

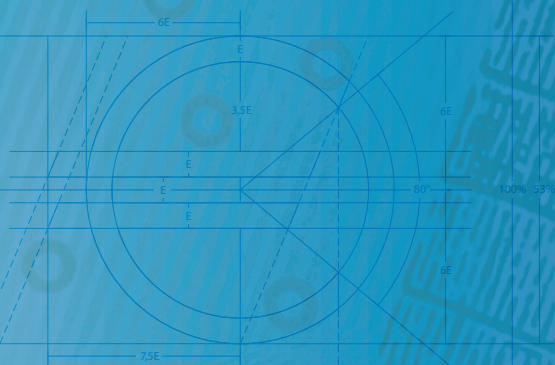


BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 1 / 2015



© Banca centrale europea, 2015

Indirizzo

60314 Frankfurt am Main
Germany

Telefono

+49 69 1344 0

Sito internet

www.ecb.europa.eu

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

Traduzione e pubblicazione a cura della Banca d'Italia.

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte.

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 21 gennaio 2015.

ISSN 2363-3433 (epub)

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-15-001-IT-E (epub)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-15-001-IT-N (online)

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



INDICE

AGGIORNAMENTO SUGLI ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

Sintesi	5
1 Contesto esterno	7
2 Andamenti finanziari	9
3 Attività economica	11
4 Prezzi e costi	12
5 Moneta e credito	14

RIQUADRI

Riquadro 1 Il programma ampliato di acquisto di attività del Consiglio direttivo	17
Riquadro 2 Le prospettive per l'economia cinese: rischi, riforme e sfide	22
Riquadro 3 L'adozione dell'euro da parte della Lituania	25
Riquadro 4 Andamenti recenti della partecipazione al mercato del lavoro nell'area dell'euro	28
Riquadro 5 Il recente calo dei corsi petroliferi e le prospettive economiche dell'area dell'euro	31
Riquadro 6 Andamento tendenziale dei margini di profitto delle imprese non finanziarie dell'area dell'euro	34
Riquadro 7 Flessibilità nell'ambito del Patto di stabilità e crescita	38

ARTICOLO

I prezzi del comparto alimentare nell'area dell'euro: risultati dell'analisi di una base dati disaggregata sui prezzi	43
---	----

STATISTICHE	SI
-------------	----

AGGIORNAMENTO SUGLI ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

SINTESI



Il recente calo dei corsi petroliferi sostiene la ripresa dell'economia mondiale, che tuttavia rimane finora graduale e con andamenti difformi tra regioni. La crescita resta vigorosa negli Stati Uniti, sta perdendo slancio in Cina e non è ancora tornata a rafforzarsi in Giappone. Le condizioni economiche si sono ulteriormente deteriorate in Russia, ma gli effetti di propagazione agli altri mercati emergenti sono al momento limitati. L'interscambio mondiale evidenzia segnali di rafforzamento. Il calo dei prezzi dei beni energetici ha spinto al ribasso l'inflazione a livello mondiale.

Nei mercati finanziari dell'area dell'euro i tassi a breve termine del mercato monetario hanno registrato un'ulteriore flessione in un contesto di aumentata liquidità in eccesso, raggiungendo temporaneamente nuovi minimi storici. I tassi di interesse a lungo termine sono scesi su nuovi minimi storici, riflettendo la debolezza della crescita e la dinamica contenuta dell'inflazione, nonché le aspettative dei mercati sugli acquisti di debito sovrano da parte dell'Eurosistema. Al contempo i corsi dei titoli azionari dell'area dell'euro sono aumentati. Il tasso di cambio dell'euro si è deprezzato ulteriormente sia in termini effettivi nominali sia rispetto al dollaro statunitense.

Nel complesso, gli indicatori economici e i risultati delle indagini più recenti rimangono coerenti con una moderata espansione dell'economia nell'area dell'euro sul breve periodo, mentre la recente caduta delle quotazioni petrolifere dovrebbe fornire un sostegno alla crescita nel lungo termine. Al tempo stesso i mercati del lavoro hanno evidenziato alcuni segnali ulteriori di miglioramento, ma la disoccupazione resta elevata e il grado di capacità produttiva inutilizzata dovrebbe diminuire solo gradualmente.

L'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è diminuita notevolmente a dicembre nell'area dell'euro, portandosi a -0,2 per cento. Sulla base delle informazioni al momento disponibili, le prospettive a breve termine per l'inflazione rimangono deboli ed è probabile che il tasso sui dodici mesi calcolato sullo IAPC rimanga su livelli molto bassi o negativi nei prossimi mesi. L'inflazione dovrebbe aumentare gradualmente nel prosieguo del 2015 e nel 2016 per effetto delle misure di politica monetaria adottate dalla BCE, della ripresa in atto e dell'ipotesi di un aumento progressivo dei corsi petroliferi nel periodo a venire incorporata nelle quotazioni dei future.

L'analisi monetaria indica che l'espansione sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) ha registrato un ulteriore recupero in novembre. Nel contempo il calo dei prestiti alle società non finanziarie ha continuato a ridursi, mentre la crescita dei prestiti alle famiglie si è stabilizzata su un livello lievemente positivo. Questi andamenti sono stati agevolati da una riduzione generalizzata e sostanziale dei tassi sui prestiti a partire dall'estate del 2014, come segnalato nell'indagine di gennaio 2015 sul credito bancario nell'area dell'euro. Nonostante il miglioramento delle condizioni di finanziamento, i criteri di erogazione dei prestiti rimangono relativamente restrittivi. Le misure di politica monetaria adottate dalla BCE dovrebbero sostenere un ulteriore miglioramento dei flussi creditizi.

Nella riunione del 22 gennaio 2015, sulla base della consueta analisi economica e monetaria, il Consiglio direttivo della BCE ha condotto un attento riesame delle prospettive per l'andamento dei prezzi e dello stimolo monetario conseguito e ha pertanto assunto le decisioni indicate qui di seguito.

- Innanzitutto, ha deciso di avviare un programma ampliato di acquisto di attività comprendente sia i programmi già in essere per l'acquisto di obbligazioni garantite e titoli

emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione, sia l'acquisto nel mercato secondario di obbligazioni di qualità elevata (investment grade) denominate in euro, collocate da amministrazioni dei paesi dell'area dell'euro, agenzie situate nell'area e istituzioni europee (per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 1);

- In secondo luogo, ha deciso di modificare il tasso di interesse applicato alle sei rimanenti operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT), eliminando il differenziale di 10 punti base sul tasso delle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) dell'Eurosistema applicato per le prime due OMRLT.
- In terzo luogo, in linea con le proprie indicazioni prospettiche (forward guidance), ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE.

I CONTESTO ESTERNO

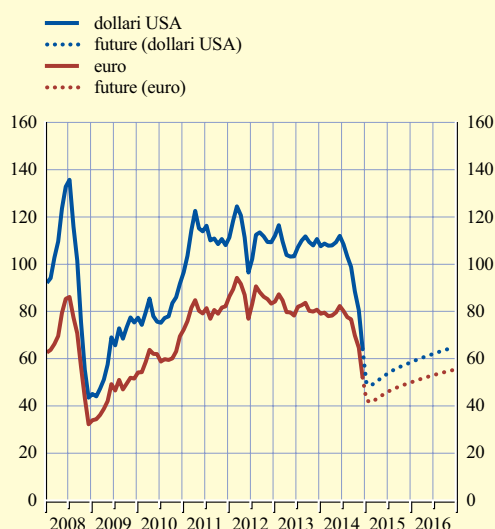
Il recente calo dei corsi petroliferi sostiene la ripresa dell'economia mondiale. Di riflesso all'offerta abbondante sul mercato del petrolio, i prezzi in dollari del greggio di qualità Brent hanno continuato a ridursi notevolmente nei due mesi a cavallo tra il 2014 e il 2015 (cfr. figura 1) e il 21 gennaio si collocavano su un livello inferiore di circa il 31 per cento rispetto agli inizi di dicembre. Stando alla curva dei contratti future, gli operatori hanno previsto un aumento solo graduale delle quotazioni petrolifere negli anni a venire. Poiché un livello più basso dei corsi del greggio determina una redistribuzione del reddito fra i produttori netti e i consumatori netti di tale materia prima, questo andamento sostiene la domanda mondiale in quanto i paesi importatori netti di petrolio hanno una propensione al consumo generalmente superiore.

Nonostante il sostegno fornito dal calo dei corsi petroliferi, la ripresa dell'economia mondiale resta graduale e le indagini segnalano una lieve perdita di slancio della crescita nel quarto trimestre del 2014. L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI), esclusa l'area dell'euro, è sceso leggermente in dicembre e si è portato al di sotto sia della sua media di lungo termine sia del livello raggiunto nel terzo trimestre (cfr. figura 2).

L'interscambio mondiale continua a evidenziare segnali di miglioramento. Le importazioni globali di beni in termini di volume escludendo l'area dell'euro sono aumentate del 3,4 per cento in ottobre nella media mobile di tre mesi sul trimestre precedente, salendo ulteriormente al di sopra della loro media di lungo periodo. Tuttavia, il PMI mondiale per i nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero si è moderato nell'ultimo trimestre del 2014.

Figura 1 Quotazioni e future sul greggio di qualità Brent

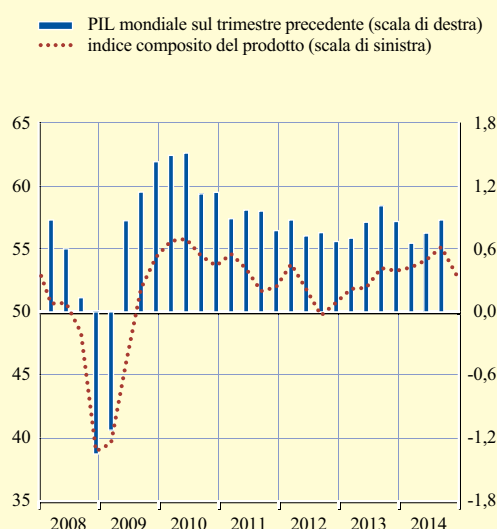
(dollari USA o euro per barile)



Fonti: Bloomberg ed esperti della BCE.
Nota: la curva dei future si riferisce al 21 gennaio 2015.

Figura 2 Indice composito mondiale dei responsabili degli acquisti (PMI) sulla domanda mondiale e PIL

(scala di sinistra: medie trimestrali dell'indice di diffusione; scala di destra: valori percentuali; dati trimestrali)



Fonti: Markit e BCE.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre 2014 per l'indice PMI e al terzo trimestre 2014 per il PIL.

Il calo dei prezzi dei beni energetici fa diminuire l'inflazione a livello internazionale.

L'inflazione al consumo sui dodici mesi è di conseguenza diminuita ulteriormente nell'area dell'OCSE, portandosi all'1,5 per cento a novembre. La diminuzione è stata generalizzata nelle principali economie ad eccezione della Russia, che ha invece registrato un aumento significativo. Il tasso sui dodici mesi calcolato al netto della componente alimentare ed energetica ha registrato anch'esso un'ulteriore flessione nei paesi dell'OCSE, scendendo all'1,7 per cento in novembre. Data la perdurante debolezza dei corsi delle materie prime, si prevede che l'inflazione su scala mondiale continui a subire significative spinte al ribasso.

Negli Stati Uniti l'attività è stata più vigorosa del previsto e gli indicatori segnalano una crescita robusta a breve termine.

La terza stima relativa al terzo trimestre del 2014 colloca il tasso di variazione del PIL in termini reali all'1,2 per cento sul trimestre precedente, il livello più elevato in quasi dieci anni. Le statistiche recenti sono ancora robuste, a indicare una moderazione solo lieve della crescita nell'ultimo trimestre dell'anno. Nell'insieme, gli effetti positivi sul reddito dei consumatori derivanti dal calo dei corsi petroliferi dovrebbero più che compensare l'impatto negativo dell'ulteriore apprezzamento del dollaro a partire da dicembre e quindi contribuire al miglioramento delle prospettive generali per l'economia degli Stati Uniti. Al tempo stesso la flessione dei prezzi del petrolio dovrebbe far scendere l'inflazione misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) nel breve periodo, un effetto rafforzato dalle spinte al ribasso esercitate dall'apprezzamento del dollaro statunitense. Ciò ha già trovato riflesso in un calo dell'inflazione sui dodici mesi calcolata sull'IPC, allo 0,8 per cento in dicembre, dall'1,7 osservato a partire da agosto.

In Giappone, dove l'economia non ha registrato un rafforzamento sostenuto dopo l'aumento dell'IVA in aprile, il governo ha annunciato ulteriori misure di stimolo fiscale.

La seconda stima dei dati conferma che nel terzo trimestre del 2014 il PIL in termini reali è diminuito dello 0,5 per cento sul periodo precedente. Gli indicatori ad alta frequenza segnalano un ritorno a tassi di crescita positivi, ancorché bassi, nel quarto trimestre. Alla fine del 2014 il governo ha annunciato un pacchetto di stimolo e una riduzione dell'aliquota fiscale effettiva applicata alle imprese al fine di sostenere la crescita. Al tempo stesso l'inflazione al consumo è diminuita anche in novembre, al 2,4 per cento, riflettendo in larga parte il calo dei prezzi dei beni energetici.

Per quanto concerne il Regno Unito, gli indicatori congiunturali segnalano un rallentamento dell'attività economica in un contesto in cui l'inflazione è scesa su livelli estremamente bassi.

L'attività sarà sostenuta dal maggior reddito disponibile reale conseguente al calo dei prezzi dei beni energetici, ma gli indicatori basati sulle indagini congiunturali segnalano un calo del ritmo di espansione nel breve periodo. A dicembre 2014 l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è diminuita ulteriormente, allo 0,5 per cento, per la caduta dei prezzi dei beni energetici, mentre il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è rimasto sostanzialmente stabile a circa l'1,3 per cento.

In Cina la crescita ha perso slancio e l'inflazione rimane bassa.

Nell'ultimo trimestre del 2014 il tasso di incremento del PIL in termini reali è sceso all'1,5 per cento sul periodo precedente, come conseguenza della debole dinamica del mercato immobiliare e dell'industria pesante. In un'ottica di più lungo periodo, la crescita dell'economia cinese continua a evidenziare un graduale indebolimento (cfr. il riquadro 2) anche se il recente calo dei corsi petroliferi potrebbe fornire un lieve sostegno temporaneo. L'inflazione al consumo, pari all'1,5 per cento sui dodici mesi in dicembre, si colloca attorno a minimi non più osservati da due anni e mezzo e dovrebbe diminuire ulteriormente di riflesso sia al rallentamento della domanda sia all'attuale debolezza dei prezzi delle materie prime.

La situazione economica ha subito un sensibile peggioramento in Russia, ma gli effetti di propagazione agli altri paesi emergenti rimangono al momento limitati. All'accentuarsi del calo dei corsi petroliferi in dicembre, le tensioni nel mercato finanziario e valutario russo si sono intensificate e le autorità hanno adottato misure incisive sul piano delle politiche. La banca centrale russa ha aumentato il tasso di interesse di riferimento di 100 punti base nella sua riunione periodica dell'11 dicembre 2014 e di ulteriori 650 punti base, al 17 per cento, il 15 dicembre. Le ripercussioni sugli altri paesi emergenti sono state relativamente limitate. Si rilevano tuttavia alcuni segnali di deterioramento negli indicatori dei mercati finanziari dei paesi aventi legami commerciali più stretti con la Russia nella Comunità di Stati indipendenti e nell'Europa centrale e orientale.

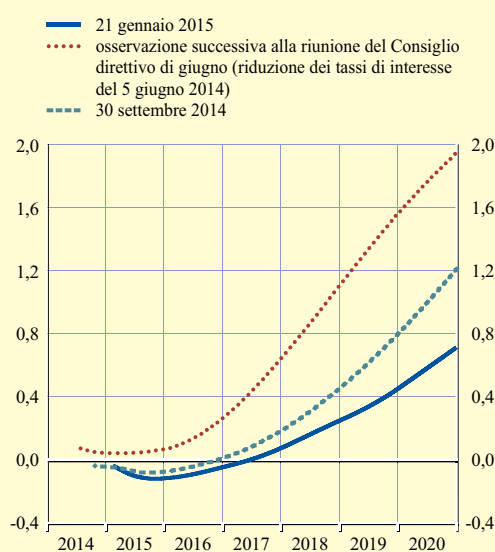
2 ANDAMENTI FINANZIARI ¹⁾

I tassi a breve termine sul mercato monetario sono ulteriormente diminuiti in un contesto di accresciuta liquidità in eccesso, toccando un nuovo minimo storico. Ciò ha fatto seguito all'introduzione dell'operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) del dicembre 2014, la seconda della serie, per un importo di 129,8 miliardi di euro, a fronte degli 82,6 miliardi assegnati in occasione della prima OMRLT del settembre 2014. L'immissione netta di liquidità con la seconda OMRLT è ammontata a 95 miliardi di euro, contribuendo a un significativo incremento della liquidità in eccesso. L'Eonia è sceso da un livello medio di circa -2 punti base nella prima settimana del dodicesimo periodo di mantenimento a un livello medio di circa -5 punti base nelle quattro settimane restanti (segnando un nuovo minimo storico di -8,5 punti base il 24 dicembre) a fronte di una maggiore liquidità in eccesso. Il 21 gennaio 2015 l'Eonia si collocava a -6,8 punti base (cfr. figura 3).

I tassi di interesse a lungo termine nell'area dell'euro hanno parimenti raggiunto nuovi minimi storici in un contesto di prospettive economiche e di inflazione deboli. Una misura sintetica dei rendimenti dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro con rating AAA evidenzia come i rendimenti siano scesi dallo 0,84 per cento del 4 dicembre 2014 a un nuovo minimo storico dello 0,48 per cento il 16 gennaio 2015 (cfr. figura 4). Alla fine del periodo in rassegna si collocavano allo 0,54 per cento. Il calo dei rendimenti a lungo termine ha rispecchiato le aspettative del mercato di un'ulteriore indebolimento della dinamica dell'inflazione in un contesto di crescita debole, nonché le crescenti attese su possibili acquisti di debito sovrano da parte della BCE. Il rendimento dei titoli decennali del Tesoro statunitense (cfr. figura 4) ha regi-

Figura 3 Aspettative sull'EONIA basate sulle curve dei tassi swap sugli indici overnight

(percentuali annue)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

1) Il periodo in esame va dal 4 dicembre 2014 al 21 gennaio 2015.

strato un calo simile a quello dei rendimenti nell'area dell'euro, indicando che fattori globali potrebbero aver contribuito alla riduzione della misura sintetica dei rendimenti dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro con rating AAA. I differenziali tra le obbligazioni sovrane tedesche e quelle di altri paesi dell'area sono rimasti relativamente stabili, sebbene le incertezze politiche in Grecia abbiano fatto aumentare lo spread del paese di oltre 200 punti base.

Nell'area dell'euro, le quotazioni azionarie sono aumentate nell'ultima parte del periodo in esame.

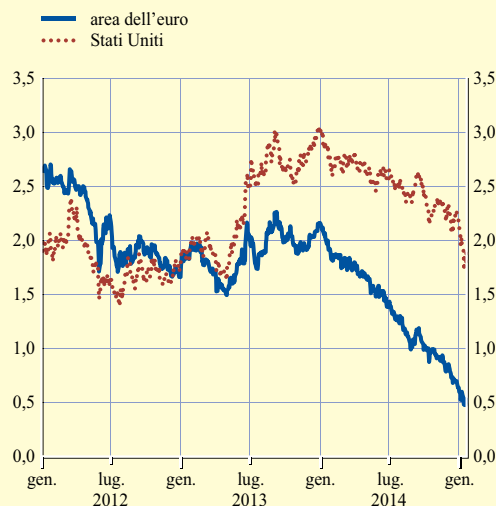
Il prezzo dell'indice azionario generale Euro Stoxx è salito del 3,1 per cento nel complesso del periodo in rassegna. La prevalenza di fattori frenanti, quali una crescita debole e le incertezze politiche in Grecia, è venuta meno nella settimana del Consiglio direttivo, in ragione dell'aspettativa di imponenti misure di allentamento quantitativo da parte della BCE. L'incertezza circa l'andamento dei mercati azionari nell'area dell'euro, misurata dalla volatilità implicita, ha registrato un incremento e ha chiuso il periodo in rassegna su livelli che si collocano nell'estremo superiore dell'intervallo di valori registrati negli ultimi due anni. Il mercato azionario statunitense ha perso terreno nel periodo in esame, con un calo dell'indice Standard & Poor's 500 dell'1,9 per cento e un lieve aumento della volatilità implicita.

L'euro ha continuato a deprezzarsi a fronte di aspettative di un aumento della divergenza delle politiche monetarie tra l'area dell'euro e il resto del mondo.

Nel complesso l'euro si è deprezzato del 3,4 per cento su base ponderata per l'interscambio nel periodo in rassegna. Nell'area dell'euro, le modeste prospettive di inflazione e il calo dei rendimenti obbligazionari benchmark, che ha rispecchiato tra l'altro l'aumento dell'avversione al rischio a livello globale, hanno pesato sul tasso di cambio. L'euro si è indebolito del 5,8 per cento rispetto al dollaro statunitense, a causa dell'incertezza del mercato che riflette un contesto di prezzi del petrolio in calo e di tensioni geopolitiche in aumento. L'euro ha altresì continuato a deprezzarsi, sebbene a un ritmo più moderato, nei confronti della sterlina britannica, che ha raggiunto il massimo degli ultimi sei anni rispetto alla moneta unica. L'aumento della volatilità e la riduzione della propensione al rischio hanno favorito lo yen giapponese, con una conseguente flessione di quasi l'8% dell'euro nei confronti della valuta nipponica. In seguito all'annuncio della Banca nazionale svizzera del 15 gennaio 2015 circa l'abbandono dell'obiettivo di un cambio minimo di 1,20 franchi svizzeri per un euro, l'euro si è notevolmente deprezzato nei confronti del franco svizzero, raggiungendo circa la parità con la valuta elvetica. La corona danese ha continuato a essere scambiata a una quotazione prossima al tasso di cambio centrale nell'ambito dell'AEC II (Accordi europei di cambio), nel contempo la Danmarks Nationalbank ha ridotto i tassi di interesse due volte nel periodo in esame. Per contro, un indebolimento delle valute dei paesi dell'Europa centrale e orientale

Figura 4 Rendimenti sui titoli di Stato a dieci anni

(percentuali in ragione d'anno)



Fonti: EuroMTS, BCE, Bloomberg.

Nota: i rendimenti dei titoli dell'area dell'euro sono basati su dati della BCE relativi a titoli di Stato con rating AAA che attualmente includono quelli di Austria, Finlandia, Germania e Paesi Bassi.

ha attenuato il deprezzamento dell'euro in termini effettivi. Il 1° gennaio 2015 la Lituania ha adottato l'euro ed è divenuta il diciannovesimo Stato membro dell'area dell'euro (cfr. il riquadro 3).

3 ATTIVITÀ ECONOMICA

Dopo sei trimestri di crescita positiva della produzione, i più recenti dati restano coerenti con un'ulteriore espansione moderata dell'economia nel quarto trimestre del 2014. In ottobre e in novembre la produzione industriale al netto delle costruzioni è risultata, in media, superiore dello 0,3 per cento rispetto al terzo trimestre, quando si era contratta dello 0,4 per cento. Nello stesso periodo, nel settore delle costruzioni, la produzione è stata superiore dello 0,5 per cento rispetto al terzo trimestre, quando aveva registrato un calo. I recenti andamenti del commercio al dettaglio e delle immatricolazioni di autoveicoli sono in linea con il proseguimento della crescita positiva dei consumi privati nel quarto trimestre, mentre la produzione di beni capitali suggerisce un'espansione modesta degli investimenti nell'area dell'euro.

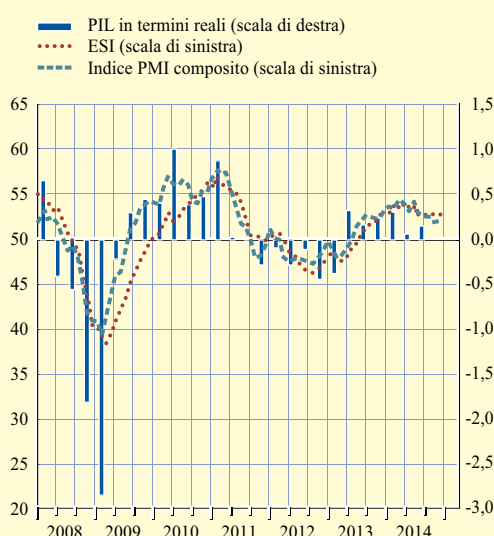
La prospettiva di una graduale ripresa è confermata anche dai dati, più tempestivi, delle indagini qualitative. Tra il terzo e il quarto trimestre, l'indice PMI composito della produzione dell'area dell'euro (Purchasing Managers' Index) è sceso, riflettendo principalmente un peggioramento dei giudizi per il settore dei servizi. Tuttavia la media per il quarto trimestre rimane coerente con una moderata crescita positiva, indicando un proseguimento della graduale ripresa economica in atto (cfr. figura 5). Anche l'indice del clima economico (ESI) è calato nello stesso periodo, seppur marginalmente. Come nel caso del PMI, la media nel quarto trimestre dell'anno rimane comunque in linea con l'espansione della produzione.

I mercati del lavoro, seppur ancora deboli, hanno mostrato un ulteriore miglioramento. Nel terzo trimestre del 2014 l'occupazione è cresciuta dello 0,2 per cento su base congiunturale, dopo un aumento dello 0,3 per cento nel periodo precedente (cfr. figura 6). Il tasso di disoccupazione per l'area dell'euro, che ha cominciato a scendere a metà del 2013, è rimasto stabile all'11,5 per cento tra agosto e novembre 2014 (cfr. anche il riquadro 4). Le informazioni più tempestive acquisite dai risultati delle indagini qualitative indicano un modesto rafforzamento dei mercati del lavoro nell'ultimo trimestre del 2014.

In una prospettiva di più lungo termine, il recente calo dei corsi petroliferi dovrebbe sostenere la crescita, soprattutto la doman-

Figura 5 PIL in termini reali dell'area dell'euro, indice composito dei responsabili degli acquisti e indice del clima economico

(variazione percentuale sul trimestre precedente, indici)



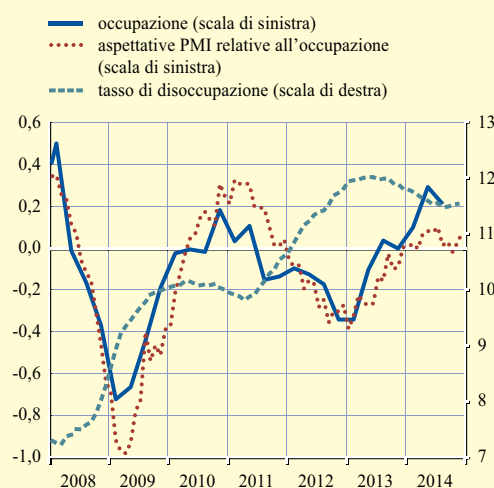
Fonti: Markit, DG-ECFIN, Eurostat e BCE.

Note: l'ESI è normalizzato con la deviazione standard e con la media del PMI a partire da gennaio 2000. Ultime osservazioni: terzo trimestre del 2014 per l'andamento del PIL, dicembre 2014 per l'indice del clima economico e per l'indice dei responsabili degli acquisti.

da interna, attraverso un aumento del reddito reale disponibile delle famiglie e dei profitti delle imprese (cfr. il riquadro 5). La domanda interna dovrebbe inoltre essere sostenuta dalle misure di politica monetaria del Consiglio direttivo, dai miglioramenti delle condizioni finanziarie in atto e dai progressi fatti in materia di consolidamento del bilancio e di riforme strutturali. Inoltre le esportazioni dell'area dell'euro dovrebbero beneficiare della ripresa mondiale. Tuttavia è probabile che l'elevata disoccupazione, la notevole capacità inutilizzata e i necessari aggiustamenti di bilancio nel settore pubblico e privato continuino a limitare la ripresa nell'area dell'euro. I risultati del *Survey of Professional Forecasters* mostrano che le previsioni di crescita del PIL del settore privato per il 2015 sono state riviste al ribasso, di 0,1 punti percentuali, all'1,1 per cento, mentre le previsioni per il 2016 sono rimaste invariate all'1,5 per cento. Anche le aspettative di disoccupazione non hanno subito variazioni.

Figura 6 Occupazione nell'area dell'euro, aspettative dell'indice dei responsabili degli acquisti relative all'occupazione e disoccupazione

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



Fonti: Eurostat e Markit.

Ultime osservazioni: terzo trimestre del 2014 per l'occupazione, novembre 2014 per la disoccupazione e dicembre 2014 per l'indice PMI.

4 PREZZI E COSTI

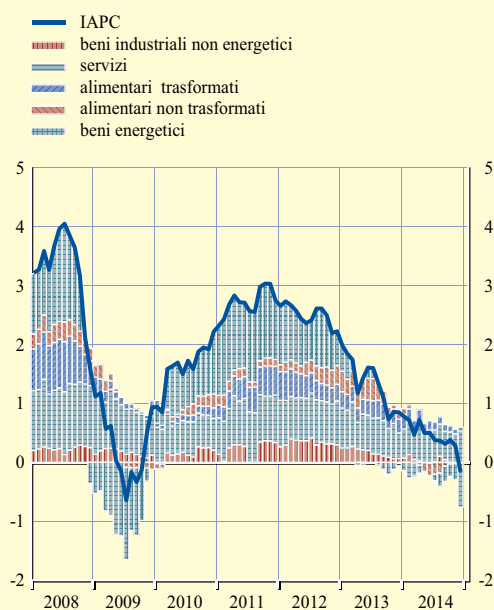
Il recente calo delle quotazioni petrolifere ha generato significative pressioni al ribasso sull'inflazione armonizzata (cfr. il riquadro 5). In dicembre 2014 il tasso annuo di variazione dello IAPC nell'area dell'euro è sceso al -0,2 per cento, il primo valore negativo dall'ottobre 2009, a fronte dello 0,3 per cento osservato in novembre 2014 (cfr. figura 7). A differenza dell'inflazione complessiva, quella al netto dei prodotti energetici e alimentari si è mantenuta sostanzialmente stabile, rimanendo allo 0,7 per cento tra ottobre e dicembre.

Gli andamenti dei prezzi ai primi stadi della filiera produttiva continuano a segnalare prospettive modeste per l'inflazione. La dinamica dell'inflazione alla produzione nell'industria al netto delle costruzioni e dell'energia si è stabilizzata in ottobre e novembre, collocandosi al -0,2 per cento in dicembre. L'inflazione alla produzione dei beni di consumo non alimentari è scesa lievemente in novembre. Solo il tasso di variazione tendenziale dei prezzi all'importazione dei beni intermedi ha registrato il primo valore positivo da novembre 2012, in parte attribuibile al recente deprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro. Le pressioni inflazionistiche sui beni alimentari del paniere IAPC sono rimaste deboli in tutti gli stadi della catena di formazione dei prezzi. In novembre il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni di consumo alimentari è sceso lievemente, anche la dinamica dei prezzi alla produzione delle materie prime alimentari nell'UE è stata piuttosto modesta.

La crescita del costo del lavoro continua a essere contenuta. Nel terzo trimestre del 2014 il tasso di crescita annuale dei redditi per occupato nell'area dell'euro è diminuito leggermente all'1,3 per cento dall'1,4 nel trimestre precedente (cfr. figura 8). I dati settoriali indicano che

Figura 7 Contributi delle componenti all'inflazione complessiva calcolata sullo IAPC

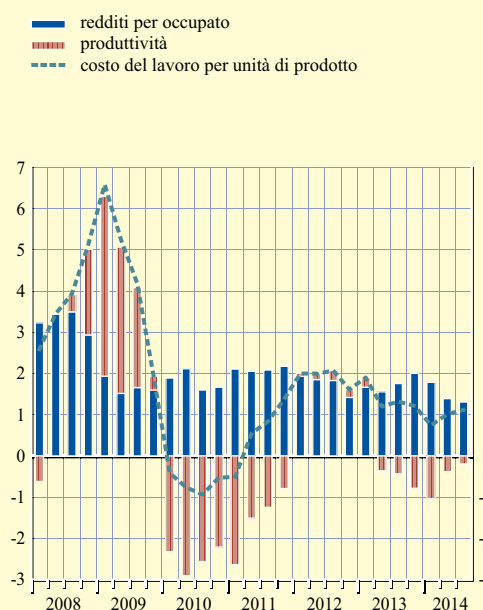
(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce alla stima preliminare dell'Eurostat relativa a dicembre 2014.

