2014 apr.	-0,2	2,1	-0,1	-2,9	0,0	0,0	0,6	-38,6	-4,7	5,0	-25,6	-0,7	0,1	-12,7	-14,3
mag.	-6,3	-3,1	-0,6	-1,7	0,1	0,0	-0,9	-23,0	1,3	0,0	-11,3	-0,5	-0,2	-12,4	-15,6
giu.	-4,6	-1,0	-2,0	-1,9	0,0	0,0	0,3	13,7	4,5	-7,5	-7,8	-0,2	-0,1	24,9	24,0
lug. ^(p)	7,1	5,1	0,1	-2,4	0,0	0,0	4,2	-6,0	-4,8	1,0	-7,4	0,1	0,0	5,0	-1,6
Variazioni percentuali															
2012	-1,7	16,5	3,8	-5,4	50,8	-	-32,1	-8,2	6,0	-17,3	-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	-6,3	-7,5	21,8	-	2,7	10,5
2014 1° trim.	-4,5	-2,0	-7,1	-5,1	9,3	-	4,8	-7,7	0,0	-9,3	-9,1	23,5	-	-14,3	-12,8
2° trim.	-3,6	4,8	-4,0	-6,3	9,3	-	34,7	-10,9	-3,0	-7,7	-11,7	1,4	-	-20,5	-23,8
2014 apr.	-5,3	-4,2	-7,1	-5,3	5,2	-	-6,6	-8,7	-2,4	-4,7	-10,7	13,0	-	-16,3	-16,8
mag.	-5,3	-1,4	-7,3	-6,2	4,4	-	1,6	-10,0	-1,4	-4,8	-11,1	12,6	-	-23,4	-27,8
giu.	-3,6	4,8	-4,0	-6,3	9,3	-	34,7	-10,9	-3,0	-7,7	-11,7	1,4	-	-20,5	-23,8
lug. ^(p)	-3,3	4,8	-6,8	-5,9	4,7	-	53,8	-8,1	0,2	-8,1	-11,9	-1,5	-	-8,3	-9,8

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	1.873,9	1.236,7	404,4	122,8	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	1.214,7	400,3	126,4	95,8	1,8	13,6	6.287,4	2.538,5	869,7	813,7	1.976,0	83,7	5,7
2° trim.	1.874,7	1.248,5	384,1	127,3	97,9	2,0	14,9	6.339,5	2.615,2	855,7	807,8	1.974,5	82,1	4,2
2014 apr.	1.854,2	1.213,4	399,3	126,5	96,4	1,8	16,8	6.300,3	2.562,6	863,2	811,3	1.974,3	83,5	5,5
mag.	1.875,5	1.238,5	393,5	126,5	98,3	1,9	16,8	6.322,8	2.589,5	860,4	809,5	1.975,1	83,3	5,0
giu.	1.874,7	1.248,5	384,1	127,3	97,9	2,0	14,9	6.339,5	2.615,2	855,7	807,8	1.974,5	82,1	4,2
lug. ^(p)	1.876,3	1.243,0	392,0	127,7	98,6	2,0	13,1	6.341,0	2.624,0	852,8	804,8	1.971,7	82,7	5,0
Transazioni														
2012	82,2	99,6	-35,5	12,9	9,5	0,0	-4,3	224,6	90,2	33,9	21,6	100,8	-9,5	-12,3
2013	119,6	92,4	-3,7	17,8	7,5	-0,1	5,7	148,4	176,8	-100,1	59,5	32,2	-14,1	-5,9
2014 1° trim.	-25,9	-25,6	-4,8	3,3	4,1	0,1	-2,9	20,9	15,0	-8,4	6,8	6,4	-0,2	1,3
2° trim.	17,1	31,7	-17,0	0,9	0,3	0,1	1,1	54,6	77,7	-14,1	-6,0	0,3	-1,7	-1,5
2014 apr.	1,6	-1,1	-1,2	0,1	0,6	0,0	3,2	12,8	24,0	-6,4	-2,6	-1,7	-0,3	-0,3
mag.	16,5	22,6	-6,3	0,0	0,2	0,1	-0,1	25,1	28,2	-3,1	-1,8	2,5	-0,2	-0,5
giu.	-1,1	10,2	-9,6	0,7	-0,5	0,1	-2,0	16,6	25,5	-4,6	-1,7	-0,6	-1,2	-0,8
lug. ^(p)	-0,8	-6,9	7,4	-0,1	0,6	0,0	-1,8	0,8	8,4	-3,2	-3,0	-2,9	0,6	0,8
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
2014 1° trim.	6,2	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
2° trim.	6,4	8,5	-1,8	10,6	5,0	26,4	40,3	2,1	6,9	-8,0	5,0	0,3	-7,0	-30,5
2014 apr.	6,1	7,7	-1,7	14,1	5,5	27,1	51,4	2,0	6,9	-9,4	6,6	0,3	-8,8	-21,9
mag.	6,5	8,1	-0,3	11,5	5,3	22,1	27,9	2,2	7,5	-8,8	5,5	0,3	-6,9	-26,1
giu.	6,4	8,5	-1,8	10,6	5,0	26,4	40,3	2,1	6,9	-8,0	5,0	0,3	-7,0	-30,5
lug. ^(p)	6,2	8,2	-0,6	9,4	4,1	24,1	26,9	2,1	7,1	-7,6	4,0	0,1	-5,1	-26,9

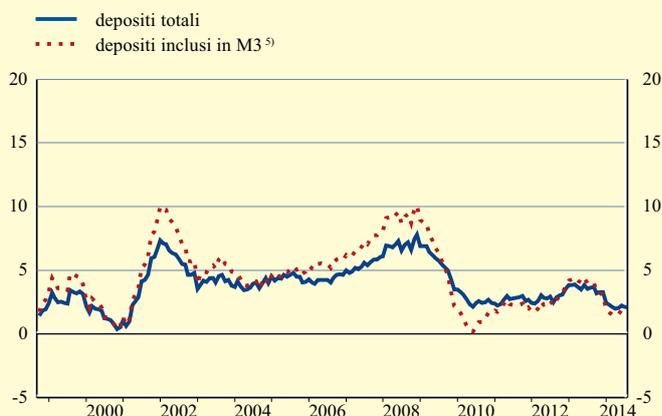
FI1 Depositi da società non finanziarie ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



FI2 Depositi da famiglie ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

3) Questa categoria include le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

4) Ricomprende i depositi nelle colonne 2, 3, 5 e 7.

5) Ricomprende i depositi nelle colonne 9, 10, 12 e 14.

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ^{1), 2)}

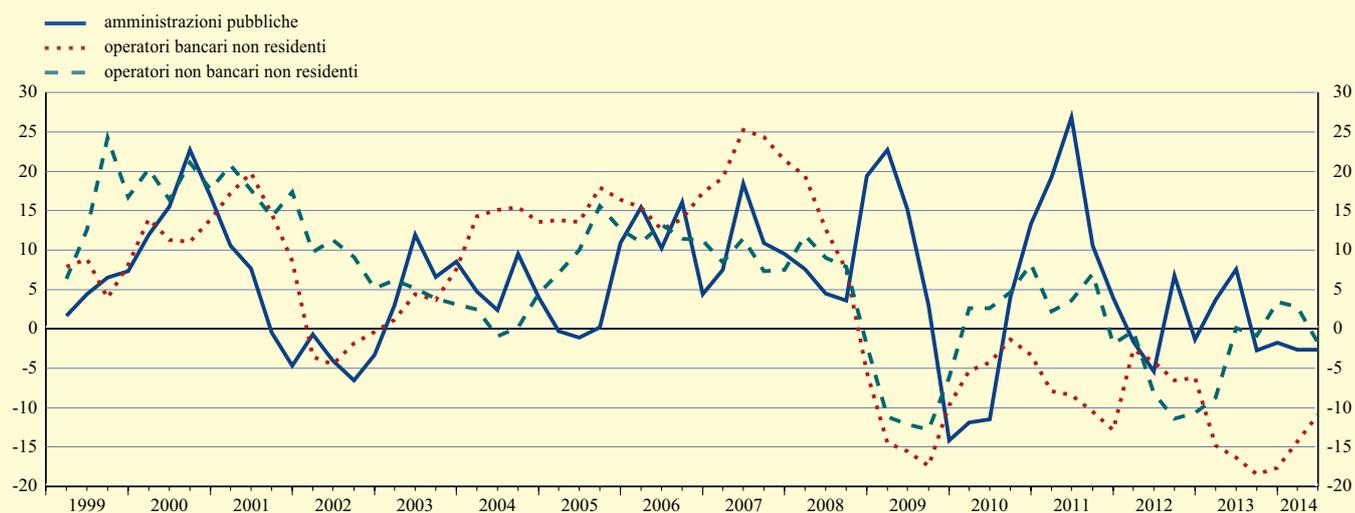
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

3. Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
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 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.	488,0	181,1	73,1	110,7	123,3	2.594,9	1.667,7	927,2	33,8	893,4
2° trim. ^(p)	534,0	214,8	72,5	113,2	133,5	2.581,9	1.658,4	922,0	31,2	890,8
Transazioni										
2012	-7,9	-22,6	-0,3	-0,4	15,5	-240,1	-135,6	-104,5	-5,1	-99,4
2013	-8,0	-17,9	1,1	-2,6	11,3	-324,7	-355,1	30,4	-8,8	39,3
2013 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	-28,9	-13,0	-15,9
2014 1° trim.	45,5	28,5	9,0	1,3	6,7	63,2	38,1	25,1	3,9	21,2
2° trim. ^(p)	45,4	33,8	-0,6	2,6	9,7	-29,7	-19,7	-11,5	-2,7	-8,8
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 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.	-2,6	-13,5	9,0	-1,2	9,0	-9,0	-14,4	2,8	-7,8	3,2
2° trim. ^(p)	-2,7	-9,4	2,3	-2,0	6,5	-7,8	-10,9	-1,8	-11,0	-1,4

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

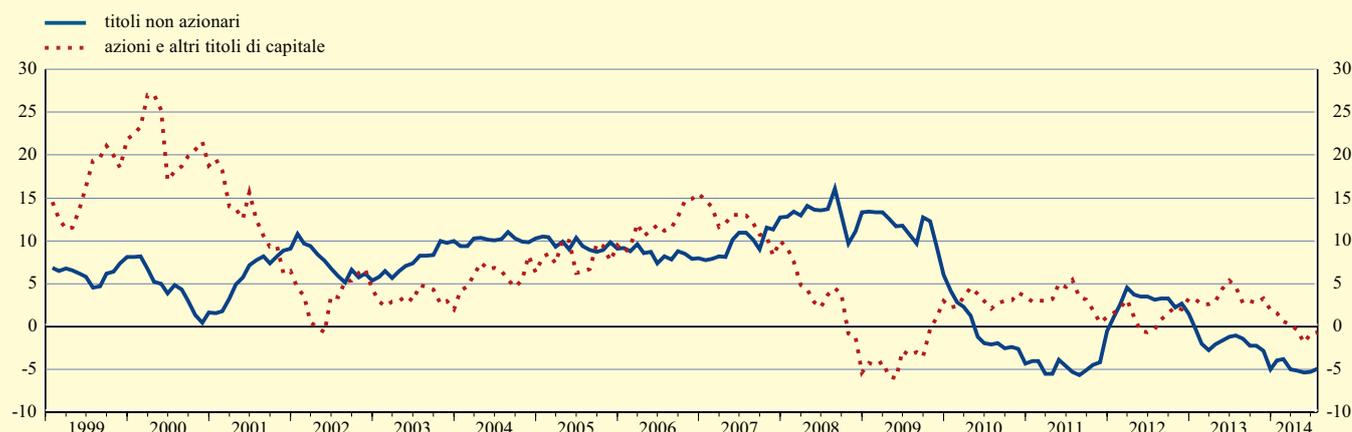
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ^{1), 2)}

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2012	5.774,7	1.748,7	102,9	1.594,2	32,8	1.399,6	23,6	872,8	1.528,5	475,7	752,1	300,7
2013	5.472,0	1.540,6	102,7	1.674,1	20,3	1.307,0	28,7	798,6	1.561,4	457,0	775,5	328,9
2014 1° trim.	5.503,2	1.504,2	113,7	1.755,4	19,2	1.277,8	29,4	803,6	1.560,3	462,4	786,6	311,3
2° trim.	5.523,8	1.469,0	112,8	1.788,8	19,7	1.270,2	32,5	830,8	1.547,8	449,2	787,4	311,1
2014 apr.	5.490,6	1.506,1	111,5	1.772,0	18,6	1.243,4	28,7	810,2	1.577,5	460,0	807,8	309,7
mag.	5.533,7	1.481,1	113,2	1.788,0	18,9	1.284,3	31,4	816,9	1.570,7	458,8	797,0	315,0
giu.	5.523,8	1.469,0	112,8	1.788,8	19,7	1.270,2	32,5	830,8	1.547,8	449,2	787,4	311,1
lug. ^(p)	5.512,2	1.453,5	112,1	1.778,9	20,8	1.275,7	31,2	840,0	1.546,7	450,3	788,1	308,2
Transazioni												
2012	83,1	-17,5	16,0	191,1	10,5	-67,8	-4,0	-45,2	49,8	6,6	37,9	5,3
2013	-288,3	-220,3	-0,3	65,5	-11,3	-93,0	5,9	-34,8	29,7	-12,4	13,4	28,7
2014 1° trim.	10,0	-38,8	10,5	58,4	-1,4	-20,7	0,5	1,5	-4,3	-0,5	12,6	-16,4
2° trim.	-8,5	-36,4	-3,4	16,6	0,0	-6,6	2,4	18,8	2,7	-1,0	5,3	-1,6
2014 apr.	-18,6	1,7	-2,3	12,4	-0,6	-35,8	-0,7	6,8	15,5	-2,2	19,6	-1,8
mag.	25,8	-26,2	-0,1	11,1	-0,1	39,9	2,1	-0,9	-9,9	-1,1	-12,9	4,1
giu.	-15,7	-11,9	-0,9	-6,9	0,7	-10,7	1,0	13,0	-3,0	2,3	-1,4	-3,9
lug. ^(p)	-25,9	-15,9	-2,2	-14,0	0,8	5,0	-1,8	2,2	2,6	1,1	4,4	-2,9
Variazioni percentuali												
2012	1,5	-1,0	18,3	14,0	47,7	-4,6	-14,6	-4,8	3,3	1,3	5,2	1,8
2013	-5,0	-12,5	-0,4	4,1	-35,2	-6,6	25,2	-4,0	1,9	-2,6	1,8	9,7
2014 1° trim.	-5,0	-11,7	-6,4	2,7	-36,9	-7,0	11,0	-2,4	0,2	-0,7	1,0	-0,4
2° trim.	-5,3	-11,4	-5,1	-1,3	-33,2	-7,4	19,9	2,2	-0,9	-2,9	0,5	-1,1
2014 apr.	-5,1	-11,3	-6,2	3,4	-38,1	-9,9	1,8	-0,8	-0,3	-0,5	0,0	-1,1
mag.	-5,4	-11,9	-5,5	0,9	-37,9	-7,4	10,8	-1,3	-1,8	-3,9	-0,9	-1,1
giu.	-5,3	-11,4	-5,1	-1,3	-33,2	-7,4	19,9	2,2	-0,9	-2,9	0,5	-1,1
lug. ^(p)	-4,9	-11,7	-8,7	0,0	-29,9	-6,9	8,7	2,9	-0,6	-4,6	2,6	-2,6

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	-	-	-	-	-	11.731,5	96,8	3,2	1,7	0,1	0,9	0,4	
2014 1° trim.	5.211,2	-	-	-	-	-	11.731,3	96,8	3,2	1,7	0,1	0,9	0,3	
2° trim. ^(p)	5.193,0	-	-	-	-	-	11.694,3	96,7	3,3	1,8	0,1	0,9	0,4	
<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	1.788,1	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.	1.904,3	39,1	60,9	39,1	2,6	3,6	10,1	960,1	40,5	59,5	37,9	2,7	2,6	9,4
2° trim. ^(p)	1.957,2	38,5	61,5	40,1	2,8	3,9	9,3	974,9	39,9	60,1	37,3	3,6	2,5	9,7
Titoli non azionari														
<i>Emessi da residenti nell'area dell'euro</i>														
2012	1.851,6	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	1.643,3	93,7	6,3	2,6	0,1	0,3	2,8	3.030,1	98,4	1,6	0,8	0,2	0,1	0,5
2014 1° trim.	1.617,9	93,0	7,0	2,9	0,1	0,2	3,3	3.081,8	98,4	1,6	0,8	0,1	0,1	0,5
2° trim. ^(p)	1.581,8	92,9	7,1	2,8	0,1	0,3	3,4	3.111,2	98,3	1,7	0,9	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	421,7	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.	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
2° trim. ^(p)	432,3	52,6	47,4	21,2	0,3	0,5	20,0	398,6	37,7	62,3	38,3	4,8	0,8	10,0
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	5.552,6	93,4	6,6	4,2	0,2	1,0	0,7	11.093,5	96,8	3,2	2,2	0,1	0,1	0,4
2014 1° trim.	5.517,5	93,0	7,0	4,4	0,2	1,1	0,7	11.136,8	96,8	3,2	2,2	0,1	0,1	0,4
2° trim. ^(p)	5.525,8	92,8	7,2	4,6	0,2	1,0	0,8	11.199,5	96,7	3,3	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
2014 1° trim.	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° trim. ^(p)	1.658,4	49,5	50,5	35,4	2,0	1,6	7,4	922,0	52,0	48,0	30,3	2,6	1,1	7,3

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
2014 1° trim.	4.550,7	80,5	19,5	11,0	1,3	1,8	2,8
2° trim. ^(p)	4.493,7	79,6	20,4	11,6	1,2	1,8	3,0

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 dic.	7.941,7	517,2	3.112,0	2.369,9	1.117,6	254,3	570,6
2014 gen.	8.036,2	534,2	3.172,8	2.340,6	1.119,8	256,1	612,7
feb.	8.204,0	543,4	3.215,6	2.421,4	1.144,1	256,3	623,1
mar.	8.368,4	557,4	3.279,2	2.417,7	1.179,3	255,2	679,5
apr.	8.459,4	558,0	3.329,6	2.430,7	1.185,6	259,7	695,9
mag.	8.683,5	561,6	3.404,9	2.521,8	1.218,7	264,8	711,7
giu. ^(p)	8.759,6	560,7	3.446,0	2.612,3	1.190,1	262,2	688,3
Transazioni							
2013 4° trim.	60,6	3,1	6,2	43,5	51,5	3,5	-47,2
2014 1° trim.	221,3	44,7	103,2	44,0	21,8	-1,4	9,0
2° trim. ^(p)	156,4	20,6	105,9	52,7	28,2	7,2	-58,2

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 dic.	7.941,7	169,7	7.263,2	5.329,0	885,9	1.934,2	508,8
2014 gen.	8.036,2	180,4	7.295,5	5.351,9	886,9	1.943,6	560,4
feb.	8.204,0	184,1	7.448,8	5.468,5	907,1	1.980,3	571,1
mar.	8.368,4	189,9	7.531,4	5.549,8	927,9	1.981,5	647,2
apr.	8.459,4	192,7	7.585,8	5.598,7	932,0	1.987,1	680,8
mag.	8.683,5	188,9	7.798,5	5.735,9	961,5	2.062,6	696,1
giu. ^(p)	8.759,6	184,3	7.915,3	5.796,4	954,5	2.118,8	661,1
Transazioni							
2013 4° trim.	60,6	0,7	111,2	93,4	43,8	26,4	-56,0
2014 1° trim.	221,3	24,6	109,6	134,7	20,5	-37,8	87,1
2° trim. ^(p)	156,4	-1,5	155,4	119,9	27,1	52,7	3,6

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 nov.	7.244,3	2.450,5	2.006,3	1.804,4	339,0	158,6	485,5	7.150,8	93,5	836,9
dic.	7.263,2	2.471,4	2.043,2	1.806,4	343,5	155,2	443,6	7.166,9	96,3	819,6
2014 gen.	7.295,5	2.501,4	2.015,1	1.822,8	345,9	158,2	452,1	7.194,8	100,7	855,3
feb.	7.448,8	2.531,3	2.084,9	1.865,8	347,1	159,0	460,7	7.347,1	101,6	855,3
mar.	7.531,4	2.560,6	2.092,5	1.894,2	349,6	163,3	471,0	7.429,6	101,7	835,5
apr.	7.585,8	2.576,9	2.111,7	1.912,8	351,5	159,7	473,2	7.483,3	102,5	836,5
mag.	7.798,5	2.634,4	2.193,2	1.963,5	360,3	163,6	483,6	7.694,2	104,2	839,2
giu. ^(p)	7.915,3	2.659,2	2.229,6	1.999,6	357,1	171,3	498,5	7.810,6	104,7	824,4
Transazioni										
2013 dic.	38,3	-8,8	19,5	14,3	3,5	7,3	2,6	34,6	3,8	-14,7
2014 gen.	46,6	8,2	13,3	19,3	2,2	0,7	2,9	46,1	0,4	29,7
feb.	58,5	22,7	13,0	20,6	0,0	1,5	0,8	57,7	0,8	4,9
mar.	4,6	13,3	-12,5	10,0	1,4	-4,7	-3,0	15,1	-10,5	-19,6
apr.	39,5	7,2	21,1	13,2	1,9	-3,3	-0,6	39,3	0,1	0,8
mag.	69,4	21,6	13,2	22,2	7,4	0,8	4,2	69,1	0,3	-2,5
giu. ^(p)	46,6	6,0	-0,5	28,8	-4,0	4,9	11,4	46,5	0,1	-16,5

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 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.	3.279,2	1.845,2	414,7	856,8	299,6	11,8	262,2	1.438,1	396,2	553,4	14,5
2° trim. ^(p)	3.446,0	1.780,6	393,1	833,5	285,8	10,7	257,3	1.668,7	301,0	461,2	12,2
Transazioni											
2013 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.	103,2	166,4	11,5	81,3	43,6	1,0	29,0	-68,6	136,3	143,1	3,4
2° trim. ^(p)	105,9	29,4	1,6	11,8	9,5	0,8	5,7	76,3	11,9	19,0	0,1

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 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.	2.417,7	919,0	92,1	-	63,3	33,3	730,3	1.498,7	215,9	553,6	116,5
2° trim. ^(p)	2.612,3	874,1	88,6	-	61,5	27,0	696,8	1.738,2	182,9	462,4	91,4
Transazioni											
2013 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.	44,0	131,6	21,0	-	48,9	1,1	60,6	-97,9	51,8	149,3	34,8
2° trim. ^(p)	52,7	14,7	7,8	-	4,7	-1,4	3,6	38,2	7,8	12,1	4,8

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 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.	1.179,3	1.016,1	88,2	-	927,9	-	-	163,3	40,5	59,9	0,4
2° trim. ^(p)	1.190,1	1.031,2	76,8	-	954,5	-	-	158,8	37,9	57,0	0,5
Transazioni											
2013 4° trim.	51,5	43,5	-0,3	-	43,8	-	-	8,0	3,9	2,0	0,0
2014 1° trim.	21,8	22,3	1,7	-	20,5	-	-	-0,4	7,5	5,9	0,0
2° trim. ^(p)	28,2	26,1	-1,0	-	27,1	-	-	2,1	2,2	0,7	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 2° trim.	1.998,7	271,3	1.349,3	1.041,5	456,5	162,1	24,6	3,6	117,5	192,7	88,3	36,4	60,7
3° trim.	1.959,8	264,2	1.326,8	1.031,8	449,6	156,2	20,1	3,5	115,2	180,2	87,4	36,8	64,3
4° trim.	1.916,0	252,8	1.292,3	1.010,2	442,6	145,4	19,7	3,1	113,9	178,8	89,7	38,3	64,1
2014 1° trim.	1.884,6	253,4	1.256,7	976,7	430,4	158,1	21,1	3,1	97,8	163,2	101,6	44,7	64,9
2° trim.	1.860,6	236,9	1.250,2	975,5	421,9	163,5	19,6	0,1	91,4	164,8	100,7	43,4	64,5
Transazioni													
2013 2° trim.	-32,5	-15,3	-16,6	-8,0	-	-1,5	-1,4	-0,4	-5,3	1,5	2,7	-1,7	-3,1
3° trim.	-39,8	-6,9	-21,5	-9,3	-	-5,5	-4,3	0,0	-2,3	-12,7	-0,7	0,5	1,4
4° trim.	-45,5	-11,3	-34,3	-21,6	-	-10,6	-0,6	-0,4	-1,2	-0,5	2,4	1,2	-3,0
2014 1° trim.	-41,7	-11,1	-27,9	-27,6	-	0,3	-0,4	0,0	-0,2	-2,4	-1,3	-0,1	1,2
2° trim.	-20,1	-16,4	1,0	4,5	-	5,1	-1,3	-0,4	-6,8	0,7	-0,3	-1,5	-3,5

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 2° trim.	1.998,7	129,4	1.615,2	56,2	1.559,0	29,4	224,8
3° trim.	1.959,8	124,2	1.580,6	56,1	1.524,5	28,8	226,2
4° trim.	1.916,0	117,3	1.541,1	61,0	1.480,1	29,0	228,6
2014 1° trim.	1.884,6	143,5	1.474,0	81,0	1.393,0	28,0	239,0
2° trim.	1.860,6	130,6	1.467,0	79,6	1.387,3	26,9	236,1
Transazioni							
2013 2° trim.	-32,5	-12,1	-15,0	0,0	-15,1	-1,6	-3,8
3° trim.	-39,8	-3,9	-35,5	-0,1	-35,3	-0,7	0,2
4° trim.	-45,5	-6,2	-39,5	4,8	-44,3	0,7	-0,5
2014 1° trim.	-41,7	-1,5	-43,5	-4,7	-38,8	0,4	2,8
2° trim.	-20,1	-13,5	-4,8	-3,4	-1,4	-1,3	-0,4

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 2° trim.	1.041,5	759,7	226,0	20,9	0,2	5,5	29,3	192,7	114,3	32,9	81,4	32,4	78,4
3° trim.	1.031,8	757,9	216,2	21,5	0,2	5,5	30,5	180,2	109,7	29,0	80,6	31,0	70,6
4° trim.	1.010,2	740,8	204,7	26,8	0,2	5,4	32,2	178,8	107,6	28,7	78,8	33,6	71,2
2014 1° trim.	976,7	725,6	193,2	24,7	0,2	5,3	27,7	163,2	98,9	26,0	72,8	34,1	64,4
2° trim.	975,5	728,6	190,4	25,1	0,2	5,4	25,9	164,8	101,5	24,2	77,3	37,9	63,3
Transazioni													
2013 2° trim.	-8,0	7,7	-5,6	0,2	0,0	-0,2	0,0	1,5	3,2	0,7	2,5	0,1	-1,8
3° trim.	-9,3	-2,1	-8,9	0,7	0,0	0,0	0,9	-12,7	-4,8	-4,0	-0,8	-1,4	-7,9
4° trim.	-21,6	-17,3	-11,2	5,3	0,0	-0,1	1,7	-0,5	-1,8	-0,1	-1,7	1,9	1,2
2014 1° trim.	-27,6	-15,4	-8,7	-0,8	0,0	-0,1	-2,5	-2,4	-2,5	-0,4	-2,1	-1,4	0,1
2° trim.	4,5	2,9	-1,3	0,1	0,0	0,1	2,6	0,7	2,1	-1,8	3,9	3,6	-1,4