Figura 8 Redditi per occupato, produttività e costo del lavoro per unità di prodotto

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2014.

il rallentamento dei redditi per occupato è riconducibile principalmente ai minori contributi forniti dai settori dell'industria e delle costruzioni. Il tasso di variazione tendenziale del costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato lievemente, all'1,1 per cento nel terzo trimestre, a fronte della decelerazione dei redditi per occupato più che compensata dal rallentamento della produttività.

Anche i margini di profitto rimangono su livelli modesti. Nel terzo trimestre del 2014 la crescita dei profitti (misurata come avanzo operativo lordo) è rimasta invariata all'1,0 per cento, in linea con la ripresa modesta della crescita economica. La debolezza della dinamica ha riflesso i minori contributi forniti dall'espansione del PIL reale e dalla crescita dei profitti per unità di prodotto (una misura dei margini di profitto). In una prospettiva settoriale, gli andamenti contenuti dei profitti sono comuni al settore industriale e a quello dei servizi di mercato. Il riquadro 6 tratta più nel dettaglio i recenti andamenti dei profitti.

Gli indicatori delle attese di inflazione a medio e lungo termine ricavati dai mercati finanziari hanno evidenziato segnali di indebolimento, mentre le misure desunte dalle indagini per le aspettative a più lungo termine sono rimaste più stabili. I tassi a termine a lunga scadenza desunti dagli swap indicizzati all'inflazione e i tassi di inflazione di pareggio ricavati dalle obbligazioni a cinque anni sono diminuiti sensibilmente in dicembre e agli inizi di gennaio, dopo la brusca contrazione delle quotazioni petrolifere. Entrambi i tassi si collocano attualmente intorno all'1,5-1,6 per cento, probabilmente riflettendo, in qualche misura, i premi per il rischio di inflazione negativi. Per contro, le misure ricavate dalle indagini per

le aspettative di inflazione a più lungo termine sono rimaste sostanzialmente invariate. In base alla *Survey of Professional Forecasters* (SPF) della BCE per il primo trimestre del 2015, l'inflazione media attesa per il 2019 sarebbe intorno all'1,8 per cento (cfr. la pagina dedicata all'SPF sul sito Internet della BCE ²⁾). Le aspettative di inflazione a breve termine basate sulle indagini e quelle ricavate dal mercato, misurate dai tassi swap sull'inflazione, sono diminuite ancora e segnalano prospettive di inflazione molto contenute per i prossimi due anni.

Sulla base delle ultime informazioni disponibili e dei prezzi correnti dei contratti future per il petrolio, ci si attende che l'inflazione armonizzata rimanga molto bassa o negativa nei mesi a venire. L'inflazione dovrebbe aumentare gradualmente nel prosieguo del 2015 e nel 2016, sostenuta dalle misure di politica monetaria della BCE, dalla ripresa attesa della domanda e dall'ipotesi di un graduale incremento delle quotazioni petrolifere. Secondo i risultati dell'ultima SPF le aspettative di inflazione si collocano in media allo 0,3, 1,1 e 1,5 per cento rispettivamente per il 2015, il 2016 e il 2017. Le revisioni al ribasso di 0,7 punti percentuali per il 2015 e di 0,3 punti percentuali per il 2016 riflettono principalmente il calo dei corsi petroliferi.

5 MONETA E CREDITO

Le dinamiche monetarie continuano a evidenziare una ripresa. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è salito al 3,1 per cento a novembre, dopo il 2,5 per cento di ottobre e il minimo dello 0,8 per cento di aprile (cfr. figura 9). Il tasso di incremento negli ultimi tre mesi è stato del 5 per cento su base annualizzata. La ripresa della crescita di M3 ha interessato l'insieme dei paesi e dei settori e riflette gli elevati afflussi verso i depositi overnight detenuti sia dalle famiglie che dalle società non finanziarie (SNF).

In un contesto di tassi di interesse molto bassi, gli investitori continuano la ricerca di rendimenti. La bassa remunerazione delle attività monetarie incoraggia chi detiene moneta a preferire i depositi overnight ad altri depositi o strumenti negoziabili nell'ambito di M3, anche se vi sono segnali che la contrazione degli strumenti negoziabili si sta arrestando. Sebbene alcuni investitori si siano spostati da depositi meno liquidi inclusi in M3 verso attività più rischiose non comprese nell'aggregato ampio, altri investitori si sono allontanati dalle passività finanziarie a più lungo termine, favorendo in tal modo la crescita di M3. Il tasso di variazione sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) detenute dal settore detentore di moneta è ulteriormente diminuito a novembre. Inoltre, gli investitori internazionali hanno ancora una volta mostrato un chiaro interesse per i titoli dell'area dell'euro. Nei dodici mesi sino a fine novembre 2014, le attività nette sull'estero delle IFM sono aumentate di 315 miliardi di euro. Questo dato riflette in larga misura gli acquisti netti da parte di non residenti di titoli emessi da residenti nell'area dell'euro e gli avanzi di conto corrente.

I prestiti al settore privato continuano a registrare una graduale ripresa. Il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM al settore privato è stato pari al -0,2 per cento a novembre, dopo il -0,5 per cento di ottobre (cfr. figura 9). La graduale ripresa delle dinamiche del credito è stata visibile sia per le famiglie sia per le imprese. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM (corretti per cessioni e cartolariz-

2) Disponibile sul sito internet della BCE al seguente indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>.

zazioni) è stato pari al -1,3 per cento a novembre, a fronte del -1,6 per cento di ottobre e del minimo del -3,2 per cento di febbraio. La crescita sul periodo corrispondente dei prestiti alle famiglie ha accelerato in misura marginale allo 0,7 per cento a novembre, rimanendo leggermente superiore alla media osservata dagli inizi del 2013. Nonostante questi andamenti positivi, il consolidamento dei bilanci bancari e le ulteriori esigenze di riduzione del grado di leva finanziaria in alcuni settori economici e giurisdizioni bancarie continua ad avere un impatto frenante sulle dinamiche del credito.

Le riduzioni dei tassi sui prestiti bancari sono state significative dall'estate del 2014.

Nel quarto trimestre del 2014, il costo nominale complessivo del finanziamento esterno per le società non finanziarie dell'area dell'euro è diminuito, dopo essere rimasto sostanzialmente invariato nell'autunno del 2014. Il costo del finanziamento tramite l'emissione di titoli di debito ha continuato a ridursi a gennaio 2015, mentre il costo del capitale di rischio si è stabilizzato. Le flessioni sono ascrivibili all'orientamento accomodante della politica monetaria della BCE, al calo del costo di raccolta composita delle banche, che si è stabilizzato in prossimità di minimi storici, e all'accresciuta concorrenza tra le banche per i prestiti. I tassi sui prestiti sono ulteriormente diminuiti a novembre, in particolare per quanto riguarda quelli a lungo termine (l'indicatore del costo della raccolta per le SNF dell'area dell'euro è sceso al 2,5 per cento a novembre, rispetto al 2,8 per cento di giugno). I tassi sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono parimenti calati a novembre (l'indicatore del costo del finanziamento delle famiglie per l'acquisto di abitazioni è sceso al 2,6 per cento). Al contempo, il costo della raccolta tramite depositi per le banche è rimasto complessivamente stabile, mentre i rendimenti sulle obbligazioni bancarie sono lievemente diminuiti. Le emissioni di titoli di debito delle IFM sono rimaste negative e la contrazione dei bilanci in atto, unitamente al rafforzamento della base patrimoniale delle banche, sta riducendo la necessità per queste ultime di finanziarsi tramite emissioni di debito sul mercato.

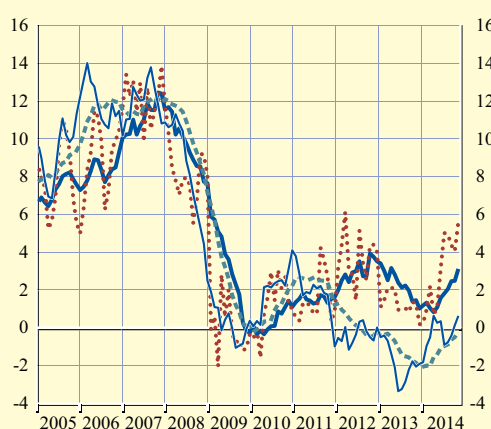
L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di gennaio 2015 indica miglioramenti delle condizioni di concessione dei prestiti; tuttavia, i criteri di erogazione del credito rimangono storicamente rigidi

(cfr. l'indagine, www.ecb.europa.eu/stats/pdf/blssurvey_201501.pdf). Le banche hanno continuato ad allentare i criteri di concessione di prestiti alle SNF e alle famiglie (in termini netti) nel quarto trimestre del 2014 (cfr. figura 10). Questi andamenti positivi sono attribuibili al miglioramento dei costi della raccolta e delle condizioni di bilancio, nonché all'aumento delle pressioni competitive. Inoltre, si prevede che l'impatto delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) sull'offerta di prestiti si traduca perlopiù in un restringimento dei margini di interesse. L'indagine rileva un aumento della domanda di

Figura 9 M3 e prestiti al settore privato

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

— M3 (tasso di crescita sui dodici mesi)
 M3 (tasso di crescita sui tre mesi annualizzato)
 - - - prestiti al settore privato (tasso di crescita sui dodici mesi)
 — prestiti al settore privato (tasso di crescita sui tre mesi annualizzato)



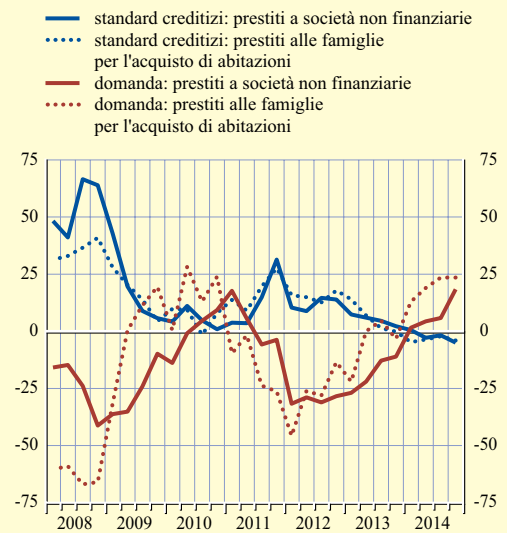
Fonte: BCE.

prestiti per le SNF e per il credito al consumo, nonché un continuo incremento della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni (cfr. figura 10). La domanda di prestiti delle imprese è riconducibile in gran parte al fabbisogno di finanziamento per investimenti fissi.

Tuttavia, la crescita complessiva del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro, su base annua, resta relativamente debole. Stando ai più recenti dati di contabilità dell'area dell'euro, nel terzo trimestre del 2014 le emissioni di titoli di debito da parte di società non finanziarie dell'area dell'euro si sono ridotte ma sono state sufficienti, unitamente a consistenti emissioni azionarie, per più che compensare il calo dei rimborsi netti di prestiti bancari. I dati sulle emissioni di titoli per ottobre e novembre suggeriscono che i flussi restano positivi e sostengono un graduale incremento del finanziamento esterno delle SNF dell'area dell'euro.

Figura 10 Standard creditizi e domanda netta di prestiti a società non finanziarie e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

(saldi percentuali)



Fonte: BCE.



RIQUADRI

RIQUADRO I

IL PROGRAMMA AMPLIATO DI ACQUISTO DI ATTIVITÀ DEL CONSIGLIO DIRETTIVO

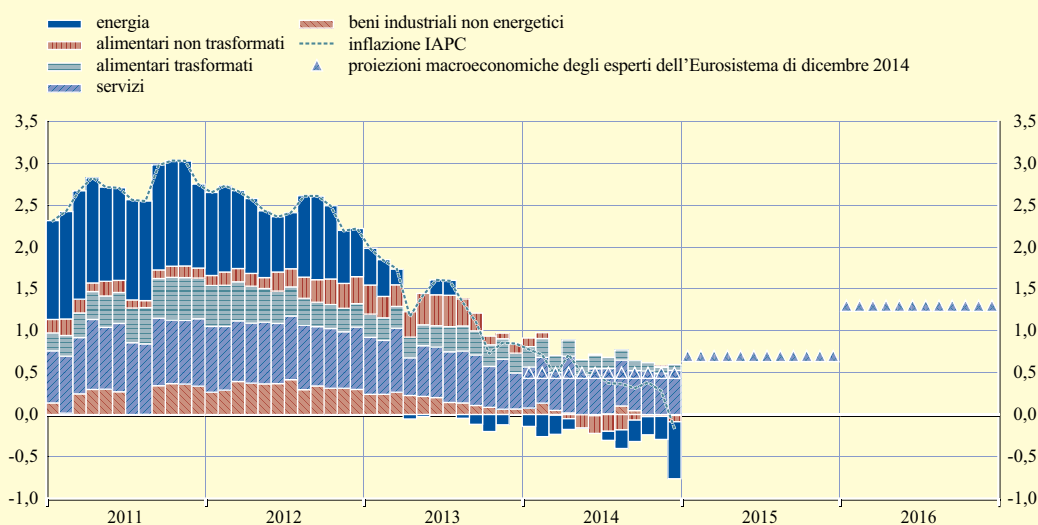
All'incontro del 22 gennaio 2015 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di dare avvio a un programma ampliato di acquisto di attività (PAA), comprendente i programmi esistenti per l'acquisto di titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione e obbligazioni garantite, nonché acquisti sul mercato secondario di obbligazioni emesse da amministrazioni centrali dei paesi dell'area dell'euro, agenzie situate nell'area dell'euro o istituzioni europee. Nell'ambito del programma ampliato gli acquisti mensili di titoli del settore pubblico e del settore privato ammonteranno nell'insieme a 60 miliardi di euro. Secondo le intenzioni gli acquisti saranno effettuati sino alla fine di settembre 2016 e in ogni caso finché il Consiglio direttivo non riscontri un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione coerente con il proprio obiettivo di conseguire tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Questo riquadro spiega le motivazioni che hanno portato alla decisione del Consiglio direttivo di ampliare i programmi esistenti di acquisto di attività e illustra i principali canali di trasmissione e le modalità salienti del PAA.

Motivazioni all'origine dell'ampliamento del programma della BCE per l'acquisto di attività

Per quanto riguarda le prospettive degli andamenti dei prezzi, le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema del dicembre 2014 segnalavano per l'inflazione un'evoluzione su livelli relativamente bassi fino al 2016, in presenza di una graduale ripresa. Più di recente, il calo dei corsi petroliferi ha ulteriormente indebolito le prospettive di inflazione nel breve periodo. In tale contesto, era cresciuta la probabilità che l'inflazione sarebbe rimasta troppo bassa per un periodo prolungato, comportando rischi per la stabilità dei prezzi

Figura A Inflazione IAPC effettiva sull'anno precedente e proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema

(valori percentuali in ragione d'anno e contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat e proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema.

a medio termine. Sebbene il principale fattore all'origine dell'attuale evoluzione dell'inflazione rimanga la brusca flessione dei prezzi del petrolio degli ultimi mesi, le misure dello IAPC al netto dell'energia e degli alimentari sono anch'esse andate calando dal 2013 e nel 2014 sono rimaste relativamente basse (cfr. figura A). A partire dall'estate del 2014, inoltre, l'indebolimento delle dinamiche di inflazione ha iniziato a influire sulle misure delle aspettative di inflazione ricavate dal mercato per un'intera gamma di scadenze, compresi orizzonti sui quali tali aspettative non dovrebbero di norma risentire delle osservazioni relative all'inflazione realizzata. Nel gennaio 2015 le aspettative di inflazione basate sui dati di mercato indicavano un ritorno su livelli più normali soltanto su orizzonti molto lunghi. Nel complesso, si era accentuato il rischio che la sequenza di sorprese negative relative ai dati sull'inflazione di fondo incidesse in futuro sulla formazione dei prezzi.

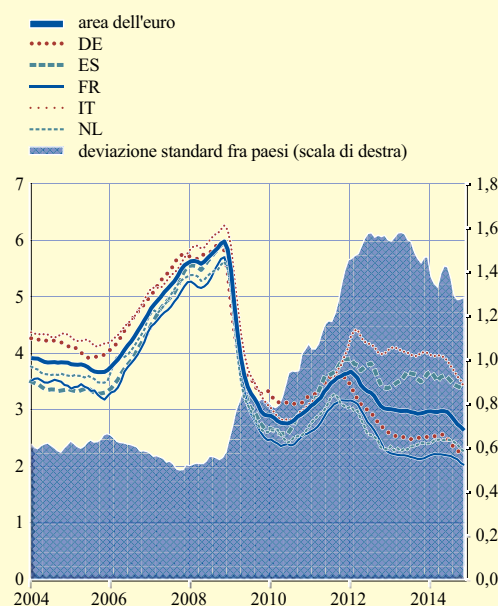
Nella valutazione dello stimolo monetario conseguito mediante le iniziative di politica monetaria adottate fra giugno e settembre 2014, il Consiglio direttivo ha tenuto conto di due dimensioni, ossia il potenziale di trasmissione di ciascuna unità di liquidità in euro introdotta e la quantità di liquidità verosimilmente generata.

Il vigore della trasmissione dell'iniezione di un dato ammontare di liquidità ai costi di indebitamento del settore privato è stato soddisfacente. Ciò si rileva ad esempio nel trend calante dei tassi attivi praticati dalle banche alle imprese non finanziarie, osservabile dal terzo trimestre del 2014, che ha coinciso con la prima operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) e l'annuncio del Programma di acquisto di titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione (ABSPP) e del Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite (CBPP-3; cfr. figura B). Negli ultimi mesi, inoltre, i rimborsi netti di prestiti alle imprese non finanziarie hanno mediamente moderato il passo rispetto ai livelli storicamente elevati registrati un anno fa, e i flussi netti di prestito sono tornati leggermente positivi a novembre 2014. Infine, l'indagine di gennaio 2015 sul credito bancario indicava per l'ultimo trimestre del 2014 un ulteriore allentamento netto dei criteri per la concessione dei prestiti di tutte le categorie.

Tuttavia, le misure di politica monetaria non hanno dato luogo alla generazione di una quantità sufficiente di liquidità. Sotto questo aspetto, le recenti misure hanno disatteso le aspettative di espansione del bilancio dell'Eurosistema che si erano formate allorché le misure erano state calibrate con l'obiettivo di favorire un ritorno più rapido dell'inflazione su livelli inferiori ma prossi-

Figura B Indicatore composito del costo nominale dei prestiti bancari per le imprese non finanziarie

(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di tre mesi)



Fonte: BCE

Note: L'indicatore composito del costo dei prestiti è calcolato aggregando i tassi a breve e a lungo termine utilizzando una media mobile di 24 mesi dei volumi di nuovi prestiti. La deviazione standard fra paesi è calcolata per una composizione fissa di dodici paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce ai dati preliminari di novembre 2014.

mi al 2 per cento. Ciò ha indebolito la trasmissione complessiva delle misure alle condizioni più ampie di finanziamento nell'economia, riducendo quindi in misura significativa l'effetto di sostegno che, stando alle attese, le misure dell'estate 2014 avrebbero dovuto fornire all'inflazione nel medio termine.

Si rendeva pertanto necessaria una risposta vigorosa di politica monetaria. Considerato l'indebolimento delle prospettive a medio termine per la stabilità dei prezzi e l'insufficienza quantitativa delle misure di politica monetaria esistenti, il Consiglio direttivo ha giudicato che il grado prevalente di accomodamento monetario non bastasse a far fronte in modo adeguato all'intensificarsi dei rischi di un periodo eccessivo di bassa inflazione nonché ad assicurare che la BCE conseguisse l'obiettivo della stabilità dei prezzi.

Trasmissione e modalità salienti del programma ampliato di acquisti di attività della BCE

Poiché i tassi di interesse di riferimento si collocavano alla soglia inferiore, il Consiglio direttivo ha ritenuto necessario intervenire, nell'ottica del mandato di stabilità dei prezzi della BCE, con acquisti definitivi di titoli con un elevato potenziale di influenzare le condizioni di finanziamento delle famiglie e delle imprese dell'area dell'euro.

In presenza di tassi di interesse ufficiali alla soglia inferiore, l'adozione di ulteriori misure quantitative in grado di accrescere le dimensioni e modificare la composizione del bilancio dell'Eurosistema costituisce l'unico strumento efficace per fornire un ulteriore accomodamento della politica monetaria. Sotto questo aspetto, le misure di questo tipo che prendono la forma di acquisti definitivi di attività consentono di avere pieno controllo sul grado di stimolo monetario impartito. Al tempo stesso, gli acquisti aggiuntivi dovrebbero riguardare attività finanziarie che presentano un elevato potenziale di trasmissione all'economia reale e sono al tempo stesso disponibili in quantità sufficienti. Gli acquisti di obbligazioni di elevata qualità emesse da soggetti sovrani dell'area dell'euro rappresentano a questo riguardo uno strumento efficace per almeno due motivi. In primo luogo, la curva dei rendimenti sovrani costituisce l'indicatore basilare di riferimento per determinare il prezzo di una vasta gamma di strumenti creditizi e forme di finanziamento esterno per l'economia privata, come ad esempio i prestiti bancari, i prestiti alle imprese e i titoli azionari. L'acquisto di titoli emessi dai vari prenditori sovrani in proporzioni che, indirettamente, riflettono il peso economico dei vari Stati membri all'interno dell'economia dell'area dell'euro, amplia la portata degli interventi e quindi il loro impatto monetario. In secondo luogo, il mercato di tali titoli ha uno spessore e una liquidità tali da ridurre al minimo i potenziali effetti distorsivi dell'azione della banca centrale sulla formazione dei prezzi di mercato.

Il PAA opererà per il tramite degli stessi canali che si sono visti associati alle politiche quantitative in altre giurisdizioni, ma l'importanza relativa di tali canali potrebbe differire. Gli interventi della BCE sottolineano la determinazione del Consiglio direttivo a fare uso di tutti gli strumenti a disposizione nell'ambito del suo mandato per fronteggiare i rischi di un periodo eccessivamente prolungato di bassa inflazione. In questo modo, l'annuncio di un'espansione significativa delle dimensioni e della composizione del bilancio dell'Eurosistema mediante il PAA rafforzerà la fiducia e sosterrà le aspettative di inflazione, producendo un impatto diretto sui tassi di interesse reali e quindi controbilanciando un irrigidimento immotivato delle condizioni di finanziamento. Inoltre, gli interventi della BCE ridurranno i rendimenti dei titoli delle amministrazioni pubbliche, mettendo in moto una catena più convenzionale di canali di propagazione che sosterrà la ripresa eco-

nomica e contribuirà a riportare l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. Questi meccanismi operano per il tramite di effetti di prezzo - come già accennato, i prezzi di un'ampia gamma di attività e di contratti di prestito nell'economia sono determinati in funzione dei rendimenti sovrani - e di effetti di quantità, poiché la liquidità aggiuntiva introdotta con gli acquisti di titoli è utilizzata dagli investitori privati per riallocare i propri portafogli in molteplici altre attività non interessate dagli interventi della banca centrale, inducendo così un allentamento delle condizioni per un ampio ventaglio di fonti di finanziamento del settore privato.

Il Consiglio direttivo ha stabilito le modalità degli acquisti nell'ambito del PAA.

Questi ultimi saranno effettuati a un ritmo mensile di 60 miliardi di euro e secondo le intenzioni proseguiranno sino alla fine di settembre 2016 e in ogni caso finché il Consiglio direttivo non riscontri un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione coerente con il proprio obiettivo di conseguire tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Gli acquisti mensili comprenderanno acquisti di titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione e obbligazioni garantite nell'ambito dell'ABSPP e del CBPP-3, nonché acquisti aggiuntivi di titoli emessi dalle amministrazioni pubbliche e dalle agenzie dell'area dell'euro nonché dalle istituzioni dell'UE. In merito agli acquisti di attività aggiuntive, il Consiglio direttivo manterrà il controllo su tutte le caratteristiche del programma, inclusa l'allocazione degli acquisti, l'idoneità delle attività nonché il ritmo e le dimensioni degli acquisti, salvaguardando così l'unicità della politica monetaria dell'Eurosistema. La BCE coordinerà gli acquisti, mentre l'Eurosistema ricorrerà all'attuazione decentrata per attivare le proprie risorse.

Quanto alla ripartizione di ipotetiche perdite, il Consiglio direttivo ha deciso che il 20 per cento degli acquisti aggiuntivi sarà soggetto a un regime di ripartizione delle perdite. Il Consiglio direttivo ha stabilito che gli acquisti di titoli di istituzioni europee - che ammonteranno al 12 per cento degli acquisti di attività aggiuntive e verranno effettuati dalle banche centrali nazionali (BCN) - saranno soggetti alla ripartizione delle perdite. I restanti acquisti aggiuntivi da parte delle BCN non verranno invece sottoposti a tale regime. La BCE deterrà l'8 per cento delle attività aggiuntive acquistate. Ne consegue che il 20 per cento degli acquisti aggiuntivi sarà soggetto a un regime di ripartizione del rischio. Questo schema sottolinea la scelta dello strumento di politica monetaria più appropriato per conseguire la stabilità dei prezzi, tenendo conto al tempo stesso della peculiare struttura istituzionale dell'area dell'euro, dove una moneta comune e una politica monetaria unica coesistono con 19 politiche fiscali nazionali. In particolare, il regime prescelto assicura l'efficacia degli acquisti di titoli sovrani, attenuando i timori riguardo all'azzardo morale e preservando così gli incentivi per la conduzione di politiche di bilancio prudenti e la realizzazione delle riforme strutturali necessarie.

In relazione all'idoneità delle attività da acquistare, il Consiglio direttivo ha enunciato i seguenti criteri. Il Consiglio direttivo ha deciso di acquistare titoli che soddisfano i criteri di stanziabilità previsti per le attività negoziabili utilizzabili nelle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema. I titoli che non soddisfano i criteri specificati potranno essere acquistati a patto che la soglia minima di qualità creditizia dell'Eurosistema non sia applicata ai fini della loro stanziabilità in garanzia. Inoltre, nel caso degli Stati membri dell'area dell'euro sottoposti a programmi di assistenza finanziaria, l'idoneità sarà sospesa durante le verifiche e ripristinata soltanto in caso di esito positivo.

Il considerevole aumento del bilancio dell'Eurosistema allenterà ulteriormente l'orientamento della politica monetaria e il PAA avrà un ruolo decisivo nel favorire il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine. Inoltre, queste decisioni del Consiglio direttivo contribuiranno a supportare le indicazioni prospettiche (forward guidance) sui tassi di interesse di riferimento della BCE e rafforzano la constatazione che vi sono differenze significative e crescenti fra le principali economie avanzate per quanto riguarda il ciclo della politica monetaria. Presi nel loro insieme, questi fattori dovrebbero rafforzare la domanda, accrescere il grado di utilizzo della capacità produttiva e favorire la crescita della moneta e del credito, contribuendo così a riportare in modo sostenuto l'inflazione verso un livello inferiore, ma prossimo, al 2 per cento nel medio periodo.

RIQUADRO 2

LE PROSPETTIVE PER L'ECONOMIA CINESE: RISCHI, RIFORME E SFIDE

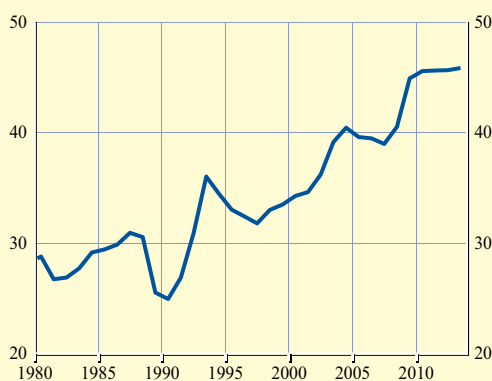
In Cina la crescita economica si è indebolita ulteriormente nel 2014, proseguendo il calo osservato dall'introduzione del pacchetto di stimolo all'indomani della crisi finanziaria. Fattori ciclici quali il rallentamento della domanda mondiale e l'inasprimento monetario attuato per contenere la dinamica del credito hanno contribuito a tale evoluzione. L'indebolimento è tuttavia in larga parte strutturale e legato alla progressiva perdita di slancio delle determinanti tradizionali della vigorosa espansione cinese, vale a dire gli andamenti demografici favorevoli, le esportazioni del settore manifatturiero e l'adesione della Cina all'Organizzazione mondiale per il commercio.

Anche se l'attività economica si è indebolita, gli squilibri interni continuano ad aumentare e si registra in particolare un sempre maggiore ricorso agli investimenti trainati dal credito per alimentare la crescita. Gli investimenti cinesi hanno raggiunto il 46 per cento del PIL nel 2013 (cfr. figura A). In base alle tendenze attuali (vale a dire per il periodo fino al terzo trimestre del 2014), è probabile che tale quota scenda solo marginalmente nel 2014 e che quindi risenta solo in minima parte del calo degli investimenti immobiliari risultante dalla debolezza del mercato delle abitazioni. Al tempo stesso la leva finanziaria ha continuato ad aumentare: in Cina l'incidenza del credito al settore privato sul PIL è salita di oltre 80 punti percentuali dalla fine del 2007 e il credito continua a crescere ben di più del PIL nominale nonostante la lieve moderazione osservata a partire dagli inizi del 2013 (cfr. figura B).

Gli squilibri hanno sollevato una serie di problematiche di policy. Il debito di imprese e amministrazioni locali è aumentato in misura significativa, un andamento favorito dalla

Figura A Investimenti

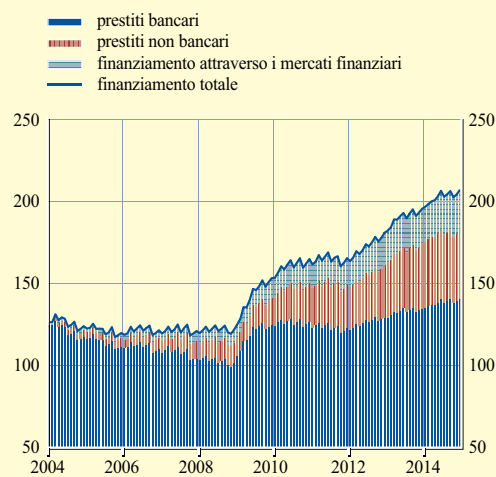
(in percentuale del PIL)



Fonte: Haver Analytics.
Nota: l'ultima osservazione è relativa al 2013.

Figura B Scomposizione del finanziamento totale

(in percentuale del PIL)



Fonte: banca centrale della Repubblica popolare cinese.
Nota: l'ultima osservazione è relativa a dicembre 2014.

rapida espansione del sistema bancario ombra. Gli analisti e i responsabili delle politiche hanno inoltre manifestato crescenti preoccupazioni per l'eccesso di investimenti e le distorsioni nell'allocazione del capitale in diversi settori, in particolare in quello immobiliare e nei connessi comparti dell'industria pesante. Il mercato delle abitazioni ha registrato un brusco rallentamento nel 2014, che ha fatto aumentare le scorte e diminuire i prezzi degli alloggi. Riscontri aneddotici mostrano che i costruttori, in particolare le imprese più piccole, si trovano a dover avviare azioni di consolidamento o di ridimensionamento dell'attività. Anche i corsi dei beni utilizzati nelle costruzioni (come ad esempio l'acciaio) sono diminuiti e l'inflazione calcolata sull'indice dei prezzi alla produzione in Cina è negativa dai primi del 2012, il che esercita pressioni sui margini di profitto di una serie di comparti dell'industria pesante. La rapida espansione del credito ha inoltre fatto aumentare la quota di prestiti in sofferenza, che rimane tuttavia bassa. Una serie di casi di insolvenza o pericolo di insolvenza sulle emissioni obbligazionarie e su altri prodotti finanziari, senza precedenti in Cina, segnala altresì l'intensificarsi delle tensioni nel settore finanziario. Inoltre, i livelli elevati e crescenti di debito sembrano limitare la capacità delle amministrazioni locali di mantenere il ritmo sostenuto di investimenti infrastrutturali osservato alcuni anni fa. Va rilevato che il recente calo dei corsi petroliferi costituisce in generale un andamento positivo per la Cina in quanto il paese è un grande importatore netto di petrolio, ma che questo effetto sarà significativo solo se i prezzi rimarranno bassi per un periodo di tempo prolungato. Nell'insieme, anche se è probabile che l'economia cinese continui a rallentare gradualmente nel prossimo futuro, in linea con la flessione del prodotto potenziale, i rischi verso il basso per le prospettive economiche sembrano aumentati.

Le riforme strutturali sono necessarie per affrontare le vulnerabilità. Alla fine del 2013 è stato annunciato un articolato programma di riforme fondato su una diagnosi delle difficoltà strutturali dell'economia cinese. I principi generali alla base del programma sottolineano la necessità per i mercati di svolgere un ruolo decisivo nell'allocazione delle risorse a tutte le imprese, di proprietà sia privata sia pubblica, e per le imprese di competere a pari condizioni. Essi intendono inoltre limitare la portata dell'azione del governo a una regolamentazione efficace e al mantenimento della stabilità macroeconomica, più che alla microgestione delle decisioni degli operatori. Le proposte specifiche sono di ampio respiro e includono: liberalizzazione dei prezzi e del settore finanziario; apertura dei mercati alle imprese private e alla concorrenza estera; riforma delle imprese di proprietà pubblica e dell'ordinamento fiscale, oltre che del regime fondiario e del sistema di registrazione delle famiglie (hukou). Se attuate pienamente, queste misure dovrebbero contribuire a ridurre i rischi a medio termine di una brusca flessione della crescita.

Si registrano alcuni passi avanti promettenti, ma i progressi sono disomogenei. Le azioni di riforma del settore finanziario, promozione dei flussi internazionali di capitali e riordino del sistema previdenziale e di quello fiscale hanno registrato dei progressi, mentre le misure volte a liberalizzare l'economia e riformare le imprese di proprietà pubblica sembrano finora più limitate. Il Consiglio di Stato ha proposto un sistema di garanzia dei depositi e approvato piani volti ad accrescere la trasparenza e la sostenibilità del debito delle amministrazioni locali. Sono stati adottati ulteriori provvedimenti intesi a liberalizzare i flussi di capitali (come ad esempio il programma pilota Shanghai-Hong Kong Stock Connect). La banda di oscillazione giornaliera del cambio è stata ampliata, al 2 per cento, e prosegue la graduale liberalizzazione dei tassi di interesse. È stata altresì promossa la mobilità delle forze di lavoro attraverso la riforma dell'hukou. In altri ambiti, i progressi sono

piuttosto disomogenei. Alcune amministrazioni locali hanno annunciato un calendario per la riforma della governance delle imprese di proprietà pubblica e per la riduzione della partecipazione pubblica, senza tuttavia ridefinire con chiarezza il ruolo di tali imprese. Inoltre, le misure di liberalizzazione economica sembrano piuttosto modeste e concentrate sullo snellimento delle procedure di approvazione amministrativa e sull'apertura di una serie di settori e progetti infrastrutturali al capitale privato e agli investimenti esteri.

Anche se permangono sfide rilevanti, le autorità cinesi restano impegnate a realizzare le riforme. Hanno definito il 2020 come il termine per l'attuazione di gran parte delle riforme e hanno recentemente ribadito l'impegno a raggiungere questo obiettivo. Per quanto concerne il settore finanziario, l'integrazione del proposto sistema di garanzia dei depositi con un quadro più chiaro per la risoluzione delle istituzioni finanziarie economicamente non sostenibili contribuirà a ridurre ulteriormente il moral hazard permettendo al tempo stesso di compiere ulteriori passi avanti nella liberalizzazione dei tassi di interesse. Inoltre, l'eliminazione degli ostacoli amministrativi e delle limitazioni agli investimenti nel settore bancario e in quelli delle telecomunicazioni e dell'energia stimolerebbe una concorrenza effettiva, permetterebbe l'ingresso di nuove imprese nel mercato e promuoverebbe l'innovazione e la produttività, contribuendo in ultima istanza a rendere la crescita più sostenibile.

RIQUADRO 3

L'ADOZIONE DELL'EURO DA PARTE DELLA LITUANIA

Il 1° gennaio 2015 la Lituania ha adottato la moneta unica ed è diventata il 19° membro dell'area dell'euro. Il tasso di conversione tra il litas lituano e l'euro è stato fissato irrevocabilmente a 3,45280, corrispondente alla parità centrale della divisa lituana fin dall'adesione del paese ai nuovi Accordi europei di cambio (AEC II).

La Lituania è un'economia molto piccola rispetto al resto dell'area dell'euro. Pertanto, l'introduzione della moneta unica nel paese non avrà ripercussioni significative sui dati macroeconomici aggregati dell'area (cfr. tavola). Con una popolazione di 3 milioni di abitanti circa e un PIL pari approssimativamente allo 0,4 per cento del PIL dell'area dell'euro, la Lituania ha un PIL pro capite in termini di parità di potere di acquisto lievemente inferiore al 70 per cento della media dell'area dell'euro nel 2013.

Principali indicatori economici della Lituania e dell'area dell'euro

	Periodo di riferimento	Unità di misura	Area dell'euro esclusa la Lituania	Area dell'euro inclusa la Lituania	Lituania
Popolazione e attività economica					
Popolazione totale ¹⁾	2013	milioni	335,8	338,8	3,0
PIL	2013	miliardi di euro	9.904,4	9.939,4	35,0
PIL pro capite	2013	migliaia di euro	29,5	29,3	11,8
PIL pro capite (PPA)	2013	Euro 18 = 100	100,0	99,7	67,5
PIL (quota del PIL mondiale) ²⁾	2013	percentuali	12,3	12,4	0,1
Valore aggiunto per branca di attività economica ³⁾					
Agricoltura, pesca e silvicoltura	2013	percentuale del totale	1,7	1,7	3,8
Industria (incluse le costruzioni)	2013	percentuale del totale	24,6	24,6	30,7
Servizi (inclusi i servizi non di mercato)	2013	percentuale del totale	73,6	73,6	65,5
Indicatori monetari e finanziari					
Credito al settore privato ⁴⁾	2013	percentuale del PIL	128,8	128,5	45,8
Capitalizzazione del mercato azionario ⁵⁾	2013	percentuale del PIL	56,9	56,7	9,1
Commercio estero					
Esportazioni di beni e servizi ⁶⁾	2013	percentuale del PIL	43,7	43,8	84,1
Importazioni di beni e servizi ⁶⁾	2013	percentuale del PIL	40,2	40,4	82,8
Saldo delle partite correnti ⁶⁾	2013	percentuale del PIL	2,2	2,2	1,6
Mercato del lavoro ⁷⁾					
Tasso di partecipazione alle forze di lavoro ⁸⁾	3° trim. 2014	percentuale del totale	72,4	72,4	74,1
Tasso di disoccupazione	3° trim. 2014	percentuale del totale	11,1	11,1	9,3
Tasso di occupazione ⁸⁾	3° trim. 2014	percentuale del totale	64,4	64,4	67,2
Amministrazioni pubbliche					
Avanzo (+) o disavanzo (-)	2013	percentuale del PIL	-2,9	-2,9	-2,6
Entrate	2013	percentuale del PIL	46,5	46,5	32,8
Spese	2013	percentuale del PIL	49,4	49,4	35,5
Debito lordo	2013	percentuale del PIL	93,3	93,1	39,0

Fonti: Eurostat, FMI, Commissione europea, BCE ed elaborazioni della BCE.

1) Media annua stimata.

2) Le quote del PIL sono basate su una valutazione del PIL dei paesi in termini di parità di potere d'acquisto (PPA).

3) Sulla base del valore aggiunto nominale lordo a prezzi all'origine.

4) Sono compresi prestiti e consistenze in titoli diversi da azioni, nonché in azioni e altre partecipazioni.

5) La capitalizzazione del mercato è data dall'ammontare totale in essere di azioni quotate (escluse le quote di fondi d'investimento e del mercato monetario) emesse dai residenti in Lituania/area dell'euro al valore di mercato.

6) Dati di bilancia dei pagamenti. I dati per l'area dell'euro sono compilati sulla base delle transazioni con residenti di paesi esterni all'area (sono quindi esclusi gli scambi all'interno dell'area). I dati per la Lituania includono le transazioni con residenti nel resto del mondo (pertanto anche quelle con l'area dell'euro).

7) I dati si riferiscono alla popolazione in età lavorativa (età compresa tra i 15 e i 64 anni). Informazioni desunte dall'indagine sulle forze di lavoro (Labour Force Survey).

8) Quota della popolazione in età lavorativa (età compresa tra i 15 e i 64 anni).

Gli squilibri macroeconomici accumulatisi negli anni antecedenti la crisi del 2007-2008 sono stati corretti grazie agli interventi adottati dalle autorità lituane, senza alcun sostegno esterno. Prima del 2007 l'espansione del credito e gli afflussi di capitali in Lituania avevano alimentato la crescita della domanda interna, che aveva registrato un tasso di incremento tra i più elevati nell'UE. Al tempo stesso si era determinato un accumulo di squilibri macroeconomici causati dai consistenti afflussi di capitali, principalmente verso il settore dei beni non commerciabili. Nel 2008 le autorità hanno iniziato ad adottare misure di aggiustamento riducendo i salari nominali nei settori pubblico e privato al fine di ripristinare la competitività. Al risanamento dei conti pubblici hanno contribuito anche una strategia di risanamento credibile e tempestiva unitamente alle riforme strutturali. Il disavanzo di bilancio è stato ridotto dal 9,4 al 2,6 per cento tra il 2009 e il 2013. È stata erogata liquidità al sistema bancario, in concomitanza con le misure per incrementare le riserve di capitale e le riforme volte a rafforzare la vigilanza bancaria. Nel 2010 è iniziata la ripresa, trainata da un rafforzamento delle esportazioni riconducibile alla vivace domanda estera e agli incrementi di competitività, cui ha fatto seguito un recupero della domanda interna. Il rapporto tra debito pubblico e PIL, benché sia più che raddoppiato durante la crisi economica, si è collocato al 39 per cento nel 2013, valore sensibilmente inferiore alla media per l'area dell'euro pari al 93 per cento registrata nello stesso anno.

Più di recente l'attività economica è rimasta dinamica, con una crescita del PIL in termini reali del 2,6 per cento sul periodo corrispondente nel terzo trimestre del 2014 e andamenti positivi nel mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione si è situato al 9,3 per cento, a fronte di un picco del 18,2 per cento nel secondo trimestre del 2010. Tuttavia, si è registrata una flessione delle forze di lavoro per effetto dell'emigrazione in altri paesi dell'UE alla ricerca di occupazione. Questo elemento unitamente al disallineamento delle competenze che caratterizza il mercato del lavoro lituano potrebbero determinare carenze di manodopera qualificata e incrementi salariali, danneggiando la capacità della Lituania di continuare a conquistare quote di mercato nel commercio mondiale.

La struttura produttiva della Lituania è sostanzialmente simile a quella dell'area dell'euro nel suo complesso. Nell'economia lituana, l'industria (incluse le costruzioni) contribuisce per il 31 per cento circa al valore aggiunto complessivo. Rispetto all'insieme dell'area dell'euro la quota dei servizi è leggermente inferiore, collocandosi intorno al 66 per cento, mentre il contributo del settore agricolo, pari al 4 per cento, è di poco superiore. La Lituania inoltre è un'economia molto aperta e il suo principale partner commerciale è il resto dell'area dell'euro, che incide circa per il 38 per cento sulle esportazioni totali e per il 40 per cento sulle importazioni totali del paese. Altri partner commerciali di rilievo sono Polonia e Russia.

Le banche svolgono un ruolo preponderante nel settore finanziario del paese. Il credito bancario al settore privato è stato pari al 46 per cento del PIL nel 2013. Il sistema bancario è altamente concentrato e dominato dalle banche dei paesi nordici e, dopo il fallimento delle due principali banche nazionali, è costituito per il 90 per cento da istituti esteri. Peraltro, il settore finanziario non bancario del paese è molto modesto e poco sviluppato: la capitalizzazione di borsa, appena inferiore al 10 per cento del PIL nel 2013, è tra le più basse nell'area dell'euro. I mercati dei capitali sono modesti e rappresentati principalmente da quelli dei titoli di Stato.

Per cogliere appieno i benefici offerti dalla moneta unica e favorire un funzionamento efficiente dei meccanismi di aggiustamento all'interno dell'area valutaria allargata,

la Lituania deve mantenere il suo impegno di riforma dopo l'adozione dell'euro¹⁾. Le politiche economiche vanno orientate verso il mantenimento della stabilità dei prezzi, assicurando la sostenibilità del processo di convergenza e una crescita sostenibile nel lungo periodo. Le autorità lituane si sono impegnate a rafforzare il quadro di riferimento per le finanze pubbliche allineandolo pienamente ai requisiti di bilancio dell'area dell'euro, attraverso l'attuazione del patto di bilancio e migliorando la flessibilità dell'economia a fronte di shock avversi. La Lietuvos bankas ha assunto il mandato per la politica macroprudenziale, in seguito all'approvazione della legge in materia da parte del Parlamento, che rafforzerà maggiormente la cooperazione nell'ambito dell'unione bancaria europea e manterrà la stabilità finanziaria. È necessario che la Lituania mantenga un atteggiamento vigile attuando politiche macroprudenziali che impediscano il riemergere di squilibri finanziari dopo l'adozione dell'euro. A fronte dei progressi compiuti finora in termini di riforme strutturali, le autorità sono impegnate a migliorare ulteriormente il contesto in cui operano le imprese, investendo per soddisfare il fabbisogno di infrastrutture e rendendo più efficienti le imprese pubbliche al fine di preservare la competitività dell'economia. Va affrontata la mancata corrispondenza fra domanda e offerta di lavoro al fine di contrastare l'elevata disoccupazione strutturale, riformando il sistema educativo e riducendo il cuneo fiscale sul lavoro. Tali riforme renderebbero più efficiente il mercato del lavoro e contribuirebbero alla crescita potenziale. Nel contesto della politica monetaria della BCE orientata alla stabilità, è essenziale che la Lituania assicuri un contesto economico favorevole a una crescita sostenibile del prodotto e alla creazione di posti di lavoro nel medio e lungo termine.

1) Per ulteriori dettagli cfr. il *Rapporto sulla convergenza*, BCE (2014).

RIQUADRO 4

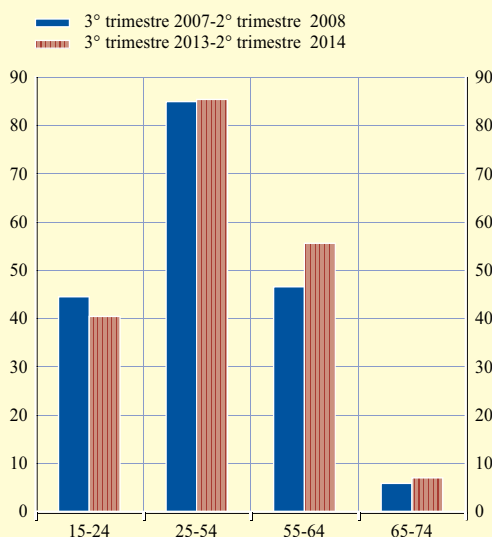
ANDAMENTI RECENTI DELLA PARTECIPAZIONE AL MERCATO DEL LAVORO NELL'AREA DELL'EURO

Malgrado i periodi di severa recessione che hanno colpito l'area dell'euro negli ultimi anni, il tasso di partecipazione alla forza lavoro nell'area ha evidenziato andamenti (atipicamente) positivi. Definito come quota delle persone occupate o attivamente alla ricerca di un impiego sul totale della popolazione in età lavorativa, il tasso di partecipazione¹⁾ nell'area dell'euro ha seguito un trend ascendente dal 2000 al 2012, per poi stabilizzarsi intorno al 64 per cento nel 2014. Questo riquadro passa in rassegna gli andamenti recenti della partecipazione al mercato del lavoro per l'area dell'euro nel suo complesso e per i quattro maggiori paesi dell'area, e analizza l'impatto delle tendenze demografiche rispetto a quello di altri fattori ciclici e strutturali²⁾.

L'aumento del tasso aggregato di partecipazione è stato trainato soprattutto dalla crescita della partecipazione dei gruppi di età più avanzata (55-74), mentre la partecipazione giovanile (15-24) è andata calando (cfr. figura A). Allo stesso tempo, i cambiamenti nella distribuzione della popolazione hanno esercitato pressioni al ribasso sulla partecipazione al mercato del lavoro. Ciò si deve alla crescita delle fasce di popolazione con i tassi di partecipazione più bassi (quelle di età compresa fra i 55 e i 74 anni) e alla concomitante riduzione delle fasce con i tassi di partecipazione più elevati (principalmente la popolazione di età adulta) (cfr. figura B).

Figura A Andamenti dei tassi di partecipazione nell'area dell'euro per diverse fasce d'età

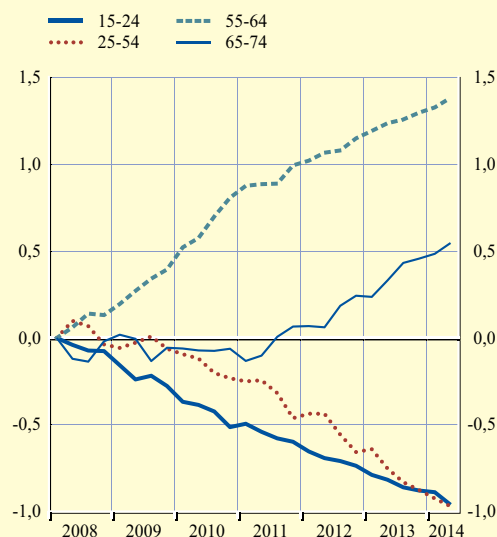
(tassi di partecipazione al mercato del lavoro per la popolazione di età compresa fra i 15 e i 74 anni)



Fonte: Eurostat, Indagine sulle forze di lavoro.

Figura B Evoluzione della quota delle singole fasce di età sul totale della popolazione in età lavorativa (15-74 anni)

(variazione in punti percentuali rispetto al secondo trimestre del 2008)



Fonte: Eurostat, Indagine sulle forze di lavoro.

1) Questo riquadro fa riferimento alla popolazione di età compresa fra 15 e 74 anni.

2) Per ulteriori informazioni sui fattori che influiscono sul tasso di partecipazione alla forza lavoro, cfr. il riquadro intitolato "Andamenti recenti della partecipazione al mercato del lavoro nell'area dell'euro", *Bollettino mensile*, BCE, Francoforte sul Meno, novembre 2013.

I tassi di partecipazione nei quattro maggiori paesi dell'area dell'euro hanno seguito andamenti divergenti dall'inizio della crisi. Il tasso di partecipazione è aumentato notevolmente in Germania e in misura modesta in Francia (cfr. figura C). In Spagna esso ha continuato ad aumentare nonostante l'impatto massiccio della crisi sul mercato del lavoro nazionale ³⁾, per poi cominciare a diminuire all'inizio del 2013. In Italia, dopo un primo calo, il tasso di partecipazione ha ripreso a salire nel 2012.

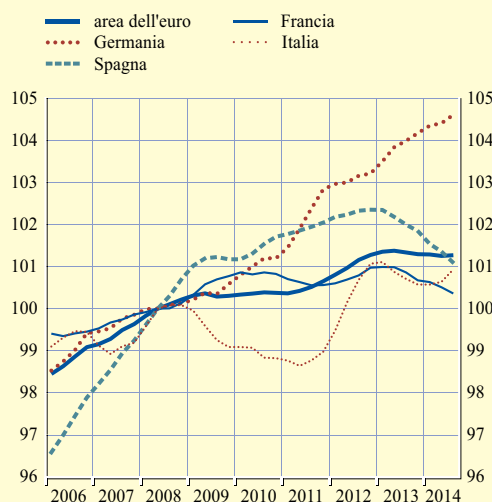
L'incremento del tasso di partecipazione in Germania è dipeso in gran parte da variazioni della partecipazione nelle diverse fasce d'età, in particolare quella dei lavoratori più anziani, forse dovute all'attuazione delle riforme Hartz e alla progressiva eliminazione delle opzioni di pensionamento anticipato fra il 2006 e il 2010. Dal 2009 i tassi di partecipazione hanno altresì beneficiato di un aumento dell'immigrazione netta verso la Germania. In Francia il modesto aumento del tasso di partecipazione è principalmente attribuibile a un incremento di quello delle fasce di età più avanzata (dovuto a un aumento dell'età pensionabile). In Spagna la crescita della partecipazione fino al 2012 è imputabile soprattutto a cambiamenti positivi nelle decisioni di partecipazione (principalmente fra le persone di età compresa fra i 40 e i 64 anni), che hanno sostanzialmente controbilanciato l'impatto negativo delle variazioni nella composizione della popolazione. Il notevole aumento del tasso di partecipazione in Spagna ha inoltre beneficiato della buona tenuta del trend ascendente della partecipazione femminile (iniziato negli anni ottanta). Il calo registrato dal 2013 riflette invece in parte l'uscita dal paese di immigrati stranieri, nonché verosimilmente la diminuzione del tasso di partecipazione sia delle coorti giovani sia di quelle più anziane (di età compresa fra i 65 e i 74 anni). In Italia l'impatto negativo dei cambiamenti nella composizione della popolazione è stato in gran parte controbilanciato dalle variazioni nelle decisioni di partecipazione. Il calo marcato del tasso di partecipazione osservato dopo il 2008 era collegato a un aumento dei lavoratori scoraggiati. A partire dal 2012, tuttavia, la partecipazione ha ripreso a salire, in parte per effetto della riforma pensionistica, che prevedeva un innalzamento graduale dell'età pensionabile e restrizioni al pensionamento anticipato.

Osservazioni conclusive

La distribuzione della popolazione nell'area dell'euro si sta modificando; in particolare, la quota delle fasce di età più avanzata (caratterizzate da tassi di partecipazione inferiori) è destinata ad aumentare. Sebbene sia lecito attendersi un aumento dei tassi di partecipazione di queste fasce di età (per effetto dei miglioramenti nelle condizioni di salute e

Figura C Tassi di partecipazione nell'area dell'euro e nei quattro maggiori paesi dell'area

(popolazione di età compresa fra 15 e 74 anni; media mobile di quattro trimestri; indice: 2° trimestre 2008 = 100)



Fonte: Eurostat, Indagine sulle forze di lavoro.

3) Il tasso di partecipazione in Spagna ha dato prova di buona tenuta, mentre il tasso di disoccupazione è triplicato fra il 2008 e il 2013.

nella speranza di vita, delle riforme delle prestazioni sociali e dell'innalzamento dell'età pensionabile), un proseguimento del trend ascendente del tasso aggregato di partecipazione necessiterebbe di ulteriori aumenti del tasso di partecipazione di tutte le fasce d'età.

RIQUADRO 5

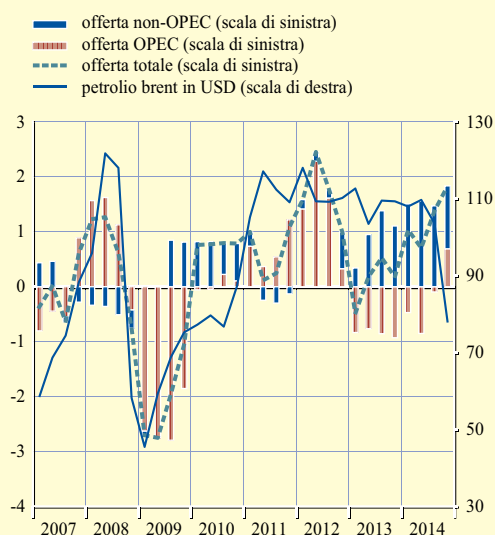
IL RECENTE CALO DEI CORSI PETROLIFERI E LE PROSPETTIVE ECONOMICHE DELL'AREA DELL'EURO

Il recente forte calo del prezzo del petrolio sembrerebbe attribuibile principalmente a fattori di offerta. La crescita della produzione di petrolio di scisto negli Stati Uniti d'America e la produzione stabile in Russia, Iraq e Libia, unitamente alla decisione dell'OPEC a novembre di non ritoccare al ribasso i propri obiettivi di produzione (cfr. Figura A), hanno sostenuto l'offerta mondiale di petrolio. Inoltre, si è assistito a un'attenuazione della domanda globale di petrolio, con ripetute correzioni al ribasso delle previsioni per il 2014 e 2015¹⁾. Tuttavia, i fattori legati alla domanda sembrano aver svolto un ruolo limitato nel calo dei corsi petroliferi, come emerge dall'andamento dei prezzi delle altre materie prime (di solito fortemente correlati all'attività economica e alla domanda) che sono diminuiti in misura molto minore rispetto ai prezzi del petrolio (cfr. Figura B), suggerendo quindi un ruolo dominante degli shock all'offerta di petrolio.

Il recente calo dei prezzi del petrolio dovrebbe quindi presumibilmente sostenere l'attività economica mondiale. L'abbassamento dei prezzi del greggio implica un trasferimento di reddito dai paesi esportatori netti verso gli importatori netti di petrolio. Con una produzione mondiale di petrolio di circa 90 milioni di barili al giorno, un calo di 60 dollari

Figura A Offerta mondiale di petrolio

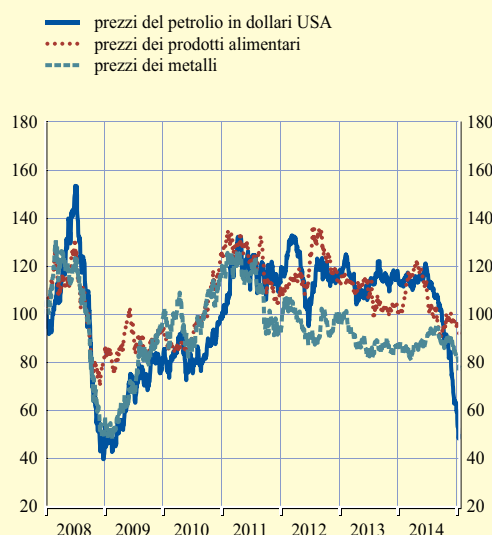
(variazioni annuali in milioni di barili al giorno; dati trimestrali)



Fonte: Agenzia Internazionale dell'energia (AIE).

Figura B Andamenti del prezzo del petrolio, dei prodotti alimentari e dei metalli

(indice: 1° gennaio 2008:100)



Fonte: BCE.
Nota: l'indice per i metalli comprende alluminio, piombo, rame, nickel, zinco e stagno.

1) L'agenzia internazionale dell'energia (AIE) ha ripetutamente rivisto al ribasso le proiezioni per la domanda di petrolio, con una diminuzione attesa della domanda mondiale di petrolio per il 2015 dello 0,8 per cento.

statunitensi del suo prezzo (al barile), come osservato a partire da luglio 2014, comporta una redistribuzione complessiva del reddito netto di circa il 2 per cento del PIL mondiale. Considerando, in media, una maggiore propensione al consumo dei paesi importatori di petrolio, la domanda mondiale aumenta; oltre all'area dell'euro, ci si aspetta che anche molti altri partner commerciali europei beneficino di tale diminuzione del prezzo del petrolio.

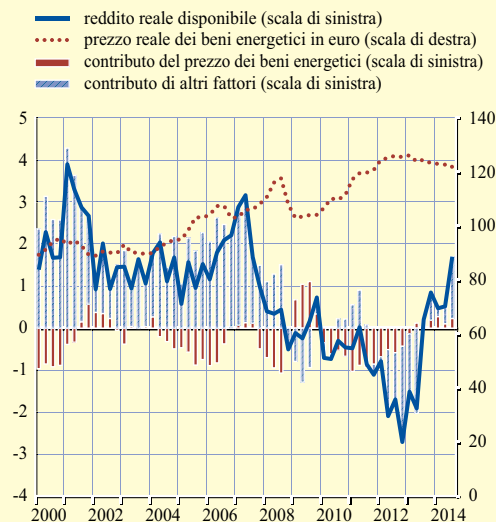
Per le economie importatrici di petrolio, quali l'area dell'euro, il recente calo dei corsi petroliferi esercita una significativa pressione al ribasso sull'inflazione misurata dallo IAPC nel breve termine. Generalmente gli effetti diretti sui prezzi al consumo dei beni energetici diventano visibili con un leggero ritardo dal momento che i movimenti al rialzo dei prezzi del petrolio sono di solito incorporati integralmente nei prezzi netti al consumo con un ritardo di circa 3 o 5 settimane. I minori prezzi dell'energia potrebbero influenzare anche altri prezzi con effetti indiretti, che si manifesterebbero probabilmente più tardi ²⁾. Inoltre, potrebbero scatenare effetti successivi nelle politiche di fissazione dei prezzi e dei salari.

Le variazioni dei corsi petroliferi influiscono sull'attività economica principalmente attraverso il reddito reale disponibile e gli utili societari. Il calo del prezzo del petrolio di solito incide positivamente sull'attività economica, portando a un aumento diretto del reddito reale disponibile e dei profitti. Nel contempo però, la misura in cui questi reagiscono alla diminuzione del prezzo del petrolio, può variare molto a seconda dei fattori sottostanti tale calo. Ove il calo dei corsi petroliferi sia legato a un'offerta elevata, si produrrà, ovviamente, un aumento del reddito reale disponibile e dei profitti; laddove invece la diminuzione del prezzo del petrolio sia dovuta a una domanda mondiale debole, almeno parte dell'aumento del potere di acquisto e della redditività derivanti dall'abbassamento dei prezzi dell'energia sarà erosa da una domanda estera più contenuta.

I dati storici confermano l'alta sensibilità del reddito reale disponibile e dei profitti alle variazioni dei corsi petroliferi. La Figura C mostra l'andamento dei prezzi dell'energia e del reddito reale disponibile; la crescita di quest'ultimo è stata ulteriormente suddivisa in utili e perdite attribuibili alle fluttuazioni dei prezzi dei beni energetici e a tutti gli altri fattori ³⁾. La Figura D mostra l'andamento dei prezzi del petrolio e la crescita dei margini di profitto approssi-

Figura C Crescita del reddito reale disponibile e relativi contributi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: il prezzo reale dei beni energetici in euro è calcolato sulla base del prezzo del Brent in dollari statunitensi, del tasso di cambio tra euro e dollari e dello IACP per l'area dell'euro.

2) Cfr. anche il riquadro intitolato "Effetti indiretti degli andamenti del prezzo del petrolio sull'inflazione dell'area dell'euro", *Bollettino mensile*, BCE, Dicembre 2014.

3) Il contributo delle variazioni dei prezzi dell'energia alle variazioni del potere di acquisto corrisponde al prodotto tra la quota nominale della spesa di energia e il tasso di variazione percentuale dei prezzi reali dei beni energetici.

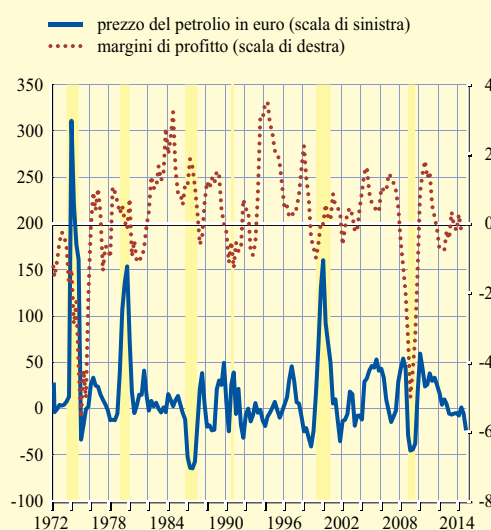
mati dalla differenza tra crescita del deflatore del PIL e crescita del costo unitario del lavoro. In seguito ai rincari del petrolio del 1999 e 2000, così come dopo quelli della seconda metà degli anni 2000, il reddito reale disponibile e i margini di profitto sono diminuiti. Nel 1986, la forte diminuzione del prezzo del petrolio (dovuta principalmente all'ampia disponibilità, come per il calo recente) ha portato a un significativo aumento dei profitti (per i quali sono disponibili dati per il più lungo periodo). Il calo del prezzo verificatosi alla fine del 2008 e all'inizio del 2009 è invece coinciso con una domanda mondiale molto debole, portando a un notevole ridimensionamento sia del reddito reale disponibile sia dei profitti. La recente flessione dei corsi petroliferi sembrerebbe persistente e dovuta principalmente a fattori di offerta, pertanto dovrebbe sostenere il reddito reale disponibile e i profitti.

Complessivamente il recente decremento del prezzo del petrolio dovrebbe sostenere

l'attività economica dell'area dell'euro nel 2015 e nel 2016, pur portando a una diminuzione significativa dell'inflazione misurata dallo IAPC nel 2015. Nel complesso, gli effetti delle variazioni dei corsi petroliferi sull'inflazione armonizzata dovrebbero essere temporanei poiché, per il momento, i mercati a termine prefigurano un aumento graduale dei prezzi del greggio. Se ciò dovesse verificarsi, l'impatto al ribasso del prezzo del petrolio sull'inflazione prima o poi si esaurirebbe e le quotazioni petrolifere ricomincerebbero a contribuire positivamente all'inflazione nel 2016. Dal momento che il calo dei prezzi del petrolio sembra dovuto principalmente a fattori legati all'offerta, l'impatto complessivo sull'attività economica dell'area dell'euro dovrebbe essere per lo più positivo; tale effetto si estende al 2016, poiché si prevede che l'economia reagisca con un certo ritardo all'abbassamento dei corsi petroliferi.

Figura D Margini di profitto e prezzi del petrolio

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, banca dati dell'area wide model (AWM) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le barre gialle corrispondono agli shock petroliferi.