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

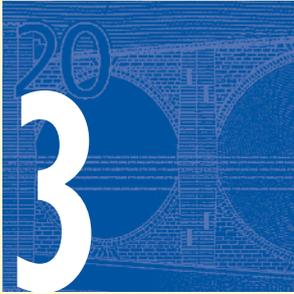
2. Titoli non azionari

	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								Altri conti attivi/passivi e strumenti derivati	Ricchezza netta
	Totale	Prestiti ricevuti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Riserve tecniche di assicurazione					
					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
1° trim. 2014						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						632
Saldo commerciale ¹⁾						-57
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	1.130	113	721	55	242	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	20	8	4	5	4	
Consumo di capitale fisso	385	103	219	12	52	
Margine operativo netto e reddito misto ¹⁾	571	281	254	36	0	
Allocazione del conto dei redditi primari						
7						
Margine operativo lordo e reddito misto						
Redditi da lavoro dipendente						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	590	30	229	267	64	105
Interessi	305	28	52	161	64	43
Altri redditi da capitale	286	2	177	106	0	63
Reddito nazionale netto ¹⁾	1.993	1.609	118	32	233	
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	272	225	39	8	0	2
Contributi sociali	444	444				1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	473	1	17	34	420	1
Altri trasferimenti correnti	213	72	26	49	66	10
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	47	35	11	1	1	1
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	47			47		1
Altro	119	37	16	1	65	8
Reddito netto disponibile ¹⁾	1.952	1.432	68	42	410	
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.875	1.374			502	
Spese per consumi individuali	1.690	1.374			316	
Spese per consumi collettivi	185				185	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	16	0	1	15	0	0
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero ¹⁾	77	74	67	27	-91	-33
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	430	129	244	10	46	
Investimenti fissi lordi	410	126	228	10	46	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	19	3	16	0	0	
Consumo di capitale fisso	0	-1	1	-1	0	0
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	27	8	0	1	17	4
Trasferimenti in conto capitale	7	6	0	0	0	0
Imposte in conto capitale	20	2	0	1	17	4
Altri trasferimenti in conto capitale	35	48	55	29	-97	-35
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) ¹⁾	0	24	-24	0	0	0
Discrepanza statistica	0	24	-24	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
1° trim. 2014						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						575
<i>Saldo commerciale</i>						
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	2.107	504	1.197	108	298	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	255					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	2.362					
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	571	281	254	36	0	
Redditi da lavoro dipendente	1.135	1.135				3
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	273				273	2
Redditi da capitale	604	223	94	263	24	92
Interessi	294	49	29	209	8	53
Altri redditi da capitale	309	174	64	55	16	39
<i>Reddito nazionale netto</i>						
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto	1.993	1.609	118	32	233	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	273				273	1
Contributi sociali	443	1	18	53	371	2
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	471	471				2
Altri trasferimenti correnti	173	92	14	48	20	49
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	47			47		1
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	46	36	8	1	0	2
Altro	81	56	6	0	19	46
<i>Reddito netto disponibile</i>						
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile	1.952	1.432	68	42	410	
Spese per consumi finali						
Spese per consumi individuali						
Spese per consumi collettivi						
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	16	16				0
<i>Risparmio netto/conto corrente verso l'estero</i>						
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	77	74	67	27	-91	-33
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	385	103	219	12	52	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	29	8	15	1	5	2
Imposte in conto capitale	7				7	0
Altri trasferimenti in conto capitale	22	8	15	1	-1	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
1° trim. 2014								
Bilancio di apertura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		20.691	18.505	31.822	18.404	7.776	4.551	18.775
Oro monetario e DSP				352				
Banconote, monete e depositi		7.228	2.171	9.487	2.115	781	707	2.885
Titoli di debito a breve termine		34	55	413	386	60	34	607
Titoli di debito a lungo termine		1.208	259	6.169	3.190	3.141	422	4.235
Prestiti		87	3.138	12.727	4.588	493	946	2.690
<i>di cui: a lungo termine</i>		66	2.004	10.098	3.426	374	848	.
Azioni e altre partecipazioni		5.103	8.931	1.985	7.725	2.912	1.616	7.613
Azioni quotate		898	1.330	464	2.503	439	284	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.712	7.235	1.223	3.956	444	1.131	.
Quote di fondi di investimento		1.494	366	298	1.265	2.029	201	.
Riserve tecniche di assicurazione		6.510	172	3	0	243	8	273
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		521	3.780	686	400	147	817	474
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								
Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie								
Totale delle transazioni in attività finanziarie		93	-15	-181	292	125	81	231
Oro monetario e DSP				0				0
Banconote, monete e depositi		13	-52	-181	59	11	74	31
Titoli di debito a breve termine		-1	10	63	36	-2	2	1
Titoli di debito a lungo termine		-29	2	-52	102	25	-14	65
Prestiti		2	-10	17	0	12	5	33
<i>di cui: a lungo termine</i>		1	-1	-2	-10	3	16	.
Azioni e altre partecipazioni		20	33	5	16	55	1	46
Azioni quotate		8	-3	-7	57	3	2	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		-12	42	9	-61	-1	-3	.
Quote di fondi di investimento		24	-7	3	20	53	1	.
Riserve tecniche di assicurazione		74	6	0	0	14	0	-1
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		13	-2	-33	79	11	14	55
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
Conto delle altre variazioni: attività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		262	170	157	134	116	40	118
Oro monetario e DSP				23				
Banconote, monete e depositi		13	-2	41	-38	2	1	11
Titoli di debito a breve termine		0	0	1	-7	0	0	8
Titoli di debito a lungo termine		43	5	54	11	70	6	12
Prestiti		0	-3	5	-35	0	6	-37
<i>di cui: a lungo termine</i>		0	6	1	-6	0	4	.
Azioni e altre partecipazioni		150	189	31	206	49	26	97
Azioni quotate		51	55	18	53	3	12	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		76	120	15	121	3	11	.
Quote di fondi di investimento		23	13	-2	32	43	4	.
Riserve tecniche di assicurazione		64	0	0	0	-5	0	9
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		-8	-19	2	-3	0	0	19
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
Bilancio di chiusura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		21.045	18.661	31.798	18.830	8.017	4.672	19.123
Oro monetario e DSP				375				
Banconote, monete e depositi		7.254	2.117	9.347	2.136	794	781	2.927
Titoli di debito a breve termine		33	64	477	415	58	36	615
Titoli di debito a lungo termine		1.222	266	6.171	3.303	3.236	414	4.311
Prestiti		88	3.125	12.749	4.553	504	958	2.686
<i>di cui: a lungo termine</i>		67	2.008	10.097	3.410	378	868	.
Azioni e altre partecipazioni		5.273	9.152	2.022	7.946	3.015	1.643	7.755
Azioni quotate		957	1.382	475	2.613	445	297	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.775	7.398	1.247	4.017	445	1.139	.
Quote di fondi di investimento		1.541	372	300	1.317	2.125	206	.
Riserve tecniche di assicurazione		6.648	178	3	0	252	8	280
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		526	3.759	655	477	157	831	548
<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 assicura- zione e fondi pensione	Ammini- strazioni pubbliche	Resto del mondo
1° trim. 2014								
Bilancio di apertura: passività finanziarie								
Totale delle passività		6.901	28.691	31.027	17.688	7.801	10.975	17.087
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			33	22.504	36	0	280	2.521
Titoli di debito a breve termine			77	503	98	2	628	280
Titoli di debito a lungo termine			1.020	4.255	3.137	52	7.031	3.129
Prestiti		6.154	8.585		3.898	283	2.392	3.354
<i>di cui: a lungo termine</i>		5.816	6.339		2.261	108	2.112	
Azioni e altre partecipazioni		8	15.153	2.682	10.312	541	5	7.182
Azioni quotate			4.515	570	292	161	0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni		8	10.638	1.293	2.911	379	5	
Quote di fondi di investimento				819	7.108			
Riserve tecniche di assicurazione		37	353	70	1	6.748	1	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		702	3.471	1.012	207	174	638	622
<i>Ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>	-1.336	13.790	-10.186	795	715	-25	-6.425	
Conto finanziario, transazioni in passività								
Totale delle transazioni in passività		21	-46	-194	282	120	178	265
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			-1	-201	3	0	-7	161
Titoli di debito a breve termine			4	61	25	0	12	7
Titoli di debito a lungo termine			18	-96	-22	1	152	45
Prestiti		-13	-16		63	15	5	6
<i>di cui: a lungo termine</i>		-12	-2		31	1	19	
Azioni e altre partecipazioni		0	25	12	119	1	0	18
Azioni quotate			13	11	7	0	0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	11	-14	-54	1	0	
Quote di fondi di investimento				15	165			
Riserve tecniche di assicurazione		0	1	-1	0	93	0	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		33	-77	31	94	10	16	29
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta per transazioni¹⁾</i>	35	72	31	14	10	5	-97	-35
Conto delle altre variazioni: passività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		4	328	164	205	48	183	43
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0	53	0	0	0	-24
Titoli di debito a breve termine			0	0	-1	0	0	2
Titoli di debito a lungo termine			2	22	33	0	172	-28
Prestiti		6	-3		-76	0	0	10
<i>di cui: a lungo termine</i>		6	1		-28	0	0	
Azioni e altre partecipazioni		0	318	110	239	-7	0	87
Azioni quotate			144	63	16	-2	0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	173	46	123	-6	0	
Quote di fondi di investimento				1	100			
Riserve tecniche di assicurazione		0	0	0	0	67	0	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		-2	12	-20	8	-13	11	-4
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria¹⁾</i>	-52	258	-157	-7	-71	68	-143	76
Bilancio di chiusura: passività finanziarie								
Totale delle passività finanziarie		6.926	28.973	30.997	18.175	7.969	11.336	17.395
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			32	22.356	39	0	273	2.657
Titoli di debito a breve termine			81	564	121	2	641	289
Titoli di debito a lungo termine			1.039	4.181	3.149	53	7.354	3.146
Prestiti		6.148	8.565		3.886	298	2.397	3.369
<i>di cui: a lungo termine</i>		5.810	6.338		2.265	109	2.131	
Azioni e altre partecipazioni		8	15.496	2.805	10.670	536	5	7.288
Azioni quotate			4.673	644	315	159	0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni		8	10.823	1.326	2.981	375	5	
Quote di fondi di investimento				835	7.374			
Riserve tecniche di assicurazione		37	354	69	1	6.909	1	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		734	3.406	1.022	309	171	665	646
<i>Ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>	-1.354	14.119	-10.312	801	655	48	-6.664	

Fonte: BCE.

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri)

Impieghi	2010	2011	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	2° trim. 2013- 1° trim. 2014
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	4.516	4.629	4.679	4.684	4.690	4.700	4.717	4.734
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	85	99	129	127	129	128	129	127
Consumo di capitale fisso	1.421	1.464	1.499	1.506	1.512	1.518	1.525	1.532
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i> ¹⁾	2.190	2.250	2.180	2.171	2.178	2.195	2.208	2.224
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	2.807	3.018	2.880	2.819	2.766	2.724	2.691	2.670
Interessi	1.383	1.547	1.464	1.407	1.357	1.313	1.275	1.252
Altri redditi da capitale	1.424	1.471	1.416	1.411	1.409	1.411	1.416	1.418
<i>Reddito nazionale netto</i> ¹⁾	7.764	7.996	8.026	8.034	8.051	8.082	8.114	8.146
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.059	1.116	1.173	1.182	1.198	1.205	1.213	1.222
Contributi sociali	1.704	1.754	1.788	1.795	1.802	1.810	1.817	1.824
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.818	1.845	1.887	1.899	1.911	1.922	1.932	1.935
Altri trasferimenti correnti	777	782	791	796	803	812	818	822
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	181	182	184	184	185	186	186	187
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	182	184	187	187	187	188	188	188
Altro	414	416	420	425	431	438	444	447
<i>Reddito netto disponibile</i> ¹⁾	7.655	7.889	7.917	7.921	7.934	7.960	7.989	8.021
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	7.317	7.483	7.526	7.529	7.543	7.566	7.588	7.613
Spese per consumi individuali	6.546	6.709	6.753	6.754	6.765	6.787	6.808	6.830
Spese per consumi collettivi	771	774	772	775	777	779	781	783
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	56	58	58	57	57	58	58	59
<i>Risparmio netto</i> ¹⁾	337	406	391	392	391	394	400	408
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	1.783	1.877	1.781	1.750	1.735	1.734	1.733	1.740
Investimenti fissi lordi	1.763	1.820	1.771	1.743	1.730	1.724	1.723	1.732
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	19	57	10	7	4	10	10	8
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	1	1	9	2	0	0	0	-1
Trasferimenti in conto capitale	221	173	193	198	205	200	164	158
Imposte in conto capitale	25	31	25	26	29	30	32	32
Altri trasferimenti in conto capitale	196	142	167	172	176	170	132	126
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> ¹⁾	-16	-1	112	158	182	193	212	222

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	2010	2011	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	2° trim. 2013- 1° trim. 2014
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	8.213	8.442	8.487	8.489	8.508	8.540	8.581	8.617
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	943	976	980	978	983	989	991	999
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	9.156	9.418	9.467	9.466	9.492	9.530	9.572	9.616
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	2.190	2.250	2.180	2.171	2.178	2.195	2.208	2.224
Redditi da lavoro dipendente	4.527	4.641	4.693	4.699	4.705	4.715	4.732	4.749
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	1.042	1.086	1.120	1.117	1.123	1.128	1.132	1.137
Redditi da capitale	2.811	3.038	2.914	2.865	2.812	2.768	2.732	2.705
Interessi	1.335	1.493	1.426	1.375	1.326	1.281	1.245	1.220
Altri redditi da capitale	1.476	1.545	1.487	1.490	1.486	1.487	1.487	1.486
<i>Reddito nazionale netto</i>								
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto	7.764	7.996	8.026	8.034	8.051	8.082	8.114	8.146
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.063	1.121	1.179	1.187	1.202	1.210	1.219	1.228
Contributi sociali	1.704	1.754	1.785	1.792	1.799	1.807	1.814	1.821
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.811	1.839	1.881	1.893	1.905	1.916	1.926	1.928
Altri trasferimenti correnti	670	674	685	687	690	694	697	701
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	182	184	187	187	187	188	188	188
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	176	177	179	179	180	181	182	183
Altro	312	314	319	321	323	325	327	330
<i>Reddito netto disponibile</i>								
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile	7.655	7.889	7.917	7.921	7.934	7.960	7.989	8.021
Spese per consumi finali								
Spese per consumi individuali								
Spese per consumi collettivi								
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	56	58	58	57	57	58	58	59
<i>Risparmio netto</i>								
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	337	406	391	392	391	394	400	408
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.421	1.464	1.499	1.506	1.512	1.518	1.525	1.532
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	231	180	205	211	220	215	183	178
Imposte in conto capitale	25	31	25	26	29	30	32	32
Altri trasferimenti in conto capitale	205	149	180	184	191	185	151	145
<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)

	2010	2011	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	2° trim. 2013- 1° trim. 2014
Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta								
Redditi da lavoro dipendente (+)	4.527	4.641	4.693	4.699	4.705	4.715	4.732	4.749
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.450	1.493	1.496	1.500	1.506	1.513	1.518	1.525
Interessi attivi (+)	202	228	222	217	213	208	203	199
Interessi passivi (-)	124	147	131	125	120	116	114	112
Altri redditi da capitali attivi (+)	722	749	745	737	729	732	741	740
Altri redditi da capitali passivi (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc. (-)	852	885	934	943	951	958	965	970
Contributi sociali netti (-)	1.699	1.749	1.783	1.790	1.797	1.805	1.812	1.819
Prestazioni sociali nette (+)	1.806	1.834	1.876	1.887	1.899	1.911	1.920	1.923
Trasferimenti correnti netti attivi (+)	71	69	72	74	74	74	75	76
= Reddito lordo disponibile	6.093	6.222	6.246	6.247	6.248	6.262	6.289	6.301
Spese per consumi finali (-)	5.298	5.449	5.484	5.481	5.488	5.503	5.518	5.534
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	56	58	57	57	56	57	57	58
= Risparmio lordo	850	831	819	823	816	817	828	825
Consumo di capitale fisso (-)	386	396	402	403	404	405	407	409
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	13	2	2	0	0	-2	-4	-5
Altre variazioni nella ricchezza netta (+)	599	-264	-95	-528	-431	-163	-179	402
= Variazioni nella ricchezza netta	1.076	174	324	-107	-20	246	239	813
Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	558	573	555	549	543	542	541	541
Consumo di capitale fisso (-)	386	396	402	403	404	405	407	409
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	42	126	192	173	167	134	95	68
Banconote, monete e depositi	118	118	225	228	218	189	130	104
Partecipazioni in fondi comuni monetari	-59	-23	-31	-39	-30	-27	-14	-21
Titoli di debito ¹⁾	-17	30	-2	-16	-21	-28	-20	-15
Attività a lungo	388	234	154	192	194	224	238	231
Depositi	58	54	11	7	8	25	53	56
Titoli di debito	-23	67	-89	-115	-119	-135	-126	-110
Azioni e altre partecipazioni	103	-3	100	151	148	167	136	100
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	94	45	60	67	58	76	62	36
Quote di fondi comuni di investimento	9	-48	40	84	91	92	74	64
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	250	116	132	150	156	166	175	185
Finanziamenti: principali componenti (-)								
Prestiti	114	87	13	-1	-12	-2	-19	-8
di cui: da IFM dell'area dell'euro	147	81	25	21	1	8	-4	-5
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Attività non finanziarie	476	191	-778	-1.016	-941	-649	-739	-332
Attività finanziarie	201	-386	613	408	423	406	500	692
Azioni e altre partecipazioni	55	-342	376	250	270	319	448	555
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	122	15	181	164	131	84	71	93
Flussi netti restanti (+)	-89	-80	4	-12	-13	-8	-8	14
= Variazioni nella ricchezza netta	1.076	174	324	-107	-20	246	239	813
Bilancio finanziario								
Attività non finanziarie (+)	29.932	30.299	29.674	29.227	29.249	29.375	29.069	29.027
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	5.819	5.957	6.128	6.140	6.182	6.158	6.207	6.208
Banconote, monete e depositi	5.597	5.728	5.950	5.980	6.032	6.019	6.076	6.084
Partecipazioni in fondi comuni monetari	184	166	120	112	109	101	97	91
Titoli di debito ¹⁾	38	62	58	49	42	39	34	33
Attività a lungo	12.221	12.026	12.813	12.975	12.911	13.193	13.565	13.901
Depositi	1.032	1.086	1.100	1.106	1.117	1.130	1.152	1.170
Titoli di debito	1.409	1.379	1.348	1.294	1.261	1.233	1.208	1.222
Azioni e altre partecipazioni	4.273	3.923	4.413	4.528	4.480	4.719	5.006	5.183
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	3.066	2.835	3.166	3.213	3.163	3.362	3.610	3.733
Quote di fondi di investimento	1.207	1.088	1.247	1.315	1.317	1.356	1.397	1.450
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	5.507	5.638	5.952	6.047	6.052	6.111	6.198	6.326
Restanti attività finanziarie (+)	271	224	203	162	191	202	172	158
Passività (-)								
Prestiti	6.120	6.210	6.198	6.171	6.171	6.167	6.154	6.148
di cui: da IFM dell'area dell'euro	5.221	5.288	5.296	5.285	5.288	5.282	5.274	5.267
= Ricchezza finanziaria netta	42.121	42.295	42.619	42.333	42.361	42.761	42.858	43.146

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)

	2010	2011	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	2° trim. 2013- 1° trim. 2014
Reddito e risparmio								
Valore aggiunto lordo (+)	4.671	4.832	4.855	4.852	4.862	4.880	4.904	4.922
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.837	2.936	2.982	2.983	2.988	2.994	3.004	3.019
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-)	37	46	54	54	56	56	57	54
= Margine operativo lordo (+)	1.797	1.850	1.819	1.815	1.819	1.830	1.842	1.849
Consumo di capitale fisso (-)	802	828	851	855	859	863	867	871
= Margine operativo netto (+)	995	1.022	969	960	960	967	975	979
Redditi da capitale attivi (+)	550	571	550	550	544	537	526	517
Interessi attivi	159	164	150	143	137	132	129	125
Altri redditi da capitale	392	406	400	406	406	405	397	392
Interest and rents payable (-)	257	287	270	259	249	239	231	225
= Reddito lordo di impresa (+)	1.288	1.307	1.248	1.251	1.255	1.266	1.269	1.270
Utili distribuiti (-)	924	975	954	946	940	941	940	933
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	169	192	201	201	206	204	206	209
Contributi sociali da riscuotere (+)	69	74	74	74	73	73	74	74
Prestazioni sociali da erogare (-)	69	70	70	70	70	70	70	70
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	45	48	49	49	51	53	52	53
= Risparmio netto	151	95	48	60	62	71	75	79
Investimento, finanziamento e risparmio								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	146	212	134	103	91	88	89	86
Investimenti fissi lordi (+)	928	984	966	947	942	938	942	950
Consumo di capitale fisso (-)	802	828	851	855	859	863	867	871
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	19	56	19	10	7	13	14	6
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	33	-29	62	47	40	55	75	78
Banconote, monete e depositi	67	6	75	80	81	91	110	100
Partecipazioni in fondi comuni monetari	-32	-46	-7	-6	-15	-13	-10	-20
Titoli di debito ¹⁾	-1	11	-5	-28	-26	-24	-25	-1
Attività a lungo	444	491	238	203	66	59	91	42
Depositi	22	70	-2	-34	-31	6	14	2
Titoli di debito	25	-26	-2	-1	-9	-10	-17	-10
Azioni e altre partecipazioni	262	303	135	172	96	83	93	45
Altri prestiti (in prevalenza intragruppo)	136	145	108	66	10	-21	2	4
Restanti attività nette (+)	6	-49	26	66	132	87	101	126
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Debito	174	248	157	120	36	-43	-1	-5
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	-21	116	-135	-126	-157	-145	-124	-116
di cui: titoli di debito	70	48	115	102	90	86	83	83
Azioni e altre partecipazioni	237	216	186	165	160	193	216	197
Azioni quotate	31	27	27	11	21	23	31	57
Azioni non quotate e altre partecipazioni	206	189	159	155	140	171	185	140
Trasferimenti netti di capitali attivi (-)	65	67	65	67	66	62	62	63
= Risparmio netto	151	95	48	60	62	71	75	79
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie								
Attività a breve	1.958	1.929	1.988	1.951	1.939	1.969	2.053	2.026
Banconote, monete e depositi	1.695	1.705	1.777	1.757	1.765	1.798	1.881	1.855
Partecipazioni in fondi comuni monetari	182	134	130	127	113	111	117	106
Titoli di debito ¹⁾	81	90	81	67	62	60	55	64
Attività a lungo	10.863	10.902	11.658	11.942	11.783	12.209	12.501	12.699
Depositi	178	238	293	270	264	280	290	262
Titoli di debito	258	247	266	262	261	263	259	266
Azioni e altre partecipazioni	7.569	7.388	7.988	8.288	8.134	8.539	8.814	9.046
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	2.859	3.029	3.112	3.121	3.124	3.127	3.138	3.125
Restanti attività nette	416	521	426	490	508	501	514	563
Passività								
Debito	9.805	9.961	10.038	10.077	10.033	10.013	10.034	10.040
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	4.652	4.688	4.471	4.443	4.400	4.357	4.286	4.298
di cui: titoli di debito	881	875	1.033	1.056	1.051	1.083	1.097	1.120
Azioni e altre partecipazioni	13.158	12.465	13.458	13.816	13.680	14.480	15.153	15.496
Azioni quotate	3.815	3.297	3.759	3.902	3.864	4.213	4.515	4.673
Azioni non quotate e altre partecipazioni	9.343	9.168	9.699	9.914	9.816	10.266	10.638	10.823

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)

	2010	2011	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	2° trim. 2013- 1° trim. 2014
Conto finanziario, transazioni finanziarie								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	-6	53	45	21	-17	-38	-62	-43
Banconote, monete e depositi	-9	14	15	11	8	3	-14	-7
Partecipazioni in fondi comuni monetari	-8	16	33	10	-11	-19	-35	-26
Titoli di debito ¹⁾	11	24	-3	0	-13	-22	-14	-11
Attività a lungo	293	131	207	194	229	264	299	284
Depositi	-5	9	-18	-19	-15	-18	-10	-16
Titoli di debito	190	41	149	106	119	123	157	141
Prestiti	32	12	9	11	10	1	4	14
Azioni quotate	-1	-11	-8	0	-1	9	1	4
Azioni non quotate e altre partecipazioni	12	13	5	6	5	8	11	8
Quote di fondi comuni di investimento	66	68	69	90	110	140	137	133
Restanti attività finanziarie (+)	7	-30	-46	-28	-31	-35	-4	6
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Titoli di debito	1	3	7	5	3	3	0	0
Prestiti	7	11	-16	0	-7	-23	-5	-5
Azioni e altre partecipazioni	7	4	1	2	2	1	5	5
Riserve tecniche di assicurazione	281	115	156	171	176	184	195	216
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	262	111	139	156	165	171	180	192
Riserve premi e riserve sinistri	19	4	16	15	12	13	16	23
= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni	-1	21	59	9	6	25	38	31
Conto delle altre variazioni								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	119	-105	196	144	128	93	105	103
Altre attività nette	-6	13	240	140	100	5	-62	29
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	-1	-48	67	55	84	72	65	39
Riserve tecniche di assicurazione	138	16	189	167	131	82	69	95
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	127	19	187	165	130	81	69	93
Riserve premi e riserve sinistri	11	-3	2	2	1	1	1	2
= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta	-24	-59	180	61	14	-56	-91	-2
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	330	371	408	413	367	357	339	370
Banconote, monete e depositi	190	193	209	218	201	201	193	212
Partecipazioni in fondi comuni monetari	88	102	126	126	107	99	86	100
Titoli di debito ¹⁾	52	76	74	69	59	56	60	58
Attività a lungo	6.043	6.047	6.665	6.804	6.800	6.927	7.047	7.238
Depositi	606	611	594	595	596	591	588	583
Titoli di debito	2.638	2.660	3.013	3.053	3.055	3.077	3.141	3.236
Prestiti	469	481	490	489	487	489	493	504
Azioni quotate	422	377	404	413	410	426	439	445
Azioni non quotate e altre partecipazioni	418	422	435	437	436	441	444	445
Quote di fondi comuni di investimento	1.490	1.497	1.728	1.818	1.816	1.904	1.943	2.025
Restanti attività finanziarie (+)	245	260	250	247	238	227	216	238
Passività (-)								
Titoli di debito	43	46	55	55	52	52	54	55
Prestiti	292	301	285	300	299	293	283	298
Azioni e altre partecipazioni	447	403	472	492	500	516	541	536
Riserve tecniche di assicurazione	6.008	6.139	6.484	6.598	6.601	6.661	6.748	6.909
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	5.203	5.332	5.659	5.756	5.760	5.819	5.908	6.042
Riserve premi e riserve sinistri	805	807	825	842	842	842	841	867
= Ricchezza finanziaria netta	172	-210	28	19	-47	-12	-25	48