RIQUADRO 6

ANDAMENTO TENDENZIALE DEI MARGINI DI PROFITTO DELLE IMPRESE NON FINANZIARIE DELL'AREA DELL'EURO

I margini di profitto rappresentano un fattore importante per l'andamento dei prezzi dell'output. Essi vengono di norma considerati come un mark-up sui costi e la loro evoluzione può pertanto fornire un'idea della capacità o della necessità che le imprese hanno di trasferire o assorbire le variazioni dei costi o degli oneri di vario tipo sui loro prezzi dell'output. I margini di profitto o gli andamenti dei profitti sono rilevanti anche per l'evoluzione dell'economia reale, ad esempio per gli investimenti. A livello aggregato il ruolo dei margini di profitto per l'andamento dei prezzi dell'output è spesso approssimato dall'andamento del risultato lordo di gestione per unità di prodotto (in breve, utili unitari lordi) in relazione alla crescita dei deflatori del PIL o del valore aggiunto. Tuttavia, per i diversi settori istituzionali dell'economia, la misura di profitto del risultato lordo di gestione riflette generalmente forze economiche assai diverse e include altresì componenti che potrebbero non corrispondere alla nozione di profitti in senso più stretto. Alla luce di tali considerazioni, questo riquadro esamina, in particolare, l'andamento dei profitti del settore delle società non finanziarie (SNF), che rappresenta circa la metà del risultato lordo di gestione dell'area dell'euro, e le componenti di fondo del risultato lordo di gestione ¹⁾.

L'andamento dei margini di profitto

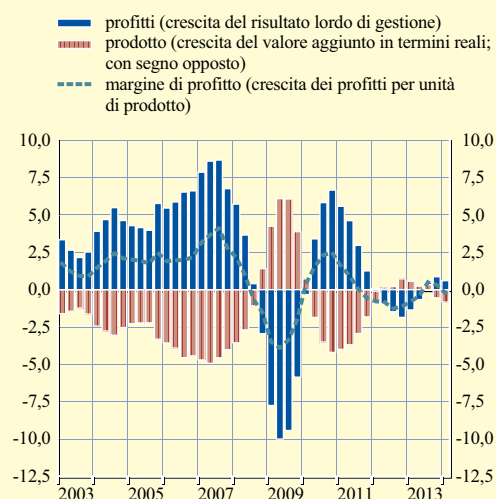
I margini di profitto delle SNF sono drasticamente calati durante la recessione del 2008/2009 e si sono ridotti anche durante gli ultimi due anni (cfr. figura A). I margini di profitto misurati in termini di profitti unitari lordi sono guidati dall'interazione fra l'andamento del risultato lordo di gestione, al numeratore, e quello del valore aggiunto in termini reali come misura del prodotto, al denominatore. Il loro calo durante la grande recessione e nell'arco degli ultimi due anni è spiegato da una flessione più marcata del risultato lordo di gestione rispetto a quella del valore aggiunto reale. Nel 2014 alcuni miglioramenti nel valore aggiunto reale hanno contribuito al calo dei profitti unitari lordi.

Risultato di gestione lordo e netto

Quando l'attività economica è crollata durante la crisi del 2008, il margine operati-

Figura A: Profitti unitari lordi delle società non finanziarie e relativi contributi

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

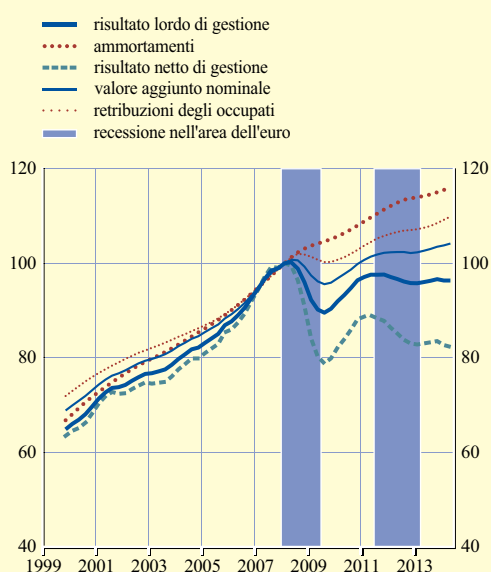
Nota: il valore aggiunto in termini reali per le società non finanziarie si basa su una stima della BCE.

1) Per un'analisi dei profitti relativa all'intera economia, cfr. il riquadro "Come i profitti influenzano le pressioni interne sui prezzi nell'area dell'euro" nel numero di marzo 2013 del *Bollettino mensile* della BCE. Per un esame dei margini di profitto delle SNF basato sulla ripartizione dei paesi dell'area in paesi in avanzo e disavanzo, cfr. il riquadro "Gli squilibri all'interno dell'area dell'euro nella prospettiva dei conti settoriali" nel numero di febbraio 2012 del *Bollettino mensile* della BCE. Cfr. inoltre il riquadro "I conti integrati dell'area dell'euro per il secondo trimestre del 2014" del numero di novembre 2014.

vo lordo si è contratto, restando sotto i livelli precedenti. Considerato l'andamento assai modesto del valore aggiunto nominale, tale riduzione riflette la reattività relativamente scarsa delle retribuzioni degli occupati (cfr. figura B). Di conseguenza, la quota dei profitti (sul valore aggiunto) è calata decisamente, portandosi su livelli inferiori alla sua media di più lungo periodo, dopo aver seguito una tendenza al rialzo prima della crisi (cfr. figura C). Nell'arco degli ultimi due anni, la quota dei profitti ha continuato a indebolirsi. Questa evoluzione appare più pronunciata se si considera il margine operativo netto, poiché gli ammortamenti e i relativi costi dei servizi di capitale sono andati costantemente aumentando durante la crisi. Rispetto alla quota dei profitti lordi, quella dei profitti netti è pertanto più marcatamente al disotto della media di lungo periodo e ha continuato a flettere più decisamente negli ultimi due anni.

Figura B: Risultato lordo e netto di gestione delle imprese non finanziarie

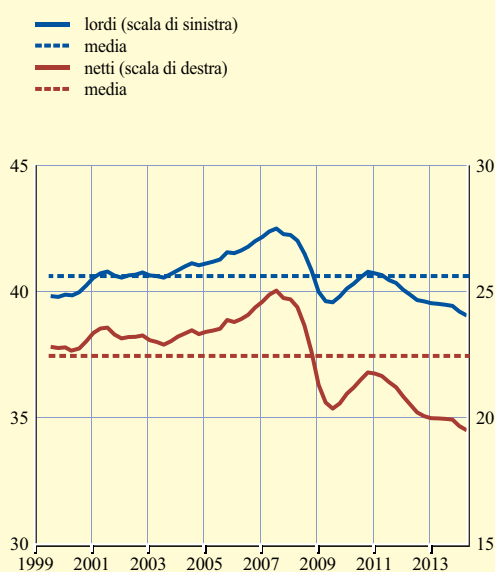
(indice 1° trimestre 2008 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura C Quote di profitto lordo e netto delle imprese non finanziarie

(in percentuale del valore aggiunto; media dal 1999)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

La flessione delle quote di profitto potrebbe avere diverse cause. Da un lato, esse riflettono il fatto che, nel contesto di debolezza economica prevalente per gran parte del periodo dal 2008, gli aumenti dei costi dei servizi del lavoro e del capitale non hanno potuto essere trasmessi ai prezzi di vendita. Dall'altro lato, le quote dei profitti erano molto aumentate prima della crisi del 2008 e quindi risulta difficile confrontarne gli andamenti poiché non esiste un parametro affidabile del reale livello di lungo periodo di tali quote.

Reddito netto di impresa e utili netti non distribuiti

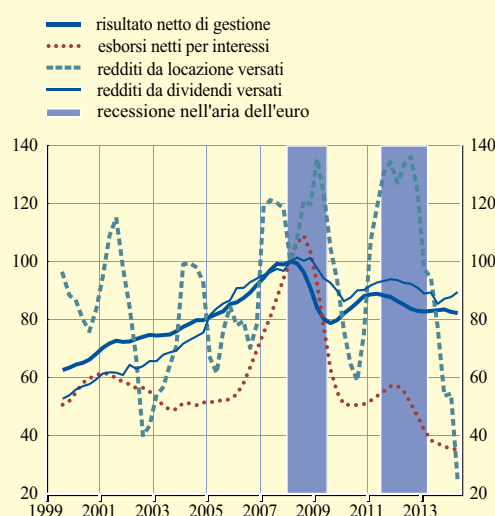
Il reddito netto di impresa e gli utili netti non distribuiti hanno evidenziato dinamiche modeste negli ultimi due anni, ma relativamente più robuste di quelle del margine operativo netto. Sottraendo dal margine operativo netto i costi per i pagamenti netti per interessi e i redditi da locazione versati e aggiungendovi i redditi da capitale percepiti diversi dagli interessi (come il reddito da dividendi percepiti e i redditi da capitale di natura assicurativa)

si ottiene una misura del reddito netto da impresa. Considerati i cali negli ultimi anni dei pagamenti netti per interessi e dei redditi da locazione versati e i più recenti miglioramenti nel reddito da capitale al netto degli interessi (cfr. figura D), il reddito netto da impresa ha seguito un'evoluzione migliore del margine operativo netto. Dal reddito netto le imprese devono ancora detrarre, in particolare, le imposte sul reddito e sulla ricchezza e i dividendi; gli utili netti non distribuiti (risparmio netto) – la misura del reddito che resta a disposizione delle imprese come finanziamento addizionale – sono pertanto inferiori al reddito netto da impresa. Diversamente dalle pure componenti di costo come i pagamenti netti per interessi, i versamenti di dividendi sono a discrezione delle imprese, quantomeno nella misura in cui rimangono in linea con le aspettative sul valore per gli azionisti. Le decisioni sul versamento dei dividendi, pertanto, forniscono alle imprese un certo margine di manovra per influenzare gli utili netti non distribuiti²⁾. Grazie ai minori dividendi versati, gli utili netti non distribuiti sono diminuiti in misura minore del reddito d'impresa.

Le quote del reddito netto di impresa e degli utili netti non distribuiti sul valore aggiunto si sono di recente stabilizzate o hanno registrato un lieve aumento. Ciò contrasta con il protratto calo delle quote corrispondenti relative al margine operativo lordo e a quello netto. In aggiunta, le quote del reddito netto di impresa e degli utili non distribuiti si collocano leggermente al di sotto della media di lungo periodo, ma non senza precedenti (cfr. figura E). I movimenti relativi delle variabili implicano che le pressioni al ribasso sui prezzi esercitate dai profitti unitari netti sulla crescita del deflatore del valore aggiunto nell'ultimo anno non riflettono un'ulteriore compressione degli utili netti non distribuiti, bensì la riduzione dei pagamenti netti per interessi e dei dividendi versati.

Figura D: Risultato netto di gestione delle imprese non finanziarie e sue componenti selezionate

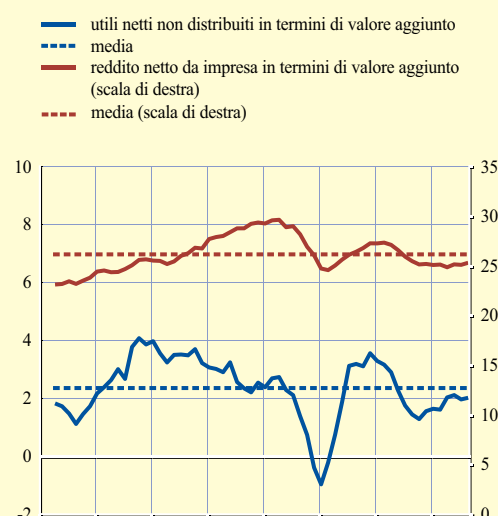
(indice 1° trimestre 2008 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura E: Quota del reddito netto da impresa e degli utili netti non distribuiti sul valore aggiunto delle imprese non finanziarie

(in percentuale del valore aggiunto; media dal 1999)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

2) A questo riguardo, gli utili netti non distribuiti possono altresì riflettere la scelta delle SNF di generare fondi per il finanziamento esterno o per l'autofinanziamento, ad esempio in presenza di vincoli di accesso al finanziamento esterno o di pressioni per una riduzione dell'indebitamento e dell'esigenza di risanare i bilanci.

Conclusioni

Ferma restando la considerevole eterogeneità presente fra i paesi dell'area dell'euro, i dati per l'area nel suo insieme indicano che i margini di profitto delle SNF sono fortemente diminuiti di fronte alla compressione dei profitti dovuta agli aumenti dei costi dei servizi del lavoro e del capitale a seguito della recessione del 2008/2009. Ciò riflette il ristretto margine di manovra a disposizione delle imprese per trasferire i maggiori costi sui prezzi dell'output, in un contesto concorrenziale e di debolezza della domanda. Le stesse dinamiche dei costi sono aumentate, quantomeno in relazione al reddito, a causa della bassa crescita della produttività e delle rigidità verso il basso dei salari.

Ciò nonostante, più di recente la misura più ristretta del reddito netto di impresa e degli utili netti non distribuiti delle imprese hanno mostrato maggiore robustezza dei profitti netti. Tale andamento si deve al fatto che il reddito netto da impresa è stato sospinto verso l'alto dal calo di costi come i pagamenti netti per interessi, mentre gli utili netti non distribuiti hanno beneficiato della flessione del reddito da dividendi versato. Altre misure della redditività delle SNF confermano questa dinamica dei profitti. Le misure della redditività del capitale, come il rapporto fra reddito di impresa e prestiti, obbligazioni e capitale proprio al netto delle disponibilità liquide, si collocano attualmente su livelli bassi, ma hanno mostrato i primi segnali di miglioramento nel 2014.

FLESSIBILITÀ NELL'AMBITO DEL PATTO DI STABILITÀ E CRESCITA

Il 13 gennaio la Commissione europea ha pubblicato una comunicazione sul migliore utilizzo della flessibilità nell'ambito delle regole vigenti del Patto di stabilità e crescita come contributo per sviluppare un orientamento delle politiche di bilancio più favorevole alla crescita nell'area dell'euro. Tale comunicazione sarà attuata con effetto immediato. Senza modificare i regolamenti vigenti, essa chiarisce e contestualmente estende la flessibilità nell'applicazione delle regole del Patto di stabilità e crescita (PSC) in tre aree principali: (a) condizioni cicliche, (b) riforme strutturali e (c) investimenti pubblici. Questo riquadro delinea i principali elementi della comunicazione e le sue implicazioni per la sorveglianza nell'ambito del quadro di governance dell'UE per le finanze pubbliche.

Il nuovo trattamento delle condizioni cicliche nell'ambito del braccio preventivo del PSC

Ai sensi dell'articolo 5, paragrafo 1, del Regolamento (CE) n. 1466/1997, che stabilisce le disposizioni per i paesi dell'UE nell'ambito del braccio preventivo del PSC, agli Stati membri che non hanno ancora raggiunto il proprio obiettivo di bilancio a medio termine (OMT) è richiesto di perseguire un miglioramento annuo del rispettivo saldo di bilancio strutturale dello 0,5 per cento del PIL come parametro di riferimento. Il regolamento specifica inoltre che gli Stati membri con un livello di indebitamento superiore al 60 per cento del PIL o che presentano rischi considerevoli in termini di sostenibilità complessiva del debito debbano conseguire un miglioramento annuo del saldo strutturale che superi lo 0,5 per cento del PIL. In particolare, nel valutare l'adequazione dei progressi realizzati da ciascun paese per raggiungere il proprio OMT, il Consiglio e la Commissione devono valutare se "un maggiore sforzo di aggiustamento è stato compiuto in periodi di congiuntura favorevole", mentre lo sforzo "può essere più limitato in periodi di congiuntura sfavorevole".

La comunicazione della Commissione definisce i periodi di congiuntura favorevole e distingue gli andamenti economici che si verificano in circostanze peggiori rispetto a quelle normali in congiuntura sfavorevole, molto sfavorevole ed eccezionalmente sfavorevole¹⁾. A tale scopo, essa include una matrice che specifica gli aggiustamenti di bilancio necessari, in base ai livelli di output gap e crescita economica, per i paesi con un debito pubblico inferiore al 60 per cento del PIL e per quelli con un debito pubblico superiore al 60 per cento del PIL²⁾. Secondo tale matrice, indipendentemente dal livello di indebitamento, non occorre alcun aggiustamento di bilancio (che equivale a concedere una deroga) nei paesi interessati da periodi di congiuntura eccezionalmente sfavorevole, caratterizzati da una crescita negativa o un output gap inferiore al -4 per cento del PIL. Inoltre, in periodi di congiuntura molto sfavorevole, caratterizzati da un output gap compreso tra il -3 e il -4 per cento del PIL, lo sforzo richiesto sul piano strutturale si riduce a zero e allo 0,25 per

1) La comunicazione, tuttavia, non definisce cosa si intende per grave recessione economica né, di conseguenza, le condizioni per l'attivazione della clausola di salvaguardia generale (cfr. articolo 5, paragrafo 1, del Regolamento (CE) n. 1466/1997 e articolo 3, paragrafo 5, del Regolamento (CE) n. 1467/1997), che consente l'interruzione dell'aggiustamento strutturale nel quadro sia del braccio preventivo sia di quello correttivo del Patto in caso di grave recessione economica per l'area dell'euro o per l'UE nel suo complesso fintantoché la sostenibilità delle finanze pubbliche non è a rischio.

2) Quale criterio nell'ambito di questa matrice, si valuta se la situazione economica è in fase di miglioramento o peggioramento distinguendo se la crescita reale supera o non raggiunge il tasso di crescita potenziale specifico di un paese.

cento del PIL per i paesi con debito, rispettivamente, inferiore e superiore al 60 per cento del PIL. La correzione richiesta per questi gruppi di paesi, durante il Semestre europeo del 2014, era rispettivamente dello 0,1 e dello 0,5 per cento del PIL. In circostanze normali, caratterizzate da un output gap compreso tra il -1,5 e l'1,5 per cento del PIL, lo sforzo richiesto in termini strutturali è pari allo 0,5 per cento del PIL per i paesi con un debito al di sotto del 60 per cento del PIL ed è superiore allo 0,5 per cento del PIL per i paesi con un debito al di sopra del 60 per cento del PIL. Nei periodi di congiuntura favorevole, caratterizzati da un output gap che supera l'1,5 per cento del PIL, lo sforzo strutturale richiesto aumenta progressivamente a oltre lo 0,75 per cento del PIL e a oltre l'1 per cento del PIL per i paesi con un debito, rispettivamente, inferiore e superiore al 60 per cento del PIL. A questo proposito, la comunicazione va al di là delle disposizioni del codice di condotta vigente per l'attuazione del PSC, il quale afferma che, in linea di principio, per periodi di congiuntura favorevole si devono intendere i periodi in cui il prodotto eccede il suo livello potenziale, ossia i periodi in cui l'output gap è positivo e maggiore di zero. Rispetto ai precedenti requisiti applicati alla valutazione dei progetti di documenti programmatici di bilancio per il 2015, ad esempio, lo sforzo strutturale richiesto all'Italia nell'ambito del braccio preventivo sarebbe dimezzato allo 0,25 per cento del PIL, pur ricordando che il rispetto della regola del debito è un requisito vincolante del PSC.

Tuttavia, l'output gap, che incide in larga misura sugli aggiustamenti richiesti in base alla nuova matrice decisionale, costituisce una variabile non osservabile soggetta, nel tempo, ad ampie revisioni. L'esperienza passata indica una distorsione negativa in tempo reale dell'output gap nell'ordine dell'1 per cento del PIL nell'arco del periodo 2003-13³⁾; in particolare, la forte espansione del 2006-07 non fu considerata in tempo reale un periodo di congiuntura favorevole. Di conseguenza, l'aggiustamento di bilancio necessario per conseguire l'OMT determinato in tempo reale dalla nuova matrice potrebbe rivelarsi di minore entità rispetto all'aggiustamento che sarebbe stato necessario sulla base di dati ex post. Questo potrebbe compromettere la finalità del braccio preventivo del Patto, ossia la costituzione di riserve nei periodi di congiuntura favorevole.

Il trattamento delle riforme strutturali

Ai sensi dell'articolo 5, paragrafo 1, del Regolamento (CE) n. 1466/1997, i paesi possono deviare dal percorso di aggiustamento verso il proprio OMT se hanno attuato importanti riforme strutturali che migliorano la sostenibilità dei conti pubblici a lungo termine. Il codice di condotta del PSC fornisce esempi di importanti riforme nei settori sanitario, pensionistico e del mercato del lavoro ma chiarisce altresì che saranno prese in considerazione solo le riforme di grande portata con effetti positivi diretti sul bilancio pubblico a lungo termine e un impatto positivo verificabile sulla sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche. Inoltre, il codice di condotta precisa che si dovrebbe tener conto delle sole riforme effettivamente adottate. A differenza del codice di condotta, la comunicazione della Commissione prevede che le riforme possano ora essere riconosciute anche ex ante sulla base di un apposito piano di riforme strutturali presentato dallo Stato membro; tale piano deve contenere le scadenze per l'adozione e l'attuazione delle riforme. In mancanza di un quadro metodologico di riferimento per misurare i costi delle riforme

3) Cfr. anche Kamps, C., De Stefani, R., Leiner-Killinger, N., Rüffer, R. e Sondermann, D., "The identification of fiscal and macroeconomic imbalances – unexploited synergies under the strengthened EU governance framework", *Occasional Paper Series*, n. 157, BCE, 2014.

strutturali a carico dei conti pubblici in modo coerente nel tempo e per i diversi paesi, la Commissione considera di concedere ai paesi un allentamento delle politiche di bilancio per le riforme strutturali pianificate sotto forma di una deviazione dal percorso di aggiustamento verso il rispettivo OMT di un valore fino allo 0,5 per cento del PIL e per un periodo fino a quattro anni. Sarebbe utile sviluppare un quadro metodologico per misurare i costi a breve termine delle riforme strutturali che gravano sulle finanze pubbliche e per collegare un'eventuale franchigia a costi chiaramente quantificabili, considerato altresì il fatto che non tutte le riforme strutturali comportano costi a carico dei bilanci pubblici.

Nell'ambito del braccio correttivo del Patto, ossia la procedura per i disavanzi eccessivi (PDE), la Commissione terrà conto dell'esistenza di un apposito piano di riforme strutturali (che deve fornire informazioni dettagliate e verificabili nonché scadenze credibili per la loro adozione e attuazione) quale fattore rilevante nel raccomandare l'avvio di una procedura e nel fissare o prorogare il termine per la correzione del disavanzo eccessivo. È importante notare che la Commissione ha chiarito che non esistono compromessi tra riforme strutturali e attuazione di misure efficaci per la riduzione del deficit eccessivo, vale a dire che per i paesi oggetto di una procedura per i disavanzi eccessivi permane l'obbligo di conseguire i rispettivi obiettivi di risanamento dei conti pubblici.

Il trattamento degli investimenti pubblici

La comunicazione della Commissione ha ripristinato la clausola sugli investimenti.

Tale clausola è stata applicata nel 2013 e nel 2014 ma era stata sospesa per il 2015 e permette ai paesi sottoposti al meccanismo preventivo del PSC di deviare temporaneamente dal percorso di aggiustamento verso l'OMT al fine di consentire ulteriori investimenti pubblici. La clausola sugli investimenti è stata introdotta dalla Commissione nel 2013 includendo gli investimenti nella suddetta clausola sulle riforme strutturali importanti del PSC. La questione è stata oggetto di controversia, dato che l'investimento pubblico differisce in natura dalla riforma strutturale. La clausola ora riguarda la spesa in conto capitale sui progetti cofinanziati dall'UE, compresi la politica strutturale e di coesione, le reti transeuropee, il Meccanismo per collegare l'Europa e il fondo europeo istituito di recente per gli investimenti strategici ⁴⁾. Mentre l'attivazione della precedente clausola sugli investimenti dipendeva da andamenti economici negativi nell'insieme dell'UE (cioè una crescita negativa del PIL con la previsione di un output gap negativo o ampiamente negativo nell'UE), la nuova clausola sugli investimenti può essere attivata sulla base di andamenti economici nei singoli Stati membri interessati (una crescita negativa del PIL o un output gap inferiore al -1,5 per cento del PIL). Come avveniva per la precedente clausola sugli investimenti, gli Stati membri sono tenuti ad assicurare un margine di sicurezza per il rispetto del valore di riferimento del 3 per cento del PIL fissato per il disavanzo. È stata esclusa una condizione importante che veniva applicata ai sensi della precedente clausola sugli investimenti, ossia non vi è più alcun riferimento all'osservanza della regola del debito. Nella primavera del 2014 la richiesta di attivazione della clausola sugli investimenti da parte delle autorità italiane è stata respinta dalla Commissione con la motivazione che non veniva assicurata l'osservanza della regola del debito.

4) I conferimenti in contante per l'istituzione del Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS) non incideranno sul disavanzo ma incideranno sul debito se finanziati mediante l'indebitamento delle amministrazioni pubbliche, questione che sarà gestita considerando fattori di rilevanza nell'ambito del quadro sulla procedura per i disavanzi eccessivi (come è avvenuto per i conferimenti finanziari al Meccanismo europeo di stabilità).

Implicazioni per la sorveglianza dei conti pubblici nella UE

La comunicazione della Commissione ha implicazioni in particolare per l'attuazione del braccio preventivo del Patto. Nello specifico, la riduzione dei requisiti di aggiustamento a livello strutturale può essere piuttosto consistente dato che i paesi possono ricorrere a tutte e tre le disposizioni in misura cumulativa. Se la flessibilità del PSC dovrebbe essere esercitata per evitare che le politiche di bilancio compromettano la ripresa economica e per sostenere la riforma strutturale, al tempo stesso deve essere calibrata con attenzione per non pregiudicare la sostenibilità del debito e, pertanto, la credibilità del Patto e la sua applicazione coerente tra i vari paesi e nel tempo. In tale contesto, la riduzione dei requisiti di aggiustamento anche per i paesi con un livello elevato di indebitamento aumenta il rischio di incoerenze con i requisiti previsti dalla regola del debito. Onde evitare che vengano ripetuti gli errori del quadro di governance vigente prima della crisi è importante che la regola del debito, una delle principali lezioni impartite dalla crisi, non sia messa da parte. Vi è altresì l'esigenza di un quadro metodologico chiaro per tener conto dei costi delle riforme strutturali a carico delle finanze pubbliche; a tale riguardo, occorre che in questo quadro siano prese in considerazione le sole riforme strutturali che sono effettivamente attuate.

I PREZZI DEL COMPARTO ALIMENTARE NELL'AREA DELL'EURO: RISULTATI DELL'ANALISI DI UNA BASE DATI DISAGGREGATA SUI PREZZI



Questo articolo esamina il funzionamento del mercato unico e le determinanti delle differenze nei livelli dei prezzi all'interno dell'area dell'euro, in base ai risultati principali del lavoro di un gruppo di economisti del Sistema europeo di banche centrali istituito per analizzare una particolare base dati disaggregata sui prezzi del comparto alimentare nei paesi dell'area.

I risultati illustrano la presenza di significativi effetti frontiera, in quanto le differenze di prezzo sono notevolmente superiori tra paesi che all'interno di uno stesso paese. In termini di determinanti delle differenze tra paesi, esistono forti riscontri di una segmentazione del mercato. Viene messo in evidenza che, oltre alle abitudini dei consumatori, anche caratteristiche strutturali, specificamente la situazione concorrenziale a livello di produttori e distributori al dettaglio, influiscono sull'entità e la dispersione dei prezzi. Emergono altresì indicazioni su altri aspetti rilevanti per la comprensione delle dinamiche dell'inflazione sia tra paesi sia all'interno di uno stesso paese, come ad esempio le implicazioni potenziali per la misurazione dell'inflazione, derivanti dalla comparsa di nuovi prodotti e rivendite.

L'analisi mostra nell'insieme che ulteriori riforme volte ad agevolare l'ingresso e a migliorare la contendibilità nei mercati dei beni e nel settore della distribuzione commerciale, contribuirebbero a rafforzare il mercato unico.

I INTRODUZIONE E ANTEFATTI

Questo articolo attinge a una nuova base dati sui prezzi del comparto alimentare nell'area dell'euro e fa seguito al rapporto 2011 dell'Eurosistema sugli aspetti strutturali, dedicato alle caratteristiche strutturali della distribuzione commerciale e al relativo impatto sui prezzi nell'area dell'euro¹⁾. Il rapporto esamina il ruolo svolto dal settore della distribuzione commerciale (intesa come commercio all'ingrosso e al dettaglio), che costituisce l'interfaccia principale tra i produttori di beni di consumo e i consumatori, e si prefigge di analizzare le caratteristiche strutturali di tale settore (in particolare il grado di concorrenza e gli aspetti regolamentari) e l'impatto da queste esercitato sugli andamenti dei prezzi nell'area dell'euro. Una delle principali risultanze è il livello considerevole di dispersione dei prezzi nell'area, con riscontri di un "effetto frontiera" (nel senso che le differenze di prezzo tra paesi sono maggiori di quelle all'interno di uno stesso paese).

I risultati del rapporto 2011 dell'Eurosistema sugli aspetti strutturali suggeriscono che vi sono ampi margini di miglioramento per il mercato unico e che un'ulteriore crescita della concorrenza effettiva nel settore della distribuzione commerciale potrebbe contribuire a ridurre i differenziali di prezzo. Tuttavia, diversi aspetti fondamentali nel rapporto non hanno potuto essere sviscerati per la mancanza di dati adeguati. Per quanto concerne anzitutto il mercato unico, il riscontro del perdurare di forti effetti frontiera appare robusto, ma l'analisi è indiretta. Inoltre, si rileva una leggera interazione fra il grado di concentrazione del mercato del commercio al dettaglio e i prezzi senza tuttavia riuscire ad analizzare gli effetti del primo sul livello dei secondi. Infine il rapporto, che pure ha potuto documentare la comparsa dei discount e dei prodotti a marchio del distributore (private label), non è stato in grado di fornire ragguagli circa l'impatto possibile di questi cambiamenti strutturali sulla misurazione dell'inflazione.

1) "Structural features of distributive trades and their impact on prices in the euro area", Task Force del Comitato di politica monetaria del Sistema europeo di banche centrali, *Occasional Paper Series*, n. 128, BCE, Francoforte sul Meno, settembre 2011. Cfr. anche l'articolo *Caratteristiche strutturali del settore della distribuzione commerciale e relativo impatto sulla dinamica dei prezzi nell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2011 di questo Bollettino.

Il presente articolo utilizza una base proprietaria di dati disaggregati sui prezzi del comparto alimentare²⁾ per esaminare alcuni di questi aspetti fondamentali. Esso si prefigge in particolare di: 1) meglio comprendere le caratteristiche strutturali stilizzate dei prezzi del comparto alimentare nell'area dell'euro; 2) analizzare e quantificare il grado di dispersione dei prezzi e l'entità degli effetti frontiera all'interno dell'area dell'euro; 3) esaminare i fattori, in particolare la concorrenza, alla base delle differenze nel livello dei prezzi tra paesi; 4) fornire indicazioni in merito al possibile impatto degli andamenti strutturali nel settore della distribuzione commerciale sulla misurazione dell'inflazione³⁾. L'articolo dapprima descrive i dati e successivamente considera alcune determinanti potenziali delle differenze nel livello dei prezzi tra paesi dell'area dell'euro. L'analisi include il possibile impatto della comparsa dei prodotti private label e dei cambiamenti strutturali nelle tipologie di esercizi al dettaglio sulla misurazione dell'inflazione calcolata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e la trasmissione delle variazioni dell'imposta sul valore aggiunto (IVA) ai prezzi al consumo.

La base dati utilizzata nel presente articolo comprende circa 3,5 milioni di rilevazioni dei prezzi e dei quantitativi di singoli articoli venduti nel periodo 2009-11, disaggregate in base a varie dimensioni (tra cui paesi, regioni, prodotti, marche, confezioni e tipologie di esercizio). I prezzi dei singoli articoli sono approssimati dai valori unitari (comprensivi di IVA), calcolati come valore totale delle vendite in un periodo determinato, diviso per i quantitativi di prodotti venduti; questi ultimi sono disponibili in termini sia di numero di confezioni sia di unità "equivalenti" di contenuto (ad esempio litri e chilogrammi)⁴⁾. La ricchezza dei dati risiede nella loro multidimensionalità: coprono infatti 13 paesi dell'area dell'euro⁵⁾ – per i quali possono essere identificate 70 regioni e una decina di tipologie di esercizio commerciale – e 45 categorie merceologiche⁶⁾, con dettagli relativi a quattro marche per ciascuna categoria, tre referenze per marca e statistiche aggregate sui private label. Il periodo campione copre principalmente il triennio 2009-2011, con il 98,6 per cento delle rilevazioni mensili concentrato nei 37 mesi compresi fra novembre 2008 e novembre 2011. Benché ampia e articolata, con una copertura di mercato complessiva stimata di circa il 75-85 per cento, la base dati non è equilibrata (nel senso che non tutte le informazioni sono disponibili per tutte le dimensioni)⁷⁾. Essa è stata ritenuta rappresentativa per la sua elevata congruenza sia con le statistiche dettagliate relative all'indice dei prezzi al consumo (IPC) dei singoli paesi, sia con i dati particolareggiati inclusi nella serie relativa alla parità di potere di acquisto (PPA) ottenuti da Eurostat dopo aver tenuto conto delle dimensioni delle confezioni.