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

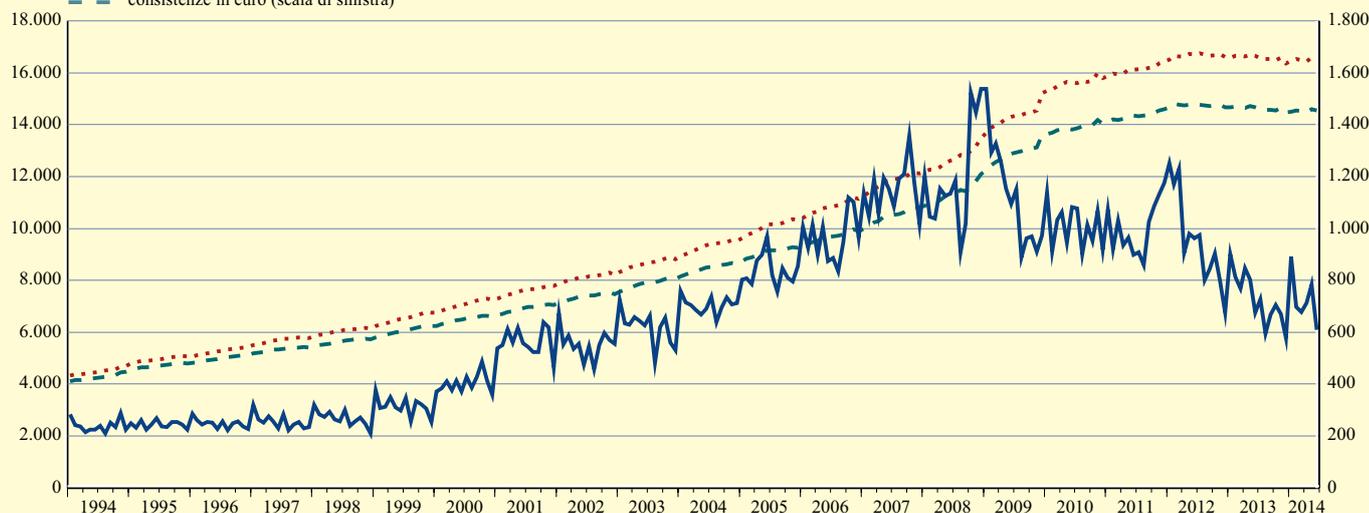
(miliardi di euro e tassi di crescita nel periodo; dati destagionalizzati; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	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 giu.	16.895,2	600,7	-62,3	14.671,5	558,1	-51,2	16.644,2	675,2	-62,5	-0,3	-12,4	-0,8
lug.	16.828,9	640,0	-66,0	14.598,6	591,2	-72,3	16.551,7	725,9	-79,9	-0,9	-48,1	-1,2
ago.	16.805,7	516,1	-23,4	14.573,8	482,5	-25,1	16.537,7	594,7	-17,1	-0,8	16,6	-0,7
set.	16.815,5	606,8	10,3	14.566,6	556,2	-6,7	16.524,8	667,1	-5,1	-0,7	29,2	-0,3
ott.	16.819,6	643,1	5,1	14.558,3	572,8	-7,2	16.493,9	705,9	-19,7	-1,0	-29,3	-0,4
nov.	16.928,8	598,2	109,4	14.639,8	539,3	81,7	16.580,7	670,5	85,4	-0,7	8,9	-0,4
dic.	16.752,7	516,9	-186,0	14.466,6	478,7	-183,0	16.362,2	576,6	-219,5	-1,2	-109,3	-1,6
2014 gen.	16.774,5	795,0	21,8	14.497,9	739,0	31,4	16.470,2	890,0	90,2	-0,7	63,7	-0,2
feb.	16.845,9	629,6	67,2	14.556,5	576,5	54,5	16.529,7	697,1	68,5	-0,6	5,1	-0,4
mar.	16.824,8	650,1	-22,0	14.523,0	581,0	-34,5	16.476,6	677,0	-53,9	-0,8	-44,4	-1,3
apr.	16.795,6	680,9	-27,6	14.480,1	617,7	-41,5	16.435,8	713,1	-37,5	-1,0	-42,4	-1,4
mag.	16.905,9	730,0	110,2	14.589,9	657,0	109,5	16.587,6	782,7	135,9	-0,7	47,7	-1,0
giu.	16.872,6	581,9	-34,1	14.537,1	507,8	-53,4	16.540,7	608,3	-47,4	-0,6	-1,1	0,3
A lungo termine												
2013 giu.	15.610,7	208,2	-19,8	13.468,6	181,6	-5,6	15.188,0	201,4	-17,4	0,7	-2,6	-0,2
lug.	15.539,1	204,7	-71,6	13.383,3	173,1	-85,0	15.083,5	195,3	-94,3	0,1	-40,8	-0,8
ago.	15.533,6	117,3	-5,6	13.374,4	97,7	-9,1	15.082,1	113,0	-5,5	0,2	32,0	0,1
set.	15.550,1	223,7	16,9	13.380,0	190,6	6,0	15.088,2	216,7	15,6	0,2	43,2	0,4
ott.	15.579,7	249,5	29,7	13.391,0	199,4	11,2	15.084,6	228,6	5,5	0,0	-4,2	0,6
nov.	15.695,4	251,9	114,5	13.482,5	210,0	90,4	15.192,0	240,1	105,7	0,2	30,1	0,8
dic.	15.596,3	155,0	-99,6	13.392,2	134,1	-90,8	15.081,1	149,5	-102,2	0,1	-27,4	0,4
2014 gen.	15.560,6	273,6	-34,7	13.359,1	237,3	-32,0	15.090,7	290,2	-4,1	0,1	1,2	1,0
feb.	15.624,6	233,0	63,8	13.413,3	198,9	54,1	15.142,1	231,5	63,7	0,4	1,9	0,6
mar.	15.576,0	256,6	-49,9	13.360,4	208,6	-54,3	15.085,2	238,0	-58,0	0,0	-38,4	-0,5
apr.	15.578,8	272,1	3,0	13.343,0	225,9	-17,3	15.074,3	252,3	-9,0	-0,1	-18,6	-0,7
mag.	15.683,1	326,9	105,1	13.455,5	277,8	113,3	15.224,3	321,2	137,0	0,2	57,9	-0,3
giu.	15.688,3	244,7	3,4	13.449,3	193,0	-7,8	15.212,1	225,2	-12,6	0,3	1,9	0,1

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	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2012	16.598	5.399	3.262	979	6.274	684	958	589	82	68	187	32
2013	16.362	4.887	3.194	1.050	6.558	674	729	385	65	64	187	29
2013 3° trim.	16.525	5.003	3.250	1.044	6.556	671	663	350	52	63	172	25
4° trim.	16.362	4.887	3.194	1.050	6.558	674	651	341	58	65	162	25
2014 1° trim.	16.477	4.828	3.193	1.076	6.698	681	755	372	71	69	201	41
2° trim.	16.541	4.739	3.197	1.096	6.827	682	701	324	74	74	194	35
2014 mar.	16.477	4.828	3.193	1.076	6.698	681	677	314	85	65	176	39
apr.	16.436	4.800	3.172	1.077	6.713	675	713	330	67	77	205	34
mag.	16.588	4.796	3.240	1.094	6.783	675	783	362	111	84	195	31
giu.	16.541	4.739	3.197	1.096	6.827	682	608	281	46	60	183	39
	A breve termine											
2012	1.488	601	136	81	606	64	703	490	37	52	104	21
2013	1.281	474	111	74	571	52	512	315	27	47	102	21
2013 3° trim.	1.437	539	133	90	628	47	488	294	26	46	105	18
4° trim.	1.281	474	111	74	571	52	445	269	23	45	91	18
2014 1° trim.	1.391	530	143	83	579	56	501	289	35	50	100	27
2° trim.	1.329	515	112	79	572	51	435	245	19	54	92	25
2014 mar.	1.391	530	143	83	579	56	439	236	45	45	84	29
apr.	1.361	522	140	82	567	50	461	259	22	64	91	24
mag.	1.363	522	132	83	577	48	461	260	22	59	98	22
giu.	1.329	515	112	79	572	51	383	217	13	39	85	29
	A lungo termine²⁾											
2012	15.110	4.798	3.125	897	5.668	621	255	99	45	16	84	12
2013	15.081	4.413	3.084	976	5.987	622	217	69	38	17	85	8
2013 3° trim.	15.088	4.464	3.117	954	5.929	623	175	56	27	18	67	8
4° trim.	15.081	4.413	3.084	976	5.987	622	206	72	35	20	72	7
2014 1° trim.	15.085	4.298	3.050	994	6.119	624	253	83	36	19	102	14
2° trim.	15.212	4.224	3.085	1.017	6.255	631	266	79	56	20	103	9
2014 mar.	15.085	4.298	3.050	994	6.119	624	238	78	39	19	92	9
apr.	15.074	4.277	3.032	995	6.146	625	252	71	45	13	113	10
mag.	15.224	4.273	3.108	1.011	6.205	627	321	101	89	25	97	8
giu.	15.212	4.224	3.085	1.017	6.255	631	225	64	33	21	97	10
	di cui: a lungo termine con tasso fisso											
2012	10.434	2.811	1.215	806	5.157	444	165	54	18	15	71	7
2013	10.680	2.648	1.321	873	5.386	452	144	36	19	14	69	6
2013 3° trim.	10.655	2.671	1.321	853	5.356	454	121	32	12	14	59	5
4° trim.	10.680	2.648	1.321	873	5.386	452	137	37	18	18	59	5
2014 1° trim.	10.753	2.569	1.316	887	5.520	461	183	46	20	16	90	11
2° trim.	10.942	2.546	1.395	908	5.625	467	181	38	36	18	82	7
2014 mar.	10.753	2.569	1.316	887	5.520	461	168	39	27	15	79	7
apr.	10.762	2.560	1.333	887	5.519	462	158	36	23	12	78	8
mag.	10.915	2.565	1.398	903	5.587	463	222	39	70	23	83	7
giu.	10.942	2.546	1.395	908	5.625	467	164	40	15	17	86	7
	di cui: a lungo termine con tasso variabile											
2012	4.247	1.733	1.813	88	439	175	78	38	25	1	8	5
2013	3.988	1.562	1.657	99	501	169	61	28	17	2	11	2
2013 3° trim.	4.017	1.580	1.693	97	477	169	43	20	13	3	4	2
4° trim.	3.988	1.562	1.657	99	501	169	61	31	16	2	10	2
2014 1° trim.	3.916	1.533	1.617	102	501	163	58	31	13	2	8	3
2° trim.	3.857	1.487	1.565	103	538	163	72	36	16	2	17	2
2014 mar.	3.916	1.533	1.617	102	501	163	58	35	10	3	8	2
apr.	3.894	1.524	1.579	102	526	162	80	30	15	1	32	1
mag.	3.899	1.515	1.586	103	531	163	88	58	16	2	11	2
giu.	3.857	1.487	1.565	103	538	163	48	19	16	2	8	4

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.

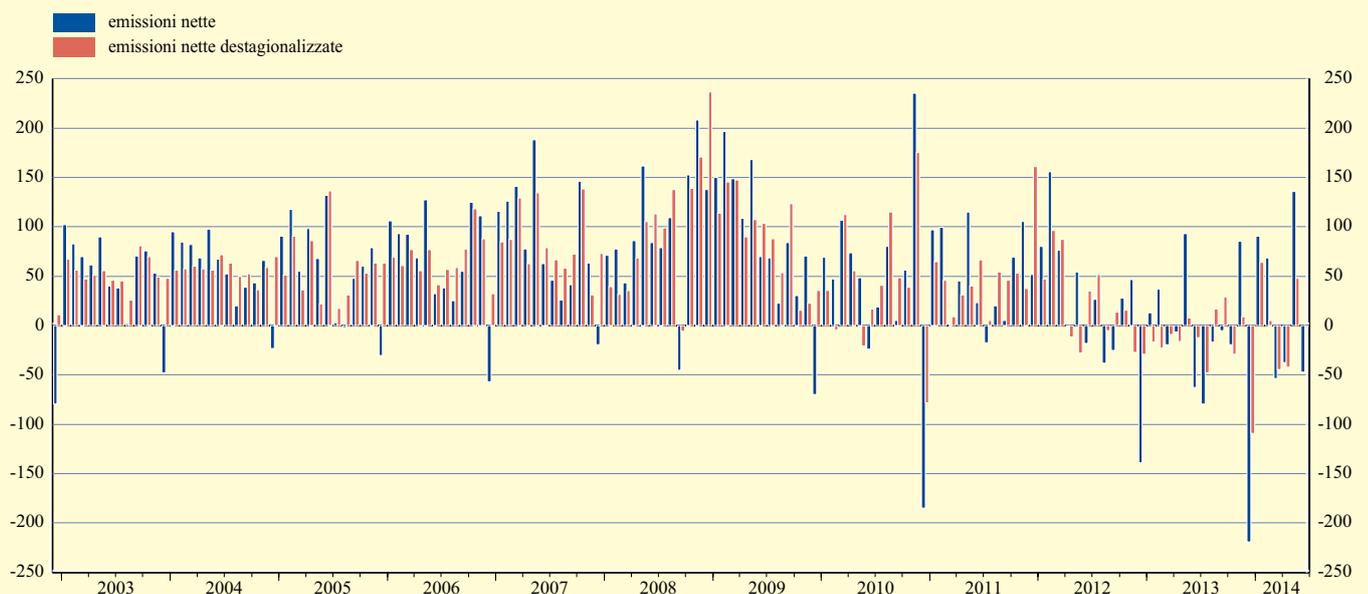
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

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	10,4	13,1	3,1	-	-	-	-	-	-
2013	-16,8	-39,7	-7,1	6,6	24,0	-0,6	-	-	-	-	-	-
2013 3° trim.	-34,0	-36,7	-4,9	11,2	-1,6	-2,1	-0,8	-33,5	5,6	10,6	17,2	-0,7
4° trim.	-51,2	-35,4	-21,5	3,2	1,0	1,4	-43,2	-29,9	-36,1	5,7	16,2	0,8
2014 1° trim.	35,0	-20,9	-2,1	8,8	46,9	2,2	8,1	-29,8	2,7	6,9	27,6	0,7
2° trim.	17,0	-30,9	0,1	5,9	41,7	0,2	1,4	-30,3	-0,5	5,9	25,5	0,8
2014 mar.	-53,9	-63,3	-27,7	2,8	35,2	-0,8	-44,4	-52,7	-20,4	1,0	33,3	-5,5
apr.	-37,5	-26,1	-20,9	0,5	14,6	-5,5	-42,4	-29,7	-39,6	-3,2	34,1	-4,0
mag.	135,9	-11,8	64,8	15,4	68,6	-1,1	47,7	-23,5	48,7	12,5	10,7	-0,9
giu.	-47,4	-54,8	-43,5	1,8	41,9	7,3	-1,1	-37,6	-10,5	8,2	31,6	7,2
	A lungo termine											
2012	30,4	0,5	0,0	10,2	15,6	4,2	-	-	-	-	-	-
2013	1,3	-29,4	-3,7	7,2	26,8	0,3	-	-	-	-	-	-
2013 3° trim.	-28,1	-30,7	-3,9	10,7	-4,2	0,1	11,5	-26,1	4,2	10,5	20,8	2,1
4° trim.	3,0	-14,5	-10,7	8,6	19,8	-0,2	-0,5	-9,7	-22,5	8,8	22,4	0,5
2014 1° trim.	0,5	-38,8	-11,4	5,9	44,0	0,7	-11,8	-42,0	-5,3	6,2	30,1	-0,7
2° trim.	38,5	-25,3	10,5	7,1	44,1	2,0	13,7	-30,9	8,0	6,9	29,0	0,7
2014 mar.	-58,0	-49,7	-46,1	4,8	37,8	-4,8	-38,4	-39,4	-31,8	3,0	36,6	-6,9
apr.	-9,0	-19,5	-18,1	1,1	26,8	0,8	-18,6	-24,5	-34,1	-0,2	40,6	-0,4
mag.	137,0	-9,5	72,6	14,3	58,5	1,1	57,9	-21,0	54,0	14,7	9,5	0,8
giu.	-12,6	-46,9	-23,1	6,0	47,1	4,2	1,9	-47,1	4,0	6,2	37,0	1,7

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

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



Fonte: BCE.

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

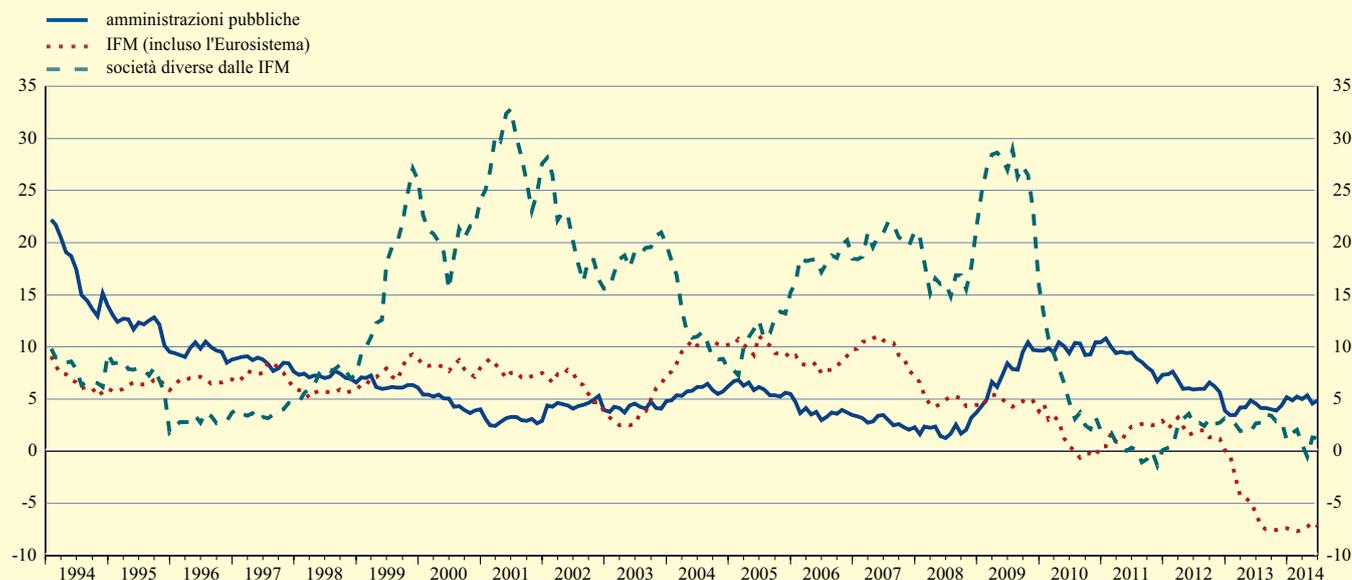
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Totale												
2013 giu.	-0,3	-7,3	0,3	10,2	4,4	-2,6	-0,8	-10,5	0,6	6,0	6,1	-2,0
lug.	-0,9	-8,7	0,5	10,0	4,1	-4,7	-1,2	-11,2	1,1	6,3	5,7	-5,3
ago.	-0,8	-9,2	1,4	10,6	4,2	-3,6	-0,7	-9,6	0,4	7,5	5,1	-0,9
set.	-0,7	-8,9	1,7	10,0	4,1	-3,8	-0,3	-8,3	1,7	8,2	4,4	-2,8
ott.	-1,0	-9,0	0,8	10,0	3,8	-4,1	-0,4	-7,4	-0,3	7,8	4,5	-4,6
nov.	-0,7	-8,8	0,8	10,0	4,0	-2,6	-0,4	-6,2	-1,1	10,8	3,0	-2,0
dic.	-1,2	-8,9	-2,6	8,1	4,6	-1,1	-1,6	-7,3	-5,5	9,9	3,1	0,1
2014 gen.	-0,7	-8,1	-1,6	9,6	4,4	-2,0	-0,2	-4,9	-4,2	12,9	3,3	1,8
feb.	-0,6	-7,8	-1,8	8,7	4,5	0,7	-0,4	-5,9	-4,0	9,9	3,9	2,3
mar.	-0,8	-7,7	-2,2	7,9	4,2	-0,8	-1,3	-7,0	-6,0	7,4	4,0	1,4
apr.	-1,0	-7,5	-3,6	6,4	4,7	-1,9	-1,4	-7,6	-6,9	5,0	4,9	0,9
mag.	-0,7	-7,1	-2,1	8,0	3,8	-1,2	-1,0	-7,9	-3,2	5,6	4,5	-0,5
giu.	-0,6	-7,3	-2,6	8,6	4,0	0,8	0,3	-7,2	0,4	7,4	4,9	1,3
A lungo termine												
2013 giu.	0,7	-5,9	0,1	12,4	4,9	1,6	-0,2	-10,0	0,8	6,4	6,9	-1,3
lug.	0,1	-7,2	0,3	11,8	4,5	0,3	-0,8	-11,3	1,1	6,3	6,4	-3,0
ago.	0,2	-7,5	1,1	12,2	4,5	0,7	0,1	-9,6	2,1	8,4	6,0	0,8
set.	0,2	-7,5	1,3	10,9	4,4	0,3	0,4	-8,2	1,5	9,3	5,4	2,1
ott.	0,0	-7,5	0,6	10,8	4,2	0,8	0,6	-6,8	0,0	9,2	5,5	1,4
nov.	0,2	-7,4	0,6	10,8	4,8	0,4	0,8	-5,1	-0,8	13,2	4,3	1,6
dic.	0,1	-7,4	-1,4	9,7	5,7	0,6	0,4	-4,7	-3,5	13,0	4,4	2,6
2014 gen.	0,1	-7,6	-0,7	10,2	5,5	-1,1	1,0	-3,9	-2,4	14,1	4,6	1,2
feb.	0,4	-7,7	-0,3	10,1	5,6	1,8	0,6	-5,8	-2,6	11,8	5,3	2,7
mar.	0,0	-7,5	-2,0	9,6	5,4	0,9	-0,5	-6,8	-5,2	9,7	5,4	-0,2
apr.	-0,1	-7,3	-3,2	8,4	5,9	0,4	-0,7	-7,7	-6,2	7,4	6,4	-0,5
mag.	0,2	-6,8	-1,3	10,6	4,9	0,7	-0,3	-8,5	-2,0	8,1	5,6	-0,3
giu.	0,3	-7,2	-1,5	10,5	5,2	1,3	0,1	-9,6	0,5	8,2	6,0	0,0

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)



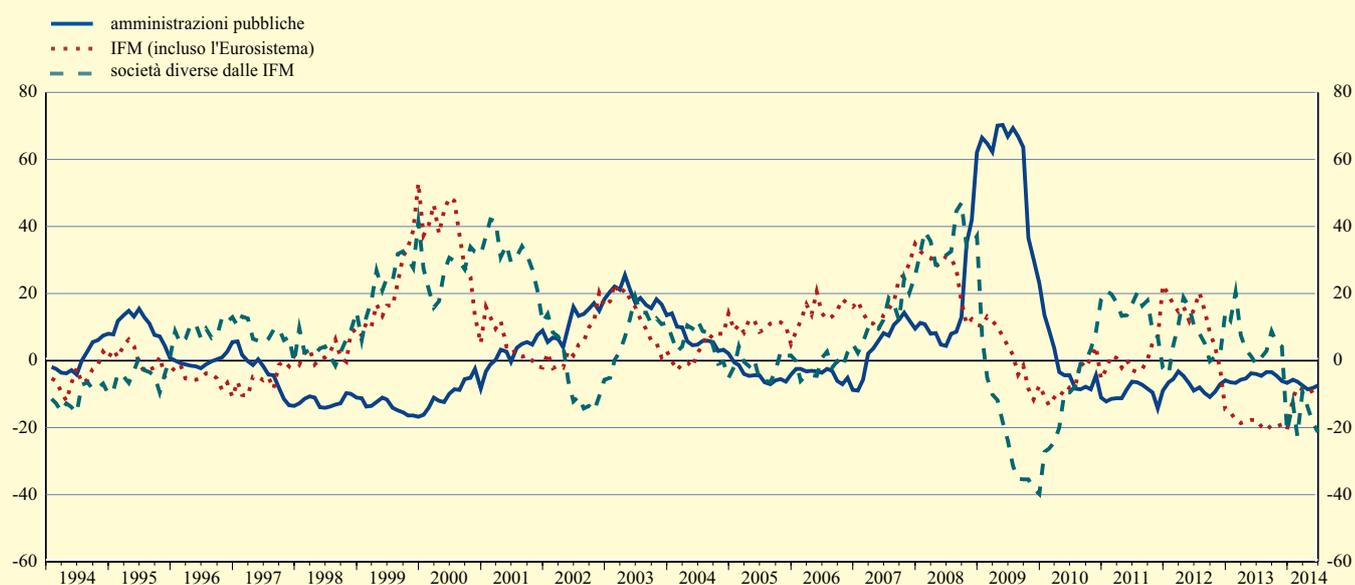
Fonte: BCE.