- 2) I dati proprietari sono stati ottenuti da Nielsen, una società internazionale che opera nel settore delle informazioni e delle misurazioni di mercato, e sono di norma raccolti dai lettori di codici a barre.
- 3) L'analisi della base dati è stata affidata a un gruppo di esperti composto da economisti provenienti da tutto il Sistema europeo di banche centrali e ha potuto così beneficiare di competenze a livello di singoli paesi. Il presente articolo attinge al lavoro e ai risultati di questo gruppo.
- 4) I prezzi al netto dell'IVA sono stati calcolati utilizzando le informazioni relative all'aliquota IVA per ciascuna categoria merceologica in ciascun paese.
- 5) I paesi coperti sono: Belgio, Germania, Estonia, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi, Austria, Portogallo, Slovenia e Slovacchia (vale a dire tutti i paesi dell'area eccetto Cipro, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta e Finlandia).
- 6) (1) succo di frutta 100%; (2) detersivo multiuso; (3) detersivo per lavastoviglie; (4) alimenti per bambini; (5) birra; (6) dadi da brodo; (7) burro; (8) bevande gassate; (9) alimenti per gatti; (10) cereali pronti; (11) gomma da masticare; (12) cioccolato; (13) sigarette; (14) caffè macinato; (15) caffè solubile; (16) preservativi; (17) deodoranti; (18) pannolini; (19) alimenti per cani; (20) ammorbidente per tessuti; (21) pesce surgelato; (22) gelato; (23) confettura di fragole; (24) detersivo per biancheria; (25) margarina; (26) latte fresco; (27) latte a lunga conservazione; (28) olio d'oliva; (29) salva-slip; (30) asciugamenti di carta; (31) pasta/spaghetti; (32) piselli surgelati; (33) piselli in scatola; (34) riso; (35) shampoo; (36) prodotti per la rasatura; (37) zucchero; (38) carta igienica; (39) dentifricio; (40) tonno in scatola; (41) vodka; (42) acqua frizzante; (43) acqua naturale; (44) minestre; (45) whisky.
- 7) Ciò rispecchia il fatto che i dati sottostanti provengono da uffici nazionali, ciascuno dei quali ha le proprie modalità di segnalazione. Ad esempio, alcuni paesi non segnalano informazioni relative alle regioni o dati resi equivalenti per determinate categorie merceologiche.

2 DISPERSIONE DEI PREZZI NEL COMPARTO ALIMENTARE DELL'AREA DELL'EURO A LIVELLO NAZIONALE E TRA PAESI ⁸⁾

Benché esistano alcuni riscontri empirici di un calo della dispersione dei prezzi su un arco di tempo più lungo nell'area dell'euro ⁹⁾, nel periodo considerato (2009-11) le differenze di prezzo rimangono sostanziali per tutta una serie di prodotti e le evidenze di convergenza sono solo limitate (cfr. riquadro 1).

I dati utilizzati nel presente articolo, pur estremamente disaggregati, presentano una difficoltà al momento di analizzare la dispersione dei prezzi in quanto esiste una notevole eterogeneità tra le varie categorie merceologiche nei diversi paesi. Le marche e le specifiche dei prodotti venduti possono essere notevolmente diverse. Per quanto riguarda ad esempio il riso, le tipologie vendute variano considerevolmente da un paese all'altro (per preparazioni asciutte, risotti, paella, ecc.). Con riferimento invece ad articoli quali i pannolini, la marca principale è di norma la stessa in gran parte dei paesi. Tale diversità può essere imputata a vari fattori: 1) presenza storica delle marche; 2) diverse preferenze a livello nazionale; 3) regolamentazione del mercato dei beni e servizi che può ostacolare l'introduzione di nuove marche. Inoltre, i dati disponibili riguardano un arco di tempo (2009-2011) che include un periodo di considerevoli tensioni economiche nell'area dell'euro. Per i suddetti motivi, le differenze di prezzo specifiche per singoli prodotti e paesi riportate nel riquadro 1 dovrebbero essere ritenute indicative. In aggiunta, i prezzi costituiscono solo uno degli aspetti considerati dai consumatori, che potrebbero essere altresì interessati alla scelta, alla qualità e all'innovazione ¹⁰⁾.

8) Questa sezione attinge a Reiff, A. e Rumler, F., "Within and cross-country price dispersion in the euro area", *Working Paper Series*, n. 1742, BCE, Francoforte sul Meno, novembre 2014; Kulikov, D., "Law of One Price in the euro area: an empirical investigation using Nielsen disaggregated price data", *Working Papers of Eesti Pank*, 10/2014; Petroulas, P. e Kosma, T., "Analysing price level differences in the euro area", *Working Paper Series*, BCE, Francoforte sul Meno, di prossima pubblicazione.

9) Cfr. ad esempio Faber, R.P. e Stokman, A.C.J., "A Short History of Price Level Convergence in Europe", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 41, n. 2-3, marzo-aprile 2009, pagg. 461-477.

10) In questo contesto si veda un recente (ottobre 2014) studio predisposto per la Commissione europea, dal titolo *Study on the economic impact of modern retail on choice and innovation in the EU food sector*, che esamina il possibile impatto del grado di concentrazione (dei distributori al dettaglio di beni alimentari/produttori di marche alimentari) o di altri fattori (quali la tipologia/le dimensioni dell'esercizio commerciale, il grado di penetrazione dei private label e le caratteristiche socio-demografiche) sulla scelta e l'innovazione per i consumatori nei negozi europei (http://ec.europa.eu/competition/sectors/agriculture/overview_en.html).

Riquadro 1

DIFFERENZIALI DI PREZZO TRA PAESI

Benché esista una considerevole eterogeneità tra categorie merceologiche in termini di differenze di livello dei prezzi tra paesi, si riscontrano alcune caratteristiche comuni. Nello specifico, molti prodotti inclusi nella serie sono di norma relativamente economici in Germania, Spagna e Paesi Bassi e relativamente costosi in Belgio, Irlanda e Grecia (cfr. la tavola). Per altri paesi si rilevano risultati più contrastanti tra le varie categorie considerate.

Nell'utilizzare questa base dati per un confronto tra i livelli di prezzo dei vari paesi, occorre tuttavia tenere presenti alcuni motivi di cautela. In primo luogo sono inclusi gli alimenti e i prodotti per la cura e l'igiene personale compresi nel comparto alimentare, ma sono escluse categorie quali i prodotti alimentari non trasformati, i beni energetici, i servizi e i beni di consumo durevoli. In secondo luogo riguarda il triennio 2009-11 e, se durante questo periodo sono

di fatto intervenuti alcuni aggiustamenti dei prezzi in taluni paesi dell'area dell'euro, non si può escludere che altri abbiano avuto luogo successivamente. Infine la copertura delle tipologie di esercizio commerciale, per quanto generalmente coerente, è diversa nei vari paesi. Ciò nonostante, le caratteristiche generali individuate sono di norma valide sia per una serie di sottocampioni di prodotto che possono essere considerati generalmente comparabili, sia per un sottoinsieme molto ristretto di articoli individuati come corrispondenze esatte tra paesi.

Nel periodo in esame si rileva una sostanziale dispersione dei prezzi, con una convergenza solo limitata. L'estrema eterogeneità fra paesi in termini di prezzi unitari nelle categorie merceologiche oggetto di indagine emerge dal confronto nel tempo tra il prezzo unitario mediano dei singoli paesi e il livello medio dei prezzi nell'area dell'euro, dal quale si evince altresì che il grado di convergenza dei prezzi unitari mediani è piuttosto limitato fra i vari paesi. I prezzi mediani al netto dell'IVA hanno di fatto evidenziato una convergenza verso la media dell'area dell'euro solo in Irlanda, Grecia e Austria. I prodotti di marca sono divenuti meno costosi in Irlanda e Grecia, dove la differenza di prezzo rispetto alla media dell'area ha registrato una riduzione cumulata rispettivamente pari a 3 e 6 punti percentuali nel periodo 2009-11, e meno economici in Austria, dove è stata registrata una variazione complessiva di 2 punti percentuali (cfr. la tavola) ¹⁾. Occorre rilevare come i dati su prezzi e volumi a livello di marca mostrino che, per gran parte delle categorie merceologiche, Irlanda e Grecia risultano generalmente i paesi più cari (o tra i più cari) e Germania e Spagna figurano tra i più convenienti. Ciò è in linea con le differenze osservate in termini di caratteristiche del mercato della produzione. In particolare Grecia e Irlanda sono contraddistinte di norma da quote di mercato maggiori per la marca principale in gran parte delle categorie merceologiche, il che implica maggiore potere monopolistico e maggiori margini, e quote generalmente ridotte per i prodotti a marchio del distributore

**Differenza mediana rispetto al livello medio dei prezzi nell'area dell'euro
(al netto dell'IVA)**

(percentuali)

Paesi	Tutti i beni, compresi i private label		Solo prodotti di marca	
	2009	2011	2009	2011
BE	4	7	18	19
DE	-20	-20	-11	-10
EE	-21	-20	-13	-12
IE	23	17	35	32
GR	10	5	23	17
ES	-14	-13	-3	-3
FR	-4	-3	3	5
IT	-8	-10	2	0
NL	-21	-21	-15	-15
AT	-15	-11	-5	-3
PT	-23	-22	-11	-11
SI	10	11	13	12
SK	-19	-23	-11	-15

Fonti: Nielsen ed elaborazioni degli esperti dell'Eurosistema.
Nota: esclusi i tabacchi e gli alcolici.

1) Paesi quali il Belgio e la Slovacchia evidenziano per contro andamenti divergenti. Inoltre, se si considerano i prezzi unitari comprensivi di IVA, il prezzo unitario mediano di alcuni paesi non presenta più un andamento convergente.

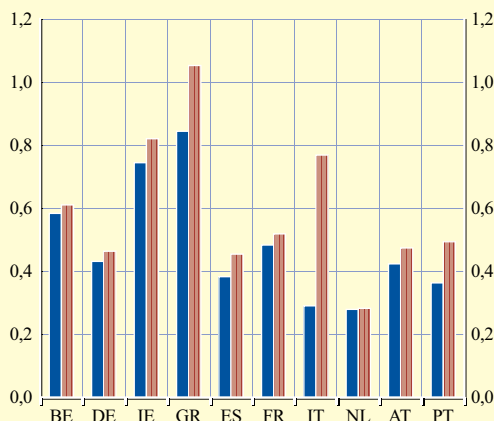
(private label). In Germania e Spagna, invece, la quota di mercato dei principali produttori sembra significativamente inferiore e quella degli articoli private label significativamente superiore. Sembrano esistere differenze anche nel comportamento dei consumatori. In media, greci e irlandesi tendono ad acquistare confezioni più piccole e hanno una minore intensità di consumo dei beni inclusi nel campione, mentre tedeschi e spagnoli evidenziano comportamenti opposti. Per un approfondimento dei possibili fattori alla base dei differenziali di prezzo, si veda la terza sezione nel testo principale dell'articolo.

Prezzo unitario massimo e minimo (al netto dell'IVA) di alcuni prodotti delle principali marche (a livello regionale)

— min
— max

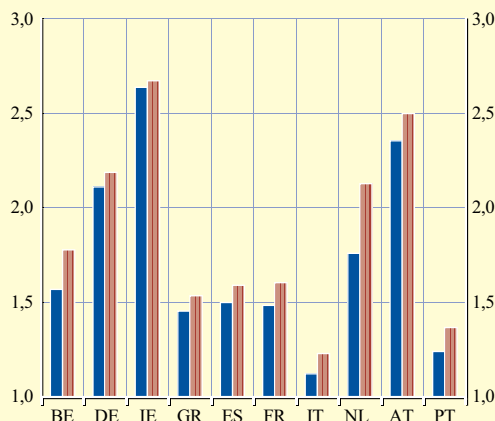
Asciugamani di carta

asse delle ordinate: €/rotolo



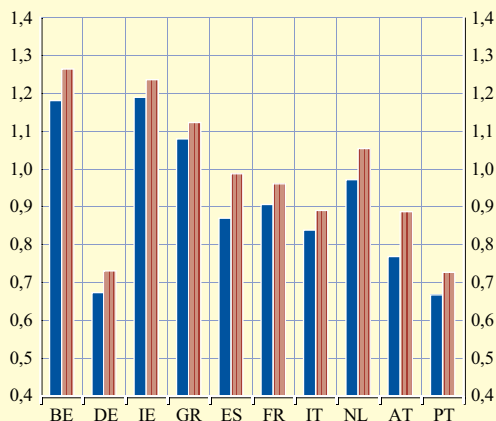
Pasta secca

asse delle ordinate: €/kg



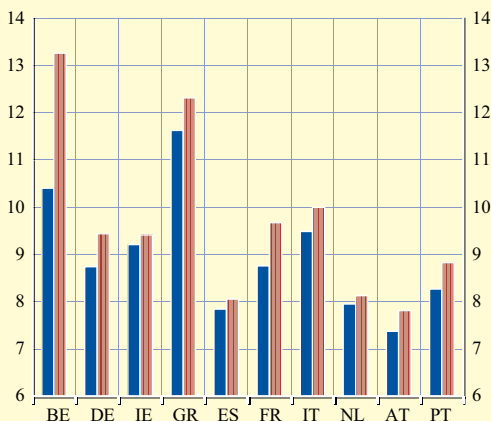
Bevande gassate

asse delle ordinate: €/litro



Tonno in scatola

asse delle ordinate: €/kg



Fonti: Nielsen ed elaborazioni degli esperti dell'Eurosistema.

Note: in base ai prezzi unitari medi dei leader di mercato dei prodotti di marca nel periodo considerato. L'inclusione dell'IVA determina risultati analoghi.

La dispersione dei prezzi permane anche una volta tenuto conto delle differenze di qualità. Per tenere almeno parzialmente conto degli effetti derivanti dalle differenze di qualità che potrebbero trovare riflesso nei prezzi, vengono considerati anche i prezzi unitari delle marche leader di mercato. Per definizione, i leader di mercato in ciascuna regione hanno di norma un'ampia base di consumo e sono caratterizzati da un buon livello di qualità. Essi offrono, agli occhi dei consumatori, un rapporto qualità/prezzo ragionevole. Inoltre, per alcune categorie merceologiche i leader di mercato nei vari paesi sono gli stessi produttori (che offrono gli stessi prodotti). Ciò nonostante, anche in questo caso la differenza di prezzo media e mediana tra le regioni più economiche e quelle più costose nei paesi dell'area dell'euro è notevole e pari a 220 e 181 per cento, rispettivamente. Le differenze di prezzo rimangono sostanziali anche in un confronto del 25° e 75° percentile²⁾.

Le differenze di prezzo stanno a indicare una possibile segmentazione dei mercati in quanto riflettono dati aggregati in termini geografici (tra zone urbane e rurali) e quindi non sono generalmente imputabili a una singola località costosa o economica. Tali differenze apparirebbero più comprensibili se fossero rilevate ad esempio tra un negozio nel quartiere più esclusivo di una grande città e uno di una zona meno ricca e principalmente rurale. Succede invece di norma che, quando si escludono i prezzi al di fuori dell'intervallo interquartile compreso fra il 25° e il 75° percentile, alcuni paesi non figurano. Nel caso degli asciugamani di carta, ad esempio, l'intervallo interquartile non include prezzi per la Grecia (il paese più costoso) o i Paesi Bassi (il più economico) (cfr. la figura). Di fatto, per diverse categorie merceologiche si osserva spesso una concentrazione dei prezzi specifica per paese a prescindere dal fatto che il leader di mercato sia lo stesso nelle varie regioni di uno stesso paese o nei vari paesi, a indicare la possibile segmentazione del mercato.

- 2) Questa concentrazione dei prezzi specifica per paese potrebbe altresì riflettere l'impatto di vincoli territoriali dal lato dell'offerta. Occorre tenere presente che la classificazione dei paesi in termini di livello dei prezzi di solito non varia, neanche se i prezzi unitari includono l'IVA.

Nonostante i motivi di cautela riguardo alla misurazione della dispersione dei prezzi, la dimensione regionale dei dati permette di ottenere un'indicazione dell'effetto frontiera più robusta che in passato: il grado di dispersione è significativamente maggiore tra paesi che tra regioni di uno stesso paese e questo suggerisce l'esistenza di sostanziali effetti frontiera nell'area dell'euro. Tale risultato conferma le evidenze indirette di effetti frontiera riportati nel rapporto 2011 dell'Eurosistema sugli aspetti strutturali, che si è avvalso di dati di PPA (cfr. riquadro 2 per un raffronto). La dispersione dei prezzi unitari viene analizzata utilizzando i

Tavola I Effetto frontiera nell'area dell'euro (dispersione dei prezzi unitari, al netto dell'IVA, tra paesi e all'interno di uno stesso paese) – Coefficienti di variazione

Paese/campioni di prodotti	tra paesi	all'interno di uno stesso paese
UEM 13 ¹⁾ , tutti i prodotti	0,37	0,05
UEM 10 ²⁾ , prodotti di marca	0,28	0,03
UEM 10, prodotti di marca, leader di mercato ³⁾	0,29	0,06
Prodotti identici	0,20	0,04

Fonti: Nielsen ed elaborazioni degli esperti dell'Eurosistema.

1) UEM 13 include tutti i paesi appartenenti al campione della serie di dati Nielsen.

2) UEM 10 non include Estonia, Slovenia e Slovacchia.

3) Per leader di mercato si intende la marca che nella regione detiene la quota quantitativa più elevata in ciascuna categoria di prodotto.

coefficienti di variazione, definiti come deviazione standard del prezzo unitario di un prodotto dal prezzo unitario medio dello stesso. Il dato rilevato tra paesi è superiore di circa 5-7 volte a quello osservato all'interno di uno stesso paese, a prescindere dai prodotti considerati (intero campione oppure diversi sottocampioni di prodotti sostanzialmente comparabili o persino identici, cfr. tavola 1). Per il campione completo di prodotti inclusi nella serie (compresi i private label), la dispersione media dei prezzi unitari è pari al 37 per cento tra paesi e a circa il 5 per cento tra regioni di uno stesso paese. Anche per la serie di prodotti identici, la dispersione media dei prezzi unitari del medesimo prodotto è del 20 per cento tra paesi e del 4 per cento all'interno di uno stesso paese.

Riquadro 2

EFFETTI FRONTIERA – EVIDENZE FORNITE DAI DATI SULLE PARITÀ DI POTERE DI ACQUISTO

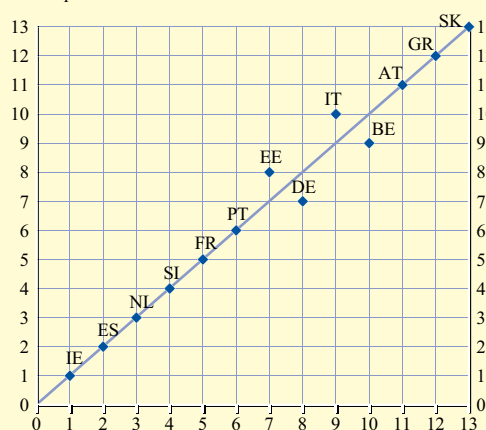
Il presente riquadro prende in esame le evidenze di effetti frontiera provenienti da un'altra fonte: la serie Eurostat relativa alla parità di potere di acquisto (PPA). Esso utilizza statistiche dettagliate a livello di prodotto provenienti dalle cosiddette "tavole Quaranta", impiegate nella validazione dei dati grezzi sui prezzi e nei controlli di qualità. L'esercizio presenta tre vantaggi. In primo luogo dimostra la congruità della serie disaggregata di dati sui prezzi utilizzata nel resto dell'articolo. In secondo luogo evidenzia come gli effetti frontiera documentati nel rapporto 2011 dell'Eurosistema relativo agli aspetti strutturali con dati a partire dal 2009 siano ancora presenti nelle statistiche più aggiornate (relative al 2012 e al 2013). In terzo luogo permette un confronto con le stesse categorie merceologiche (alimenti e bevande) e con un gruppo diverso di prodotti (casa e giardino, ad esempio apparecchi elettronici domestici, vernici e giocattoli)¹⁾.

Malgrado le sostanziali differenze metodologiche, le due serie (dati disaggregati relativi ai prezzi del comparto alimentare e dati di PPA) sono estremamente congruenti. La serie PPA include di norma solo dati raccolti nelle capitali (con alcune eccezioni)²⁾, ma le figure A e B mostrano che per due particolari categorie merceologiche (una nota marca di cereali pronti e latte fresco) la posizione dei prezzi fra i vari paesi è quasi identica a quella osservata nella serie disaggregata su cui si

Figura A Posizione dei prezzi – cereali pronti (marca specifica)

asse delle ascisse: posizione in base ai dati sui prezzi del comparto alimentare
asse delle ordinate: posizione in base ai dati di PPA

♦ posizione: economico-costoso



Fonti: Database di Eurostat sui dati di PPA, Nielsen ed elaborazioni degli esperti dell'Eurosistema.

1) Queste categorie di prodotto sono un elemento importante dei panieri di beni dei consumatori. Gli alimenti rappresentano il 20 per cento dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo complessivo, mentre gli articoli per la casa e il giardino costituiscono circa il 13 per cento (corrispondente a quasi la metà della componente dei beni industriali non energetici). Sono inoltre fortemente commercializzate e rappresentano quindi un buon banco di prova per la misurazione dell'impatto dei confini nazionali.

2) In Germania, i dati sono raccolti per quattro città (Berlino, Bonn, Karlsruhe e Monaco).

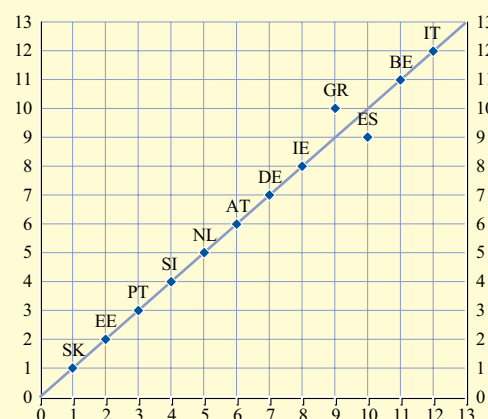
basa il testo principale dell'articolo. I lievi scostamenti che si riscontrano sono di norma relativamente limitati e potrebbero essere dovuti a fattori tecnici quali le diverse preferenze in termini di dimensione delle confezioni nei vari paesi (per un'analisi più dettagliata, si veda la terza sezione nel testo principale dell'articolo).

L'effetto frontiera documentato nel rapporto 2011 dell'Eurosistema sugli aspetti strutturali per i prodotti alimentari, le bevande e i tabacchi è rimasto sostanzialmente invariato. La figura C mostra le variazioni di prezzo all'interno di uno stesso paese/capitale e tra paesi/capitali nell'area dell'euro per 400 prodotti specifici appartenenti alle categorie degli alimentari, delle bevande e dei tabacchi nel 2009 e nel 2012. L'impatto dei confini nazionali è chiaramente visibile, poiché le variazioni di prezzo sono quasi sempre maggiori tra paesi che all'interno di uno stesso paese. Tale risultato rimane valido anche se si considerano i soli prodotti di determinate marche per tenere conto delle possibili differenze in termini di qualità. Il rapporto dell'Eurosistema conferma altresì che la maggiore variazione tra paesi non dipende esclusivamente dalla distanza geografica, poiché

Figura B Posizione dei prezzi – latte (fresco)

asse delle ascisse: posizione in base ai dati sui prezzi del comparto alimentare
asse delle ordinate: posizione in base ai dati di PPA

♦ posizione: economico-costoso

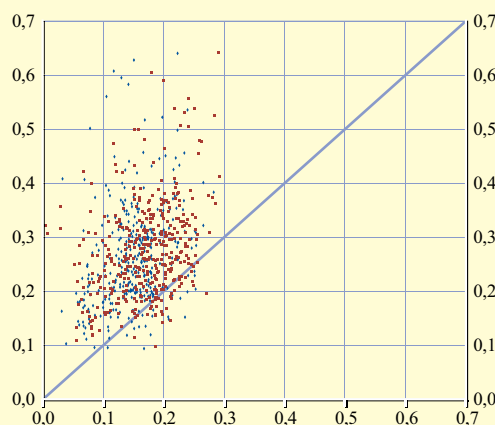


Fonti: database di Eurostat sui dati di PPA, Nielsen ed elaborazioni degli esperti dell'Eurosistema.

Figura C Dispersione dei prezzi di alimentari e bevande all'interno di uno stesso paese e tra paesi

asse delle ascisse: all'interno di uno stesso paese (città)
asse delle ordinate: tra paesi (città)

♦ tutti i prodotti (2009)
■ tutti i prodotti (2012)

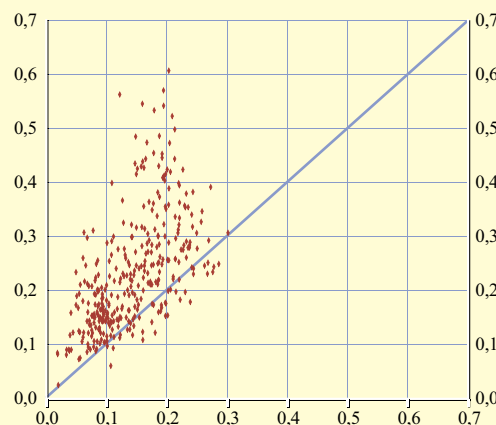


Fonti: database di Eurostat sui dati di PPA, Nielsen ed elaborazioni degli esperti dell'Eurosistema.

Figura D Dispersione dei prezzi dei prodotti per la casa e il giardino all'interno di uno stesso paese e tra paesi

asse delle ascisse: all'interno di uno stesso paese (città)
asse delle ordinate: tra paesi (città)

♦ tutti i prodotti (2013)



Fonti: database di Eurostat sui dati di PPA, Nielsen ed elaborazioni degli esperti dell'Eurosistema.

la dispersione dei prezzi tra quattro capitali (piuttosto vicine tra di loro) – benché inferiore alla media dell'area dell'euro – risulta tuttavia molto superiore a quella misurata fra quattro grandi città tedesche molto più distanti le une dalle altre. Le conclusioni cui giungono Reiff and Rumler³⁾, secondo i quali la distanza è importante, ma i confini svolgono un ruolo ancora maggiore, sembrano pertanto robuste.

Oltre a confermare la precedente analisi per gli alimenti e le bevande, i dati di PPA aggiornati forniscono altresì indicazioni incontestabili di un effetto frontiera anche per i prodotti per la casa e il giardino (ad esempio apparecchi elettronici domestici, vernici e giocattoli), come mostra la figura D. Tali prodotti costituiscono verosimilmente un banco di prova ancora migliore dell'esistenza di un effetto frontiera in quanto tendono a essere più spesso di marche specifiche, sono altamente commerciabili/commerciati e nel loro caso l'influenza delle preferenze locali sui prezzi potrebbe essere inferiore che per i beni alimentari. Anche qui le variazioni di prezzo sono molto maggiori tra paesi che all'interno di uno stesso paese, sia per l'insieme del campione sia per i soli prodotti di marche determinate. I grafici relativi ai paesi del Benelux e alle città tedesche (non riportati) forniscono anch'essi risultati simili da un punto di vista qualitativo.

L'analisi dei dati di PPA avvalorava fortemente le conclusioni raggiunte attraverso l'esame dei dati disaggregati sui prezzi.

3) Reiff, A. e Rumler, F., op. cit.

I dati mostrano nell'insieme come la dispersione dei prezzi: 1) risulti considerevole tra paesi anche quando si considerano marche determinate; 2) sia notevolmente maggiore tra paesi che all'interno di uno stesso paese (a indicare l'esistenza di forti effetti frontiera).

3 FATTORI ALLA BASE DELLE DIFFERENZE NEI LIVELLI DI PREZZO DEL COMPARTO ALIMENTARE ¹¹⁾

Alcune variazioni di prezzo possono essere spiegate dalla distanza, anche all'interno di un singolo paese, ma i confini nazionali svolgono un ruolo maggiore. Lo si dimostra stimando un'equazione dei prezzi relativi in base alla distanza, nella quale si tiene altresì conto dei confini nazionali. I risultati indicano che le differenze tra i prezzi relativi crescono all'aumentare della distanza fra due regioni, ma che registrano invariabilmente un balzo discreto e ampio alla frontiera. A titolo di esempio, per il sottoinsieme di prodotti identici si stima che i prezzi relativi in due località distanti 100 chilometri l'una dall'altra differiscano di circa l'1 per cento se le località si trovano all'interno di uno stesso paese e approssimativamente del 19,5 per cento se sono invece separate da un confine. Le variazioni dei prezzi relativi dipendono altresì positivamente dalla distanza, nel senso che il comovimento dei prezzi è tanto maggiore quanto più vicine sono le due località. Anche in questo caso, tuttavia, si rileva un balzo discreto al passaggio del confine.

Le differenze nel livello dei prezzi e i connessi effetti frontiera possono essere in parte spiegati da fattori osservabili. Tra questi figurano le differenze tra paesi in termini di aliquota IVA (cfr. riquadro 3), le differenze di reddito (misurate in termini di PIL pro capite), la disoccupazione

11) Questa sezione attinge a Reiff, A. e Rumler, F., op. cit.; Petroulas, P. e Kosma, T., op. cit.; Ciapanna, E. e Rondinelli, C., "Retail market structure and consumer prices in the euro area", *Working Paper Series*, n. 1744, BCE, Francoforte sul Meno, dicembre 2014.

regionale in percentuale delle forze di lavoro e la densità di popolazione a livello regionale. Tuttavia, anche una volta tenuto conto di questi fattori in una regressione, l'effetto frontiera stimato rimane significativo ¹²⁾.

La dispersione dei prezzi tra paesi può altresì risentire dello stato relativo del ciclo economico.

La regressione della dispersione dei prezzi su un indicatore del ciclo economico europeo, una variabile che rileva il differenziale di posizione nel ciclo e una variabile dipendente ritardata, mostra in modo evidente come le condizioni del ciclo economico influiscano in misura rilevante sulla dispersione dei prezzi in Europa. Le stime indicano nello specifico che la dispersione dei prezzi europei è di norma prociclica, nel senso che aumenta durante le fasi congiunturali positive e diminuisce in quelle negative, ed è sensibile al divergere delle condizioni del ciclo economico. In questo senso, anche il periodo temporale considerato nell'analisi è significativo per gli effetti frontiera stimati.

Ciò nonostante, la conclusione generale che esistono effetti frontiera significativi nell'area dell'euro appare robusta anche una volta tenuto conto della distanza, delle differenze nella distribuzione dei singoli prezzi e delle diverse posizioni cicliche dei paesi.

- 12) Un motivo potrebbe risiedere nel fatto che i coefficienti di frontiera stimati sono distorti per eccesso in quanto la distribuzione dei prezzi è diversa nei vari paesi. Utilizzando la serie disaggregata dei prezzi del comparto alimentare, è stato stimato che la dispersione dei prezzi tra paesi può risultare gonfiata anche del 25 per cento se non si tiene conto delle differenze tra paesi in termini di distribuzione dei prezzi. Cfr. Gorodnichenko, Y. e Tesar, L.L., "Border Effect or Country Effect? Seattle May Not Be So Far from Vancouver After All.", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 1 (1), 2009, pagg. 219-241.