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'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
	Tutte le valute											
2012	5,3	4,1	1,9	10,4	5,9	7,3	-0,9	-0,3	-4,9	-0,4	6,6	23,3
2013	3,3	-3,2	6,8	13,5	4,6	4,1	-7,2	-7,5	-9,4	5,0	-1,3	-0,8
2013 3° trim.	3,0	-4,8	7,9	12,7	4,8	3,4	-8,0	-9,6	-8,9	6,9	-1,9	-5,4
4° trim.	2,3	-5,0	5,3	10,5	4,3	2,6	-6,6	-9,8	-7,9	11,9	6,5	-4,1
2014 1° trim.	1,8	-5,9	1,4	9,7	4,9	1,8	-5,0	-8,5	-7,2	13,7	12,8	-2,5
2° trim.	1,9	-6,1	2,1	9,4	4,9	2,5	-5,3	-6,9	-9,4	13,5	11,3	-3,9
2014 gen.	1,7	-5,8	2,1	9,9	4,6	0,0	-5,0	-8,8	-7,6	14,5	15,8	-3,0
feb.	1,8	-6,2	0,0	10,1	5,2	2,9	-4,2	-8,4	-5,2	13,5	10,5	-0,9
mar.	1,7	-6,5	0,5	9,0	5,0	3,0	-5,0	-7,2	-8,0	14,0	10,2	-4,3
apr.	1,7	-6,4	0,8	8,1	5,0	2,6	-5,3	-6,7	-10,0	13,4	13,8	-5,0
mag.	2,2	-5,7	3,7	10,4	4,6	2,1	-5,4	-6,8	-9,5	14,2	9,5	-3,0
giu.	2,2	-6,0	2,8	10,3	4,9	3,0	-5,5	-7,3	-9,7	12,0	10,9	-3,2
	In euro											
2012	5,5	4,6	0,7	10,6	6,0	7,2	-0,6	2,0	-6,5	-1,4	6,3	22,9
2013	3,1	-4,0	4,2	14,6	4,6	4,1	-7,5	-7,2	-10,7	6,3	-1,8	-1,2
2013 3° trim.	2,7	-5,9	5,1	13,7	4,9	3,8	-8,4	-9,7	-9,9	8,4	-2,3	-5,8
4° trim.	2,0	-6,0	3,0	11,3	4,3	2,8	-7,0	-10,3	-8,7	13,0	6,4	-4,5
2014 1° trim.	1,6	-7,1	-1,1	9,5	4,9	1,7	-5,7	-9,3	-8,4	13,0	12,9	-2,8
2° trim.	1,7	-7,8	1,5	8,5	4,9	2,2	-6,0	-7,9	-10,7	12,6	11,6	-3,1
2014 gen.	1,4	-6,9	-1,2	9,6	4,6	0,0	-5,9	-9,6	-9,3	13,4	16,0	-3,1
feb.	1,6	-7,4	-2,7	9,5	5,2	2,7	-4,8	-9,2	-6,1	12,6	10,7	-1,5
mar.	1,5	-7,8	-1,4	8,4	5,0	2,6	-5,7	-8,1	-9,1	13,4	10,3	-4,1
apr.	1,5	-8,1	-0,6	7,6	5,1	2,3	-5,9	-7,5	-11,4	12,3	14,2	-4,3
mag.	2,1	-7,5	4,3	9,3	4,7	1,8	-6,1	-7,8	-10,8	13,3	9,8	-2,2
giu.	1,9	-7,9	2,7	8,8	4,8	2,6	-6,0	-8,4	-10,4	11,0	11,2	-1,6

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)

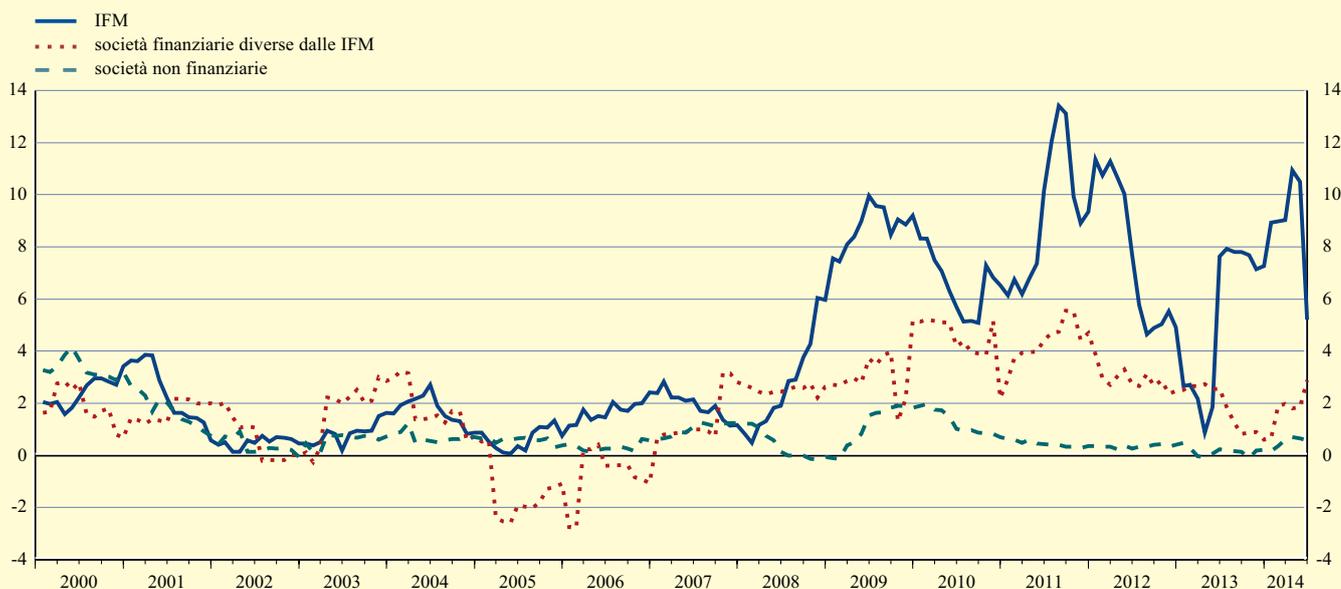
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(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 giu.	3.928,0	106,7	1,1	317,6	7,7	293,7	2,7	3.316,7	0,3
lug.	4.054,1	106,8	1,0	309,9	5,8	301,5	2,7	3.442,7	0,3
ago.	4.178,8	106,8	0,9	349,6	4,6	319,2	3,1	3.510,0	0,3
set.	4.235,1	106,9	0,9	364,9	4,9	333,6	2,7	3.536,6	0,4
ott.	4.311,8	107,0	1,0	383,5	5,0	343,6	2,9	3.584,6	0,4
nov.	4.399,7	106,9	0,9	395,7	5,5	352,6	2,4	3.651,4	0,3
dic.	4.503,7	107,1	0,9	402,4	4,9	368,4	2,5	3.732,8	0,4
2013 gen.	4.658,5	107,2	0,8	441,5	2,7	382,4	2,5	3.834,6	0,5
feb.	4.643,2	107,0	0,7	416,1	2,7	376,8	2,7	3.850,3	0,3
mar.	4.645,2	106,8	0,4	380,3	2,2	380,7	2,6	3.884,1	0,0
apr.	4.747,4	106,7	0,2	410,4	0,9	406,5	2,7	3.930,5	-0,1
mag.	4.864,1	107,0	0,4	440,2	1,9	419,0	2,5	4.005,0	0,1
giu.	4.663,9	107,8	1,1	413,5	7,6	404,3	2,6	3.846,2	0,2
lug.	4.903,7	107,9	1,0	446,6	7,9	428,6	1,8	4.028,6	0,2
ago.	4.892,0	107,8	0,9	461,5	7,8	426,4	1,2	4.004,2	0,2
set.	5.136,7	107,8	0,9	491,7	7,8	437,7	0,8	4.207,2	0,1
ott.	5.411,0	107,7	0,7	557,2	7,7	455,6	0,9	4.398,1	-0,1
nov.	5.502,3	107,9	0,9	562,8	7,1	465,0	0,9	4.474,5	0,2
dic.	5.567,9	108,0	0,9	569,0	7,3	476,0	0,6	4.522,9	0,2
2014 gen.	5.485,2	108,2	1,0	597,7	8,9	464,7	0,6	4.422,8	0,1
feb.	5.757,5	108,4	1,3	637,8	9,0	483,6	1,9	4.636,1	0,3
mar.	5.809,2	108,4	1,5	642,6	9,0	485,5	2,0	4.681,1	0,6
apr.	5.842,0	108,6	1,7	639,1	10,9	490,5	1,8	4.712,4	0,7
mag.	5.933,6	108,8	1,7	642,6	10,5	481,9	1,8	4.809,1	0,6
giu.	5.951,7	109,1	1,2	630,0	5,2	478,1	2,9	4.843,6	0,6

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)

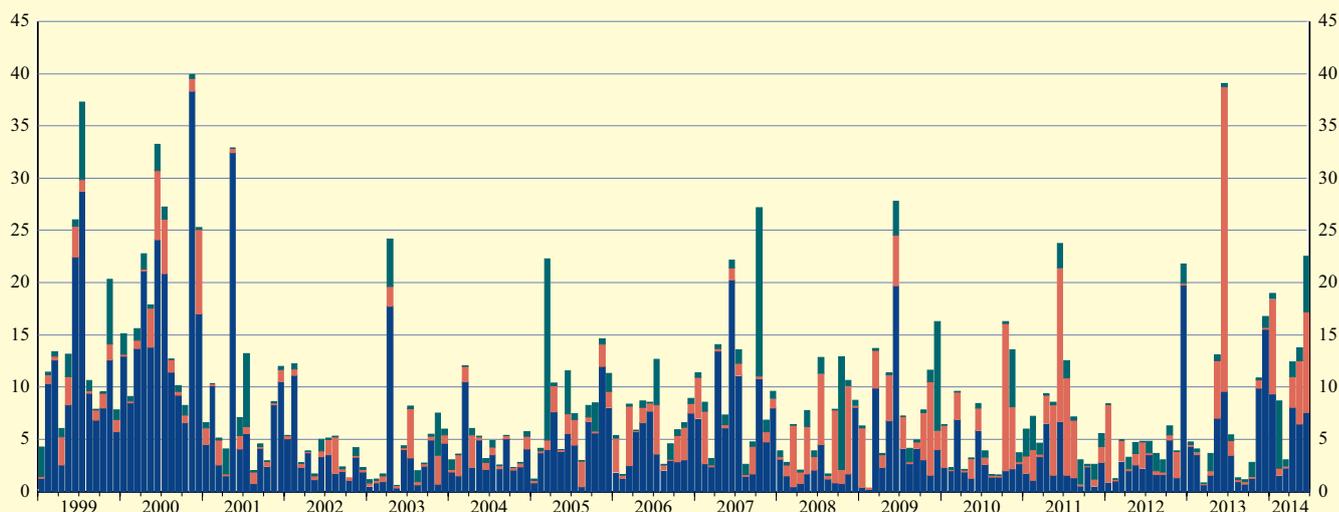
2. Transazioni nel mese

	Totale			IFM			Società finanziarie diverse dalle IFM			Società non finanziarie		
	Emissioni lorde 1	Rimborsi 2	Emissioni nette 3	Emissioni lorde 4	Rimborsi 5	Emissioni nette 6	Emissioni lorde 7	Rimborsi 8	Emissioni nette 9	Emissioni lorde 10	Rimborsi 11	Emissioni nette 12
2012 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	0,9	0,1	0,8	4,9	1,7	3,2
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	16,2	5,4	0,0	0,5	-0,5	1,8	0,0	1,8	19,7	15,7	4,1
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	0,1	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	0,1	0,5	-0,4	1,0	1,8	-0,9
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.	2,6	7,5	-4,9	0,1	0,0	0,1	1,3	0,1	1,2	1,2	7,4	-6,2
nov.	10,9	2,1	8,8	0,8	0,0	0,8	0,2	0,1	0,1	9,9	2,0	7,9
dic.	16,6	9,4	7,2	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	15,6	9,4	6,2
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.	2,9	2,4	0,5	0,0	0,0	0,0	0,6	0,6	0,0	2,3	1,8	0,5
apr.	12,4	3,1	9,4	3,0	0,0	3,0	1,4	0,2	1,3	8,0	2,9	5,1
mag.	13,8	2,8	11,0	6,0	0,0	6,0	1,3	0,4	0,8	6,5	2,3	4,1
giu.	22,5	1,9	20,6	9,6	0,0	9,6	5,4	0,3	5,0	7,6	1,6	6,0

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 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	1,63	1,93	1,11	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	1,57	1,44	1,83	1,06	0,99	0,34	0,70	1,24	1,60	0,28
mag.	0,27	1,42	1,31	1,72	1,05	0,96	0,34	0,61	1,26	1,38	0,29
giu.	0,27	1,35	1,24	1,74	1,04	0,92	0,31	0,57	1,13	1,52	0,20
lug.	0,24	1,32	1,21	1,76	1,01	0,90	0,28	0,57	1,14	1,48	0,52

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 ago.	7,74	17,01	5,62	6,15	7,64	7,17	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	7,22	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	7,15	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	3,18	3,80	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	3,23	3,97	3,07
mar.	7,65	17,08	5,83	5,94	7,54	7,28	2,78	2,90	3,03	3,23	3,29	3,23	4,03	3,12
apr.	7,61	17,24	5,67	5,82	7,51	7,18	2,72	2,91	3,00	3,24	3,29	3,10	3,87	3,07
mag.	7,55	17,25	5,64	5,96	7,58	7,27	2,71	2,87	2,96	3,14	3,23	3,29	3,96	2,98
giu.	7,58	17,21	5,47	5,89	7,46	7,11	2,66	2,84	2,89	3,09	3,20	3,15	3,85	2,94
lug.	7,43	17,03	5,56	5,80	7,38	6,96	2,63	2,75	2,80	2,99	3,10	3,00	3,79	2,88

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 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.	4,16	4,61	4,68	4,25	3,99	3,40	3,48	2,15	2,74	2,76	2,94	3,03	3,12
feb.	4,11	4,54	4,59	4,26	4,08	3,48	3,46	2,08	2,78	2,91	2,77	2,79	3,13
mar.	4,08	4,60	4,49	4,22	4,10	3,51	3,47	2,18	2,74	2,83	2,99	2,77	3,23
apr.	4,12	4,59	4,48	4,10	3,95	3,45	3,45	2,20	2,57	2,88	2,57	2,82	3,20
mag.	4,05	4,50	4,51	4,22	4,06	3,41	3,41	2,07	2,42	2,67	2,80	2,62	3,04
giu.	4,02	4,29	4,37	4,12	4,04	3,36	3,21	1,95	2,75	2,61	3,35	2,52	2,91
lug.	3,90	4,32	4,31	3,86	3,89	3,20	3,21	1,91	2,43	2,74	2,38	2,86	3,00

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Per questa categoria di strumenti, i dati relativi alle famiglie e alle società non finanziarie devono essere uniti e attribuiti al settore famiglie, dato che le consistenze relative alle società non finanziarie sono trascurabili rispetto a quelle del settore delle famiglie nell'insieme degli Stati membri partecipanti.
- 3) Questa categoria di strumenti non include debito da carte di credito a saldo, ovvero con concessione di credito a tasso zero nel ciclo di fatturazione.
- 4) Il tasso annuo effettivo globale (TAEG) copre il costo totale del prestito. Quest'ultimo comprende una componente relativa al tasso d'interesse e una componente relativa ad altre spese (accessorie) come i costi d'istruttoria, d'amministrazione, per la preparazione dei documenti, per le garanzie.

4.5 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro^{1) *}
(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

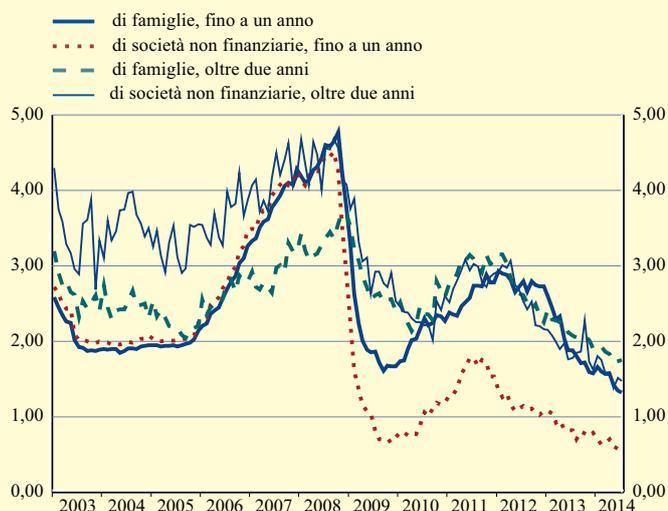
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ²⁾		A vista	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2013 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	1,87	2,55	1,09	1,05	0,33	1,24	2,77	1,01
feb.	0,28	1,84	2,59	1,11	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
mag.	0,27	1,70	2,48	1,05	0,96	0,34	1,18	2,71	0,87
giu.	0,27	1,65	2,48	1,04	0,92	0,31	1,15	2,67	0,78
lug.	0,24	1,59	2,44	1,01	0,90	0,28	1,11	2,61	0,90

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 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.	3,61	3,17	3,31	7,59	6,08	4,77	3,67	3,29	3,13
feb.	3,59	3,21	3,37	7,64	6,20	4,84	3,63	3,33	3,17
mar.	3,57	3,18	3,33	7,62	6,10	4,77	3,62	3,30	3,13
apr.	3,63	3,16	3,31	7,51	6,11	4,79	3,63	3,30	3,14
mag.	3,60	3,15	3,29	7,50	6,10	4,76	3,57	3,28	3,13
giu.	3,29	3,15	3,29	7,49	6,11	4,79	3,51	3,28	3,13
lug.	3,24	3,10	3,26	7,41	6,04	4,76	3,44	3,22	3,08

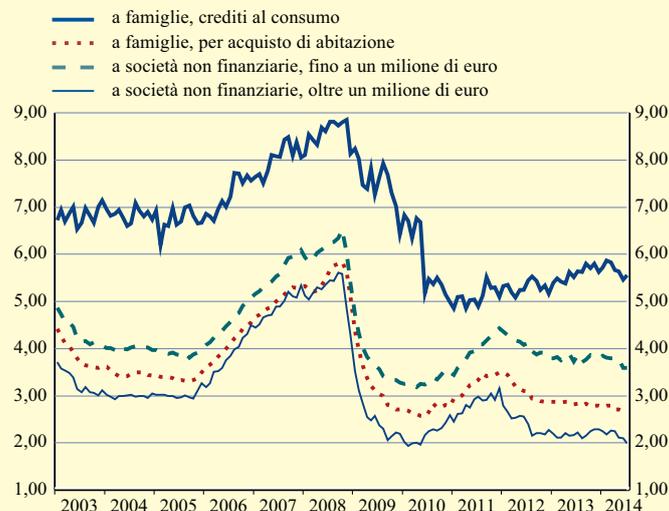
F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

(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.

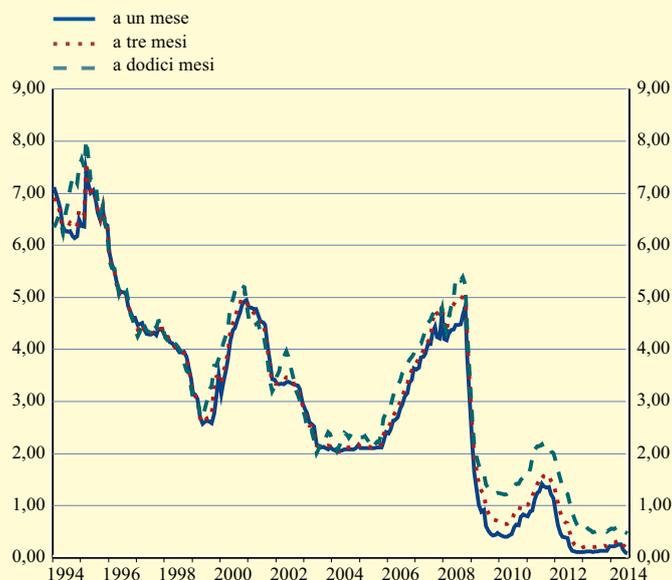
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

(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
2° trim.	0,19	0,22	0,30	0,39	0,57	0,23	0,13
2013 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
lug.	0,04	0,10	0,21	0,30	0,49	0,23	0,13
ago.	0,02	0,09	0,19	0,29	0,47	0,23	0,13

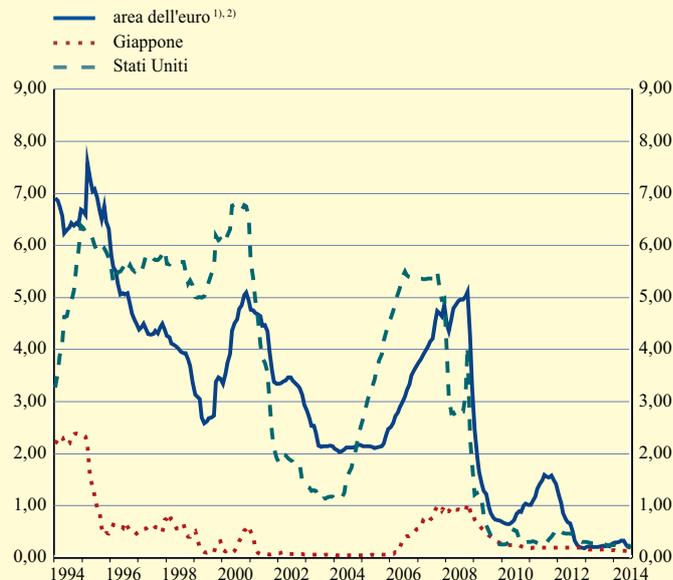
F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro ^{1), 2)}

(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.

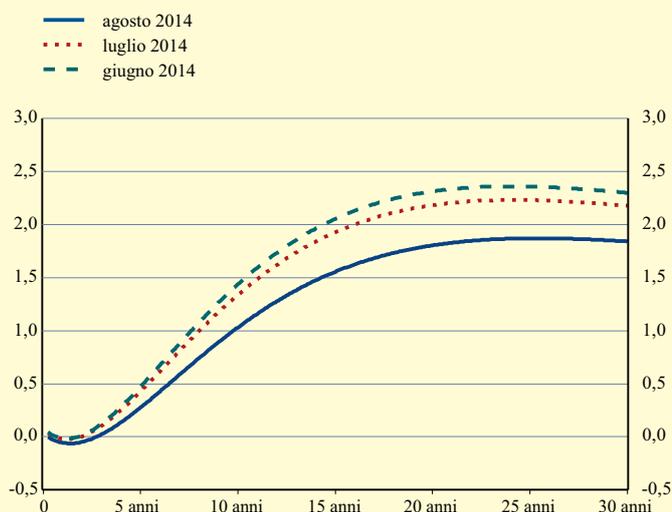
4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro ¹⁾

(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 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
lug.	0,04	-0,02	0,01	0,43	0,81	1,34	1,30	1,33	-0,04	0,14	1,35	2,91
ago.	0,00	-0,06	-0,05	0,28	0,59	1,03	1,03	1,08	-0,09	0,04	1,01	2,38

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.

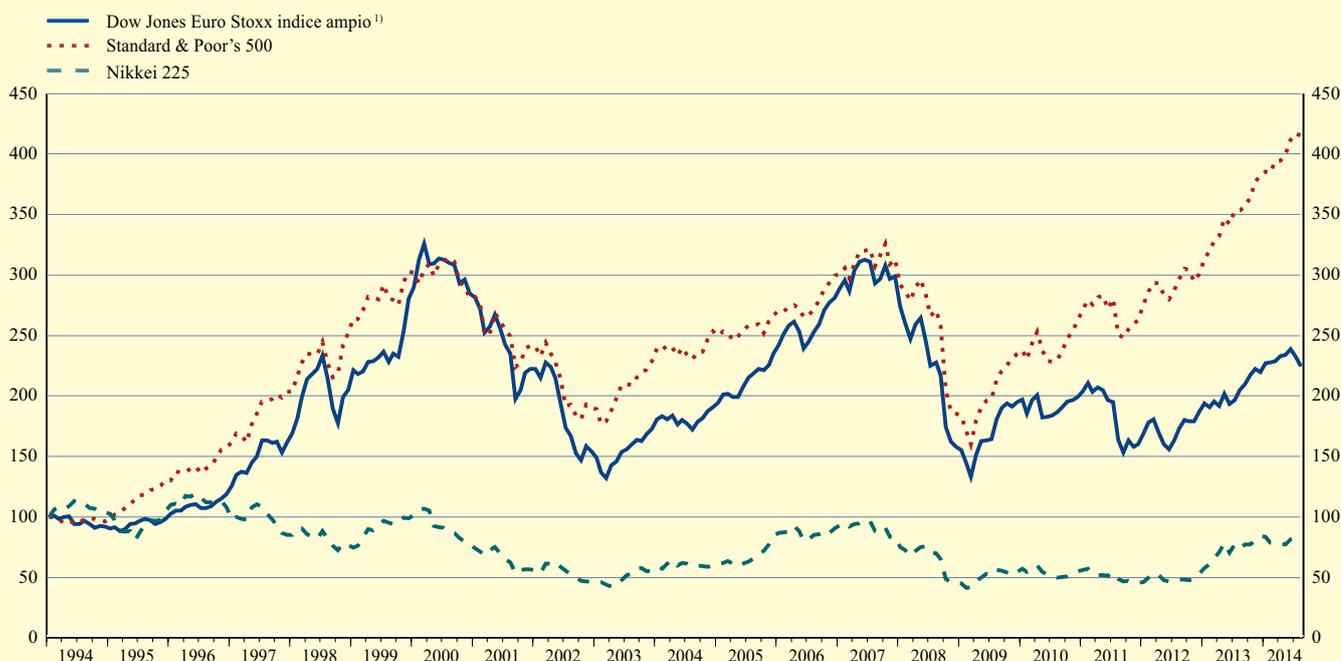
4.8 Indici del mercato azionario

(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	Petroliifero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2011	256,0	2.611,0	493,4	158,1	351,2	311,6	152,6	349,4	222,5	301,7	358,4	432,7	1.267,6	9.425,4
2012	239,7	2.411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1.379,4	9.102,6
2013	281,9	2.794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1.643,8	13.577,9
2013 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 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
lug.	322,3	3.192,3	659,8	215,3	522,6	361,0	178,3	453,8	311,5	292,0	308,7	660,0	1.973,1	15.379,3
ago.	311,3	3.089,1	625,9	210,7	497,0	341,5	173,6	435,3	309,8	281,2	296,7	674,1	1.961,5	15.358,7

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	0,4	0,7	0,4	0,0	1,0	0,5	1,3	1,8	
4° trim.	117,6	0,8	1,0	0,5	1,2	-0,1	0,3	-1,2	0,1	-1,1	0,1	0,7	1,4	
2014 1° trim.	117,2	0,7	1,0	0,3	1,2	0,2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,3	0,5	2,0	
2° trim.	118,2	0,6	0,9	0,0	1,3	0,0	0,2	-1,0	-0,2	-0,3	0,3	0,3	2,2	
2014 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	-0,2	-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	0,1	0,2	2,2	
giu.	118,2	0,5	0,8	-0,1	1,3	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,3	2,1	
lug.	117,4	0,4	0,8	-0,3	1,3	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,2	1,8	
ago. ³⁾	117,5	0,3	.	.	1,2	.	.	.	.	-0,6	.	.	.

	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	1,5	-1,8	-0,1	0,0	-0,4	1,9	1,4	1,8	-2,8	1,6	1,3
2014 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.	-0,2	1,4	-2,8	0,0	-0,1	0,1	1,8	1,4	1,6	-2,9	1,6	1,4
lug.	-0,3	1,1	-2,6	-0,3	0,0	-1,0	1,7	1,3	1,8	-2,9	1,5	1,4
ago. ³⁾	-0,3	.	.	.	0,3	-2,0	.	.	.	.	.	.

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

in perc. del totale nel 2010	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				
	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	6,2	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 2° trim.	108,3	-0,1	-0,1	0,5	-0,5	0,6	1,9	0,8	2,1	-2,0	0,4	-2,4	-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	-1,6	-0,9
2014 1° trim.	107,6	-1,5	-1,1	-0,5	-1,8	0,4	0,6	0,9	0,5	-4,1	0,4	-0,6	.
2° trim.	107,2	-1,0	-0,4	-0,2	-1,2	0,3	0,5	0,9	0,5	-2,8	.	.	.
2014 feb.	107,6	-1,7	-1,3	-0,5	-1,8	0,3	0,6	0,8	0,5	-4,4	.	.	.
mar.	107,3	-1,6	-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	-3,4	.	.	.
mag.	107,1	-1,0	-0,4	-0,2	-1,2	0,3	0,5	0,8	0,5	-2,7	.	.	.
giu.	107,3	-0,8	-0,1	-0,1	-0,9	0,4	0,3	1,0	0,3	-2,2	.	.	.
lug.	107,1	-1,1	-0,4	-0,1	-0,7	0,4	0,2	1,0	0,1	-3,5	.	.	.

3. Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

in perc. del totale	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			
		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	-6,3	-1,3	-8,6	-3,7	1,1	-7,4	.	.	.	.	.	.	.	.
2014 mar.	77,8	-12,4	-3,9	-16,2	-9,5	-1,2	-15,5	.	.	.	.	.	.	.	.
apr.	78,2	-7,6	0,6	-11,2	-5,4	1,3	-10,4	.	.	.	.	.	.	.	.
mag.	79,4	-6,9	-2,1	-9,2	-3,9	1,4	-8,0	.	.	.	.	.	.	.	.
giu.	82,3	-4,2	-2,3	-5,1	-1,7	0,4	-3,3	.	.	.	.	.	.	.	.
lug.	79,9	-4,8	-5,2	-4,6	-1,6	-1,6	-1,6	.	.	.	.	.	.	.	.
ago.	77,6	-3,6	1,0	-5,6	-0,7	1,4	-2,1	.	.	.	.	.	.	.	.

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)		Per settore di attività									
	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	
in perc. del totale nel 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	8
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	108,7	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 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	1,9
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	1,9

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat (tavola 4 della sezione 5.1) ed elaborazioni della BCE (colonna 8 nella tavola 5 della sezione 5.1).

- 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 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
2° trim.	0,0	.	.	.	.	-	-	.	.
<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 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
2° trim.	0,7	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>									
2013 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	-	-
2° trim.	0,0	.	.	.	.	.	.	-	-
<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 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	-	-
2° trim.	0,7	.	.	.	.	.	.	-	-

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	Amministraz. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<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

	Totale		Industria escluse le costruzioni									Costruzioni	
	in perc. del totale nel 2010	Totale (dest.; indice 2010 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e i beni energetici						Beni energetici		
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo						
							Totale	Durevoli	Non durevoli				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2011	2,1	103,5	3,5	4,7	4,8	4,2	8,5	1,0	0,6	1,0	-4,3	-3,4	
2012	-3,0	101,0	-2,5	-2,7	-2,8	-4,5	-1,1	-2,5	-4,9	-2,2	-0,4	-5,0	
2013	-1,1	100,3	-0,7	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-3,7	0,1	-0,8	-2,8	
2013 3° trim.	-1,1	100,3	-1,0	-1,0	-0,9	-0,7	-1,3	-0,7	-3,8	-0,2	-2,1	-1,2	
4° trim.	1,0	100,9	1,6	2,0	2,1	2,5	2,7	0,5	-2,4	1,1	-1,3	-1,3	
2014 1° trim.	2,2	101,1	1,3	3,1	3,2	3,2	4,1	2,1	-0,2	2,3	-9,1	6,6	
2° trim.	1,0	101,1	0,8	1,5	1,6	1,3	0,7	3,1	-0,9	3,8	-4,9	2,8	
2014 feb.	2,5	101,3	1,9	3,9	4,0	3,8	4,3	3,8	0,4	4,3	-9,7	6,9	
mar.	1,1	100,8	0,3	2,3	2,5	2,7	2,7	2,1	-0,9	2,4	-12,2	6,3	
apr.	2,3	102,0	1,8	3,2	3,2	3,4	1,0	5,9	0,3	6,9	-7,7	7,3	
mag.	0,8	100,8	0,6	1,1	1,2	0,2	1,2	2,5	-1,1	3,0	-3,3	4,4	
giu.	-0,4	100,5	0,0	0,4	0,4	0,2	-0,1	1,1	-1,8	1,7	-3,4	-2,3	
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2014 feb.	-0,1	-	0,1	0,5	0,5	0,2	-0,1	1,6	1,3	1,5	-2,5	0,0	
mar.	-0,5	-	-0,4	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	0,0	-0,7	0,6	-0,5	
apr.	0,8	-	1,1	1,2	1,2	0,5	0,5	2,9	-0,3	3,6	1,3	0,3	
mag.	-1,2	-	-1,1	-1,6	-1,9	-2,0	-1,0	-1,8	-2,5	-1,8	2,9	-1,4	
giu.	-0,2	-	-0,3	-0,3	-0,1	0,4	0,0	-1,6	2,3	-1,9	-0,7	-0,7	

4. Nuovi ordinativi e fatturato nell'industria, vendite al dettaglio e immatricolazioni di nuove autovetture

	Indicatore dei nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio (incluso il carburante per autoveicoli)							Immatricolazioni di nuove autovetture		
	Industria manifatturiera		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	A prezzi costanti						Totale (migliaia dest.)	Totale	
	Totale (dest.; indice 2010 = 100)	Totale	Totale (dest.; indice 2010 = 100)	Totale	Totale	Totale (dest.; indice 2010 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari		Carburante			
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2010	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,2	12,0	9,1		
2011	108,6	8,6	109,3	9,2	1,7	99,3	-0,8	-1,1	-0,3	-1,4	-0,3	-3,3	840	-0,9
2012	104,4	-3,8	108,8	-0,4	0,5	97,6	-1,7	-1,3	-1,6	-2,5	-2,8	-5,0	745	-11,1
2013	104,4	0,0	107,3	-1,4	-0,4	96,8	-0,8	-1,0	-0,5	-1,4	-2,6	-0,9	713	-4,4
2013 3° trim.	105,3	1,1	107,6	-1,4	-0,1	97,0	-0,5	-0,6	-0,3	-0,4	-2,6	-0,1	709	-2,2
4° trim.	106,2	2,8	107,9	0,3	0,2	96,9	0,3	-0,3	1,0	0,5	-0,7	0,3	744	5,3
2014 1° trim.	107,1	4,4	108,8	1,7	0,6	97,5	1,0	-0,4	2,2	3,5	0,6	0,8	725	5,0
2° trim.	107,4	3,9	108,3	1,5	0,8	97,9	1,4	1,2	1,7	1,8	0,1	-0,5	737	3,9
2014 mar.	107,0	3,5	108,4	0,7	0,6	97,6	1,0	-0,9	3,0	6,2	0,6	1,2	730	4,0
apr.	108,6	5,8	108,8	2,3	1,2	97,6	1,7	2,0	1,5	0,1	0,6	-0,6	743	5,1
mag.	107,5	4,4	107,6	0,6	0,1	97,8	0,6	0,0	1,4	3,1	-0,1	-0,5	731	3,3
giu.	106,1	1,7	108,4	1,5	1,2	98,1	1,9	1,7	2,3	2,3	-0,1	-0,3	738	3,3
lug.	.	.	.	.	0,1	97,7	0,8	-0,2	1,5	.	.	-2,9	.	.
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>														
2014 mar.	-	-0,2	-	-0,5	0,0	-	0,0	0,2	0,0	-0,4	-0,8	1,2	-	-0,9
apr.	-	1,5	-	0,4	0,0	-	0,1	0,4	-0,4	-1,9	0,2	-0,6	-	1,9
mag.	-	-1,0	-	-1,1	0,1	-	0,2	0,0	0,5	2,2	0,0	0,3	-	-1,6
giu.	-	-1,3	-	0,7	0,3	-	0,3	0,5	0,2	0,0	-0,7	0,2	-	0,9
lug.	-	.	-	.	-0,3	-	-0,4	-0,6	-0,2	.	.	0,5	-	.

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).

- 1) Per ulteriori dettagli, cfr. de Bondt, G.J., Dieden, H.C., Muzikarova, S. e Vinze, I., "Introducing the ECB indicator on euro area industrial new orders", *Occasional Paper Series*, n. 149, BCE Francoforte sul Meno, giugno 2013.
- 2) 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	101,4	-4,5	-24,2	1,0	11,6	77,0	-14,1	-5,2	-12,3	31,1	-8,0
2011	102,2	0,2	-6,4	2,3	9,4	80,6	-14,3	-7,3	-18,0	23,0	-9,0
2012	90,8	-11,7	-24,4	6,8	-3,9	78,6	-22,1	-11,1	-27,4	38,1	-11,7
2013	93,8	-9,3	-26,0	4,7	2,8	78,3	-18,6	-8,9	-20,1	34,4	-11,2
2013 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	8,0	79,7	-7,7	-3,5	-2,9	16,6	-8,0
2014 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.	102,1	-4,3	-15,9	4,0	6,9	-	-7,5	-2,9	-2,8	16,2	-8,1
lug.	102,1	-3,8	-15,5	4,1	8,2	79,8	-8,4	-3,1	-4,1	19,2	-7,1
ago.	100,6	-5,3	-15,6	4,4	3,9	-	-10,0	-4,0	-7,3	21,4	-7,5

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Settore dei servizi				Capacità utilizzata ³⁾ (%)
	Totale ⁴⁾	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale ⁴⁾	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Indicatore del clima di fiducia per i servizi				
								Totale ⁴⁾	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi	
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
2010	-28,5	-39,3	-17,6	-3,9	-6,1	7,4	1,8	3,9	1,4	3,0	7,3	.
2011	-25,2	-33,1	-17,2	-5,4	-5,3	11,6	0,6	5,3	2,2	5,4	8,3	.
2012	-27,6	-34,3	-21,0	-15,1	-18,5	14,4	-12,5	-6,8	-11,8	-7,6	-1,0	86,6
2013	-30,0	-38,2	-21,7	-12,5	-18,8	9,3	-9,2	-6,1	-9,9	-8,6	0,2	86,9
2013 2° trim.	-31,5	-38,5	-24,3	-16,4	-24,5	11,2	-13,7	-9,9	-14,5	-13,3	-1,9	86,8
3° trim.	-31,0	-39,7	-22,3	-10,3	-16,2	8,6	-6,1	-5,3	-8,2	-8,6	0,8	87,1
4° trim.	-28,6	-37,7	-19,5	-6,8	-10,5	6,6	-3,3	-1,3	-4,2	-3,4	3,6	87,1
2014 1° trim.	-29,0	-39,6	-18,5	-3,1	-5,7	5,6	2,1	3,4	1,0	1,9	7,2	87,2
2° trim.	-30,7	-40,2	-21,2	-2,3	-3,5	6,7	3,3	3,9	2,7	1,9	7,1	87,3
2014 mar.	-28,7	-39,9	-17,6	-2,6	-4,5	5,0	1,6	4,5	3,2	3,5	6,7	-
apr.	-30,4	-40,0	-20,7	-2,6	-5,9	6,2	4,2	3,5	2,3	1,5	6,7	87,3
mag.	-30,1	-40,4	-19,7	-2,5	-3,0	8,0	3,6	3,8	3,2	2,2	5,9	-
giu.	-31,7	-40,1	-23,3	-1,9	-1,7	6,0	2,1	4,4	2,6	1,9	8,6	-
lug.	-28,2	-39,0	-17,3	-2,3	-1,6	6,8	1,5	3,6	1,7	3,1	6,1	87,3
ago.	-28,4	-39,7	-17,0	-4,6	-5,9	7,3	-0,4	3,1	1,0	2,4	6,0	-

Fonte: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari).

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata a partire dal 1990.
- 3) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dalle medie trimestrali.
- 4) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

5.3 Mercato del lavoro 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

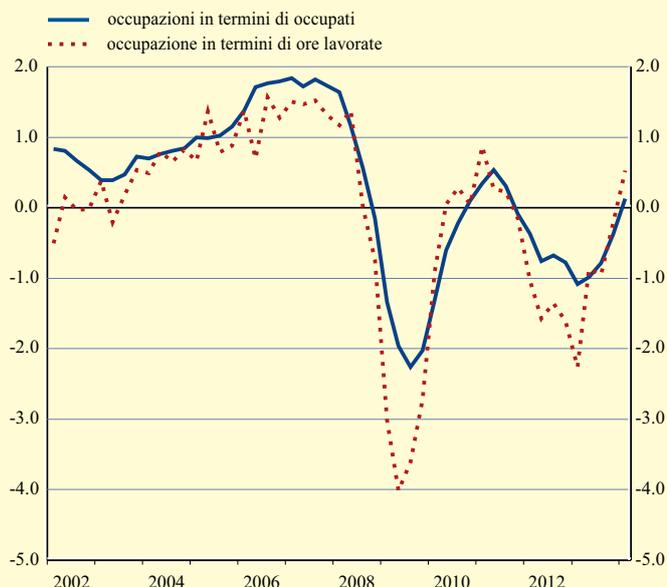
(dati destagionalizzati salvo diversa indicazione)

2. Disoccupazione e posti vacanti¹⁾

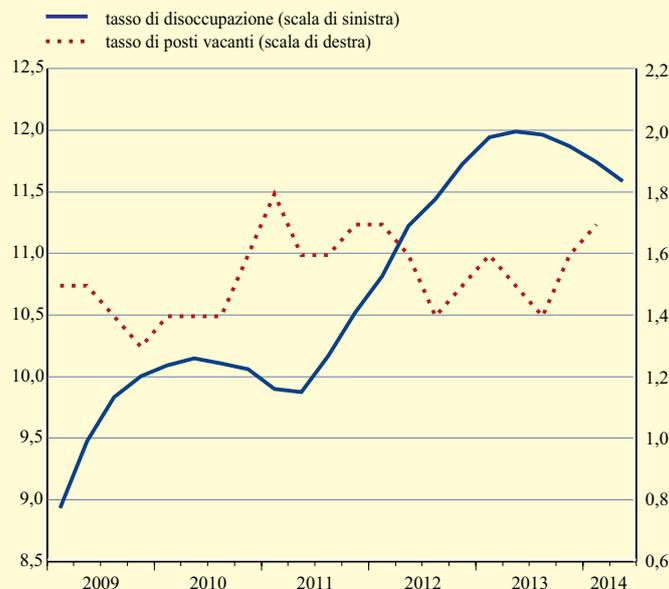
	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti ²⁾ in perc. del totale dei posti di lavoro
	Totale		Per età ³⁾				Per genere ⁴⁾				
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
in perc. del totale nel 2010	100,0		79,3		20,7		54,2		45,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010	15,995	10,1	12,684	8,9	3,311	21,0	8,667	10,0	7,328	10,2	1,5
2011	16,067	10,1	12,828	8,9	3,239	20,9	8,595	9,9	7,472	10,4	1,7
2012	18,079	11,3	14,560	10,1	3,519	23,2	9,732	11,2	8,347	11,4	1,6
2013	19,116	11,9	15,557	10,7	3,559	23,9	10,280	11,9	8,836	12,0	1,5
2013 2° trim.	19,198	12,0	15,626	10,8	3,572	23,9	10,320	11,9	8,878	12,1	1,5
3° trim.	19,162	12,0	15,613	10,7	3,549	24,0	10,338	11,9	8,824	12,0	1,4
4° trim.	18,995	11,9	15,504	10,7	3,491	23,8	10,175	11,8	8,819	12,0	1,6
2014 1° trim.	18,767	11,7	15,313	10,5	3,453	23,7	10,093	11,7	8,674	11,8	1,7
2° trim.	18,522	11,6	15,158	10,4	3,365	23,3	9,915	11,5	8,607	11,7	-
2014 feb.	18,767	11,7	15,327	10,6	3,440	23,7	10,115	11,7	8,653	11,8	-
mar.	18,681	11,7	15,255	10,5	3,426	23,6	10,041	11,6	8,640	11,8	-
apr.	18,590	11,6	15,203	10,5	3,387	23,5	10,005	11,6	8,585	11,7	-
mag.	18,572	11,6	15,202	10,5	3,371	23,3	9,933	11,5	8,639	11,8	-
giu.	18,405	11,5	15,068	10,4	3,337	23,2	9,808	11,4	8,596	11,7	-
lug.	18,409	11,5	15,082	10,4	3,327	23,2	9,813	11,4	8,595	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) Industria, costruzioni e servizi (ad esclusione di famiglie in veste di datori di lavoro, enti e organismi extraterritoriali); dati non destagionalizzati.
- 3) Adulti: 25 anni e oltre. Giovani: sotto i 25 anni. I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di età.
- 4) I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di genere.



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	0,2	40,6
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	0,2	41,2
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	0,2	41,2
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	0,2	40,8
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	46,5	12,7	9,8	2,8	13,3	0,3	16,0	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	0,5	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	1,7	0,4	3,7	2,1	1,6	0,1	46,8
2013	49,7	46,4	10,5	5,5	2,9	27,6	24,6	1,7	0,4	3,3	2,1	1,2	0,1	46,8

3. Area dell'euro: disavanzo/avanzo, disavanzo/avanzo primario e consumi pubblici

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo primario (+)	Consumi pubblici ⁴⁾							
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)	Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
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	-0,2	-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.

- 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.
- Comprende le imposte e i contributi sociali.
- Spese totali meno spese per interessi.
- Corrisponde alle spese per consumi finali (P.3) delle amministrazioni pubbliche nel SEC 95.
- 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
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	13,0	12,3	15,0	2,3	1,5	0,4	0,3	40,6
3° trim.	43,4	43,1	12,2	12,1	15,0	2,3	0,8	0,4	0,3	39,5
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.	42,5	42,4	10,5	12,0	15,6	2,3	1,1	0,1	0,2	38,3
2° trim.	45,5	45,0	12,0	12,5	15,7	2,5	1,5	0,6	0,5	40,7
3° trim.	42,8	42,4	10,9	12,1	15,5	2,4	0,7	0,3	0,3	38,7
4° trim.	48,4	47,6	12,8	13,6	16,4	2,7	1,0	0,8	0,5	43,3
2010 1° trim.	42,4	42,2	10,1	12,4	15,5	2,4	0,9	0,2	0,3	38,2
2° trim.	45,3	44,9	12,0	12,7	15,4	2,6	1,4	0,4	0,3	40,4
3° trim.	43,1	42,8	10,9	12,6	15,3	2,5	0,7	0,3	0,3	39,0
4° trim.	48,3	47,5	13,1	13,2	16,4	2,8	1,0	0,7	0,3	43,0
2011 1° trim.	43,1	42,8	10,6	12,6	15,3	2,4	1,0	0,3	0,3	38,9
2° trim.	45,6	45,2	12,3	12,7	15,3	2,5	1,5	0,3	0,3	40,6
3° trim.	43,6	43,3	11,3	12,6	15,3	2,5	0,8	0,3	0,3	39,5
4° trim.	48,9	47,8	13,2	13,2	16,6	2,8	1,0	1,1	0,4	43,5
2012 1° trim.	43,7	43,4	10,9	12,9	15,4	2,4	1,0	0,3	0,2	39,4
2° trim.	46,4	46,1	12,8	12,9	15,6	2,6	1,4	0,3	0,3	41,5
3° trim.	44,6	44,1	11,8	12,7	15,5	2,6	0,7	0,4	0,3	40,3
4° trim.	50,1	49,4	14,0	13,6	16,9	2,9	1,0	0,7	0,3	44,8
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.	47,5	47,1	13,3	13,0	15,7	2,6	1,5	0,4	0,4	42,4
3° trim.	45,0	44,5	11,9	12,8	15,5	2,6	0,7	0,5	0,4	40,6
4° trim.	50,2	49,4	14,1	13,6	16,9	2,9	0,9	0,7	0,3	45,0
2014 1° trim.	44,6	44,4	11,5	12,9	15,6	2,4	1,0	0,2	0,3	40,4

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
2008 1° trim.	45,4	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	4,9	3,3	23,8	20,7	1,1	3,6	2,6	1,0	-0,6	2,7
3° trim.	45,7	42,0	9,8	5,0	2,9	24,3	21,1	1,2	3,7	2,7	1,0	-2,3	0,6
4° trim.	51,4	46,8	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	-6,8	-4,0
2° trim.	50,6	46,4	11,2	5,5	3,0	26,8	23,3	1,3	4,2	2,8	1,3	-5,1	-2,1
3° trim.	50,0	46,0	10,6	5,5	2,8	27,1	23,4	1,3	4,1	2,9	1,1	-7,3	-4,5
4° trim.	54,7	49,8	11,8	6,8	2,8	28,4	24,0	1,5	4,9	3,0	1,8	-6,2	-3,4
2010 1° trim.	50,4	46,5	10,7	5,1	2,7	28,0	23,6	1,4	3,9	2,4	1,5	-8,0	-5,3
2° trim.	49,6	46,1	11,0	5,5	3,0	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,1	-4,3	-1,3
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	2,8	2,0	-5,3	-2,4
2011 1° trim.	48,4	45,3	10,3	4,9	2,9	27,2	23,1	1,3	3,1	2,2	1,0	-5,3	-2,4
2° trim.	48,5	45,2	10,7	5,3	3,2	26,1	22,8	1,2	3,3	2,3	0,9	-3,0	0,2
3° trim.	48,0	44,5	10,1	5,3	2,9	26,3	22,8	1,2	3,5	2,3	1,1	-4,4	-1,5
4° trim.	52,7	48,7	11,3	6,6	3,2	27,6	23,6	1,5	4,0	2,6	1,8	-3,8	-0,7
2012 1° trim.	48,1	45,4	10,2	4,9	3,0	27,3	23,2	1,2	2,7	2,0	0,8	-4,4	-1,4
2° trim.	49,1	45,8	10,6	5,3	3,3	26,6	23,2	1,1	3,3	2,1	1,2	-2,7	0,6
3° trim.	48,5	44,9	10,0	5,3	2,9	26,7	23,3	1,2	3,5	2,2	1,3	-3,9	-1,0
4° trim.	53,9	48,7	11,1	6,6	3,1	27,9	24,0	1,4	5,2	2,4	2,8	-3,8	-0,6
2013 1° trim.	48,8	46,2	10,3	5,0	2,8	28,1	23,8	1,2	2,6	1,8	1,0	-4,6	-1,8
2° trim.	49,4	46,0	10,5	5,4	3,0	27,1	23,5	1,1	3,4	2,0	1,4	-1,9	1,1
3° trim.	48,5	45,3	10,0	5,3	2,8	27,2	23,5	1,2	3,2	2,2	1,0	-3,5	-0,7
4° trim.	52,1	48,6	11,1	6,3	2,9	28,3	24,2	1,5	3,6	2,3	1,3	-2,0	0,9
2014 1° trim.	48,7	46,0	10,2	4,9	2,7	28,2	23,8	1,4	2,7	1,9	0,7	-4,1	-1,4

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 1	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi 2	Prestiti 3	Titoli a breve termine 4	Titoli a lungo termine 5
2011 2° trim.	87,4	2,5	15,2	7,5	62,2
3° trim.	87,0	2,5	15,4	7,8	61,4
4° trim.	87,4	2,5	15,5	7,4	62,0
2012 1° trim.	88,4	2,6	16,0	7,6	62,3
2° trim.	90,1	2,5	16,9	7,3	63,3
3° trim.	90,2	2,6	16,8	7,2	63,6
4° trim.	90,7	2,6	17,4	6,8	63,9
2013 1° trim.	92,5	2,6	17,2	7,0	65,7
2° trim.	93,6	2,5	17,2	6,9	67,0
3° trim.	92,9	2,6	16,9	6,9	66,5
4° trim.	92,6	2,6	16,9	6,3	66,8
2014 1° trim.	93,9	2,6	16,8	6,4	68,1

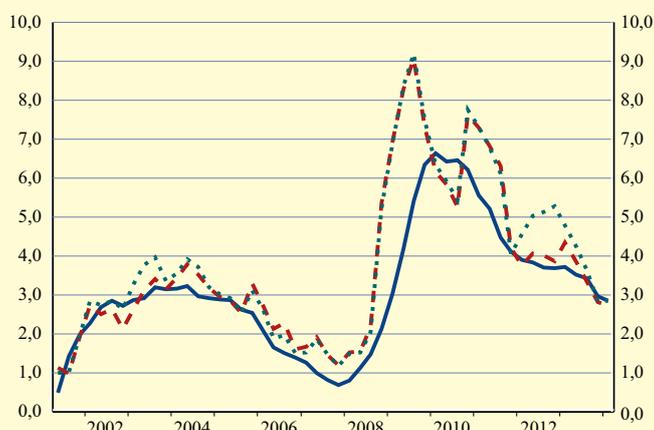
2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	Variazione del debito 1	Disavanzo (-) avanzo (+) 2	Raccordo disavanzo-debito							Per memoria: fabbisogno 11	
			Totale 3	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche				Effetti di rivalutazione e altre variazioni di volume 9	Altro 10		
				Totale 4	Banconote, monete e depositi 5	Prestiti 6	Titoli 7				Azioni e altri titoli di capitale 8
2011 2° trim.	5,9	-3,0	2,9	2,5	2,8	0,6	-0,3	-0,5	0,2	0,2	5,7
3° trim.	0,9	-4,4	-3,5	-3,8	-3,7	-0,5	0,1	0,2	0,5	-0,2	0,3
4° trim.	2,8	-3,8	-1,1	-0,6	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	-0,7	0,2	3,5
2012 1° trim.	5,5	-4,4	1,1	3,4	4,1	-0,2	-0,5	0,0	-3,2	0,9	8,7
2° trim.	7,1	-2,7	4,4	4,0	1,8	0,9	0,5	0,7	-0,5	0,9	7,6
3° trim.	0,7	-3,9	-3,2	-2,1	-2,1	0,5	-0,6	0,1	0,0	-1,1	0,7
4° trim.	2,2	-3,8	-1,5	-0,4	-2,4	0,3	0,2	1,5	-1,9	0,7	4,1
2013 1° trim.	7,4	-4,6	2,8	1,5	1,4	-0,6	-0,2	0,9	0,7	0,6	6,8
2° trim.	5,2	-1,9	3,3	3,7	3,2	0,2	0,0	0,3	-0,3	-0,1	5,5
3° trim.	-1,4	-3,5	-4,9	-4,3	-3,4	-0,9	0,0	0,0	0,3	-0,8	-1,7
4° trim.	0,2	-2,0	-1,8	-2,7	-3,1	0,2	-0,3	0,5	-0,7	1,7	0,9
2014 1° trim.	7,0	-4,1	2,9	2,7	3,4	-0,4	-0,3	0,0	0,2	-0,1	6,7

F30 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito

(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)

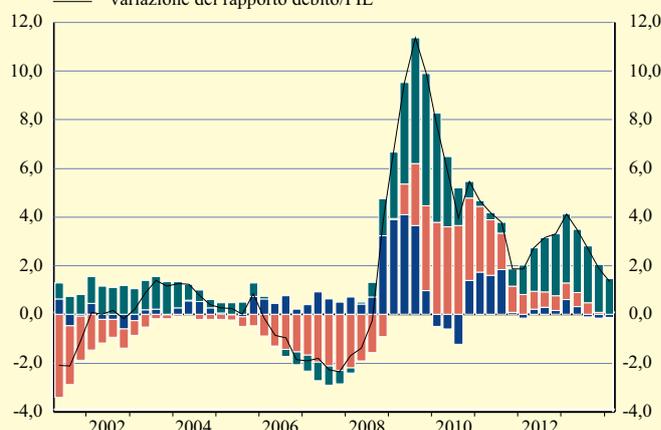
— disavanzo
- - - variazione del debito
... fabbisogno