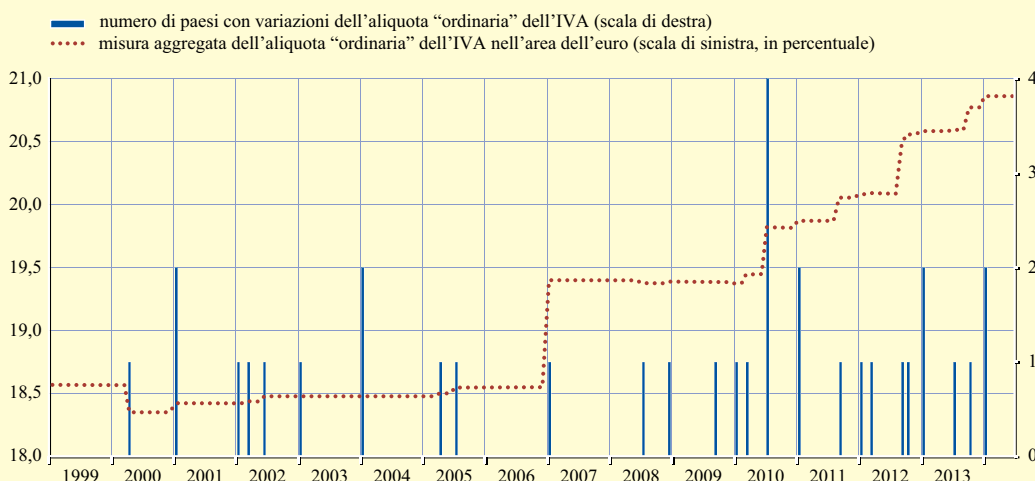
Riquadro 3

LA TRASMISSIONE DELLE MODIFICHE DELL'ALiquOTA IVA AI PREZZI AL CONSUMO ¹⁾

In Europa, l'imposta sul valore aggiunto (IVA) influisce in misura rilevante sui prezzi al consumo. Gran parte dei paesi applica un'aliquota IVA ordinaria compresa entro un intervallo del 15-25 per cento circa ²⁾. Inoltre, negli ultimi anni vari paesi hanno modificato (per lo più verso l'alto) le rispettive aliquote. Ciò è dovuto in larga parte all'impatto della crisi finanziaria e alle pressioni sui bilanci pubblici, ma è anche avvenuto nel contesto di uno spostamento dell'onere fiscale dalla manodopera verso le imposte indirette sui consumi. La figura mostra come tra il 1999 e il 2007 l'aliquota ordinaria media nell'area dell'euro sia rimasta relativamente costante attorno al 18,5 per cento, nonostante alcune modifiche in determinati paesi. Nel gennaio del 2007 ha registrato un forte incremento connesso al fatto che la Germania ha aumentato la propria aliquota di 3,0 punti percentuali, dal 16,0 al 19,0 per cento, e nel periodo successivo si è mantenuta relativamente stabile per circa tre anni, poco al di sotto del 19,5 per cento. Tuttavia, dopo la crisi economica nel 2008, una serie di modifiche dell'IVA ha portato l'aliquota ordinaria aggregata al di sopra del 20,5 per cento (il 1° luglio 2014). Le modifiche introdotte dall'avvio dell'UEM nel 1999 sono una trentina, due terzi delle quali successive all'inizio della crisi eco-

- 1) Questo riquadro attinge a Meyler, A., "VAT pass-through: is there any value-added in a disaggregated cross-country and cross-product analysis?", *Working Paper Series*, BCE, Francoforte sul Meno, di prossima pubblicazione.
2) Per un'utile panoramica delle aliquote IVA vigenti nell'Unione europea e delle variazioni delle stesse nel tempo, cfr. http://ec.europa.eu/taxation_customs/taxation/vat/how_vat_works/rates/ e in particolare il documento "VAT Rates Applied in the Member States of the European Union", aggiornato due volte l'anno in gennaio e luglio (http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/vat/how_vat_works/rates/vat_rates_en.pdf).

Misura sintetica dell'aliquota ordinaria dell'IVA nell'area dell'euro e numero di variazioni dell'aliquota ordinaria dell'IVA



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni degli esperti dell'Eurosistema.

nomica. I responsabili delle politiche economiche hanno un chiaro interesse a comprenderne le modalità di trasmissione ai prezzi al consumo³⁾.

Risulta difficile valutare il grado di trasmissione delle modifiche dell'aliquota IVA, soprattutto se l'attenzione si concentra su dati dei singoli paesi. Ciò è dovuto al fatto che in alcuni paesi le aliquote dell'IVA sono state modificate più volte in una successione relativamente rapida e che i cambiamenti più recenti sono intervenuti in un contesto macroeconomico complesso dove esiste il rischio di confusione tra gli effetti di tali modifiche e altri andamenti. Gli studi a livello nazionale che hanno stimato la trasmissione delle modifiche dell'IVA si basano in larga parte su singole sottocomponenti dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per le quali sono disponibili serie temporali lunghe⁴⁾. Tali approcci non sono possibili con i dati utilizzati in questo articolo, poiché coprono un arco di tempo troppo breve. Un problema ulteriore è rappresentato dal fatto che le variazioni di prezzo non dipendono esclusivamente dagli andamenti dell'IVA. In questo senso il network dell'Eurosistema sulla persistenza dell'inflazione (Eurosystem Inflation Persistence Network) ha dimostrato che dette variazioni, seppur relativamente infrequenti in media, consistono di norma in forti rialzi o ribassi (mediamente del 10 per cento circa)⁵⁾. In tale contesto risulta difficile rilevare gli effetti di modifiche dell'aliquota IVA dell'ordine di 0,5-2,0 punti percentuali.

3) Le differenze tra paesi in termini di livello dei prezzi possono dipendere non soltanto dalle variazioni ma anche dall'entità dell'aliquota IVA (cfr. le sezioni 2 e 3). Nei dati si rileva una grande varietà di aliquote (ordinarie e ridotte) tra paesi e prodotti. In Estonia e Slovacchia l'aliquota ordinaria si applica ad esempio a quasi tutti i prodotti inclusi nella serie. In Belgio, Spagna, Paesi Bassi e Slovenia riguarda invece meno del 40 per cento del totale.

4) Cfr. ad esempio "A preliminary assessment of the effect on inflation of the increase in value added tax rates", *Quarterly Report on the Spanish Economy*, Boletín Económico, Riquadro 4, Banco de España, ottobre 2010; Karabalís, N. e Kontelis, E., "Indirect tax increases and their impact on inflation in 2010-2012", *Economic Bulletin*, n. 38, Bank of Greece, 2013, pagg. 7-20; Doliak, M., "Dopad januárového zvýšenia DPH na spotrebiteľské ceny (L'impatto dell'aumento dell'IVA in gennaio sui prezzi al consumo)", *Biatic, Ročník 19*, n. 7, Národná banka Slovenska, settembre 2011.

5) "Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area: a summary of the IPN evidence", *Occasional Paper Series*, n. 46, BCE, Francoforte sul Meno, giugno 2006.

La trasmissione delle modifiche dell'aliquota IVA può essere stimata in alternativa ricorrendo all'approccio noto come "differenza nelle differenze", che si avvale delle informazioni aggiuntive fornite dai dati riguardanti diversi paesi e categorie merceologiche. Tale approccio stima l'impatto delle modifiche dell'IVA analizzando le differenze in termini di andamenti di prezzo tra i gruppi "trattati" (prodotti/paesi nei quali l'aliquota è stata variata) e quelli di "controllo" (prodotti/paesi non interessati da modifiche)⁶. Il periodo campione coperto dai dati permette di analizzare le variazioni dell'IVA in sei paesi: Estonia, Grecia, Irlanda, Spagna, Portogallo e Slovacchia.

I risultati suggeriscono che, in media, da un terzo alla metà di una modifica dell'aliquota IVA si trasmette nel mese in cui entra in vigore. Pertanto, nel contesto della crisi economica e della maggiore concorrenza, l'impatto delle variazioni dell'IVA potrebbe essere stato in parte assorbito dai margini. I risultati della stima stanno altresì a indicare che, tra i prodotti di marca, la trasmissione stimata delle modifiche dell'IVA è minima nel caso della marca leader di mercato. Ciò è sostanzialmente in linea con le aspettative teoriche che le imprese con margini più ristretti sono obbligate a trasmettere le variazioni, mentre quelle con un certo grado di potere monopolistico possono assorbirne una parte⁷.

Benché sia necessario tenere presente il livello relativamente basso di precisione e l'elevata incertezza delle singole stime, l'analisi della trasmissione delle modifiche dell'aliquota IVA basata su informazioni riguardanti più paesi e prodotti ha fornito alcune indicazioni in merito ai prezzi degli alimenti e degli articoli per l'igiene personale. Per estendere i risultati ad altre categorie (ad esempio, i servizi) sarebbe utile disporre in modo più sistematico di microdati sui prezzi al consumo.

6) Per un ulteriore esempio di applicazione della metodologia a questi dati, cfr. Meriküll, J. e Rõõm, T., "One currency, one price? Euro changeover-related inflation in Estonia", *Working Paper Series*, n. 1732, BCE, Francoforte sul Meno, settembre 2014.

7) Per un'analisi più approfondita, cfr. Fullerton, D. e Metcalf, G.E., "Tax Incidence", *Handbook of Public Economics*, vol. 4, a cura di Alan J. Auerbach e Martin Feldstein. Amsterdam: Elsevier, 2002.

Una possibile spiegazione delle protratte differenze tra paesi in termini di livelli di prezzo risiede nella segmentazione del mercato (vale a dire, nella discriminazione di prezzo), che può essere connessa alle differenze di concentrazione del mercato al dettaglio, concorrenza fra produttori, distribuzione del potere contrattuale tra produttori e distributori al dettaglio, abitudini dei consumatori e costi locali quali salari e canoni di locazione.

La struttura del mercato al dettaglio può influire sui livelli dei prezzi, anche se in modo complesso. Da un lato una maggiore concentrazione del mercato al dettaglio (o una minore concorrenza) "a valle", vale a dire più prossima al consumatore (a livello cioè di esercizio commerciale e capogruppo) è connessa a prezzi più elevati. Dall'altro una maggiore concentrazione "a monte", cioè più vicino al produttore (vale a dire a livello di centrale di acquisto), è associata a prezzi inferiori¹³,¹⁴. La dominanza degli effetti "a valle" o "a monte" è in larga parte una questione empirica. Un effetto al rialzo statisticamente significativo sui prezzi derivante da una maggiore concentrazione (minore concorrenza) a livello di capogruppo si riscontra attraverso una regressione dei livelli

13) Una centrale di acquisto è un'organizzazione di dettaglianti che combina il potere contrattuale dei singoli membri per acquistare beni a condizioni migliori rispetto a una trattativa individuale.

14) Cfr. Ciapanna, E. e Colonna, F., *The effect of retail sector concentration on prices and SME performance in Italy*, 2011, mimeo.

dei prezzi sugli indici di concentrazione regionale ¹⁵⁾. Le indicazioni di un effetto al ribasso sui prezzi dovuto a una maggiore concentrazione a livello di gruppo di acquisto non sono invece robuste nelle varie categorie di prodotto. I risultati stanno nell'insieme a indicare che un minor grado di concorrenza regionale (maggiore concentrazione) a livello di capogruppo è associato a prezzi più elevati.

Ciò suggerisce che politiche adeguate di promozione della concorrenza (come l'eliminazione dei vincoli urbanistici o di quelli connessi alle dimensioni degli esercizi commerciali o al numero di abitanti) potrebbero andare a beneficio dei consumatori agendo al ribasso sui prezzi.

Visti i riscontri di determinanti sia micro (struttura del mercato, atteggiamento dei consumatori) sia macroeconomiche (posizione nel ciclo) dei differenziali di prezzo, è importante cercare di tener conto in modo olistico del maggior numero possibile di fattori, contemporaneamente. Tale risultato viene raggiunto attraverso una regressione dei prezzi relativi sulle possibili variabili esplicative divise nelle quattro categorie principali indicate qui di seguito ¹⁶⁾.

1. Concorrenza nel mercato dei produttori, rilevata da: 1) quota relativa in termini di volume della marca leader, che può essere considerata una misura relativa del potere monopolistico; 2) quota relativa in termini di volume di marche diverse dal leader di mercato; 3) quota relativa in termini di volume dei prodotti private label.
2. Atteggiamento dei consumatori, misurato da: 1) intensità di consumo, calcolata in termini di numero di unità vendute pro capite al mese in una determinata località ¹⁷⁾; 2) indifferenza dei consumatori rispetto ai costi, misurata in termini di dimensione media delle confezioni (benché esista una relazione negativa tra la dimensione della confezione e il prezzo unitario, il consumatore resta libero di acquistare la confezione preferita).
3. Indici di concentrazione del mercato al dettaglio a livello di: 1) capogruppo; 2) centrale di acquisto ¹⁸⁾.
4. Sulla determinazione del livello dei prezzi possono influire in misura importante altre variabili regionali, come ad esempio: 1) costi locali, quali salari e canoni di locazione; 2) PIL pro capite; 3) tasso di disoccupazione; 4) densità della popolazione; 5) aliquote IVA; 6) una variabile dummy che rileva le promozioni ¹⁹⁾.

15) Questi risultati si basano su indagini econometriche che hanno stimato la seguente equazione a livello regionale:

$\ln p_{ij} = a_i + b_k + \alpha H^{BG} + \beta H^{CG} + \zeta X_j + \varepsilon_{ij}$ dove la variabile dipendente è il livello medio dei prezzi (al netto dell'IVA e in logaritmi naturali) per il bene i venduto nella regione j e la principale variabile esplicativa è l'indice di Herfindahl-Hirschman (Herfindahl-Hirschman Index, HHI) calcolato a livello di centrale di acquisto (H^{BG}) e di capogruppo (H^{CG}). Altre variabili di controllo sono incluse nel vettore X_j e sono composte da dummy regionali, densità di popolazione regionale, PIL pro capite regionale e tasso di disoccupazione regionale.

16) L'equazione per la stima dei prezzi relativi è impostata in modo tale che il prezzo unitario di un prodotto di una particolare marca in una regione determinata, sia espresso in termini dei prezzi unitari della località in cui si rileva il prezzo minimo (sulla base dei leader di mercato di ciascuna località). Tutte le variabili esplicative sono espresse in analoghi termini relativi e le variabili quantitative sono strumentate con il loro terzo ritardo per evitare la simultaneità.

17) Ad esempio, in Italia si rileva un'intensità relativamente elevata di consumo di pasta. Il prezzo della pasta può quindi essere più importante per i consumatori italiani, che lo seguiranno con maggiore attenzione rispetto al prezzo di prodotti quali la confettura di fragole.

18) Misurati come indici di Herfindahl-Hirschman per raggi di 5 km che sono successivamente utilizzati per calcolare la media regionale.

19) Per promozioni si intendono riduzioni di prezzo superiori al 6,25 per cento in un mese (il che implica una riduzione del 25 per cento in una settimana, la durata tipica di una promozione), seguite da aumenti di oltre il 6,25 per cento nel mese successivo. Sono altresì incluse dummy temporali e dummy che tengono conto delle unità equivalenti di prodotto.

I risultati suggeriscono che l'attuazione di riforme del mercato dei beni e servizi volte a ridurre le rendite dei produttori già presenti sul mercato (vale a dire, dei leader di mercato) e agevolare il possibile ingresso e la crescita dei nuovi produttori (aumentando la concorrenza) offre un margine per la riduzione della dispersione dei prezzi (e per l'abbassamento dei prezzi stessi in alcuni paesi), come si evince dalla tavola 2. Si riscontrano altresì effetti significativi sui prezzi derivanti dalla concentrazione del mercato al dettaglio che dipendono dal livello di aggregazione (centrale di acquisto rispetto a capogruppo), a confermare come le politiche relative alle strutture distributive al dettaglio possano di fatto risultare vantaggiose per i consumatori. Per motivi che potrebbero riflettere l'elevata intensità di manodopera del settore, anche le differenze di salario dei lavoratori scarsamente qualificati risultano importanti nello spiegare i differenziali di prezzo osservati, al pari delle differenze di rendita (sebbene in modo non altrettanto robusto). Le variabili che rilevano il contesto macroeconomico (quali ad esempio la disoccupazione, la densità di popolazione e il PIL pro capite regionale) non sembrano ugualmente importanti a livello regionale, mentre le differenze in termini di IVA sono significative nello spiegare i differenziali di prezzo tra paesi. Infine, le variabili che rilevano l'atteggiamento dei consumatori (ad esempio, disponibilità a consumare prodotti private label e dimensioni preferite delle confezioni) sono significative dal punto di vista sia statistico sia economico. In questo senso è importante educare e informare i consumatori, sottolineando come i loro comportamenti possano influire sui prezzi.

Tavola 2 Variabili esplicative dei differenziali di prezzo rispetto alla località in cui si registra il prezzo minimo

Variabili	Segno	Meccanismo
1 – Concorrenza nel mercato dei prodotti		
1a - quota del leader di mercato	+	maggiore potere monopolistico
1b – quota delle altre marche	–	maggiore concorrenza
1c – quota dei prodotti private label	–	maggiore concorrenza
2 – Atteggiamento dei consumatori		
2a - intensità di consumo	–	maggiore attenzione dei consumatori
2b – indifferenza dei consumatori rispetto al costo	–	maggiore consapevolezza dei consumatori
3 – Concorrenza tra rivenditori		
3a – indice di Herfindahl-Hirschman (HHI) calcolato a livello di capogruppo	+	minore concorrenza
3b – indice di Herfindahl-Hirschman (HHI) calcolato a livello di centrale di acquisto	–	controbilancia potere dei produttori
4 – Altri fattori di controllo		
4a – salari dei lavoratori scarsamente qualificati	+	costo crescente
4b - canoni di locazione degli esercizi commerciali	+	costo crescente
4c – PIL pro capite	+	(n.s.) effetto reddito
4d – tasso di disoccupazione	–	(n.s.) effetto reddito
4e – densità di popolazione	–	(n.s.) economie di scala
4f – IVA	+	trasmissione
4g – variabile dummy che rileva le promozioni	–	prezzi effettivi più bassi

Fonte: elaborazioni degli esperti dell'Eurosistema.

Nota: n.s. sta per “non significativo al livello di significatività del 10 per cento”.

4 IMPLICAZIONI POTENZIALI PER LA MISURAZIONE DELL'INFLAZIONE DELLE VARIAZIONI NELLA STRUTTURA DEL COMMERCIO AL DETTAGLIO DEL COMPARTO ALIMENTARE ²⁰⁾

La possibilità di distorsioni nella misurazione dell'inflazione è nota da tempo. Il rapporto della Commissione Boskin (1996) ²¹⁾ ha evidenziato quattro fonti principali di possibili distorsioni: 1) da sostituzione di prodotto, che si verifica quando un paniere di consumi con ponderazioni fisse non rispecchia la tendenza dei consumatori a sostituire i beni più costosi con altri meno onerosi al variare dei prezzi relativi; 2) da sostituzione di canale di vendita, che avviene quando non si rileva in modo adeguato lo spostamento verso rivenditori più economici (ad esempio i discount); 3) da variazioni di qualità, legate alla stima inaccurata o mancata dei miglioramenti qualitativi dei prodotti; 4) da nuovi prodotti, connesse all'introduzione non sufficientemente tempestiva di questi ultimi nel paniere dei consumi. Un'ulteriore causa possibile di errori di misurazione è la mancanza di ponderazione a livello dell'indice elementare ²²⁾.

Le evidenze dell'ampiezza delle distorsioni nella misurazione dell'inflazione nei paesi dell'area dell'euro sono relativamente scarse e di norma relative alla fine degli anni '90. Tra gli studi che hanno preso in esame le distorsioni da nuovi canali di vendita figurano: Lequiller (1997) per la Francia, in cui si suggerisce un intervallo di 0,05-0,15 punti percentuali all'anno; Hoffmann (1998) per la Germania, nel quale si sostiene che l'effetto "difficilmente supera 0,1 punti percentuali all'anno"; Covas e Silva (1999) per il Portogallo, dove si riscontra - sulla base di microdati portoghesi - che l'effetto è variato nel tempo ed è stato compreso fra 0,25 e 0,50 punti percentuali all'anno ²³⁾.

Lavori più recenti in materia di misurazione dell'inflazione evidenziano come le stime delle distorsioni siano incerte in termini sia di segno sia di entità e possano variare lungo il ciclo economico ²⁴⁾. Linz (2009) analizza l'impatto sull'inflazione tedesca esercitato da un nuovo sistema di ponderazione che accresce il peso attribuito ai discount e determina revisioni al rialzo dell'inflazione come conseguenza della trasmissione degli shock dal lato dei prezzi delle materie prime. Handbury et al. (2013) utilizzano dati giapponesi sui prezzi del comparto alimentare ottenuti dalla lettura dei codici a barre e rilevano su questa base una distorsione verso l'alto nella media di un periodo esteso, che alla fine cambia di segno e passa in territorio negativo. Greenlees e McClelland (2011), impiegando dati statunitensi, riscontrano che l'impatto al rialzo sui prezzi derivante dalla migliore qualità dei prodotti compensa gran parte dell'effetto al ribasso provocato da esercizi commerciali più convenienti. Infine Kryvstov (2013), avvalendosi di dati canadesi, sostiene

20) Questa sezione attinge a Gabor, E. e Vermeulen, P., "New evidence on elementary index bias", *Working Paper Series*, n. 1754, BCE, Francoforte sul Meno, dicembre 2014; McQuade, P., *Substitution to private label products: Evidence from euro area retail scanner data*, documento presentato nel 2014 all'assemblea annuale della European Economic Association, 25-29 agosto, Tolosa, Francia.

21) *Toward a More Accurate Measure of the Cost of Living*, Final Report to the Senate Finance Committee from the Advisory Committee to Study the Consumer Price Index, dicembre 1996.

22) Per un esame più dettagliato di questi fattori, si veda anche il riquadro *Potenziali errori di misurazione degli indici dei prezzi al consumo* nel numero di aprile 2014 di questo bollettino.

23) Cfr. Lequiller, F., "Does the French Consumer Price Index Overstate Inflation?", *Série des documents de travail de la Direction des Etudes et Synthèses Économiques*, Institut National de la Statistique et des Études Économiques, agosto 1997; Hoffmann, J., "Problems of Inflation Measurement in Germany", *Discussion Paper*, 1/98, Economic Research Group della Deutsche Bundesbank, febbraio 1998; Covas, F. e Santos Silva, J., "Outlet substitution bias", *Economic Bulletin*, Banco de Portugal, settembre 1999.

24) Cfr. Linz, S., *Weighting of Outlet-types and Regions – a new Weighting System for the German Consumer Price Index*, documento predisposto per l'11ª riunione del Gruppo di lavoro internazionale sugli indici di prezzo, Ottawa Group, 2009; Handbury, J., Watanabe, T. e Weinstein, D.E., "How Much Do Official Price Indexes Tell Us About Inflation?", *NBER Working Paper Series*, n. 19504, ottobre 2013; Greenlees, J.S. e McClelland, R., "New Evidence on Outlet Substitution Effects in Consumer Price Index Data", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 93, n. 2, maggio 2011, pagg. 632-646; Kryvstov, O., "Is There a Quality Bias in the Canadian CPI? Evidence from Micro Data", *Working Papers*, n. 2013-24, Bank of Canada, luglio 2013.

ne che la distorsione connessa alla qualità non costituisce una fonte importante di potenziali errori di misurazione dell'inflazione calcolata sull'IPC in Canada.

Diverse caratteristiche dei dati disaggregati utilizzati in questo articolo permettono di analizzare, in base all'evidenza di più paesi, i possibili problemi di misurazione dell'inflazione nell'area dell'euro. In primo luogo, la disponibilità di informazioni sulla quota di mercato e sui prezzi medi dei vari canali di vendita consente di esaminare le possibili implicazioni dei cambiamenti strutturali delle tipologie di esercizio commerciale per la misurazione dell'inflazione (cfr. riquadro 4). In secondo luogo, anche se nella costruzione degli indici dei prezzi al consumo le differenze di prezzo fra i private label e i prodotti di marca sono di norma attribuite implicitamente alle sole differenze di qualità (e di conseguenza non si tiene conto dello spostamento nel livello dei prezzi che interviene quando i consumatori passano ad acquistare prodotti private label meno costosi), l'evidenza empirica indiretta sulla sostituzione fra i private label e i prodotti di marca ricavata dai dati disaggregati sui prezzi del comparto alimentare suggerisce che ciò potrebbe non essere interamente corretto²⁵). Infine, poiché i dati disponibili includono sia il volume delle vendite sia il prezzo unitario medio delle stesse, è possibile considerare il potenziale impatto sugli indici dei prezzi al consumo derivante dalla mancanza di ponderazione a livello dell'indice elementare. Si rende necessaria una nota di cautela: dal momento che i dati disponibili riguardano solo determinati beni del comparto alimentare, non è possibile trarre conclusioni in merito ai potenziali errori di misurazione dell'inflazione complessiva. Tuttavia, si possono ricavare importanti indicazioni e individuare ambiti di ricerca ulteriore.

Le notevoli differenze nel livello dei prezzi fra tipologie di esercizio commerciale diverse (anche una volta tenuto conto degli effetti di composizione) e i cambiamenti strutturali riguardanti tali tipologie (specificamente la comparsa dei discount e la relativa perdita di importanza dei rivenditori tradizionali) potrebbero avere implicazioni per la misurazione dell'inflazione. I cambiamenti strutturali possono comportare errori di misurazione nelle statistiche ufficiali sull'inflazione se le differenze nel livello dei prezzi fra canali di vendita non riflettono esclusivamente la diversa qualità del servizio al dettaglio fornito (come si ipotizza di norma quando nuove rivendite entrano nel campione) o se le variazioni di prezzo sono diverse nelle varie tipologie di esercizio e gli uffici statistici non riflettono prontamente la mutata importanza delle varie tipologie nei pesi attribuiti alle stesse. Si rilevano differenze tra canali di vendita in termini di quota di mercato e dinamica dei prezzi. Più in particolare, tra il 2009 e il 2011 i discount hanno registrato una lieve crescita sia dei prezzi relativi sia della quota di mercato relativa, due effetti contrastanti. L'impatto netto sull'inflazione misurata non sembra nell'insieme economicamente significativo nel periodo considerato (meno di 0,1 punti percentuali del tasso di inflazione sui dodici mesi²⁶). Ciò può essere dovuto al fatto che, nel periodo campione in esame, la potenziale distorsione al rialzo derivante da un effetto di sostituzione a svantaggio dei discount per un aumento dei loro prezzi relativi è stata contrastata da una distorsione al ribasso dovuta a un effetto quota di mercato riconducibile alla maggiore attrattiva dei discount nel contesto del rallentamento economico.

25) Una crescente sostituzione fra i private label e i prodotti di marca è stata altresì stimata per i paesi non sottoposti a tensioni nel medesimo periodo. Per ulteriori riscontri, cfr. anche Lamey, L., Dereersnyder, B., Dekimpe, M.G. e Steenkamp, J., "How Business Cycles Contribute to Private-Label Success: Evidence from the United States and Europe", *Journal of Marketing*, vol. 71, 2007.

26) Hausman e Leibtag (2009) stimano per gli Stati Uniti che l'effetto di sostituzione di canale di vendita (assieme all'effetto distorsivo dovuto alle nuove rivendite) è significativo e che potrebbe arrivare al 18 per cento dell'inflazione misurata (a indicare quindi che l'indice dei prezzi al consumo è sovrastimato di 0,42 punti percentuali all'anno). Cfr. Hausman, J. e Leibtag, E., "CPI Bias from Supercenters: Does the BLS Know that Wal-Mart Exists?", *NBER Working Paper Series*, n. 10712, agosto 2004.

I prezzi dei prodotti private label sono in media notevolmente inferiori a quelli degli articoli di marca (cfr. riquadro 4). Assieme alle evidenze di effetti di sostituzione tra i prodotti private label e di marca, questo suggerisce implicazioni per la misurazione dell'inflazione. Le stime mostrano che i private label e i prodotti di marca sono sostituiti (il che determina una distorsione al rialzo), ma anche che i primi hanno subito rincari maggiori dei secondi nel periodo in esame e questo, assieme all'aumento della quota di mercato (l'incidenza dei prodotti private label sul totale è cresciuta durante la fase di rallentamento economico) determina una distorsione al ribasso. A priori, l'effetto netto complessivo è ambiguo.

Riquadro 4

CAMBIAMENTI STRUTTURALI NELLE TIPOLOGIE DI ESERCIZIO COMMERCIALE ED EVOLUZIONE DEI PRODOTTI A MARCHIO DEL DISTRIBUTORE

Questo riquadro descrive due andamenti salienti connessi ai prezzi del comparto alimentare nell'area dell'euro, vale a dire l'evoluzione delle tipologie di esercizio commerciale e il ruolo crescente dei prodotti a marchio del distributore (private label oppure *own label*).

Tipologie di esercizio commerciale

Nel misurare l'inflazione è necessario tenere conto dei cambiamenti strutturali nel comparto alimentare al dettaglio e dei diversi andamenti dei prezzi nei vari canali di vendita.

La struttura del comparto alimentare al dettaglio presenta considerevoli differenze tra paesi che riflettono una combinazione di eredità storiche, preferenze sociali, fattori socio-geografici e condizioni normative. Si rileva tuttavia un generale aumento della quota di mercato dei discount e una diminuzione di quella dei piccoli negozi di alimentari e dei dettaglianti specializzati (cfr. anche il rapporto 2011 dell'Eurosistema sugli aspetti strutturali). Inoltre, esistono di norma differenze mediamente sostanziali fra tipologie di esercizio commerciale in termini di livello dei prezzi per le categorie merceologiche oggetto d'indagine. A parità di condizioni, i discount sono generalmente i più economici. Seguono gli ipermercati e i grandi supermercati, mentre i piccoli supermercati, gli esercizi tradizionali e le altre tipologie di punto vendita (ad esempio farmacie e dettaglianti specializzati) sono in media più costosi¹⁾.

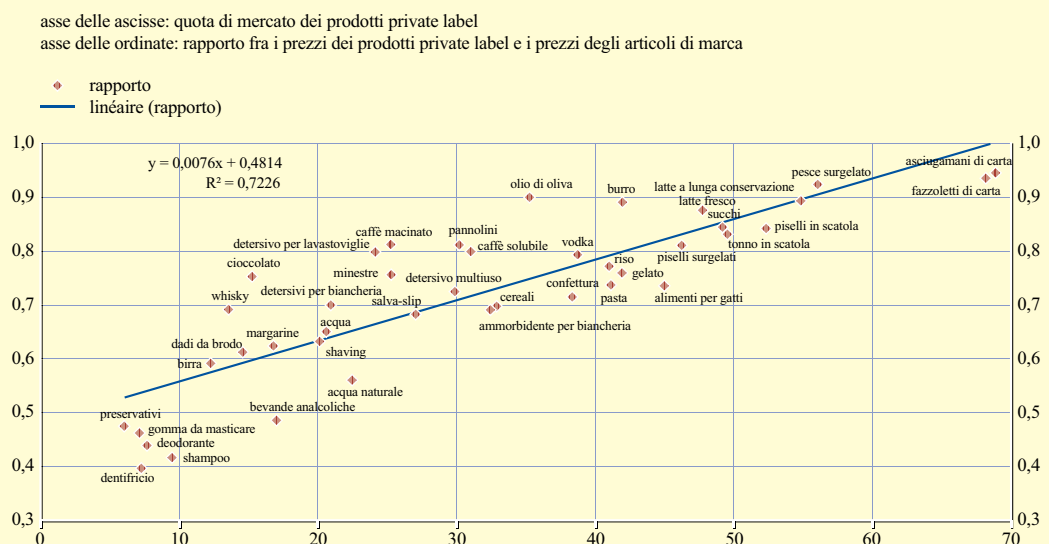
Prodotti private label

Analogamente, la misurazione dell'inflazione deve altresì riflettere la crescita dei prodotti private label. Una parziale risposta alla diffusione dei discount, oltre che una conseguenza di tale andamento, è costituita dalla comparsa dei private label, prodotti il cui marchio è di proprietà del distributore. Come segnalato nel rapporto 2011 dell'Eurosistema sugli aspetti strutturali, l'incidenza dei private label è aumentata costantemente nell'area dell'euro e più in generale la penetrazione di questi prodotti nel mercato degli alimentari confezionati è maggiore nell'Europa occidentale che in qualunque altra regione geografica.

1) Le differenze di prezzo rispetto ai discount, tenuto conto della composizione degli articoli venduti, sono mediamente comprese fra l'1 e il 17 per cento a seconda della tipologia di esercizio commerciale. Occorre tenere presente che le differenze di prezzo apparenti sono maggiori se non si tiene conto della composizione (in termini ad esempio di quota degli articoli private label o delle grandi marche).

Esistono differenze di prezzo sostanziali fra gli articoli private label e i prodotti di marca. I dati mostrano che il differenziale è mediamente pari al 35 per cento, ma che si riduce lievemente nel periodo campione considerato. Al tempo stesso la quota di mercato dei prodotti private label è aumentata. Lo sconto dei private label rispetto agli articoli di marca presenta differenze tra paesi ed è massimo in Slovenia, Belgio e Grecia e minimo in Italia e nei Paesi Bassi. L'incidenza dei private label è relativamente ridotta in Estonia, Italia e Grecia e relativamente elevata in Germania e Spagna.

Rapporto fra i prezzi dei prodotti private label e i prezzi degli articoli di marca e quota di mercato dei prodotti private label (2009-2011)



Fonti: Nielsen ed elaborazioni degli esperti dell'Eurosistema.