F31 Debito (definizione di Maastricht)

(variazione annua nel rapporto debito/PIL e fattori sottostanti)

■ raccordo disavanzo-debito
■ disavanzo/avanzo primario
■ differenziale crescita del PIL/onere medio del debito
— variazione del rapporto debito/PIL



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	227,8	165,3	113,2	69,8	-120,5	21,5	249,3	-252,9	-32,2	110,3	17,3	-343,9	-4,4	3,5
2013 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.	87,7	48,1	30,5	23,6	-14,4	9,3	97,0	-101,6	-16,3	59,0	3,4	-147,3	-0,3	4,6
2014 1° trim.	31,6	36,9	19,6	17,6	-42,6	5,5	37,1	-31,8	-24,4	63,8	0,7	-69,3	-2,6	-5,3
2° trim.	48,9	43,2	34,7	0,1	-29,2	2,7	51,6	-64,4	-0,1	-20,5	6,0	-49,5	-0,3	12,8
2013 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.	26,4	17,4	10,0	6,8	-7,9	3,0	29,4	-19,8	17,9	-4,5	3,5	-37,6	0,9	-9,6
nov.	28,8	17,7	8,9	6,7	-4,5	3,7	32,5	-32,9	-23,2	57,5	-1,4	-66,0	0,2	0,4
dic.	32,5	12,9	11,5	10,0	-2,0	2,6	35,1	-48,9	-11,0	6,0	1,3	-43,7	-1,3	13,7
2014 gen.	2,8	1,8	7,3	4,4	-10,9	0,9	3,7	7,1	-9,2	45,1	0,2	-26,3	-2,7	-10,7
feb.	9,3	15,9	6,1	5,6	-18,4	2,6	11,9	-12,0	-0,5	35,0	2,5	-49,5	0,5	0,1
mar.	19,5	19,2	6,2	7,5	-13,3	2,0	21,5	-26,8	-14,6	-16,4	-2,0	6,5	-0,3	5,3
apr.	18,8	15,7	9,4	4,5	-10,8	1,2	20,0	-19,1	-18,7	-86,5	2,9	83,5	-0,3	-0,9
mag.	9,3	13,1	13,8	-10,8	-6,8	0,2	9,5	-9,3	10,6	60,0	-0,5	-79,0	-0,5	-0,1
giu.	20,8	14,4	11,5	6,4	-11,6	1,4	22,2	-35,9	8,0	6,0	3,6	-53,9	0,5	13,7
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2014 giu.	219,6	166,3	118,3	55,3	-120,3	22,1	241,7	-253,6	-53,4	107,1	17,7	-319,0	-6,0	11,9
<i>flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>														
2014 giu.	2,3	1,7	1,2	0,6	-1,2	0,2	2,5	-2,6	-0,6	1,1	0,2	-3,3	-0,1	0,1

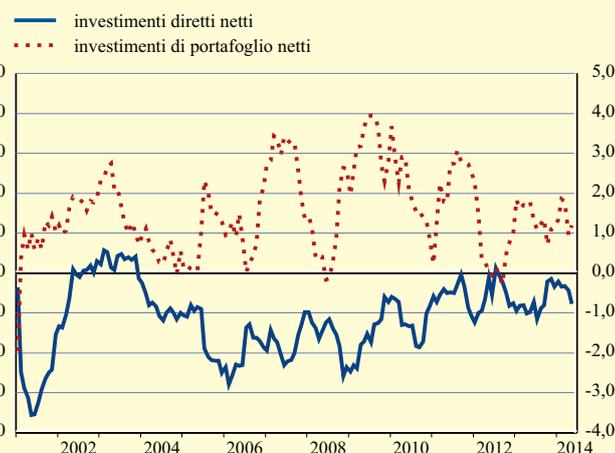
F32 B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente

(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

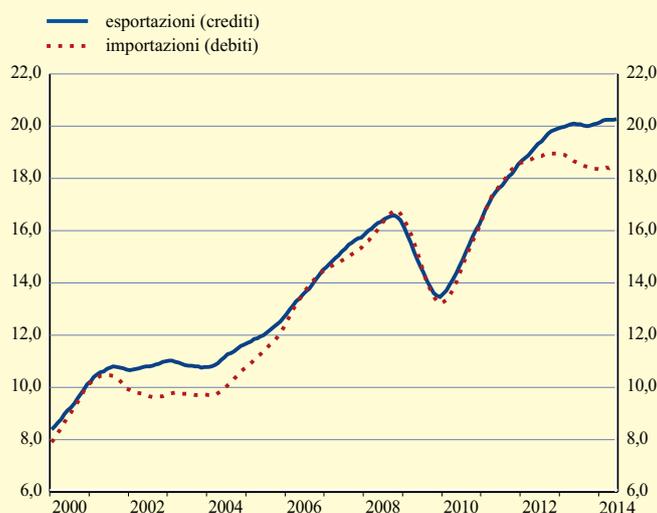
(miliardi di euro; transazioni)

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	3.019,2	227,8	1.936,2	1.770,9	663,1	549,9	547,9	478,1	99,8	6,7	220,3	24,4	33,9	12,4	
2013 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	749,9	87,7	496,4	448,3	173,3	142,9	133,2	109,7	34,7	1,7	49,1	6,1	13,1	3,8	
2014 1° trim.	797,4	765,9	31,6	482,5	445,6	158,3	138,7	128,2	110,6	28,4	1,6	71,0	6,0	7,6	2,1	
2° trim.	824,2	775,3	48,9	488,8	445,6	170,8	136,1	144,8	144,7	19,7	-	48,9	-	6,2	3,4	
2014 apr.	267,8	249,0	18,8	162,1	146,4	54,0	44,6	45,9	41,4	5,9	-	16,7	-	2,0	0,8	
mag.	274,2	264,9	9,3	163,1	149,9	57,4	43,6	47,0	57,8	6,7	-	13,5	-	1,7	1,6	
giu.	282,2	261,4	20,8	163,7	149,3	59,4	47,9	52,0	45,5	7,1	-	18,7	-	2,4	1,0	
	<i>Dati destagionalizzati</i>															
2013 4° trim.	819,2	752,5	66,7	492,2	445,8	170,0	138,8	132,0	115,3	25,1	-	52,5	-	-	-	
2014 1° trim.	828,7	773,1	55,6	495,8	448,9	173,6	147,7	133,8	120,3	25,6	-	56,2	-	-	-	
2° trim.	820,8	766,3	54,5	489,3	448,9	170,5	138,9	136,9	124,4	24,1	-	54,0	-	-	-	
2014 apr.	272,6	251,0	21,6	162,6	145,6	56,5	46,5	45,9	40,5	7,6	-	18,3	-	-	-	
mag.	273,6	253,7	19,8	162,7	150,9	57,9	45,1	44,9	42,6	8,1	-	15,1	-	-	-	
giu.	274,7	261,7	13,1	164,0	152,4	56,1	47,3	46,2	41,3	8,4	-	20,6	-	-	-	
	<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>															
2014 giu.	3.277,2	3.050,6	226,7	1.957,4	1.786,2	680,8	562,7	539,4	483,4	99,7	-	218,3	-	-	-	
	<i>flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>															
2014 giu.	34,0	31,6	2,3	20,3	18,5	7,1	5,8	5,6	5,0	1,0	-	2,3	-	-	-	

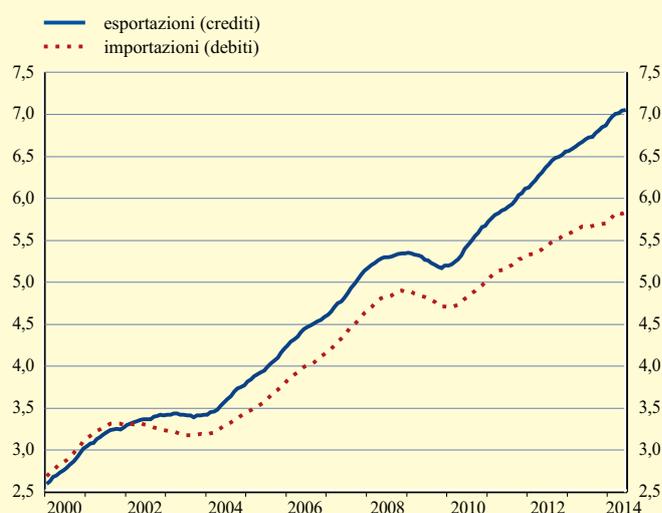
F34 B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei beni

(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	Istituzioni 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	30,0	14,0	518,0	464,1	267,5	40,0	143,1	34,6	45,8	58,9	44,8	104,4	99,2	108,1	60,7	49,6
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	125,5	106,1	65,1	-4,5	34,2	-0,1	11,8	15,6	9,7	18,1	24,7	26,5	14,2	11,7
2014 1° trim.	7,5	2,7	120,7	107,9	59,4	15,7	35,1	4,9	12,8	13,4	11,2	19,6	23,7	28,2	13,4	11,7

3. Scomposizione per area geografica

(transazioni cumulate)

dal 2° trim. 2013 al 1° trim. 2014	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	3.267,1	1.042,8	56,3	101,3	504,5	315,4	65,3	63,2	45,1	163,2	38,2	68,7	121,8	278,0	445,7	1.000,6
Beni	1.948,1	622,0	36,9	59,8	276,0	249,2	0,2	33,8	24,2	123,9	27,2	43,8	83,9	126,0	227,4	635,9
Servizi	674,9	208,7	12,7	21,3	130,8	36,9	7,0	10,8	11,1	25,1	8,6	15,3	21,6	67,1	104,7	201,9
Redditi	543,6	146,9	5,7	18,1	86,3	25,5	11,3	18,2	9,1	13,5	2,2	8,5	15,3	75,8	107,0	147,1
Redditi da capitale	513,4	139,0	4,8	18,0	84,5	24,9	6,8	18,2	9,0	13,4	2,2	8,5	15,3	59,9	105,5	142,4
Trasferimenti correnti	100,5	65,2	1,0	2,2	11,4	3,8	46,8	0,5	0,7	0,7	0,2	1,0	0,9	9,1	6,5	15,8
Conto capitale	35,3	29,3	0,0	0,0	1,9	0,2	27,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	2,6	0,4	2,7
		Debiti														
Conto corrente	3.036,3	956,5	48,6	96,2	404,4	288,9	118,4	39,6	30,2	-	34,8	91,3	152,3	235,4	408,4	-
Beni	1.775,2	510,3	31,3	52,2	198,2	228,5	0,0	25,7	14,7	198,8	25,9	43,0	137,0	108,7	152,3	559,0
Servizi	561,0	163,4	8,1	16,8	94,4	43,8	0,3	5,2	7,3	16,1	7,2	9,2	10,7	54,8	116,6	170,5
Redditi	478,4	148,6	8,0	25,3	100,5	10,5	4,3	7,5	6,3	-	0,8	38,4	3,5	62,1	132,7	-
Redditi da capitale	464,4	141,0	7,9	25,2	98,9	4,8	4,3	7,4	6,1	-	0,6	38,2	3,3	61,7	131,6	-
Trasferimenti correnti	221,6	134,3	1,2	1,9	11,3	6,1	113,8	1,3	1,8	2,4	0,9	0,7	1,1	9,7	6,8	62,5
Conto capitale	10,4	3,6	0,0	0,0	2,8	0,4	0,4	0,2	0,4	0,1	0,1	0,1	0,0	0,7	0,5	4,8
		Saldo														
Conto corrente	230,8	86,2	7,6	5,1	100,1	26,5	-53,1	23,6	14,9	-	3,3	-22,6	-30,5	42,6	37,3	-
Beni	172,9	111,8	5,5	7,6	77,8	20,7	0,2	8,1	9,5	-74,9	1,3	0,9	-53,1	17,3	75,1	76,9
Servizi	113,9	45,3	4,6	4,5	36,4	-6,9	6,7	5,6	3,8	9,0	1,4	6,1	11,0	12,2	-11,9	31,4
Redditi	65,1	-1,7	-2,3	-7,2	-14,2	15,0	7,0	10,7	2,8	-	1,4	-29,8	11,8	13,6	-25,7	-
Redditi da capitale	48,9	-2,1	-3,1	-7,2	-14,4	20,1	2,5	10,8	2,9	-	1,5	-29,7	11,9	-1,8	-26,0	-
Trasferimenti correnti	-121,1	-69,0	-0,2	0,3	0,2	-2,3	-67,0	-0,8	-1,2	-1,7	-0,7	0,2	-0,2	-0,6	-0,3	-46,8
Conto capitale	24,9	25,7	0,0	0,0	-0,9	-0,2	26,9	-0,2	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,0	1,9	0,0	-2,0

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)

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 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.	17.128,0	18.280,8	-1.152,7	178,4	190,4	-12,0	6.396,8	4.943,7	5.556,0	8.830,8	-39,4	4.672,5	4.506,3	542,1
2014 1° trim.	17.438,1	18.615,0	-1.176,9	180,8	193,0	-12,2	6.458,4	4.857,3	5.647,3	9.109,7	-85,9	4.847,7	4.648,1	570,6
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	207,6	106,5	101,1	2,2	1,1	1,1	271,2	309,5	301,3	407,1	7,4	-225,0	-610,2	-147,3
2013 4° trim.	166,4	42,4	123,9	6,7	1,7	5,0	215,8	223,9	102,5	150,5	2,1	-109,3	-332,0	-44,7
2014 1° trim.	310,1	334,3	-24,2	13,1	14,1	-1,0	61,5	-86,4	91,3	278,9	-46,5	175,2	141,7	28,6
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	533,3	280,4	252,9	5,6	2,9	2,6	360,7	328,6	250,5	360,8	-17,3	-65,0	-408,9	4,4
2013 4° trim.	212,8	111,2	101,6	8,6	4,5	4,1	188,4	172,1	50,7	109,7	-3,4	-23,2	-170,6	0,3
2014 1° trim.	264,6	232,8	31,8	11,2	9,8	1,3	-2,7	-27,1	74,5	138,3	-0,7	190,9	121,6	2,6
2° trim.	214,3	149,9	64,4	.	.	.	32,3	32,2	151,7	131,2	-6,0	36,0	-13,5	0,3
2014 feb.	49,3	37,3	12,0	.	.	.	-19,0	-19,5	13,0	48,0	-2,5	58,3	8,8	-0,5
mar.	9,8	-17,0	26,8	.	.	.	-22,0	-36,6	44,5	28,2	2,0	-15,0	-8,5	0,3
apr.	133,9	114,8	19,1	.	.	.	15,4	-3,3	75,6	-10,8	-2,9	45,5	128,9	0,3
mag.	101,6	92,3	9,3	.	.	.	15,1	25,8	37,6	97,6	0,5	47,9	-31,1	0,5
giu.	-21,2	-57,1	35,9	.	.	.	1,8	9,8	38,5	44,4	-3,6	-57,4	-111,3	-0,5
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	-0,6	0,1	-5,3	5,3	-29,8	-34,3	.	-11,5	-27,2	-2,7
2010	477,9	325,2	152,7	5,2	3,5	1,7	143,4	35,0	160,0	128,7	.	161,3	161,5	13,3
2011	214,1	176,0	38,1	2,3	1,9	0,4	70,5	18,1	72,9	66,6	.	63,2	91,3	7,5
2012	-87,8	-91,6	3,8	-0,9	-1,0	0,0	-23,0	-6,0	-41,1	-37,1	.	-17,0	-48,5	-6,6
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 4° trim.	3,2	1,5	.	.	.	.	5,9	7,1	4,8	4,3	.	-1,3	-8,0	0,7
2014 1° trim.	3,6	1,9	.	.	.	.	5,0	5,9	4,1	4,6	.	1,8	-6,1	1,2
2° trim.	4,3	2,6	.	.	.	.	4,4	4,6	6,4	5,2	.	2,6	-3,9	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 4° trim.	6.396,8	4.781,7	271,6	4.510,1	1.615,1	13,1	1.602,0	4.943,7	3.527,6	108,9	3.418,7	1.416,1	12,3	1.403,8
2014 1° trim.	6.458,4	4.818,8	276,4	4.542,5	1.639,5	10,7	1.628,9	4.857,3	3.468,5	112,2	3.356,4	1.388,8	6,1	1.382,7
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	360,7	325,0	6,7	318,3	35,7	0,9	34,8	328,6	314,8	7,5	307,4	13,7	1,3	12,4
2013 4° trim.	188,4	214,6	4,0	210,6	-26,1	0,5	-26,7	172,1	189,9	2,1	187,8	-17,8	0,5	-18,3
2014 1° trim.	-2,7	-9,7	3,1	-12,7	7,0	1,0	6,0	-27,1	-24,7	2,3	-27,0	-2,3	-3,6	1,2
2° trim.	32,3	31,3	1,6	29,6	1,1	-0,5	1,6	32,2	18,4	2,4	16,0	13,8	0,3	13,5
2014 feb.	-19,0	-21,4	4,1	-25,4	2,4	0,5	1,9	-19,5	-24,3	0,6	-24,9	4,9	-0,2	5,1
mar.	-22,0	-11,3	-0,7	-10,7	-10,7	0,1	-10,8	-36,6	-24,8	0,5	-25,3	-11,9	-0,2	-11,7
apr.	15,4	7,3	1,6	5,7	8,0	-0,1	8,2	-3,3	1,7	0,6	1,0	-5,0	0,0	-5,0
mag.	15,1	16,3	0,7	15,5	-1,1	-0,2	-0,9	25,8	8,9	1,0	8,0	16,8	0,0	16,9
giu.	1,8	7,7	-0,7	8,4	-5,9	-0,3	-5,6	9,8	7,8	0,8	7,0	2,0	0,3	1,7
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 4° trim.	5,9	7,2	2,4	7,5	2,2	7,5	2,2	7,1	9,9	7,0	10,0	0,9	11,5	0,9
2014 1° trim.	5,0	5,9	4,0	6,0	2,3	6,6	2,3	5,9	8,1	6,6	8,2	1,0	-25,4	1,2
2° trim.	4,4	6,4	3,6	6,6	-1,4	7,4	-1,4	4,6	6,8	8,0	6,7	-0,3	-23,5	-0,1

F36 Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro

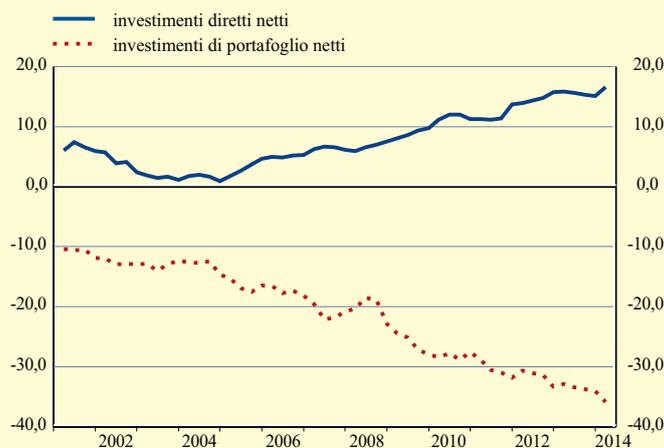
(importi in essere a fine periodo; in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

F37 Posizione patrimoniale dell'area dell'euro per investimenti diretti e di portafoglio

(importi in essere a fine periodo; in percentuale del PIL)



7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni nel periodo)

3. Investimenti di portafoglio: attività

	Totale	Azioni e altre partecipazioni					Strumenti di debito											
		Totale	IFM	Euro-sistema		non IFM	Obbligazioni e notes					Strumenti di mercato monetario						
				Euro-sistema	Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Euro-sistema		non IFM	Amministrazioni pubbliche	Totale	IFM	Euro-sistema		non IFM	Amministrazioni pubbliche
									Totale	Amministrazioni pubbliche					Totale	IFM		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16			
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 4° trim.	5.556,0	2.293,7	123,1	3,4	2.170,7	48,3	2.809,6	601,5	17,0	2.208,2	88,9	452,7	288,5	55,0	164,2	0,0		
2014 1° trim.	5.647,3	2.362,3	111,2	3,2	2.251,1	48,4	2.814,9	634,2	19,2	2.180,7	277,9	470,1	264,2	59,8	205,9	12,8		
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	250,5	163,7	39,8	0,5	123,8	3,6	78,6	-47,7	1,7	126,3	-7,0	8,3	13,3	14,8	-5,0	-0,7		
2013 4° trim.	50,7	39,6	5,7	0,3	33,9	-0,8	12,4	-10,3	0,6	22,7	-4,5	-1,3	5,7	2,0	-7,0	-0,1		
2014 1° trim.	74,5	23,5	-9,8	-0,1	33,3	-0,5	36,3	11,3	0,7	24,9	-7,3	14,8	-2,8	1,3	17,6	0,5		
2° trim.	151,7	58,4	-0,7	-0,1	59,0	.	64,2	8,6	0,8	55,7	.	29,1	14,0	3,1	15,1	.		
2014 feb.	13,0	-3,8	-15,8	-0,1	12,0	-	7,0	-0,8	0,1	7,9	-	9,7	-0,9	-1,9	10,6	-		
mar.	44,5	21,6	10,4	-0,2	11,1	-	24,8	9,0	2,2	15,8	-	-1,9	-1,6	2,4	-0,2	-		
apr.	75,6	33,2	0,8	0,0	32,4	-	30,2	5,6	0,7	24,6	-	12,2	1,1	-0,6	11,2	-		
mag.	37,6	20,5	1,9	0,0	18,6	-	3,0	-6,4	0,2	9,4	-	14,1	9,5	4,3	4,6	-		
giu.	38,5	4,7	-3,4	-0,1	8,0	-	31,0	9,3	-0,1	21,7	-	2,8	3,4	-0,5	-0,7	-		
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 4° trim.	4,8	8,2	54,2	16,1	6,4	8,4	2,8	-7,2	11,3	5,9	-7,2	1,8	4,7	29,3	-3,0	-90,8		
2014 1° trim.	4,1	5,8	18,5	7,3	5,3	-0,7	2,9	-2,9	8,5	4,6	-15,4	3,4	2,0	30,8	5,8	204,5		
2° trim.	6,4	7,7	12,9	2,8	7,5	.	4,8	-0,6	17,1	6,4	.	9,9	9,5	7,0	10,2	.		

4. Investimenti di portafoglio: passività

	Totale	Azioni e altre partecipazioni			Strumenti di debito							
		Totale	IFM	non IFM	Obbligazioni e notes				Strumenti di mercato monetario			
					Totale	IFM	non IFM		Totale	IFM	non IFM	
							Totale	Amministrazioni pubbliche			Totale	IFM
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 4° trim.	8.830,8	3.970,0	536,0	3.433,9	4.391,5	1.103,6	3.287,9	1.952,1	469,3	115,5	353,8	289,1
2014 1° trim.	9.109,7	4.161,0	574,9	3.586,1	4.479,4	1.104,0	3.375,4	2.056,2	469,3	120,9	348,3	277,5
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	360,8	241,8	-21,5	263,3	77,8	-48,5	126,3	96,0	41,1	30,4	10,7	20,7
2013 4° trim.	109,7	63,6	-7,2	70,7	87,6	9,8	77,8	59,0	-41,5	-11,5	-30,0	-24,1
2014 1° trim.	138,3	74,4	13,6	60,8	72,4	-1,9	74,2	70,2	-8,5	7,8	-16,3	-16,1
2° trim.	131,2	108,8	18,5	90,4	43,2	-20,4	63,6	.	-20,8	-2,0	-18,8	.
2014 feb.	48,0	15,7	10,9	4,8	50,8	-0,1	50,9	-	-18,5	-8,4	-10,1	-
mar.	28,2	56,9	-7,2	64,1	-9,8	-3,4	-6,4	-	-18,9	-7,2	-11,7	-
apr.	-10,8	24,7	5,1	19,6	-1,0	-10,9	9,9	-	-34,5	-15,7	-18,9	-
mag.	97,6	28,9	10,1	18,7	64,2	8,1	56,1	-	4,6	9,3	-4,7	-
giu.	44,4	55,3	3,3	52,0	-20,0	-17,6	-2,4	-	9,2	4,4	4,8	-
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 4° trim.	4,3	6,8	-3,9	8,7	1,8	-4,0	3,9	5,0	8,9	31,7	2,9	7,1
2014 1° trim.	4,6	6,7	0,1	7,9	3,4	-3,1	5,8	7,7	-1,9	16,8	-7,6	-7,1
2° trim.	5,2	7,6	6,7	7,7	4,4	-3,0	6,9	.	-5,9	15,2	-12,1	.

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

	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
	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	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
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 4° trim.	4.672,5	17,1	15,5	1,6	2.753,7	2.722,7	31,1	157,2	4,1	109,6	27,2	1.744,5	246,3	1.267,1	564,3
2014 1° trim.	4.847,7	9,9	8,7	1,3	2.903,5	2.862,4	41,2	154,2	3,7	107,8	32,7	1.780,1	247,1	1.262,4	586,4
	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	-65,0	-19,8	-19,8	0,0	-53,3	-70,2	16,9	-11,0	-1,3	-11,8	-2,3	19,1	2,7	-22,0	4,9
2013 4° trim.	-23,2	-8,3	-8,3	0,0	-13,0	-8,3	-4,8	5,6	-0,9	5,8	4,2	-7,5	0,8	-11,0	-11,8
2014 1° trim.	190,9	-6,7	-6,7	0,0	140,1	131,7	8,4	0,3	-0,3	5,1	5,5	57,2	0,8	28,8	49,7
2° trim.	36,0	-1,5	.	.	49,3	.	.	0,0	.	.	1,2	-11,8	.	.	11,6
2014 feb.	58,3	0,1	.	.	31,5	.	.	1,5	.	.	4,3	25,3	.	.	18,7
mar.	-15,0	-3,5	.	.	-21,7	.	.	0,9	.	.	1,3	9,3	.	.	10,5
apr.	45,5	5,6	.	.	48,8	.	.	-2,1	.	.	-1,6	-6,9	.	.	-4,8
mag.	47,9	-5,1	.	.	36,9	.	.	1,5	.	.	1,8	14,7	.	.	21,1
giu.	-57,4	-2,1	.	.	-36,3	.	.	0,5	.	.	1,0	-19,5	.	.	-4,7
	Tassi di crescita														
2011	4,2	-6,3	-6,4	8,8	1,9	0,9	76,8	2,9	-3,3	4,1	51,5	9,1	4,0	9,0	9,8
2012	-0,7	13,0	13,2	1,0	-3,9	-4,2	12,2	4,0	-22,2	5,7	-3,3	4,5	3,4	3,2	1,1
2013 4° trim.	-1,3	-49,5	-50,4	3,2	-1,8	-2,5	24,0	-6,5	-24,0	-9,7	-7,9	1,1	1,1	-1,7	0,6
2014 1° trim.	1,8	-63,0	-66,0	3,3	2,6	1,8	52,9	-0,3	-26,0	4,3	34,4	1,8	0,2	-0,6	5,3
2° trim.	2,6	-53,8	.	.	4,0	.	.	2,8	.	.	40,5	0,9	.	.	6,2

6. Altri investimenti: passività

	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche			Altri settori				
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
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 4° trim.	4.506,3	340,7	340,1	0,6	2.531,3	2.512,9	18,4	223,5	0,2	215,7	7,7	1.410,8	230,7	939,7	240,4
2014 1° trim.	4.648,1	311,6	309,6	2,0	2.615,1	2.589,5	25,6	223,1	0,2	216,0	6,9	1.498,2	229,8	960,3	308,2
	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	-408,9	-78,8	-78,4	-0,4	-320,6	-322,6	2,0	-3,8	0,0	-3,4	-0,5	-5,7	5,0	-6,4	-4,3
2013 4° trim.	-170,6	-17,6	-16,6	-1,0	-125,5	-123,5	-2,0	-8,4	0,0	-8,2	-0,2	-19,1	2,1	-9,1	-12,1
2014 1° trim.	121,6	-30,2	-30,3	0,1	73,7	66,0	7,7	2,1	0,0	2,2	-0,1	76,0	-1,6	29,4	48,2
2° trim.	-13,5	-18,2	.	.	-21,7	.	.	1,1	.	.	.	25,4	.	.	.
2014 feb.	8,8	-12,2	.	.	-18,2	.	.	1,2	.	.	.	38,0	.	.	.
mar.	-8,5	-11,4	.	.	-16,8	.	.	0,0	.	.	.	19,6	.	.	.
apr.	128,9	1,8	.	.	93,7	.	.	-0,3	.	.	.	33,8	.	.	.
mag.	-31,1	-0,5	.	.	-28,0	.	.	-2,0	.	.	.	-0,6	.	.	.
giu.	-111,3	-19,5	.	.	-87,3	.	.	3,4	.	.	.	-7,8	.	.	.
	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 4° trim.	-8,0	-18,5	-18,5	.	-10,8	-11,2	3,0	-1,7	.	-1,6	-6,1	-0,3	2,2	-0,6	-0,8
2014 1° trim.	-6,1	-20,2	-20,2	.	-8,2	-8,9	47,2	-0,5	.	-0,8	10,4	0,7	0,2	-0,9	6,9
2° trim.	-3,9	-20,6	.	.	-6,1	.	.	0,0	.	.	.	3,9	.	.	.

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni nel periodo)

7. Riserve 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				
							Presso autorità monetarie e la BRI	Presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
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 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 1° trim.	569,9	324,9	346,790	49,7	28,0	166,3	6,5	7,7	152,0	0,3	139,6	12,1	0,1	1,0	22,9	-31,4	52,8
2014 giu.	583,0	333,8	346,721	50,8	28,1	168,0	4,9	8,5	154,7	0,3	139,6	14,8	-0,1	2,3	23,0	-28,7	53,4
lug.	585,1	333,1	346,722	51,4	28,4	169,8	4,6	13,0	152,4	0,3	136,5	15,6	-0,2	2,4	25,4	-32,4	53,9
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	-	-	-
2014 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.	2,6	0,0	-	-0,2	-0,7	3,5	-0,4	2,0	2,1	0,1	1,5	0,5	-0,3	0,0	-	-	-
2° trim.	0,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
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 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.	1,2	0,0	-	-0,5	-8,8	5,9	18,4	-13,6	7,3	40,2	14,1	-35,5	-	-	-	-	-
2° 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 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.	11.608,3	4.008,4	469,3	4.391,5	230,9	267,1	2.241,1	2.464,7	340,7	3.750,4	2.811,3	
2014 1° trim.	11.826,0	4.075,5	469,3	4.479,4	229,9	342,6	2.229,3	2.556,8	311,6	3.840,0	2.888,3	
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 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.	120,8	41,7	4,9	45,7	2,4	2,8	23,3	25,7	3,5	39,0	29,3	
2014 1° trim.	122,5	42,2	4,9	46,4	2,4	3,5	23,1	26,5	3,2	39,8	29,9	

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 2° trim. 2013 al 1° trim. 2014	Transazioni cumulate														
Investimenti diretti	31,4	132,3	1,9	-8,3	139,3	-0,5	0,0	11,7	2,6	-23,4	25,6	-201,3	48,7	-0,3	35,5
All'estero	305,8	83,9	2,4	-3,0	79,0	5,5	0,0	18,6	7,4	-17,2	35,2	65,0	31,2	-0,3	82,0
Azioni/utili reinvestiti	268,9	87,4	1,8	-0,1	78,6	7,2	0,0	18,0	6,4	-17,0	8,5	90,3	25,6	0,0	49,5
Debito	36,8	-3,6	0,6	-2,9	0,4	-1,7	0,0	0,6	0,9	-0,2	26,7	-25,3	5,5	-0,3	32,5
Nell'area dell'euro	274,4	-48,5	0,6	5,3	-60,3	6,0	0,0	7,0	4,8	6,2	9,6	266,3	-17,5	0,0	46,5
Azioni/utili reinvestiti	260,0	-39,3	0,4	-0,1	-42,3	2,6	0,0	5,0	3,9	6,6	4,7	229,9	22,7	0,0	26,5
Debito	14,4	-9,2	0,1	5,3	-18,0	3,4	0,0	2,0	0,9	-0,4	4,9	36,4	-40,2	0,1	20,0
Investimenti di portafoglio: attività	218,7	67,5	-4,3	7,6	42,7	3,8	17,6	12,9	4,3	33,3	10,7	38,2	-7,8	2,3	57,2
Azioni	123,2	34,3	2,3	5,0	26,3	0,5	0,2	6,3	2,1	18,2	5,6	51,8	-4,6	0,0	9,5
Strumenti di debito	95,5	33,2	-6,7	2,6	16,5	3,4	17,4	6,6	2,2	15,2	5,1	-13,6	-3,2	2,3	47,7
Obbligazioni e notes	80,0	34,6	-5,5	6,6	13,4	1,9	18,2	10,4	1,4	0,7	4,6	-4,1	-12,5	3,0	41,9
Strumenti di mercato monetario	15,5	-1,4	-1,2	-4,0	3,1	1,5	-0,8	-3,8	0,8	14,5	0,5	-9,5	9,3	-0,7	5,8
Altri investimenti	404,6	114,6	13,3	3,2	94,5	-7,2	10,8	0,9	-0,6	47,8	54,8	103,8	40,5	4,0	38,7
Attività	83,7	-104,9	-1,8	8,5	-105,3	-6,9	0,6	-0,8	6,3	43,7	21,1	97,0	23,8	5,9	-8,5
Amministrazioni pubbliche	-0,6	4,6	-0,4	-1,5	7,4	-0,4	-0,4	0,0	-0,1	0,3	-0,1	-0,4	-0,6	0,2	-4,3
IFM	52,7	-116,0	-4,8	8,7	-113,5	-7,4	0,9	3,8	4,9	37,8	15,0	62,6	65,6	5,2	-26,2
Altri settori	31,5	6,5	3,4	1,3	0,8	0,9	0,1	-4,5	1,5	5,6	6,2	34,8	-41,1	0,5	22,0
Passività	-320,9	-219,5	-15,1	5,3	-199,8	0,4	-10,2	-1,7	6,9	-4,1	-33,7	-6,8	-16,7	1,9	-47,2
Amministrazioni pubbliche	-1,1	0,9	0,1	0,3	-0,6	0,0	1,0	-0,2	0,0	0,0	0,4	-5,5	-0,2	1,1	2,5
IFM	-326,1	-192,8	-14,2	5,8	-171,0	0,4	-13,7	-2,3	3,5	-4,8	-35,8	-8,8	-20,2	0,0	-64,9
Altri settori	6,2	-27,5	-1,0	-0,8	-28,3	0,0	2,5	0,9	3,4	0,6	1,7	7,5	3,7	0,7	15,2

Fonte: BCE.

7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti ¹⁾

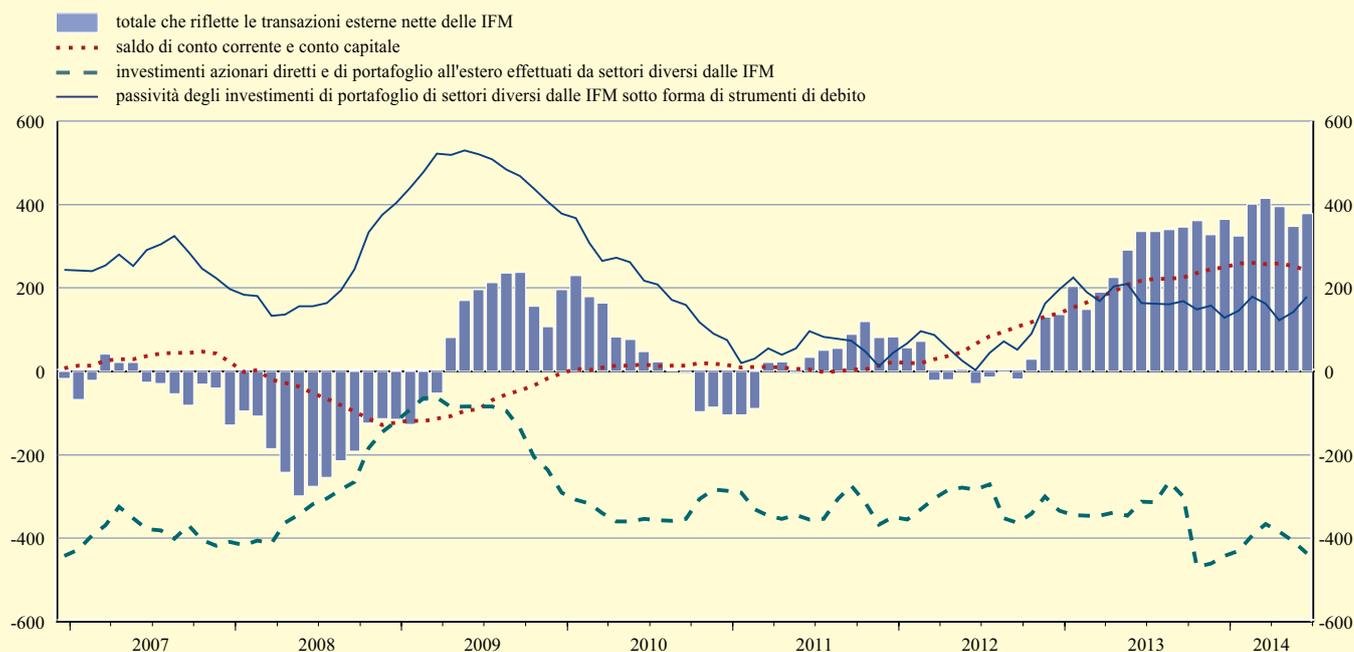
(miliardi di euro; transazioni)

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	364,6	250,0	-353,1	319,4	-123,8	-121,4	264,2	128,5	-8,3	-9,4	17,2	1,2
2013 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.	134,3	96,9	-183,9	169,4	-33,9	-15,7	70,8	48,4	2,0	-27,5	3,2	4,7
2014 1° trim.	76,9	37,1	6,8	-25,8	-33,3	-42,6	60,8	57,9	-57,5	78,1	0,7	-5,3
2° trim.	112,3	51,6	-31,2	29,6	-59,0	-70,8	90,4	44,8	11,8	26,4	6,0	12,8
2013 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.	21,3	29,4	-157,3	174,9	-13,7	-5,7	8,3	-1,0	-0,4	-6,3	3,4	-10,3
nov.	33,7	32,6	-28,2	4,6	-3,9	-11,5	19,6	52,1	-27,7	-3,0	-1,4	0,5
dic.	79,3	35,0	1,6	-10,1	-16,3	1,5	42,8	-2,8	30,1	-18,2	1,2	14,4
2014 gen.	-7,1	3,7	-38,2	31,0	-10,2	-8,6	-8,0	35,2	-20,6	19,2	0,2	-10,7
feb.	45,9	11,9	23,5	-19,8	-12,0	-18,4	4,8	40,8	-26,7	39,3	2,5	0,1
mar.	38,2	21,5	21,5	-37,0	-11,1	-15,6	64,1	-18,1	-10,1	19,6	-2,0	5,3
apr.	-10,8	20,0	-13,9	-4,0	-32,4	-35,7	19,6	-9,0	9,0	33,5	2,9	-0,9
mag.	37,9	9,5	-14,6	24,9	-18,6	-14,0	18,7	51,4	-16,1	-2,6	-0,5	-0,1
giu.	85,3	22,2	-2,7	8,7	-8,0	-21,0	52,0	2,3	19,0	-4,4	3,6	13,7
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2014 giu.	377,3	242,0	-257,6	209,1	-155,7	-156,7	254,7	179,1	-20,7	54,0	17,5	11,7

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	934,3	386,5	516,7	1.524,0	1.794,0	1.152,0	243,4	372,9	1.090,1	360,8	
2013	1,0	-3,1	1.896,9	932,7	385,1	532,5	1.537,9	1.738,8	1.098,2	236,3	373,9	1.077,5	336,9	
2013 3° trim.	0,2	-1,8	472,3	231,7	95,2	133,7	383,6	436,4	275,3	60,2	94,3	270,7	84,2	
4° trim.	1,1	-2,2	474,3	231,8	96,4	133,9	386,8	430,9	268,5	58,0	95,7	271,3	81,3	
2014 1° trim.	1,2	0,2	479,3	235,0	95,3	136,6	389,6	436,2	272,0	60,4	95,4	276,8	79,8	
2° trim.	0,6	0,0	479,9	.	.	.	394,3	436,1	.	.	.	278,4	.	
2014 gen.	1,2	-2,6	158,7	78,8	31,5	45,7	128,3	145,3	91,7	19,9	31,4	91,6	27,3	
feb.	3,3	0,2	160,7	79,1	31,9	45,9	131,6	145,8	90,3	20,3	32,0	93,1	25,8	
mar.	-0,7	3,0	160,0	77,0	31,8	44,9	129,8	145,0	90,0	20,2	31,9	92,2	26,6	
apr.	-1,5	-2,3	159,5	78,8	31,7	45,7	130,7	144,6	89,6	19,8	32,5	93,5	26,4	
mag.	0,4	-0,1	160,6	77,7	32,6	45,9	132,8	145,4	90,7	19,5	32,6	92,0	27,4	
giu.	2,9	2,5	159,9	.	.	.	130,7	146,1	.	.	.	92,9	.	
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	112,0	99,6	100,8	98,0	96,8	98,9	99,6	
2013	1,7	-0,5	113,5	111,6	115,7	114,9	113,1	99,1	100,1	95,3	97,2	98,6	98,3	
2013 2° trim.	2,0	-1,1	113,4	111,0	116,3	114,1	112,9	98,9	100,9	93,8	95,5	97,5	100,9	
3° trim.	2,2	1,8	113,4	111,7	114,3	115,6	113,2	99,4	100,3	97,4	98,0	99,2	97,9	
4° trim.	2,1	1,4	113,6	111,7	115,7	114,6	113,4	99,6	99,8	95,3	99,3	99,9	96,2	
2014 1° trim.	1,5	2,0	114,8	113,3	114,6	117,0	114,2	100,1	100,3	97,6	99,0	101,7	95,6	
2013 dic.	5,2	4,9	112,7	110,0	113,4	113,2	112,8	98,7	99,1	92,8	98,8	98,9	94,5	
2014 gen.	1,1	-0,9	113,8	113,9	113,7	117,1	112,5	100,3	101,3	98,3	97,8	101,1	98,3	
feb.	3,6	2,0	115,6	114,3	115,5	118,6	115,9	100,2	99,8	97,9	99,7	102,6	92,0	
mar.	-0,2	5,0	115,1	111,6	114,6	115,4	114,2	99,8	99,8	96,5	99,5	101,3	96,6	
apr.	-0,8	1,1	115,0	114,8	113,9	118,3	115,5	101,5	101,8	96,9	101,6	103,8	97,3	
mag.	0,4	1,6	115,4	112,6	116,3	118,4	116,8	101,8	103,0	95,2	101,4	102,0	99,7	

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 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	-0,1	-9,3	-1,3	106,0	-3,6	-3,0	-2,3	-0,4	-7,3	-2,2
2° trim.	104,2	-0,8	-1,3	-0,3	0,0	-1,7	-0,7	105,4	-2,3	-2,8	-2,7	-0,6	-2,3	-2,0
2014 gen.	104,1	-1,4	-1,6	-0,2	-0,1	-8,0	-1,1	106,4	-3,0	-2,7	-1,9	-0,3	-6,0	-1,9
feb.	104,2	-1,5	-1,6	0,0	0,1	-11,1	-1,2	106,3	-3,4	-2,6	-1,8	-0,1	-7,8	-1,9
mar.	103,9	-1,8	-2,2	-0,6	-0,3	-8,9	-1,5	105,3	-4,2	-3,6	-3,0	-0,9	-8,2	-2,8
apr.	104,0	-1,3	-1,8	-0,6	-0,2	-3,6	-1,1	105,0	-3,3	-3,4	-3,7	-0,8	-4,1	-2,7
mag.	104,2	-0,9	-1,2	-0,3	-0,1	-2,2	-0,8	105,4	-2,3	-2,9	-2,4	-0,6	-2,0	-1,9
giu.	104,6	-0,1	-0,8	0,1	0,3	0,6	-0,1	105,9	-1,4	-2,0	-1,9	-0,3	-0,7	-1,3

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), poichè 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
<i>Esportazioni (f.o.b.)</i>															
2012	1.880,6	34,2	59,5	230,0	249,3	92,2	116,4	59,5	223,7	440,6	120,7	44,6	126,5	97,4	151,3
2013	1.896,9	35,3	59,5	239,2	255,3	88,7	110,7	60,4	221,5	443,9	122,1	43,9	130,4	97,8	154,2
2013 1° trim.	475,2	8,8	14,6	58,2	62,8	23,5	28,1	15,5	55,5	110,8	29,6	11,0	34,5	24,7	38,2
2° trim.	475,1	8,8	14,7	59,2	63,0	22,8	27,4	15,6	55,1	110,4	30,0	10,8	33,1	24,9	40,1
3° trim.	472,3	8,9	15,0	59,8	64,3	21,7	27,8	14,7	55,4	110,2	31,2	11,1	31,7	24,7	38,1
4° trim.	474,3	8,8	15,2	62,0	65,2	20,7	27,5	14,6	55,5	112,5	31,4	11,0	31,0	23,5	37,8
2014 1° trim.	479,3	8,9	15,0	63,3	67,6	20,2	26,9	14,6	58,0	112,2	32,0	11,0	33,1	23,5	36,0
2° trim.	479,9	.	.	.	.	19,5	27,4	14,0	59,3	113,6	32,3	10,6	32,6	22,7	.
2014 gen.	158,7	3,1	5,1	20,8	22,8	6,9	9,4	5,0	18,7	37,2	10,8	3,9	10,6	7,8	11,3
feb.	160,7	3,0	5,0	21,7	22,7	6,7	8,9	4,9	19,5	37,8	10,8	3,7	11,6	8,1	10,8
mar.	160,0	2,9	4,9	20,8	22,2	6,6	8,6	4,8	19,7	37,2	10,5	3,5	10,8	7,6	14,0
apr.	159,5	3,0	4,9	20,9	22,7	6,8	9,1	4,7	19,5	38,0	10,6	3,6	10,7	7,5	11,6
mag.	160,6	3,0	5,0	21,3	22,2	6,5	9,0	4,7	20,3	38,1	10,8	3,4	11,1	7,6	11,7
giu.	159,9	.	.	.	.	6,2	9,3	4,6	19,5	37,4	10,8	3,5	10,8	7,6	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2013	100,0	1,9	3,1	12,6	13,5	4,7	5,8	3,2	11,7	23,4	6,4	2,3	6,9	5,2	8,1
<i>Importazioni (c.i.f.)</i>															
2012	1.794,0	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	111,1
2013	1.738,8	30,1	53,7	164,2	239,8	144,9	81,8	35,8	149,2	510,0	204,3	43,6	141,3	80,3	107,8
2013 1° trim.	437,5	7,6	13,3	41,8	58,8	37,4	20,0	8,9	35,5	127,1	52,1	11,1	37,9	20,5	28,7
2° trim.	434,0	7,4	13,5	41,1	59,0	35,6	20,6	8,8	37,3	128,0	50,5	11,0	36,2	20,0	26,6
3° trim.	436,4	7,8	13,7	40,8	60,7	36,5	20,7	8,9	38,1	127,8	50,6	10,7	34,6	20,1	26,6
4° trim.	430,9	7,4	13,3	40,5	61,3	35,3	20,4	9,2	38,3	127,1	51,0	10,9	32,6	19,7	25,8
2014 1° trim.	436,2	7,6	13,4	40,4	62,5	34,9	21,1	9,2	37,0	130,1	53,6	10,6	32,7	19,4	27,7
2° trim.	436,1	.	.	.	.	34,5	21,5	9,4	37,4	128,7	53,0	10,2	32,6	19,8	.
2014 gen.	145,3	2,6	4,6	13,3	20,8	11,8	6,7	3,1	12,4	43,1	17,4	3,6	11,2	6,5	9,1
feb.	145,8	2,6	4,4	13,4	21,0	11,6	7,1	3,0	12,5	42,8	17,9	3,5	10,8	6,3	10,2
mar.	145,0	2,4	4,4	13,7	20,7	11,5	7,2	3,1	12,1	44,2	18,3	3,5	10,7	6,6	8,4
apr.	144,6	2,6	4,4	13,7	21,4	11,7	7,1	3,1	12,4	42,0	17,4	3,4	10,6	6,6	9,1
mag.	145,4	2,5	4,3	13,5	21,0	11,6	7,3	3,1	12,3	44,0	17,5	3,4	11,3	6,4	8,1
giu.	146,1	.	.	.	.	11,3	7,1	3,2	12,7	42,8	18,1	3,4	10,8	6,8	.
<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
<i>Saldo</i>															
2012	86,6	5,2	6,4	62,6	16,7	-52,6	34,1	25,0	72,5	-100,0	-93,6	-4,6	-31,1	7,6	40,2
2013	158,1	5,2	5,8	75,0	15,5	-56,2	29,0	24,5	72,3	-66,1	-82,2	0,3	-10,9	17,5	46,5
2013 1° trim.	37,8	1,2	1,4	16,4	4,0	-13,9	8,0	6,5	20,0	-16,3	-22,6	0,0	-3,5	4,3	9,6
2° trim.	41,1	1,4	1,2	18,1	4,0	-12,8	6,9	6,8	17,8	-17,6	-20,5	-0,2	-3,1	4,9	13,5
3° trim.	35,9	1,1	1,3	19,0	3,6	-14,9	7,0	5,8	17,3	-17,6	-19,5	0,5	-2,9	4,6	11,4
4° trim.	43,4	1,5	1,9	21,5	3,9	-14,7	7,0	5,4	17,2	-14,7	-19,7	0,1	-1,5	3,8	12,0
2014 1° trim.	43,2	1,4	1,6	22,8	5,1	-14,7	5,8	5,4	21,0	-18,0	-21,6	0,4	0,4	4,1	8,3
2° trim.	43,8	.	.	.	.	-15,0	5,9	4,6	21,8	-15,1	-20,8	0,4	0,0	2,9	.
2014 gen.	13,4	0,5	0,5	7,5	2,0	-4,9	2,6	1,9	6,4	-6,0	-6,6	0,3	-0,5	1,3	2,1
feb.	14,9	0,4	0,6	8,2	1,7	-4,8	1,8	1,9	7,0	-5,1	-7,1	0,2	0,9	1,8	0,5
mar.	14,9	0,5	0,5	7,1	1,4	-5,0	1,4	1,7	7,6	-6,9	-7,8	-0,1	0,1	1,0	5,6
apr.	14,8	0,4	0,5	7,2	1,4	-4,9	2,0	1,6	7,1	-3,9	-6,8	0,2	0,1	0,9	2,5
mag.	15,2	0,5	0,7	7,8	1,2	-5,0	1,8	1,6	8,0	-5,9	-6,7	0,0	-0,2	1,2	3,6
giu.	13,8	.	.	.	.	-5,1	2,2	1,5	6,7	-5,3	-7,3	0,1	0,1	0,8	.