Nelle varie categorie merceologiche, una caratteristica saliente degli articoli private label è rappresentata dalla relazione positiva fra quota di mercato e prezzo relativo rispetto ai prodotti di marca. Nelle categorie con un'incidenza relativamente ridotta di private label, il prezzo di questi ultimi è notevolmente inferiore a quello degli articoli di marca (cfr. la figura). Ciò è dovuto sia alla natura dei beni sia alla percezione dei consumatori²⁾. Questi ultimi sembrano ad esempio percepire una scarsa differenza tra i prodotti private label e quelli di marca in categorie quali gli asciugamani di carta e i fazzoletti di carta e di conseguenza: 1) sono disposti a consumare articoli private label, la cui quota di mercato diviene pertanto ampia; 2) non sono disposti a pagare un premio elevato per gli articoli di marca, il che determina uno sconto relativamente basso per i private label. Nel caso di prodotti per la cura personale quali deodoranti, shampoo, preservativi e dentifrici, i consumatori sembrano invece mostrare una

2) In generale, i beni relativamente generici o "standardizzati" (come le conserve, gli alimenti confezionati, i fazzoletti di carta e gli asciugamani da cucina) sono più frequentemente offerti nella versione private label. Quelli invece per i quali esiste un grado più elevato di differenziazione tra prodotti e/o per i quali la pubblicità o la qualità rivestono un ruolo importante (come i cosmetici, gli alcolici e gli alimenti per bambini) tendono a evidenziare un livello inferiore di penetrazione delle private label. J. Steenkamp et al. segnalano che la penetrazione delle private label è massima per determinate categorie di alimenti e bevande e prodotti per la casa e inferiore per molti prodotti per la cura personale. Essi riferiscono altresì che la penetrazione delle private label è verosimilmente bassa nei paesi in cui i consumatori nutrono scarsa fiducia nelle imprese e nelle istituzioni. Cfr. Steenkamp, J., Geyskens, I., Gielens, K. e Koll, O., A global study into drivers of private label success, commissionato da AIM – European Brands Association, 2004.

preferenza maggiore per la marca e quindi: 1) non sono disposti a consumare articoli private label, la cui quota di mercato è pertanto bassa; 2) sono disposti a pagare un premio sostanziale per gli articoli di marca.

Se gli effetti di concorrenza netti dei private label possono essere a priori non chiari³⁾, una maggiore penetrazione di mercato di questi prodotti esercita spinte al ribasso sul livello dei prezzi in quanto, a parità di condizioni, gli articoli private label sono di norma meno costosi⁴⁾.

Tuttavia, la determinazione dell'impatto esercitato dall'aumento della quota di mercato dei discount e dei prodotti private label sulla misurazione dell'inflazione è più difficile e non può essere effettuata ex ante. Da un lato, nella misura in cui i differenziali di prezzo non sono interamente dovuti a differenze qualitative, si verrebbe a creare una distorsione al rialzo nella misurazione dell'inflazione. Dall'altro, anche se i prodotti private label hanno prezzi mediamente inferiori rispetto agli articoli di marca, il tasso di variazione dei prezzi unitari è maggiore per i primi che per i secondi nel periodo considerato per i beni inclusi nella serie. In presenza di un aumento della quota di mercato, questo potrebbe stare a indicare una lieve distorsione al ribasso. L'effetto dominante potrebbe variare nel tempo e dipendere in qualche misura dal ciclo economico.

3) L'esistenza di beni private label può offrire ai consumatori una scelta maggiore e contrastare il potere contrattuale dei produttori delle grandi marche. Tuttavia, una penetrazione elevata di tali beni potrebbe conferire un potere di mercato eccessivo ai distributori, specie se la concorrenza nel settore del commercio al dettaglio è insufficiente. Inoltre, la diffusione delle grandi marche e degli articoli private label potrebbe nel suo insieme determinare un effetto di spiazzamento delle marche minori. L'impatto complessivo sulla concorrenza non è pertanto semplice da misurare. Per un'analisi più dettagliata, cfr. *The impact of private labels on the competitiveness of the European food supply chain*, Commissione europea, 2011.

4) Lo studio del 2004 di J. Steenkamp et al. (op. cit.) ha riscontrato che "in termini aggregati per tutte le categorie di beni di consumo a elevata rotazione (fast moving consumer goods, FMCG), gli articoli di marca costano più di quelli private label in tutte le regioni", pur rilevando come lo scarto di prezzo presenti differenze sostanziali tra paesi e prodotti.

Considerando l'aspetto della ponderazione al livello dell'indice elementare, la scelta della formula dell'indice per la misurazione dell'inflazione al consumo svolge notoriamente un ruolo²⁷⁾. Gli indici ufficiali dei prezzi al consumo sono di norma costruiti tramite un'aggregazione ponderata degli aggregati relativi agli indici di livello inferiore, in cui le ponderazioni si basano su informazioni relative alla spesa. Tuttavia, a livello di singoli articoli (per esempio marche diverse di un determinato prodotto), non sono generalmente disponibili pesi relativi alla spesa e gli indici di base dei prezzi per articoli definiti in modo granulare (i cosiddetti indici elementari) sono di norma costruiti utilizzando medie non ponderate delle rilevazioni di prezzo. Per costruire ad esempio un indice dei prezzi del caffè, gli uffici statistici calcolano in genere una media semplice dei prezzi basata su un campione di marche anche se i quantitativi di vendita di ciascuna potrebbero essere molto diversi e non noti. Il ricorso a medie semplici per la costruzione degli indici di livello inferiore relativi a prodotti ben definiti non costituisce tanto una scelta quanto una necessità. Ciò induce a interrogarsi sul possibile ruolo svolto dall'assenza di ponderazioni per la spesa ai livelli di aggregazione più bassi nella misurazione dell'inflazione²⁸⁾.

27) Per una prima trattazione della materia, cfr. Silver, M., "Elementary Aggregates, Micro-indices and Scanner Data: Some Issues in the Compilation of Consumer Price Indices", *Review of Income and Wealth*, International Association for Research in Income and Wealth, vol. 41, n. 4, dicembre 1995, pagg. 427-438.

28) Si rilevi come questo problema sia diverso da quello riguardante la possibile esistenza di una distorsione al livello dell'indice elementare connessa al tipico comportamento di sostituzione dei consumatori, come descritto ad esempio nel rapporto della Commissione Boskin.

I dati utilizzati in questo articolo permettono di analizzare il problema del livello dell'indice, poiché le quote di spesa (vendite) possono essere calcolate al livello elementare e il raffronto tra gli indici di prezzo non ponderati e ponderati dei singoli prodotti evidenzia di fatto come la ponderazione al livello elementare possa esercitare effetti significativi. Tali effetti possono essere sia positivi sia negativi. Sembra inoltre che, sebbene tali effetti non si compensino a vicenda con l'aggregazione, non esista un effetto positivo o negativo sistematico tra paesi, prodotti e livelli di aggregazione. Pertanto, anche se la ponderazione al livello elementare può modificare sostanzialmente l'inflazione misurata, l'errore di misurazione può essere sia verso l'alto sia verso il basso e gli effetti netti non sono sistematici.

L'analisi mostra nell'insieme che esiste un notevole grado di incertezza in termini sia di entità sia di direzione delle potenziali distorsioni nella misurazione dell'inflazione (cfr. tavola 3). Gli andamenti nel periodo 2009-11 stanno per esempio a indicare che i prodotti private label e i discount hanno non soltanto registrato un aumento dei prezzi relativi ma anche una crescita della quota di mercato. Questa combinazione, seppur possibilmente dovuta in parte alla crisi economica, suggerisce che la distorsione al rialzo analizzata in letteratura non può essere ipotizzata ma deve essere valutata empiricamente. In questo contesto sono da accogliere con favore gli studi attualmente condotti dal Sistema statistico europeo sul contenuto informativo dei dati ottenuti dai lettori di codici a barre e sul loro utilizzo nelle statistiche ufficiali sui prezzi²⁹⁾

Tavola 3 Sintesi delle analisi sulla misurazione dell'inflazione

Problema	Effetto
Tipologia di esercizio commerciale	In media, si rilevano riscontri di una distorsione al rialzo trascurabile e non significativa dell'indice dei prezzi al consumo (IPC). La scarsa entità dell'impatto netto potrebbe essere dovuta al fatto che l'effetto di sostituzione di canale di vendita a scapito dei rivenditori con maggiori incrementi di prezzo è contrastato dall'effetto del reddito, in un contesto in cui i consumatori si rivolgono a esercizi commerciali più economici ma caratterizzati da rincari maggiori.
Prodotti private label	Evidenze indirette segnalano che la potenziale distorsione al rialzo dell'IPC (dovuta al fatto che, stando alle stime, i prodotti private label e quelli di marca sono sostituiti e i primi evidenziano rincari relativamente maggiori dei secondi) è contrastata nel campione da un effetto quota di mercato (aumento dell'incidenza dei private label dovuto al rallentamento economico). L'effetto netto è ambiguo.
Ponderazione al livello elementare	Rispetto all'utilizzo di aggregati elementari non ponderati, la ponderazione al livello elementare può determinare sostanziali modifiche sia verso l'alto sia verso il basso dell'inflazione misurata al livello elementare e a un livello più aggregato. Tuttavia, gli effetti non sono sistematici.

5 CONCLUSIONI

L'analisi condotta sottolinea nell'insieme la necessità di proseguire nell'azione di riforma volta a migliorare l'ingresso e la contendibilità nei settori dei beni di consumo e della distribuzione commerciale. L'analisi della serie di dati contenente informazioni disaggregate sui prezzi nel comparto alimentare nei vari paesi dell'area dell'euro, ha fornito un ventaglio di indicazioni uniche e preziose in merito al livello di questi prezzi nell'area. I risultati evidenziano in particolare sostan-

29) Per una descrizione degli studi recenti svolti dagli istituti statistici europei in questo ambito, si vedano i documenti presentati al *Workshop on Scanner Data for HICP*, ospitato dall'Istituto Nacional de Estatística portoghese a Lisbona dal 26 al 27 settembre 2013: http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_sem_lista&tipo=r&detalhe=165101941.

ARTICOLI

I prezzi del comparto alimentare nell'area dell'euro: risultati dell'analisi di una base dati disaggregata sui prezzi

ziali scostamenti dalla legge del prezzo unico e un alto grado di segmentazione del mercato lungo i confini nazionali, a indicare che sono ancora necessari notevoli progressi per la realizzazione del mercato unico. Si rileva come le differenze nel livello dei prezzi siano funzione della struttura dei mercati della distribuzione al dettaglio e della produzione, dove la situazione concorrenziale riveste un'importanza particolare ma dove anche il comportamento dei consumatori ha un peso.



INDICE

1	Contesto esterno	S2
2	Andamenti finanziari	S3
3	Produzione e domanda	S7
4	Prezzi e costi	S11
5	Moneta e credito	S14
6	Andamenti della finanza pubblica	S19

ULTERIORI INFORMAZIONI

È possibile consultare e scaricare le statistiche della BCE dallo Statistical Data Warehouse (SDW) :

I dati contenuti nella sezione statistica del Bollettino economico sono disponibili nell'SDW:

Un Bollettino statistico completo può essere consultato nell'SDW:

Le definizioni metodologiche sono consultabili nelle Note generali del Bollettino statistico:

Informazioni di dettaglio sui calcoli si trovano nelle Note tecniche del Bollettino statistico:

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

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813>

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045>

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023>

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022>

SEGNI CONVENZIONALI NELLE TAVOLE

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

I. CONTESTO ESTERNO

1.1 Principali partner commerciali, PIL e CPI

	PIL ¹⁾ (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Memo item: area dell'euro	Paesi OCSE		Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Memo item: area dell'euro ²⁾ (IAPC)
							Totale	al netto di beni alimentari ed energetici					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	3,0	2,3	0,7	1,7	7,8	-0,7	2,3	1,8	2,1	2,8	0,0	2,7	2,5
2013	3,1	2,2	1,7	1,6	7,7	-0,5	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	.	.	.	.	.	.	.	.	1,6	1,5	.	2,0	0,4
2014 1° trim.	0,6	-0,5	0,6	1,4	1,5	0,3	1,6	1,6	1,4	1,8	1,5	2,3	0,7
2° trim.	0,8	1,1	0,8	-1,7	2,0	0,1	2,0	1,9	2,1	1,7	3,6	2,2	0,6
3° trim.	.	1,2	0,7	-0,5	1,9	0,2	1,8	1,9	1,8	1,5	3,3	2,0	0,4
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,2	0,9	.	1,5	0,2
2014 lug.	-	-	-	-	-	-	1,9	1,9	2,0	1,6	3,4	2,3	0,4
ago.	-	-	-	-	-	-	1,8	1,9	1,7	1,5	3,3	2,0	0,4
set.	-	-	-	-	-	-	1,7	1,8	1,7	1,2	3,2	1,6	0,3
ott.	-	-	-	-	-	-	1,7	1,8	1,7	1,3	2,9	1,6	0,4
nov.	-	-	-	-	-	-	1,5	1,7	1,3	1,0	2,4	1,4	0,3
dic.	-	-	-	-	-	-	.	.	0,8	0,5	.	1,5	-0,2

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

	Purchasing Managers' Surveys (indici di diffusione; dest.)									Importazioni di beni ³⁾		
	Purchasing Managers' Index composito						Purchasing Managers' Index mondiale ⁴⁾			Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale ⁴⁾	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Memo item: area dell'euro	Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	52,7	54,4	52,0	49,9	50,9	47,2	50,2	51,9	48,5	3,9	2,4	4,8
2013	53,4	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,3	52,7	50,7	3,7	-0,1	5,9
2014	54,3	57,3	57,8	50,9	51,1	52,7	53,4	54,1	51,5	.	.	.
2014 1° trim.	53,7	55,3	58,1	53,0	49,9	53,1	53,8	53,7	51,0	-0,3	0,3	-0,7
2° trim.	54,4	58,3	58,6	48,5	50,7	53,4	53,2	54,7	51,1	-0,1	1,0	-0,7
3° trim.	55,8	59,8	58,5	51,3	52,2	52,8	54,1	56,3	52,0	2,5	0,8	3,4
4° trim.	53,3	55,7	56,2	50,9	51,4	51,5	52,8	53,5	50,8	.	.	.
2014 lug.	56,0	60,6	58,6	50,2	51,6	53,8	54,1	56,6	51,2	0,4	0,8	0,1
ago.	55,8	59,7	59,3	50,8	52,8	52,5	54,3	56,2	52,5	1,5	0,0	2,3
set.	55,5	59,0	57,5	52,8	52,3	52,0	53,8	56,0	52,3	2,5	0,8	3,4
ott.	53,9	57,2	55,8	49,5	51,7	52,1	53,4	54,0	51,1	3,4	1,2	4,6
nov.	53,7	56,1	57,6	51,2	51,1	51,1	52,6	54,0	50,3	.	.	.
dic.	52,5	53,8	55,2	51,9	51,4	51,4	52,5	52,5	50,9	.	.	.

Fonti: Eurostat (Tavola 1.1, col. 3,6,10,13); BRI (Tavola 1.1, col. 2,4,9,11,12); OCSE (Tavola 1.1, col. 1,5,7,8); Markit (Tavola 1.2, col. 1-9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis ed elaborazioni della BCE (Tavola 1.2, col. 10-12).

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

4) Esclusa l'area dell'euro.

2. ANDAMENTI FINANZIARI

2.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (EONIA)	Depositi a 1 mese (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (EURIBOR)	Depositi a 6 mesi (EURIBOR)	Depositi a 12 mesi (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
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
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
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
3° trim.	0,02	0,07	0,16	0,27	0,44	0,23	0,13
4° trim.	-0,02	0,01	0,08	0,18	0,33	0,24	0,11
2014 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
set.	0,01	0,02	0,10	0,20	0,36	0,23	0,12
ott.	0,00	0,01	0,08	0,18	0,34	0,23	0,11
nov.	-0,01	0,01	0,08	0,18	0,33	0,23	0,11
dic.	-0,03	0,02	0,08	0,18	0,33	0,24	0,11

2.2 Curve dei rendimenti

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

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro ^{1), 2)}					Area dell'euro ^{1), 2)}	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro ^{1), 2)}			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,72	1,76	1,61	1,48	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2014 1° trim.	0,16	0,11	0,17	0,76	1,82	1,71	2,60	2,29	0,11	0,40	1,94	3,50
2° trim.	0,05	-0,01	0,02	0,47	1,44	1,45	2,43	2,16	-0,04	0,16	1,46	3,09
3° trim.	-0,03	-0,09	-0,10	0,24	1,06	1,15	2,39	1,88	-0,14	-0,02	1,03	2,53
4° trim.	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2014 lug.	0,04	-0,02	0,01	0,43	1,34	1,36	2,45	2,15	-0,04	0,14	1,35	2,91
ago.	0,00	-0,06	-0,05	0,28	1,03	1,09	2,25	1,82	-0,09	0,04	1,01	2,38
set.	-0,03	-0,09	-0,10	0,24	1,06	1,15	2,39	1,88	-0,14	-0,02	1,03	2,53
ott.	-0,02	-0,08	-0,08	0,22	0,96	1,05	2,24	1,82	-0,12	-0,01	0,93	2,33
nov.	-0,02	-0,06	-0,07	0,17	0,80	0,86	2,06	1,54	-0,10	-0,02	0,74	2,01
dic.	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77

2.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroli 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
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
2014	318,7	3.145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1.931,4	15.460,4
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
3° trim.	319,4	3.173,1	645,9	213,8	509,8	351,1	178,9	446,0	315,3	288,7	304,0	686,1	1.975,9	15.553,1
4° trim.	313,0	3.102,5	634,9	214,7	508,5	307,0	174,5	433,4	316,0	280,4	316,7	688,0	2.009,3	16.660,1
2014 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
set.	324,0	3.233,4	650,4	215,3	508,7	350,0	184,5	447,9	324,5	292,6	306,1	725,0	1.993,2	15.948,5
ott.	304,2	3.029,6	612,5	202,4	481,0	315,8	173,4	416,4	301,8	276,6	294,6	695,0	1.937,3	15.394,1
nov.	315,7	3.126,1	643,8	217,8	514,8	316,4	174,3	439,7	317,6	280,2	322,7	680,4	2.044,6	17.179,0
dic.	320,1	3.159,8	651,0	225,2	532,6	288,5	176,0	446,1	330,1	284,7	335,3	687,6	2.054,3	17.541,7

Fonte: BCE

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

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

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

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Debiti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni					Indicatore composito del finanzia- mento
	A vista	Rimbor- sabili con pre- avviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso		TVPA ¹⁾		Periodo iniziale di determinazione del tasso				TVPA ¹⁾	
			fino a 1 anno	oltre i 2 anni			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 anno			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e 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	14	15	16
2013 dic.	0,29	1,11	1,60	1,91	7,64	16,92	5,63	6,70	7,05	3,17	2,78	3,00	3,15	3,32	3,37	3,06
2014 gen.	0,28	1,09	1,66	1,95	7,70	17,06	5,73	6,86	7,34	3,23	2,76	3,01	3,12	3,31	3,36	3,07
feb.	0,28	1,11	1,61	1,93	7,66	17,06	5,87	6,79	7,38	3,30	2,79	2,95	3,09	3,27	3,35	3,05
mar.	0,28	1,07	1,56	1,86	7,66	17,06	5,83	6,68	7,28	3,32	2,78	2,90	3,03	3,23	3,29	3,01
apr.	0,27	1,06	1,54	1,83	7,62	17,24	5,61	6,61	7,18	3,21	2,72	2,91	3,00	3,24	3,29	2,99
mag.	0,27	1,05	1,40	1,72	7,56	17,25	5,64	6,74	7,27	3,33	2,71	2,87	2,96	3,14	3,23	2,93
giu.	0,27	1,04	1,32	1,74	7,59	17,21	5,47	6,62	7,11	3,20	2,66	2,85	2,89	3,09	3,20	2,87
lug.	0,24	1,01	1,30	1,75	7,43	17,06	5,57	6,55	6,97	3,09	2,63	2,75	2,81	2,99	3,10	2,79
ago.	0,24	0,93	1,21	1,66	7,43	17,02	5,58	6,53	7,02	3,09	2,56	2,74	2,73	2,87	3,04	2,75
set.	0,23	0,92	1,19	1,70	7,49	17,08	5,39	6,50	6,98	2,92	2,50	2,69	2,63	2,83	2,97	2,68
ott.	0,22	0,91	1,10	1,65	7,33	16,97	5,49	6,44	7,00	2,92	2,43	2,63	2,56	2,79	2,90	2,61
nov. ^(p)	0,22	0,89	1,02	1,67	7,27	17,13	5,66	6,56	7,14	2,96	2,43	2,53	2,52	2,73	2,85	2,55

2.5 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti a e sui depositi da società non finanziarie (nuove operazioni) ^{1), 4)}

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composito del costo del finanzia- mento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2013 dic.	0,34	0,81	1,63	3,97	4,52	4,49	3,89	2,87	3,51	3,17	2,17	2,73	2,88	2,94
2014 gen.	0,33	0,74	1,81	4,03	4,59	4,68	3,84	2,81	3,69	3,20	2,15	2,74	3,00	2,98
feb.	0,33	0,66	1,75	3,99	4,52	4,59	3,89	2,82	3,59	3,23	2,08	2,78	2,94	2,96
mar.	0,35	0,68	1,58	3,95	4,58	4,49	3,90	2,78	3,44	3,17	2,17	2,74	2,96	2,99
apr.	0,34	0,72	1,60	3,98	4,57	4,48	3,80	2,81	3,52	3,15	2,20	2,55	2,88	2,98
mag.	0,34	0,64	1,38	3,92	4,50	4,51	3,86	2,81	3,45	3,09	2,06	2,40	2,80	2,91
giu.	0,31	0,59	1,52	3,88	4,29	4,37	3,78	2,68	3,26	3,05	1,94	2,75	2,68	2,79
lug.	0,28	0,59	1,49	3,76	4,32	4,31	3,63	2,65	3,29	2,93	1,91	2,43	2,69	2,76
ago.	0,28	0,49	1,63	3,71	4,18	4,28	3,55	2,57	3,20	2,83	1,74	2,43	2,56	2,68
set.	0,26	0,51	1,53	3,69	3,98	4,04	3,53	2,46	3,02	2,75	1,80	2,38	2,41	2,65
ott.	0,25	0,50	1,43	3,61	3,98	3,94	3,54	2,44	2,92	2,69	1,74	2,26	2,49	2,58
nov. ^(p)	0,25	0,43	1,23	3,54	3,76	3,87	3,42	2,38	2,85	2,61	1,73	2,18	2,25	2,49

2.6 Titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro, per settore dell'emittente e scadenza all'emissione

(miliardi di euro; transazioni durante il mese e consistenze a fine periodo; valori nominali)

	Consistenze						Emissioni lorde							
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche			
			Società finanziarie		Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale			Altre ammini- strazioni pubbliche	Società finanziarie		Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche
			diverse dalle IFM	SVF ⁵⁾						diverse dalle IFM	SVF ⁵⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	a breve termine													
2011	1.593	702	99	.	79	635	77	748	511	47	.	54	107	29
2012	1.440	601	141	.	75	558	65	704	490	38	.	52	103	21
2013	1.238	474	116	.	67	528	53	510	315	31	.	44	99	21
2014 giu.	1.331	516	124	.	67	573	52	391	218	23	.	35	86	29
lug.	1.368	516	155	.	75	578	44	402	181	55	.	40	105	21
ago.	1.365	527	143	.	74	574	46	326	162	31	.	27	91	16
set.	1.340	509	136	.	70	577	49	332	153	27	.	31	95	25
ott.	1.307	498	133	.	72	563	41	330	139	28	.	37	102	25
nov.	1.268	492	133	.	69	557	17	277	127	28	.	28	87	7
	a lungo termine													
2011	14.848	4.816	3.109	.	780	5.595	548	253	98	51	.	9	84	10
2012	15.151	4.797	3.139	.	841	5.747	626	255	99	45	.	16	84	12
2013	15.111	4.412	3.093	.	920	6.059	627	221	69	39	.	16	89	9
2014 giu.	15.218	4.221	3.120	.	958	6.283	636	247	67	49	.	22	98	10
lug.	15.159	4.183	3.126	.	967	6.241	641	207	52	37	.	19	86	13
ago.	15.107	4.155	3.109	.	970	6.229	645	75	29	11	.	3	28	5
set.	15.154	4.161	3.126	.	981	6.235	652	217	58	43	.	13	90	13
ott.	15.124	4.076	3.162	.	981	6.256	650	208	45	40	.	15	101	8
nov.	15.006	4.058	3.163	.	985	6.302	498	195	58	44	.	14	73	6

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.
- 2) Include istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.
- 3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).
- 4) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie.
- 5) Società veicolo finanziarie (SVF).

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

(miliardi di euro; variazioni percentuali)

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazione centrale		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	
			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Ammini-strazione centrale					Altre ammini-strazioni pubbliche
			IFM	SVF ¹⁾							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze										
2011	16.441,0	5.518,7	3.208,1	.	859,2	6.230,2	624,8	3.939,9	339,3	325,1	3.275,5
2012	16.590,3	5.398,4	3.280,6	.	915,7	6.305,2	690,5	4.593,9	404,6	617,8	3.571,5
2013	16.349,1	4.885,7	3.209,5	.	986,9	6.587,2	679,8	5.634,8	569,0	751,0	4.314,8
2014 giu.	16.549,0	4.736,3	3.243,5	.	1.025,9	6.856,0	687,3	6.009,1	629,3	779,5	4.600,3
lug.	16.526,3	4.699,6	3.280,8	.	1.041,9	6.818,7	685,3	5.865,5	626,8	775,7	4.463,0
ago.	16.472,0	4.681,6	3.251,4	.	1.044,5	6.803,4	691,0	5.915,3	637,3	788,9	4.489,2
set.	16.494,0	4.669,8	3.261,4	.	1.050,7	6.811,7	700,4	5.929,5	650,7	788,4	4.490,4
ott.	16.431,5	4.574,4	3.294,7	.	1.053,1	6.818,5	690,7	5.762,0	611,5	763,1	4.387,4
nov.	16.273,9	4.550,1	3.295,8	.	1.054,5	6.858,5	515,0	6.036,6	628,3	796,6	4.611,7
	Tasso di crescita										
2011	3,9	5,0	-1,5	.	5,7	4,7	12,1	1,6	9,3	4,4	0,4
2012	1,6	-1,8	1,2	.	14,4	2,5	6,1	0,9	4,9	2,0	0,4
2013	-1,2	-8,9	-2,1	.	8,2	4,5	-1,1	0,9	7,2	0,2	0,3
2014 giu.	-0,4	-7,1	-1,3	.	7,2	4,0	0,7	1,4	6,5	1,6	0,7
lug.	-0,2	-7,1	-0,3	.	7,9	3,9	1,5	1,4	6,9	2,1	0,5
ago.	-0,5	-7,1	-1,0	.	7,4	3,6	1,4	1,4	6,9	2,1	0,6
set.	-0,5	-6,9	-1,0	.	5,8	3,3	3,1	1,5	6,9	1,9	0,7
ott.	-0,7	-8,2	0,4	.	5,1	3,3	1,7	1,6	6,9	1,6	0,9
nov.	-1,1	-8,5	0,0	.	5,1	2,9	0,8	1,6	7,1	1,7	0,8

2.8 Tassi di cambio effettivi ²⁾

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

	TCE-20						TCE-39	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUMP reale ³⁾	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	97,9	95,6	92,9	89,4	99,1	92,0	107,1	92,9
2013	101,7	98,9	96,4	92,4	102,6	94,5	112,0	96,2
2014	102,2	98,6	96,3	.	.	.	114,7	96,6
2014 1° trim.	103,9	100,7	97,9	94,8	103,5	97,8	116,6	99,0
2° trim.	103,8	100,1	97,8	94,5	103,0	97,6	116,0	97,9
3° trim.	101,6	97,9	95,8	92,2	100,2	95,1	113,7	95,6
4° trim.	99,6	95,7	94,0	.	.	.	112,4	94,1
2014 lug.	102,6	98,8	96,6	-	-	-	114,6	96,4
ago.	101,9	98,2	96,0	-	-	-	114,0	95,9
set.	100,4	96,7	94,7	-	-	-	112,4	94,5
ott.	99,6	95,8	93,9	-	-	-	111,9	93,8
nov.	99,5	95,7	94,0	-	-	-	112,1	93,8
dic.	99,6	95,6	94,0	-	-	-	113,2	94,6
Variazione percentuale sul mese precedente								
2014 dic.	0,1	0,0	-0,1	-	-	-	1,0	0,8
Variazione percentuale sull'anno precedente								
2014 dic.	-4,1	-5,0	-4,3	-	-	-	-2,2	-4,0

Fonte: BCE.

1) Società veicolo finanziarie (SVF).

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

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

2.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese	Kuna croata	Corona Ceca	Corona danese	Fiorino ungherese	Yen giapponese	Zloty polacco	Sterlina britannica	Leu romeno	Corona svedese	Franco svizzero	Dollaro statunitense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012.	8,105	7,522	25,149	7,444	289,249	102,492	4,185	0,811	4,4593	8,704	1,205	1,285
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2014 1° trim.	8,358	7,650	27,442	7,462	307,932	140,798	4,184	0,828	4,5023	8,857	1,224	1,370
2° trim.	8,544	7,599	27,446	7,463	305,914	140,001	4,167	0,815	4,4256	9,052	1,219	1,371
3° trim.	8,173	7,623	27,619	7,452	312,242	137,749	4,175	0,794	4,4146	9,205	1,212	1,326
4° trim.	7,682	7,665	27,630	7,442	308,527	142,754	4,211	0,789	4,4336	9,272	1,205	1,250
2014 lug.	8,394	7,615	27,458	7,456	309,808	137,723	4,144	0,793	4,4098	9,233	1,215	1,354
ago.	8,197	7,633	27,816	7,455	313,907	137,107	4,192	0,797	4,4252	9,188	1,212	1,332
set.	7,921	7,624	27,599	7,445	313,197	138,390	4,190	0,791	4,4095	9,193	1,208	1,290
ott.	7,763	7,657	27,588	7,445	307,846	136,845	4,207	0,789	4,4153	9,180	1,208	1,267
nov.	7,641	7,670	27,667	7,442	306,888	145,029	4,212	0,791	4,4288	9,238	1,203	1,247
dic.	7,633	7,668	27,640	7,440	310,833	147,059	4,215	0,788	4,4583	9,404	1,203	1,233
Variazione percentuale sul mese precedente												
2014 dic.	-0,1	0,0	-0,1	0,0	1,3	1,4	0,1	-0,3	0,7	1,8	0,0	-1,1
Variazione percentuale sull'anno precedente												
2014 dic.	-8,3	0,4	0,4	-0,3	3,5	3,8	0,9	-5,7	-0,1	5,0	-1,8	-10,0

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

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

	Totale ¹⁾			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Memo: Debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)												
2013 4° trim.	17.765,8	19.107,1	-1.341,3	7.229,4	5.550,2	5.659,0	9.051,8	-64,8	4.400,0	4.503,5	542,1	11.313,1
2014 1° trim.	18.191,9	19.456,3	-1.264,4	7.344,9	5.502,6	5.747,5	9.304,4	-49,4	4.578,4	4.649,4	570,6	11.535,4
2° trim.	18.708,6	19.747,6	-1.039,0	7.465,3	5.522,1	6.037,4	9.609,6	-43,5	4.666,5	4.615,9	583,1	11.638,9
3° trim.	19.457,8	20.391,7	-933,9	7.643,0	5.603,7	6.407,6	9.967,0	-77,1	4.887,3	4.820,9	597,0	11.959,0
Consistenze (in percentuale del PIL)												
2014 3° trim.	194,0	203,3	-9,3	76,2	55,9	63,9	99,4	-0,8	48,7	48,1	6,0	119,2
Transazioni												
2013 4° trim.	249,5	80,3	169,2	212,9	185,7	54,9	87,4	12,0	-30,8	-192,7	0,4	-
2014 1° trim.	327,3	266,7	60,6	12,3	-8,7	72,7	125,3	5,5	234,2	150,1	2,5	-
2° trim.	212,5	132,8	79,7	-14,9	-13,8	157,1	200,2	16,1	53,7	-53,7	0,4	-
3° trim.	182,0	113,3	68,6	56,1	28,4	114,6	38,1	16,1	-3,5	46,8	-1,3	-
2014 giu.	0,8	-76,2	77,1	-37,2	-25,3	66,5	73,9	4,9	-32,9	-124,8	-0,5	-
lug.	89,0	70,5	18,5	16,7	7,3	20,4	6,2	3,2	49,3	57,0	-0,7	-
ago.	33,0	34,0	-0,9	11,3	13,8	27,4	24,4	3,5	-10,4	-4,2	1,2	-
set.	59,9	8,9	51,0	28,1	7,4	66,7	7,5	9,5	-42,4	-6,0	-1,9	-
ott.	0,8	-32,4	33,3	10,7	11,6	16,3	-31,1	0,6	-27,7	-12,9	1,0	-
nov.	154,2	77,6	76,6	25,5	-2,6	46,7	34,5	3,9	79,9	45,7	-1,8	-
transazioni cumulate sui 12 mesi												
2014 nov.	805,2	386,3	418,9	105,1	13,6	425,6	366,3	45,4	227,0	6,3	2,1	-
transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL												
2014 nov.	8,0	3,9	4,2	1,0	0,1	4,2	3,7	0,5	2,3	0,1	0,0	-

Fonte: BCE.