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	97,2	95,0	106,2	96,8	112,2	97,7
2012	97,9	95,6	92,9	89,8	101,1	91,6	107,1	92,9
2013	101,7	98,9	96,4	93,4	103,6	93,8	112,0	96,2
2013 2° trim.	100,8	98,3	95,7	93,1	104,3	94,5	110,6	95,0
3° trim.	101,9	99,2	96,6	93,5	104,9	95,2	112,9	96,8
4° trim.	103,1	100,0	97,5	94,3	100,1	91,0	114,7	97,8
2014 1° trim.	103,9	100,7	97,9	95,5	102,4	93,3	116,6	99,1
2° trim.	103,8	100,1	97,8	-	-	-	116,0	97,9
2013 ago.	102,2	99,5	96,8	-	-	-	113,4	97,3
set.	102,0	99,1	96,6	-	-	-	113,3	97,0
ott.	102,8	99,8	97,3	-	-	-	114,2	97,4
nov.	102,6	99,5	97,1	-	-	-	114,2	97,3
dic.	103,9	100,7	98,2	-	-	-	115,8	98,6
2014 gen.	103,4	100,3	97,5	-	-	-	115,9	98,6
feb.	103,6	100,4	97,6	-	-	-	116,3	98,9
mar.	104,6	101,3	98,5	-	-	-	117,5	99,6
apr.	104,5	101,0	98,5	-	-	-	117,0	98,9
mag.	103,8	100,1	97,9	-	-	-	116,1	97,8
giu.	103,0	99,2	97,1	-	-	-	115,1	96,9
lug.	102,6	98,7	96,8	-	-	-	114,6	96,2
ago.	101,9	98,0	96,1	-	-	-	114,0	95,6
				variazione percentuale sul mese precedente				
2014 ago.	-0,7	-0,7	-0,7	-	-	-	-0,5	-0,7
				variazione percentuale sull'anno precedente				
2014 ago.	-0,3	-1,5	-0,7	-	-	-	0,5	-1,8

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
2014 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
lug.	1,9558	27,458	7,4564	7,6146	3,4528	309,81	4,1444	4,4098	9,2327	0,79310	2,8699
ago.	1,9558	27,816	7,4551	7,6326	3,4528	313,91	4,1919	4,4252	9,1878	0,79730	2,8784
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>										
2014 ago.	0,0	1,3	0,0	0,2	0,0	1,3	1,1	0,4	-0,5	0,5	0,3
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>										
2014 ago.	0,0	7,7	0,0	1,3	0,0	4,8	-0,9	-0,3	5,6	-7,2	10,2
	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	
2014 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	
lug.	1,4420	3,0109	1,4524	8,3940	10,4935	81,3058	15.789,65	4,6325	137,72	4,3100	
ago.	1,4306	3,0219	1,4548	8,1965	10,3207	81,0709	15.603,10	4,6569	137,11	4,2310	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>										
2014 ago.	-0,8	0,4	0,2	-2,4	-1,6	-0,3	-1,2	0,5	-0,4	-1,8	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>										
2014 ago.	-3,0	-3,1	5,0	0,6	0,0	-3,4	10,1	-2,2	5,2	-3,0	
	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
2014 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
lug.	17,5834	1,5578	8,3880	58,844	46,9984	1,6825	14,4366	1.382,29	1,2150	43,470	1,3539
ago.	17,5051	1,5783	8,2522	58,320	48,1781	1,6622	14,2052	1.364,17	1,2118	42,644	1,3316
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>										
2014 ago.	-0,4	1,3	-1,6	-0,9	2,5	-1,2	-1,6	-1,3	-0,3	-1,9	-1,6
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>										
2014 ago.	1,8	-6,2	4,0	-0,3	9,6	-1,9	5,9	-8,2	-1,8	1,4	0,0

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
2014 1° trim.	-1,8	0,3	0,4	0,1	0,3	0,4	0,6	1,3	0,0	1,8
2° trim.	-1,6	0,2	0,4	0,3	0,2	-0,1	0,3	1,3	0,3	1,7
2014 mag.	-1,8	0,5	0,3	0,4	0,1	0,0	0,3	1,3	0,1	1,5
giu.	-1,8	0,0	0,4	0,5	0,3	-0,1	0,3	0,9	0,5	1,9
lug.	-1,1	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,0	1,5	0,4	1,6
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										
2014 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
giu.	3,11	1,55	1,38	3,94	2,92	4,50	3,54	4,48	1,80	2,35
lug.	3,38	1,49	1,24	3,72	2,90	4,33	3,34	4,16	1,60	2,31
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno; media nel periodo										
2014 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
giu.	0,81	0,35	0,36	0,89	0,38	2,50	2,69	2,24	0,85	0,54
lug.	0,76	0,35	0,38	0,87	0,35	2,29	2,68	1,97	0,52	0,56
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 4° trim.	1,2	1,1	0,7	-0,6	3,4	2,9	2,5	5,0	3,0	2,7
2014 1° trim.	1,2	2,9	1,3	-0,6	3,1	3,2	3,5	3,7	1,8	3,0
2° trim.	1,6	2,7	0,0	.	3,1	.	3,3	1,5	1,9	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	7,1	1,3	3,7	6,8	1,0	1,2	6,2	-4,2
2013 4° trim.	-2,7	1,1	8,6	-6,7	3,8	8,5	1,1	0,5	5,2	-5,3
2014 1° trim.	1,6	9,9	3,9	-16,0	2,6	7,0	0,8	5,2	6,8	-3,4
2° trim.	4,6	-0,3	5,1	.	8,1	.	4,6	-0,4	4,7	.
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	357,1
2013 3° trim.	93,9	64,6	174,4	103,0	69,5	122,9	72,8	71,9	197,4	365,3
4° trim.	93,5	71,0	176,8	105,3	67,1	120,3	70,2	68,6	196,9	357,1
2014 1° trim.	95,2	70,1	172,2	107,5	70,5	123,1	69,4	65,4	202,8	353,2
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 4° trim.	1,9	-2,7	0,9	1,8	2,7	3,3	-3,7	0,9	-0,8	0,9
2014 1° trim.	1,4	1,0	0,5	-5,5	5,5	3,0	-3,2	1,3	1,1	2,1
2° trim.	0,8	.	1,7	.	.	.	.	.	2,8	.
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)										
2012	12,3	7,0	7,5	16,1	13,4	10,9	10,1	7,1	8,0	7,9
2013	12,9	7,0	7,0	17,3	11,8	10,2	10,3	7,3	8,0	7,5
2014 1° trim.	12,2	6,6	6,8	17,4	11,6	8,0	9,8	7,2	8,1	6,7
2° trim.	11,8	6,2	6,4	16,6	11,4	8,1	9,2	7,2	8,0	.
2014 mag.	11,8	6,2	6,4	16,6	11,4	8,1	9,2	7,3	7,8	6,4
giu.	11,6	6,0	6,5	16,3	11,4	8,1	9,1	7,1	8,0	.
lug.	11,5	6,0	6,6	16,2	11,5	.	9,0	7,0	7,7	.

Fonti: BCE, Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

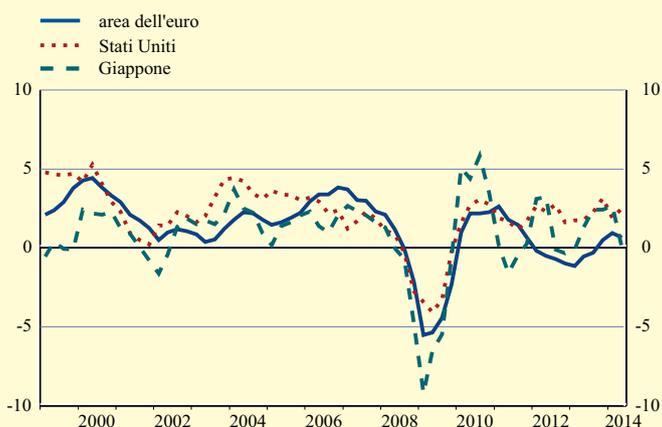
9.2 Indicatori economici e finanziari negli Stati Uniti e in Giappone

(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 ⁵⁾ (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	-1,3	2,5	6,6	9,6	2,5	0,34	3,57	1,3257	-12,2	79,2
2011	3,2	2,1	1,6	3,6	8,9	7,3	0,34	2,10	1,3920	-10,7	83,1
2012	2,1	1,7	2,3	4,4	8,1	8,6	0,43	1,88	1,2848	-9,0	86,5
2013	1,5	0,3	2,2	2,9	7,4	6,7	0,27	3,27	1,3281	-5,7	87,8
2013 2° trim.	1,4	1,6	1,8	2,7	7,5	7,1	0,28	2,82	1,3062	-5,2	87,0
3° trim.	1,6	1,2	2,3	2,7	7,2	6,6	0,26	2,91	1,3242	-6,3	86,6
4° trim.	1,2	-2,0	3,1	3,2	7,0	6,1	0,24	3,27	1,3610	-4,9	87,8
2014 1° trim.	1,4	2,6	1,9	2,3	6,7	6,0	0,24	2,97	1,3696	-5,0	88,6
2° trim.	2,1	1,8	2,5	3,7	6,2	6,6	0,23	2,74	1,3711	-5,1	-
2014 apr.	2,0	-	-	3,6	6,3	6,3	0,23	2,87	1,3813	-	-
mag.	2,1	-	-	3,8	6,3	6,7	0,23	2,69	1,3732	-	-
giu.	2,1	-	-	3,7	6,1	6,7	0,23	2,74	1,3592	-	-
lug.	2,0	-	-	5,3	6,2	6,7	0,23	2,80	1,3539	-	-
ago.	-	-	-	-	-	-	0,23	2,58	1,3316	-	-
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	1,5	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	-0,5	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	-2,3	2,7	8,3	3,6	3,9	0,14	0,84	140,80	-	-
2° trim.	3,6	-	0,0	2,6	3,6	3,2	0,13	0,72	140,00	-	-
2014 apr.	3,4	-	-	3,8	3,6	3,5	0,14	0,81	141,62	-	-
mag.	3,7	-	-	1,0	3,5	3,3	0,14	0,75	139,74	-	-
giu.	3,6	-	-	3,1	3,7	3,0	0,13	0,72	138,72	-	-
lug.	3,4	-	-	-0,9	-	3,0	0,13	0,67	137,72	-	-
ago.	-	-	-	-	-	-	0,13	0,62	137,11	-	-

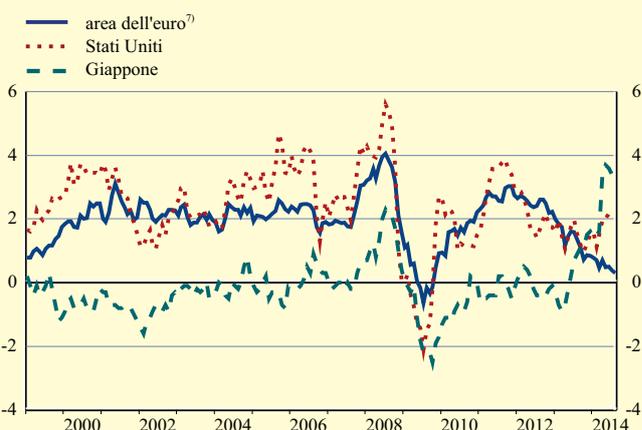
F41 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



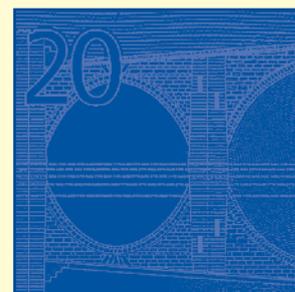
F42 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



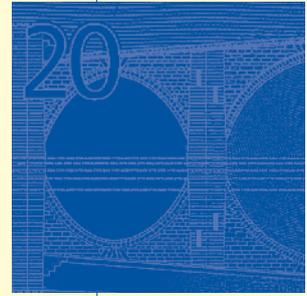
Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 5 (Stati Uniti), 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (colonna 5 (Giappone), grafico area dell'euro); Thomson Reuters (colonne 7 e 8); elaborazioni della BCE (colonna 11).

- 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:

$$(n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-12-i} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze nozionali al mese t . Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(o) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-12-i} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono riclassificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI 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.

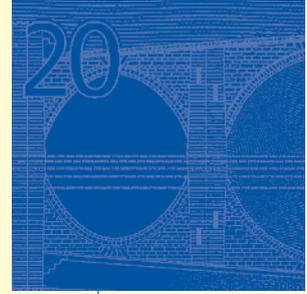
SEZIONE 7.3

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 3 settembre 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.

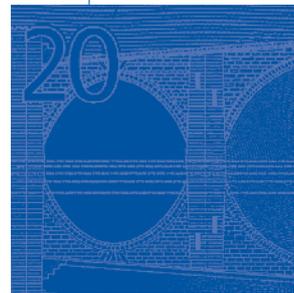
I tassi di cambio bilaterali riportati nella sezione 8.2 sono medie mensili di quelli pubblicati giornalmente come tassi di riferimento per queste valute. Il tasso di cambio più recente relativo alla corona islandese è pari a 290,0 per euro e si riferisce al 3 dicembre 2008.

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 E 7 AGOSTO 2014

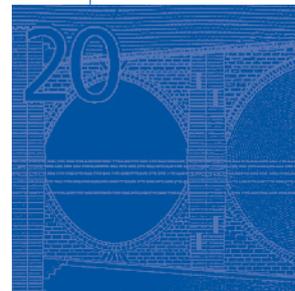
Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati allo 0,15, allo 0,40 e al -0,10 per cento, rispettivamente.

4 SETTEMBRE 2014

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 10 punti base allo 0,05 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento 10 settembre 2014. Decide inoltre di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale sia quello sui depositi presso la banca centrale di 10 punti base, rispettivamente allo 0,30 per cento e a -0,20 per cento, entrambi con effetto dal 10 settembre 2014. Decide inoltre di (a) acquistare un ampio portafoglio di titoli, semplici e trasparenti, emessi a seguito della cartolarizzazione di crediti verso il settore privato non finanziario dell'area dell'euro, nell'ambito di un specifico programma di acquisto di attività cartolarizzate denominato ABSPP (Asset-Backed Securities Purchase Programme) e (b) acquistare un ampio portafoglio di titoli garantiti denominati in euro ed emessi da IFM domiciliate nell'area dell'euro, nel quadro di un nuovo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite (CBPP3, Covered Bond Purchase Programme). Interventi nell'ambito di entrambi questi programmi avranno inizio nell'ottobre 2014.



IL SISTEMA TARGET (SISTEMA TRANS-EUROPEO AUTOMATIZZATO DI TRASFERIMENTO ESPRESSO CON REGOLAMENTO LORDO IN TEMPO REALE)



Target2¹⁾ è uno strumento determinante per favorire l'integrazione del mercato monetario dell'area dell'euro – presupposto per la conduzione efficace della politica monetaria unica – e fornisce altresì un contributo all'integrazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro. Target2 è accessibile a un ampio numero di partecipanti. Più di 1000 istituti di credito in Europa utilizzano Target2 per effettuare pagamenti per conto proprio, per conto di altri partecipanti (indiretti) o per conto della clientela. Considerando le filiali e le controllate, quasi 57.000 banche in tutto il mondo, e quindi i loro clienti, sono raggiungibili tramite Target2.

I partecipanti si avvalgono di Target2 per i pagamenti urgenti di importo rilevante, inclusi quelli effettuati per il regolamento in altri sistemi interbancari di trasferimento fondi, ad esempio il Continuous Linked Settlement ed Euro1, nonché per il regolamento delle operazioni di mercato monetario, in valuta e in titoli. È inoltre utilizzato per pagamenti di minore importo disposti dalla clientela. Target2 garantisce la definitività del regolamento su base giornaliera delle transazioni, rendendo i fondi accreditati sul conto di un partecipante immediatamente disponibili per altri pagamenti.

I FLUSSI DI PAGAMENTO IN TARGET2

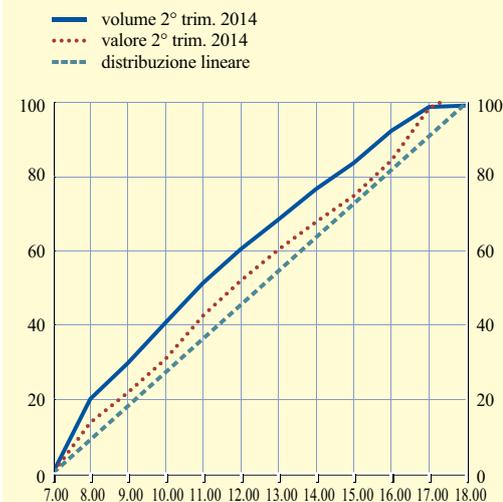
Nel secondo trimestre 2014 su Target2 sono state regolate 22.676.262 operazioni, per un valore totale di 127.675 miliardi di euro, che corrispondono, in termini di media giornaliera, a 365.746 operazioni per un valore medio giornaliero di 2.059 miliardi di euro. Il picco di traffico del trimestre si è registrato il 30 giugno, giorno in cui sono stati trattati 568.060 pagamenti. Con una quota di mercato del 61 per cento in termini di volume e del 92 per cento in termini di valore, Target2 ha mantenuto la propria posizione di predominio nel mercato dei sistemi di pagamento di importo rilevante in euro. Le dimensioni della quota di mercato di Target2 conferma il forte interesse delle banche per il regolamento in moneta di banca centrale. I pagamenti interbancari rappresentano il 40 per cento dei pagamenti totali in termini di volume e il 91 per cento in termini di valore. Per i pagamenti interbancari trattati il valore medio è ammontato a 12,8 milioni di euro, mentre per i pagamenti per la clientela è stato pari a 0,9 milioni di euro. Per il 67 per cento dei pagamenti l'importo unitario è risultato inferiore a 50.000 euro e il 14 per cento superiore a 1 milione di euro. Su base media giornaliera, 225 pagamenti hanno superato il valore di 1 miliardo di euro. I dati rilevati sono simili a quelli registrati nel trimestre precedente.

ANDAMENTO INFRAGIORNALIERO DEI VOLUMI E DEI VALORI

La figura mostra la distribuzione infragiornaliera di Target2, vale a dire la percentuale dei volumi e dei valori gestiti in diversi orari della giornata operativa, per il secondo trimestre 2014. In termini di volume, la curva è ampiamente al di sopra della distribuzione lineare, con il 70 per cento del volume già scambiato entro le 13.00

Andamento infragiornaliero

(percentuali)



Fonte: BCE.

1) Target2, operativo dal 2007, è il sistema di seconda generazione subentrato a Target.

(ora dell'Europa centrale) e il 99,6 per cento un'ora prima della chiusura di Target2. In termini di valore la curva è prossima alla linea di distribuzione fino a metà giornata, con circa il 60 per cento del valore scambiato entro le 13.00 (ora dell'Europa centrale). Successivamente, la curva si sposta appena sotto la linea di distribuzione, a indicare che i pagamenti di importo superiore erano stati regolati verso l'orario di chiusura di Target2.

DISPONIBILITÀ OPERATIVA E PERFORMANCE DI TARGET2

Nel secondo trimestre 2014 Target2 ha registrato una disponibilità del 100 per cento. Gli unici malfunzionamenti presi in considerazione per calcolare la disponibilità di Target2 sono quelli che impediscono l'esecuzione dei pagamenti per un intervallo pari o superiore a dieci minuti tra le 7.00 e le 18.45 dei giorni feriali. Tutti i pagamenti che devono essere regolati normalmente perché siano soddisfatti i livelli di servizio previsti²⁾ sono stati elaborati in meno di cinque minuti, soddisfacendo quindi appieno le aspettative riposte nel sistema.

Tavola 1 Pagamenti gestiti da Target2 e da Euro1: volume delle transazioni

(numero dei pagamenti)					
	2013 2° trim.	2013 3° trim.	2013 4° trim.	2014 1° trim.	2014 2° trim.
Target2					
Volume totale	23.600.140	22.827.447	23.840.793	22.839.642	22.676.262
Media giornaliera	374.605	345.870	372.512	368.381	365.746
Euro1 (EBA)					
Volume totale	16.614.190	15.919.832	15.802.209	14.491.603	14.632.429
Media giornaliera	263.717	241.210	246.910	233.736	236.007

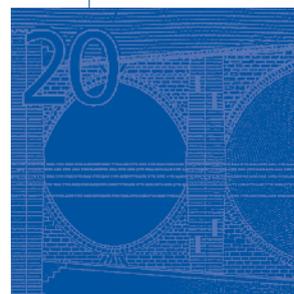
Note: a gennaio 2013 è stata adottata una nuova metodologia per la raccolta e la segnalazione dei dati, per migliorare la qualità di Target2. La modifica ha avuto come effetto una riduzione degli indicatori in termini di valore. Di tale variazione si deve tener conto se si effettuano confronti tra i dati raccolti prima o dopo la data di adozione della nuova metodologia.

Tavola 2 Pagamenti gestiti da Target2 e da Euro1: valore delle transazioni

(miliardi di euro)					
	2013 2° trim.	2013 3° trim.	2013 4° trim.	2014 1° trim.	2014 2° trim.
Target2					
Valore totale	125.266	121.184	124.076	123.842	127.675
Media giornaliera	1.988	1.836	1.939	1.966	2.059
Euro1 (EBA)					
Valore totale	12.514	11.676	11.695	11.757	11.545
Media giornaliera	199	177	183	187	186

Nota: cfr. le note della tavola 1.

2) I pagamenti che derivano da procedure di regolamento dell'interfaccia dedicata ai sistemi ancillari sono esclusi dalla misurazione della performance. Maggiori dettagli sugli indicatori di performance sono disponibili all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/paym/t2/professional/indicators/html/index.en.html>



PUBBLICAZIONI PRODOTTE DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA

La BCE produce numerose pubblicazioni che forniscono informazioni sulle sue competenze principali: la politica monetaria, le statistiche, i sistemi di pagamento e di regolamento, la stabilità finanziaria e la vigilanza, la cooperazione europea e internazionale, e le questioni giuridiche.

PUBBLICAZIONI STATUTARIE

- Rapporto annuale
- Rapporto sulla convergenza
- Bollettino mensile

LAVORI DI RICERCA

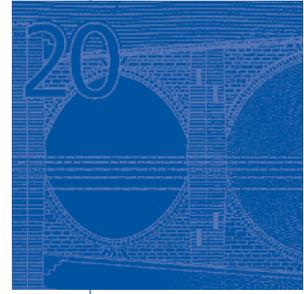
- *Legal Working Paper Series*
- *Occasional Paper Series*
- *Research Bulletin*
- *Working Paper Series*

ALTRE PUBBLICAZIONI

- *Enhancing monetary analysis*
- *Financial integration in Europe*
- *Financial Stability Review*
- *Statistics Pocket Book*
- *La Banca centrale europea: storia, ruolo e funzioni*
- *The international role of the euro*
- *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro ("General Documentation")*
- *La politica monetaria della BCE*
- *The payment system*

La BCE pubblica anche brochure e materiale informativo su un'ampia varietà di tematiche, ad esempio le banconote e le monete in euro, nonché atti di seminari e conferenze.

Per una lista completa dei documenti (in formato PDF) pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, predecessore della BCE dal 1994 al 1998, si prega di visitare il sito Internet della BCE all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. I codici della lingua indicano in quali versioni ciascuna pubblicazione è disponibile.



GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Altri investimenti [other investment]: voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti, altri conti attivi e passivi.

Amministrazioni pubbliche [general government]: in base alla definizione del SEC 95, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato, fruibili dal singolo individuo e dalla collettività, e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

Area dell'euro [euro area]: l'area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato sul funzionamento dell'Unione europea

Asta a tasso fisso [fixed rate tender]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

Asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo [fixed rate full allotment tender procedure]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito dalla banca centrale (tasso fisso) e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi a quel tasso, sapendo in anticipo che tutte le richieste saranno soddisfatte (piena aggiudicazione dell'importo).

Asta a tasso variabile [variable rate tender]: procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

Attività nette sull'estero delle IFM [MFI net external assets]: le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

Azioni [equities]: titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria, come ad esempio le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [balance of payments (b.o.p.): prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo.

Bilancio consolidato del settore delle IFM [consolidated balance sheet of the MFI sector]: bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri

soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

Cancellazione [write-off]: rimozione del valore di un prestito dal bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto interamente irrecuperabile.

Cartolarizzazione [securitisation]: operazione o insieme di operazioni mediante le quali una attività o un pool di attività che producono flussi di cassa, prevalentemente crediti (mutui ipotecari, prestiti al consumo, ecc.), vengono trasferiti da un originator (di norma un ente creditizio) a una società veicolo finanziaria (SVF). La SVF di fatto converte queste attività in titoli negoziabili, emettendo strumenti di debito nei quali il servizio del capitale e degli interessi viene effettuato mediante i flussi di cassa prodotti dal pool di attività sottostanti.

Commercio con l'estero in beni [external trade in goods]: esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

Conti capitale [capital accounts]: parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che riporta le variazioni nette della ricchezza, del risparmio, dei trasferimenti in conto capitale e delle acquisizioni nette di attività non finanziarie.

Conto capitale [capital account]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutti i trasferimenti di capitale e le acquisizioni/dismissioni di attività non prodotte e non finanziarie fra residenti e non residenti.

Conto corrente [current account]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a beni e servizi, redditi e trasferimenti correnti fra residenti e non residenti.

Conto dei redditi [income account]: un conto della b.d.p. che ricomprende due tipi di transazioni nei confronti dei non residenti: (a) quelle che riguardano le retribuzioni da lavoro dipendente corrisposte a lavoratori non residenti (ad esempio, i transfrontalieri, gli stagionali e altri lavoratori a breve termine); (b) quelle che riguardano gli introiti e gli esborsi per investimenti su attività o passività finanziarie sull'estero, inclusi gli introiti e gli esborsi su investimenti diretti, di portafoglio e altri investimenti, nonché gli introiti sulle riserve valutarie.

Conto dei trasferimenti correnti [current transfers account]: un conto tecnico della b.d.p. sul quale vengono registrati il valore di risorse reali o finanziarie qualora queste vengano trasferite senza ricevere alcuna contropartita. I trasferimenti correnti ricomprendono tutti i trasferimenti diversi da quelli di capitale.

Conti finanziari [financial accounts]: parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che presenta le posizioni finanziarie (consistenze o bilanci), le transazioni finanziarie e altre variazioni dei diversi settori istituzionali di un'economia per tipologia di attività finanziaria.

Conto finanziario [financial account]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono le transazioni fra residenti e non residenti relative a investimenti diretti e di portafoglio, altri investimenti, prodotti finanziari derivati e attività di riserva.

Costo del lavoro per unità di prodotto [unit labour costs]: indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e la produttività del lavoro (definita come PIL, in volume, a prezzi costanti per persona occupata).

Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [MFI credit to euro area residents]: prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (ivi incluse le amministrazioni pubbliche e il settore privato) e i titoli detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

Curva dei rendimenti [yield curve]: rappresentazione grafica della relazione esistente, a una certa data, fra il tasso di interesse o il rendimento e la vita residua di titoli di debito con pari rischio di credito ma con differenti scadenze. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse o rendimenti per coppie di scadenze.

Debito (conti finanziari) [debt (financial accounts)]: i prestiti alle famiglie, nonché i prestiti, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo.

Debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [debt (general government)]: il debito lordo (banconote, monete e depositi, prestiti e titoli di debito) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

Debito estero lordo [gross external debt]: consistenze delle passività correnti effettive (ossia non potenziali) di un'economia che implicano, in una data futura, il pagamento del capitale o degli interessi a non residenti.

Deflazione [deflation]: un calo marcato e persistente dei prezzi di un insieme molto ampio di beni e servizi di consumo che viene incorporato nelle aspettative degli operatori.

Depositi presso la banca centrale [deposit facility]: operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messe a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti idonee possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso la propria BCN. Tali depositi sono remunerati a un tasso di interesse prestabilito, che di norma rappresenta il limite minimo dei tassi di interesse del mercato overnight.

Disavanzo (riferito alle amministrazioni pubbliche) [deficit (general government)]: l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche.

Disinflazione [disinflation]: processo di rallentamento dell'inflazione che può condurre a tassi di inflazione temporaneamente negativi.

Eonia [EONIA (euro overnight index average)]: misura del tasso di interesse effettivo prevalente nel mercato interbancario overnight dell'euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di

interesse sulle operazioni di prestito overnight non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Euribor [EURIBOR (euro interbank offered rate)]: tasso applicato ai prestiti denominati in euro tra banche considerate di primario standing; viene calcolato quotidianamente, per scadenze varie, non superiori ai dodici mesi, sulla base dei tassi di un campione di banche selezionate.

Eurosistema [Eurosystem]: il sistema di banche centrali costituito dalla BCE e dalle BCN degli Stati membri dell'UE la cui moneta è l'euro.

Fabbisogno (riferito alle amministrazioni pubbliche) [borrowing requirement (general government)]: assunzione netta di debito da parte delle amministrazioni pubbliche.

Fattori autonomi di liquidità [autonomous liquidity factors]: fattori di liquidità quali, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale, che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria.

Fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari) [investment funds (except money market funds)]: istituzioni finanziarie che gestiscono collettivamente portafogli di capitale raccolto tra il pubblico, investendolo in attività finanziarie e non finanziarie. Cfr. anche **IFM**.

Forze di lavoro [labour force]: il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

Garanzie [collateral]: attività costituite in pegno o trasferite in altra forma a garanzia del rimborso di un finanziamento, nonché attività cedute nell'ambito di operazioni pronti contro termine. I titoli conferiti in garanzia nell'ambito delle operazioni temporanee dell'Eurosistema devono soddisfare alcuni requisiti di idoneità.

IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [MFIs (monetary financial institutions)]: istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Esse includono: (a) l'Eurosistema; (b) gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione dell'UE) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o altre forme di raccolta equiparabili ai depositi da enti diversi dalle IFM e, per proprio conto (almeno in termini economici), nel concedere credito e/o investire in titoli, nonché le istituzioni di moneta elettronica che sono che operano principalmente nell'intermediazione finanziaria sotto forma di emissione di moneta elettronica; (d) i fondi comuni monetari, ovvero società di investimento collettivo che investono in strumenti 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.