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

3. PRODUZIONE E DOMANDA

3.1 Pil e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Formazione lorda di capitale fisso				Variazione delle scorte	Totale	Esportazioni	Importazioni
					Totale costruzioni	Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2011	9.768,2	9.628,9	5.492,4	2.046,4	2.024,1	1.066,0	604,5	350,1	66,1	139,3	4.074,6	3.935,3
2012	9.824,4	9.563,5	5.521,4	2.059,5	1.982,4	1.039,8	581,4	357,4	0,1	260,9	4.252,7	3.991,8
2013	9.904,4	9.564,0	5.544,7	2.090,1	1.942,3	1.009,2	569,3	359,7	-13,1	340,4	4.325,9	3.985,5
2013 4° trim.	2.493,9	2.402,5	1.392,7	524,3	491,2	254,5	145,6	90,4	-5,7	91,3	1.094,8	1.003,4
2014 1° trim.	2.509,2	2.415,5	1.397,4	527,7	493,2	255,8	144,5	91,2	-2,8	93,6	1.095,7	1.002,1
2° trim.	2.514,9	2.418,7	1.403,8	529,1	490,0	251,2	145,3	91,8	-4,2	96,2	1.108,8	1.012,6
3° trim.	2.521,7	2.424,4	1.411,2	533,8	490,1	251,0	145,3	92,2	-10,7	97,3	1.123,7	1.026,4
in percentuale del PIL												
2011	100,0	98,6	56,2	20,9	20,7	10,9	6,2	3,6	0,7	1,4	-	-
2012	100,0	97,3	56,2	21,0	20,2	10,6	5,9	3,6	0,0	2,7	-	-
2013	100,0	96,6	56,0	21,1	19,6	10,2	5,8	3,6	-0,1	3,5	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
variazioni percentuali sul trimestre precedente												
2013 4° trim.	0,2	0,0	0,1	0,3	0,7	0,1	1,9	0,4	-	-	0,8	0,2
2014 1° trim.	0,3	0,3	0,2	0,1	0,3	0,5	-0,2	0,6	-	-	0,4	0,4
2° trim.	0,1	0,0	0,3	0,3	-0,7	-1,7	0,6	0,2	-	-	1,4	1,3
3° trim.	0,2	0,2	0,5	0,3	-0,3	-0,6	-0,3	0,2	-	-	1,3	1,4
contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente: punti percentuali												
2013 4° trim.	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,3	0,2	-	-
2014 1° trim.	0,3	0,3	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-	-
2° trim.	0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,1	-	-
3° trim.	0,2	0,2	0,3	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-	-

3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministr. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
	A prezzi correnti (miliardi di euro)											
2011	8.781,5	146,7	1.712,6	484,9	1.663,9	406,9	434,6	1.007,6	918,3	1.695,0	310,9	986,7
2012	8.833,5	150,8	1.719,2	472,2	1.671,8	409,8	439,1	1.013,1	926,8	1.714,0	316,8	990,8
2013	8.899,1	154,5	1.728,6	462,9	1.678,7	401,0	438,4	1.030,1	939,9	1.744,1	320,7	1.005,3
2013 4° trim.	2.240,3	38,3	436,2	116,6	422,2	100,4	110,1	259,5	237,2	439,0	80,8	253,5
2014 1° trim.	2.254,4	38,2	436,3	117,8	424,4	100,4	112,9	261,6	238,4	443,2	81,3	254,9
2° trim.	2.256,6	37,6	437,8	115,8	424,9	100,1	113,9	262,8	239,5	442,9	81,3	258,3
3° trim.	2.263,4	36,4	438,2	115,5	427,3	99,7	113,6	263,5	241,4	445,6	82,0	257,9
	in percentuale del valore aggiunto											
2011	100,0	1,7	19,5	5,5	18,9	4,6	5,0	11,5	10,5	19,3	3,5	-
2012	100,0	1,7	19,5	5,3	18,9	4,6	5,0	11,5	10,5	19,4	3,6	-
2013	100,0	1,7	19,4	5,2	18,9	4,5	4,9	11,6	10,6	19,6	3,6	-
	Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)											
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente											
2013 4° trim.	0,3	1,6	0,5	0,2	0,3	0,0	-0,1	0,3	-0,1	0,3	-0,3	0,2
2014 1° trim.	0,4	2,0	-0,1	0,7	0,7	-0,8	0,8	0,2	0,5	0,4	0,5	0,0
2° trim.	0,0	-0,6	0,2	-1,7	0,1	-0,3	-0,7	0,2	0,2	0,1	-0,4	1,0
3° trim.	0,2	0,7	0,1	-0,6	0,5	0,2	0,1	0,3	0,4	0,1	0,5	-0,4
	contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali											
2013 4° trim.	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2014 1° trim.	0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2° trim.	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
3° trim.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

3.3 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Indicatore BCE riferito ai nuovi ordinativi industriali	Vendite al dettaglio				Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)		Raggruppamenti principali di industrie						Totale	Alimentari, bevande, tabacco	Non alimentari	Carburante	
			Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo							
in perc. del totale nel 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente												
2011	3,4	4,7	4,2	8,4	0,9	-4,3	-3,6	8,6	-0,7	-1,1	-0,2	-3,3	-0,9
2012	-2,5	-2,7	-4,5	-1,1	-2,5	-0,4	-5,0	-3,8	-1,7	-1,3	-1,6	-5,0	-11,1
2013	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,8	-2,8	-0,1	-0,8	-1,0	-0,6	-1,0	-4,4
2013 4° trim.	1,5	1,9	2,5	2,7	0,4	-1,4	-1,2	2,7	0,3	-0,2	0,9	0,2	5,3
2014 1° trim.	1,3	3,1	3,1	3,9	2,5	-9,2	6,7	4,4	1,0	-0,5	2,3	0,8	5,0
2° trim.	0,9	1,7	1,4	0,9	3,5	-5,2	3,7	3,9	1,4	1,2	2,0	-0,5	3,9
3° trim.	0,5	1,1	0,4	1,3	1,7	-3,4	-0,3	2,2	0,9	-0,3	2,0	-0,6	4,1
2014 giu.	0,2	0,7	0,4	0,3	1,9	-3,9	-0,7	1,7	2,0	1,6	2,7	-0,2	3,3
lug.	1,7	2,5	1,5	4,0	2,0	-4,3	-0,5	4,5	0,6	-1,0	2,1	-1,9	5,7
ago.	-0,6	0,0	0,1	-2,2	2,5	-2,9	1,5	1,0	1,6	-0,5	3,6	-0,3	4,1
set.	0,2	0,7	-0,5	1,5	0,8	-2,9	-2,3	1,2	0,4	0,8	0,4	0,4	2,5
ott.	0,8	1,2	-0,6	1,4	3,1	-1,5	0,3	4,0	1,6	0,1	2,5	0,7	4,4
nov.	-0,4	0,3	-0,6	-0,9	3,1	-4,8	2,2	.	1,5	0,1	2,8	1,5	0,3
	variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)												
2014 giu.	-0,2	-0,2	0,4	0,2	-1,6	-1,1	-0,2	-1,0	0,4	0,5	0,3	0,2	1,2
lug.	0,8	1,0	0,9	1,8	0,5	-0,8	0,2	2,2	-0,3	-0,9	0,1	-0,4	0,6
ago.	-1,2	-1,4	-1,0	-3,3	0,3	1,1	0,5	-2,1	0,6	0,1	1,2	0,8	0,1
sett.	0,5	0,5	-0,3	2,1	-0,9	0,4	-1,1	1,3	-0,9	0,2	-2,1	-0,2	-1,3
ott.	0,3	0,5	0,2	0,0	1,5	-0,8	1,1	1,0	0,6	-0,1	0,9	0,5	3,0
nov.	0,2	0,3	0,3	-0,2	0,9	-0,9	-0,1	.	0,6	0,5	1,4	1,4	-2,7

3.4 Occupazione ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	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	Amm. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale.	Attività artistiche di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
percentuale sul totale delle persone occupate													
2011	100,0	85,0	15,0	3,4	15,4	6,7	24,8	2,7	2,7	1,0	12,6	23,7	7,0
2012	100,0	85,0	15,0	3,4	15,4	6,4	24,8	2,7	2,7	1,0	12,7	23,8	7,0
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,3	6,2	24,9	2,7	2,7	1,0	12,9	24,0	7,1
variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2011	0,1	0,2	-0,1	-2,1	0,0	-3,6	0,5	1,2	-0,6	0,6	2,5	0,0	0,0
2012	-0,5	-0,5	-0,4	-1,6	-0,8	-4,6	-0,5	0,8	-0,4	-0,1	0,5	-0,1	0,6
2013	-0,8	-0,7	-1,1	-1,4	-1,3	-4,5	-0,7	0,2	-1,1	-1,3	0,2	-0,2	-0,2
2013 4° trim.	-0,4	-0,3	-0,9	0,4	-1,0	-3,3	-0,3	0,0	-1,0	-0,7	0,8	0,1	-1,1
2014 1° trim.	0,0	0,2	-0,7	0,5	-0,6	-2,8	0,2	0,3	-0,8	0,5	1,0	0,4	0,1
2° trim.	0,4	0,7	-1,1	-0,7	0,2	-2,3	0,7	0,7	-1,2	0,3	1,9	0,5	0,3
3° trim.	0,6	0,9	-1,1	-0,9	0,3	-1,7	1,2	1,0	-1,2	0,1	1,8	0,4	0,9
Ore lavorate													
percentuale sul totale delle ore lavorate													
2011	100,0	80,0	20,0	4,4	15,8	7,6	25,9	2,7	2,8	1,0	12,3	21,3	6,3
2012	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	7,2	25,8	2,8	2,8	1,0	12,5	21,6	6,3
2013	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	6,9	25,8	2,8	2,8	1,0	12,6	21,7	6,4
variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2011	0,3	0,4	-0,3	-2,2	0,8	-3,6	0,4	1,2	-0,1	0,4	2,6	0,3	0,0
2012	-1,6	-1,7	-1,4	-2,6	-2,1	-6,5	-1,9	0,3	-0,8	-1,3	-0,3	-0,4	-0,3
2013	-1,2	-1,2	-1,2	-0,7	-1,3	-5,3	-1,3	0,2	-1,5	-2,4	-0,4	-0,5	-0,6
2013 4° trim.	-0,4	-0,3	-0,5	1,7	-0,2	-3,3	-0,5	0,7	-0,9	-2,1	0,4	0,0	-1,1
2014 1° trim.	0,6	0,7	0,1	1,6	1,0	-1,4	0,5	0,7	-0,4	0,2	0,9	1,0	0,4
2° trim.	0,2	0,6	-1,3	-0,2	0,3	-2,5	0,5	0,7	-1,6	-0,3	1,4	0,6	-0,3
3° trim.	0,5	0,9	-1,1	0,1	0,6	-2,1	1,1	0,9	-1,4	-0,6	1,4	0,3	0,4
Ore lavorate per persona occupata													
variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2011	0,1	0,3	-0,3	-0,1	0,8	0,0	-0,1	0,1	0,5	-0,2	0,1	0,3	0,0
2012	-1,1	-1,1	-1,0	-1,1	-1,3	-2,0	-1,4	-0,5	-0,5	-1,2	-0,8	-0,3	-0,9
2013	-0,4	-0,5	-0,1	0,7	0,1	-0,8	-0,6	0,0	-0,3	-1,1	-0,6	-0,3	-0,5
2013 4° trim.	0,0	0,0	0,4	1,3	0,8	-0,1	-0,2	0,7	0,1	-1,5	-0,4	-0,1	0,0
2014 1° trim.	0,6	0,6	0,8	1,1	1,6	1,4	0,3	0,4	0,5	-0,3	-0,1	0,5	0,3
2° trim.	-0,2	-0,1	-0,2	0,5	0,1	-0,3	-0,3	0,0	-0,4	-0,6	-0,5	0,1	-0,6
3° trim.	-0,1	0,0	0,0	0,9	0,3	-0,4	-0,1	0,0	-0,2	-0,7	-0,4	-0,1	-0,5

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE, statistiche sperimentali della BCE (Tavola 3.3, col. 8) e Associazione europea dei costruttori di automobili (Tavola 3.3, col. 13).

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

3.5 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forza lavoro, in milioni ¹⁾	Disoccu- pazione in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Disoccupazione											Tasso di posti vacanti ²⁾
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
in perc. del totale nel 2013						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 dei posti di lavoro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	157,123	3,6	15,955	10,1	4,6	12,736	8,9	3,219	21,0	8,518	9,9	7,437	10,4	1,7
2012	158,219	3,9	18,004	11,3	5,2	14,502	10,1	3,503	23,3	9,679	11,2	8,325	11,5	1,6
2013	158,207	4,3	19,023	12,0	5,9	15,482	10,7	3,541	24,1	10,215	11,9	8,808	12,1	1,5
2013 4°trim.	158,333	4,4	18,878	11,9	6,1	15,410	10,7	3,467	23,9	10,096	11,8	8,783	12,0	1,6
2014 1°trim.	157,751	4,4	18,675	11,8	6,3	15,244	10,6	3,431	23,8	10,037	11,7	8,639	11,8	1,7
2°trim.	158,067	4,4	18,430	11,6	6,0	15,063	10,4	3,367	23,5	9,817	11,4	8,612	11,8	1,6
3°trim.	158,491	4,2	18,321	11,5	5,8	14,966	10,3	3,354	23,5	9,705	11,3	8,616	11,8	1,6
2014 giu.	-	-	18,346	11,5	-	14,993	10,4	3,353	23,5	9,717	11,3	8,628	11,8	-
lug.	-	-	18,390	11,6	-	15,033	10,4	3,356	23,5	9,734	11,3	8,655	11,8	-
ago.	-	-	18,275	11,5	-	14,932	10,3	3,343	23,5	9,670	11,3	8,605	11,8	-
set.	-	-	18,297	11,5	-	14,934	10,3	3,363	23,5	9,710	11,3	8,588	11,7	-
ott.	-	-	18,360	11,5	-	14,975	10,3	3,385	23,6	9,776	11,4	8,584	11,7	-
nov.	-	-	18,394	11,5	-	14,985	10,3	3,409	23,7	9,781	11,4	8,613	11,7	-

3.6 Indagini qualitative

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali salvo diversa indicazione)							Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)				
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2013	100,2	-6,1	80,8	-12,7	-13,9	-8,9	6,5	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2012	90,8	-11,7	78,6	-22,1	-27,6	-15,1	-6,8	86,6	46,2	46,3	47,6	47,2
2013	93,8	-9,3	78,3	-18,6	-30,0	-12,5	-6,1	86,9	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,4	-4,2	.	-10,0	-28,3	-4,0	3,9	.	51,8	53,3	52,5	52,7
2014 1°trim.	101,6	-3,5	79,8	-11,2	-29,0	-3,1	3,4	87,2	53,4	55,9	52,1	53,1
2°trim.	102,2	-3,6	79,7	-7,7	-30,7	-2,3	3,9	87,3	52,4	54,5	53,1	53,4
3°trim.	100,9	-4,9	80,0	-9,9	-28,1	-4,7	3,3	87,6	50,9	51,6	53,2	52,8
4°trim.	100,7	-4,9	.	-11,2	-25,5	-5,9	4,8	.	50,4	51,2	51,7	51,5
2014 lug.	102,2	-3,8	79,9	-8,3	-28,2	-2,3	3,6	87,3	51,8	52,7	54,2	53,8
ago.	100,6	-5,3	-	-10,0	-28,4	-4,6	3,1	-	50,7	51,0	53,1	52,5
set.	99,9	-5,5	-	-11,4	-27,7	-7,3	3,2	-	50,3	51,0	52,4	52,0
ott.	100,7	-5,1	80,0	-11,1	-24,6	-6,4	4,4	87,8	50,6	51,5	52,3	52,1
nov.	100,7	-4,3	-	-11,5	-26,3	-6,0	4,4	-	50,1	51,2	51,1	51,1
dic.	100,7	-5,2	-	-10,9	-25,5	-5,3	5,6	-	50,6	50,9	51,6	51,4

Fonti: Eurostat, elaborazioni BCE, Direzione generale degli Affari economici e finanziari della Commissione europea (tavola 3.6, col. 1-8), Markit (tavola 3.6, col. 9-12).

1) Non destagionalizzati.

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

3.7 Famiglie e società non finanziarie: conti riepilogativi

(prezzi correnti, salvo diversa indicazione; dati non destagionalizzati)

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo) ¹⁾	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto ²⁾	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto ³⁾	Tasso di risparmio (netto)	Tasso di indebitamento ⁴⁾	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto)	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente						Percentuale del valore aggiunto netto		Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2011	13,0	97,6	-0,1	1,9	1,7	1,8	1,1	32,7	3,6	.	3,2	9,9	2,1
2012	12,9	97,3	-1,6	1,8	-3,7	0,3	-2,2	31,0	1,6	133,4	1,0	-4,8	0,8
2013	13,1	95,8	-0,5	1,3	-3,9	0,1	-2,3	29,8	2,5	130,1	1,5	-3,2	0,7
2013 4° trim.	13,1	96,1	1,0	1,3	-4,4	0,4	-2,3	29,8	2,5	130,1	1,5	-0,4	0,7
2014 1° trim.	13,1	95,5	0,6	1,4	3,3	1,9	-1,0	30,0	2,6	129,2	1,7	2,1	0,8
2° trim.	13,0	95,5	0,5	1,5	0,0	2,9	-0,1	30,0	2,4	130,1	2,0	-0,5	1,0
3° trim.	13,1	94,8	1,7	1,5	0,3	2,7	0,3	.	2,5	129,4	1,7	-0,9	0,8

3.8 Bilancia dei pagamenti, conto corrente e conto capitale dell'area dell'euro

(miliardi di euro; dati destagionalizzati salvo diversa indicazione; transazioni)

	Conto corrente											Conto Capitale ⁵⁾	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Creediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013 4° trim.	819,6	765,1	54,6	484,1	429,9	164,9	145,1	148,6	134,6	22,1	55,5	15,9	7,2
2014 1° trim.	817,6	758,6	59,0	476,7	424,1	168,9	144,3	150,4	132,3	21,6	57,9	9,3	3,4
2° trim.	829,0	771,1	57,8	484,8	426,7	170,7	150,9	152,1	132,6	21,4	61,0	7,5	3,4
3° trim.	829,0	762,9	66,1	488,5	424,0	170,7	154,0	147,3	132,3	22,5	52,6	6,5	2,4
2014 giu.	281,2	263,7	17,5	162,3	144,2	59,9	52,4	51,2	44,9	7,8	22,3	3,1	1,0
lug.	274,1	256,6	17,5	161,8	142,2	57,7	52,2	47,4	43,2	7,2	19,0	2,6	0,9
ago.	265,9	248,1	17,8	154,5	134,9	55,9	50,5	47,9	44,7	7,5	17,9	2,3	0,8
set.	289,1	258,3	30,8	172,2	146,9	57,1	51,3	52,0	44,4	7,8	15,6	1,7	0,8
ott.	277,4	257,9	19,5	164,0	145,6	58,5	52,8	47,1	41,9	7,8	17,7	2,8	1,1
nov.	269,0	251,0	18,1	157,6	138,9	59,1	51,3	44,4	39,7	7,9	21,2	3,4	1,1
transazioni cumulate su 12 mesi													
2014 nov.	3.296,8	3.055,2	241,6	1.934,1	1.702,4	683,5	601,8	590,6	521,4	88,6	229,5	35,6	15,6
transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL													
2014 nov.	32,8	30,4	2,4	19,3	17,0	6,8	6,0	5,9	5,2	0,9	2,3	0,4	0,2

3.9 Commercio di beni con l'estero dell'area dell'euro ⁶⁾: in valore e in volume per categoria di prodotti ⁷⁾

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
	Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)												
2013 4° trim.	1,0	-2,1	473,5	231,8	96,2	133,3	386,4	431,9	269,7	58,4	95,8	271,2	81,5
2014 1° trim.	1,2	0,2	479,5	235,0	95,5	136,8	389,7	436,8	272,0	60,9	96,3	277,6	78,9
2° trim.	0,7	0,2	480,1	234,2	96,2	137,6	394,9	437,0	270,2	60,6	98,6	280,7	77,9
3° trim.	2,9	0,4	484,2	235,4	96,3	138,5	396,4	437,9	268,8	60,9	100,1	285,1	76,6
2014 giu.	3,2	2,9	159,8	77,5	31,7	45,5	131,2	146,6	89,9	20,9	33,0	94,3	25,4
lug.	2,9	0,9	160,6	78,2	32,0	46,5	131,3	147,7	91,4	20,5	33,3	96,0	26,2
ago.	-3,2	-4,4	158,4	77,6	30,5	44,9	129,6	143,0	87,5	19,5	33,0	91,8	25,1
set.	8,6	4,2	165,2	79,6	33,7	47,1	135,6	147,2	90,0	20,9	33,8	97,3	25,4
ott.	4,0	-0,1	165,0	79,4	33,5	47,6	134,3	145,4	88,4	20,7	33,8	96,2	24,7
nov.	0,5	-1,8	165,3	.	.	.	135,1	145,4	.	.	.	94,5	.
	Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)												
2013 4° trim.	1,9	1,3	113,2	111,6	115,4	113,7	113,1	99,4	99,8	95,4	99,1	99,6	95,9
2014 1° trim.	1,6	2,6	114,8	113,3	114,7	116,9	114,1	100,5	101,0	98,1	99,5	101,8	94,3
2° trim.	0,8	2,3	114,7	113,1	114,2	117,4	115,4	101,6	101,8	98,3	102,3	103,4	94,0
3° trim.	1,2	1,9	114,4	112,5	113,8	116,1	114,4	101,4	101,3	98,5	101,9	103,5	93,8
2014 giu.	2,6	3,9	113,7	111,6	112,4	115,4	114,2	101,7	100,9	100,7	102,7	103,7	90,0
lug.	1,2	2,2	114,2	112,5	114,0	117,2	114,1	102,9	102,8	103,1	102,4	105,9	93,2
ago.	-4,5	-2,7	112,4	111,2	108,2	113,6	112,3	99,4	99,2	94,1	100,6	99,8	92,6
set.	6,4	6,0	116,7	114,0	119,2	117,6	116,7	101,8	101,9	98,4	102,7	104,8	95,6
ott.	2,2	1,0	116,6	113,7	118,3	119,2	115,5	100,8	101,4	96,3	101,2	102,5	98,5
nov.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fonti: BCE ed Eurostat.

- Basato sulle somme cumulate di quattro trimestri del risparmio e del reddito disponibile lordo (corrette per la variazione della posizione netta delle famiglie in riserve di fondi pensione).
- Attività finanziarie (al netto delle passività finanziarie) e attività non finanziarie. Le attività non finanziarie consistono principalmente nella ricchezza immobiliare (strutture residenziali e terreni). Esse includono inoltre le attività non finanziarie delle imprese individuali classificate nel settore delle famiglie.
- Ai fini del calcolo della quota di profitto viene utilizzato il reddito imprenditoriale netto, sostanzialmente equivalente agli utili di esercizio nella contabilità delle imprese.
- Basato sugli importi in essere relativi a prestiti, titoli di debito, debiti commerciali e passività dei fondi pensione.
- I dati relativi al conto capitale non sono destagionalizzati.
- Le differenze fra i dati della BCE relativi ai beni della b.d.p. (tavola 3.8) e i dati di Eurostat relativi al commercio in beni (tavola 3.9) sono essenzialmente riconducibili a differenze nelle definizioni utilizzate.
- Le categorie dei prodotti seguono la classificazione per stima economica (Broad Economic Categories - BEC).

4. PREZZI E COSTI

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

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati	
	Indice: 2005 = 100	Totale		Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
		Totale al netto dei prodotti alimentari 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
2012	115,6	2,5	1,5	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3	3,8
2013	117,2	1,4	1,1	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1
2014	117,7	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9
2014 1° trim.	117,2	0,7	0,8	0,3	1,2	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,3	0,5	2,0
2° trim.	118,2	0,6	0,8	0,0	1,3	0,0	0,1	-1,0	-0,1	-0,3	0,3	0,3	2,2
3° trim.	117,7	0,4	0,8	-0,3	1,2	0,2	0,2	0,2	0,1	-0,4	0,4	0,2	1,6
4° trim.	117,8	0,2	0,7	-0,6	1,2	-0,2	0,0	0,5	-0,1	-3,0	0,2	-0,1	1,7
2014 lug.	117,4	0,4	0,8	-0,3	1,3	0,0	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,2	1,8
ago.	117,6	0,4	0,9	-0,3	1,3	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,6	0,1	0,2	1,4
set.	118,1	0,3	0,8	-0,3	1,1	0,0	0,1	0,5	0,0	0,1	0,0	0,1	1,5
ott.	118,0	0,4	0,7	-0,2	1,2	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,9	0,0	0,2	1,7
nov.	117,8	0,3	0,7	-0,4	1,2	-0,1	-0,1	0,1	0,0	-1,4	0,1	0,1	1,7
dic.	117,7	-0,2	0,7	-1,2	1,2	-0,3	0,1	-0,4	0,0	-3,3	0,0	-0,4	1,6

in perc. del totale nel 2014	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					
	198	123	75	375	267	108	105	62	73	31	147	72	
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23		24	
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	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	0,7
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3	1,3
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	1,2
2° trim.	0,2	1,5	-1,8	-0,1	0,0	-0,4	1,8	1,4	1,8	-2,8	1,6	1,3	1,3
3° trim.	-0,1	1,0	-2,0	-0,4	0,1	-1,8	1,7	1,3	1,7	-3,1	1,5	1,3	1,3
4° trim.	0,3	0,7	-0,3	-1,1	-0,1	-3,6	1,6	1,4	1,6	-2,6	1,4	1,4	1,4
2014 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	1,4
ago.	-0,3	1,0	-2,4	-0,4	0,3	-2,0	1,7	1,3	1,9	-2,9	1,5	1,3	1,3
set.	0,3	1,0	-0,9	-0,6	0,2	-2,3	1,6	1,4	1,5	-3,3	1,5	1,3	1,3
ott.	0,5	0,8	0,0	-0,6	-0,1	-2,0	1,6	1,4	1,5	-2,6	1,5	1,4	1,4
nov.	0,5	0,6	0,2	-0,8	-0,1	-2,6	1,6	1,4	1,4	-2,5	1,3	1,4	1,4
dic.	0,0	0,5	-1,0	-1,8	0,0	-6,3	1,5	1,4	1,9	-2,6	1,4	1,4	1,4

4.2 Prezzi dei prodotti industriali, delle costruzioni e degli immobili residenziali

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni									Prezzi delle costruzioni	Prezzi degli immobili residenziali ²⁾	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ²⁾	
	Totale (indice: 2010 = 100)	Industria escluse le costruzioni e l'energia											Beni energetici (non dest.)
		Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo								
					Industria manifatturiera	Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
in perc. del totale nel 2010	100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	22,6	20,3	27,9			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2011	105,7	5,7	5,3	3,8	5,8	1,5	3,3	5,8	1,5	10,9	3,3	1,0	3,1
2012	108,6	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	3,6	0,9	6,6	1,7	-1,8	0,4
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,7	0,3	-1,6	0,6	-2,1	-1,2
2013 4° trim.	108,0	-1,1	-0,9	-0,3	-1,7	0,5	0,9	0,3	0,2	-2,8	0,7	-1,6	-1,2
2014 1° trim.	107,6	-1,6	-1,1	-0,5	-1,8	0,3	0,6	-0,4	0,3	-4,1	0,2	-0,7	.
2° trim.	107,1	-1,1	-0,4	-0,2	-1,2	0,3	0,5	-0,2	0,4	-3,1	0,2	0,0	.
3° trim.	106,8	-1,4	-0,6	-0,1	-0,6	0,4	-0,1	-1,0	0,3	-4,5	0,4	0,3	.
2014 giu.	107,1	-0,9	-0,1	-0,1	-0,9	0,4	0,4	-0,5	0,3	-2,5	-	-	-
lug.	106,9	-1,3	-0,4	-0,1	-0,6	0,4	0,2	-0,7	0,4	-4,1	-	-	-
ago.	106,7	-1,5	-0,7	-0,2	-0,6	0,4	0,0	-0,9	0,3	-4,9	-	-	-
set.	106,9	-1,5	-0,8	-0,1	-0,5	0,5	-0,4	-1,3	0,2	-4,5	-	-	-
ott.	106,5	-1,3	-0,9	-0,2	-0,4	0,6	-0,6	-1,4	0,3	-4,1	-	-	-
nov.	106,2	-1,6	-1,3	-0,2	-0,6	0,6	-0,6	-1,5	0,2	-5,0	-	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE ed elaborazioni della BCE basate su dati IPD e fonti nazionali (tavola 4.2, col. 13).

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

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

4.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2010 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾		Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
in perc. del totale	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2012	102,4	1,3	1,5	1,9	0,8	1,4	1,9	2,5	86,6	-5,2	0,2	-7,6	-1,7	5,8	-6,9
2013	103,7	1,3	0,9	1,1	1,3	0,4	-0,3	-1,3	81,7	-8,0	-13,4	-5,3	-7,7	-10,1	-5,8
2014	.	.	.	.	.	.	.	.	74,5	-6,5	-1,6	-8,6	-3,3	0,7	-6,3
2014 1° trim.	104,4	1,0	0,6	0,7	0,7	0,2	-0,9	-2,0	78,6	-12,9	-8,8	-14,7	-11,1	-6,8	-14,1
2° trim.	104,5	0,8	0,6	0,8	0,5	0,3	-0,8	-1,4	79,9	-6,2	-1,3	-8,6	-3,7	1,1	-7,4
3° trim.	104,6	0,8	0,6	0,6	0,8	0,4	-0,6	-1,2	78,0	-4,5	-1,6	-5,8	-1,1	0,2	-2,1
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	61,5	-1,4	6,2	-4,7	3,6	9,3	-0,5
2014 lug.	-	-	-	-	-	-	-	-	79,9	-4,8	-5,2	-4,6	-1,5	-1,5	-1,6
ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	77,6	-4,2	1,0	-6,4	-1,0	1,3	-2,7
set.	-	-	-	-	-	-	-	-	76,4	-4,6	-0,5	-6,4	-0,8	1,0	-2,0
ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	69,5	-2,6	3,8	-5,4	1,0	4,2	-1,3
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	64,1	-1,4	6,2	-4,7	3,9	9,6	-0,2
dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,3	-0,2	8,7	-4,0	5,9	14,1	0,0

4.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)					Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2013	13,8	15,5	5,5	-6,6	39,1	64,1	57,1	55,5	51,0
2011	2,7	8,1	1,9	-12,6	38,5	52,7	55,1	49,9	47,9
2012	-0,5	2,0	-1,6	-17,4	29,8	48,5	53,8	49,4	47,8
2013	0,5	1,9	0,3	-18,3	22,8	49,8	53,8	50,2	48,7
2014 1° trim.	-0,9	-0,6	0,1	-20,4	14,9	48,7	53,9	50,0	48,7
2° trim.	-0,7	-1,4	0,2	-17,3	11,7	51,2	53,7	49,8	48,4
3° trim.	-2,1	-3,8	2,5	-15,8	7,8	48,7	52,6	49,0	47,1
4° trim.	0,4	0,2	0,2	-18,5	15,3	52,8	54,9	50,1	48,5
2014 lug.	-0,7	-0,1	1,0	-16,3	12,8	51,8	53,4	50,3	48,3
ago.	-1,9	-4,2	-0,6	-17,2	7,1	49,2	52,8	48,9	48,4
set.	0,3	-5,6	1,6	-17,1	8,4	49,0	53,1	49,0	46,4
ott.	-1,6	-3,0	3,3	-15,0	8,8	49,0	52,7	48,8	47,1
nov.	-4,9	-2,8	2,7	-15,3	6,3	48,1	52,0	49,1	47,7
dic.	-4,9	-2,8	2,7	-15,3	6,3	48,1	52,0	49,1	47,7

Fonti: Commissione europea (Direzione generale Affari economici e finanziari) e Thomson Reuters (tavola 4.3, col. 9).

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

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

4.5 Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi per occupato e produttività del lavoro

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

	Totale (indice: 2010 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Costo del lavoro per unità di prodotto											
2011	100,6	0,6	0,3	-0,1	2,2	0,0	-1,4	0,4	0,8	3,1	0,6	1,1
2012	102,5	1,9	3,6	2,1	2,6	2,6	0,2	-0,4	2,0	3,5	0,5	2,4
2013	103,9	1,4	-2,5	2,1	0,4	1,5	1,8	2,5	-2,4	1,0	1,6	2,2
2013 4° trim.	104,2	1,2	-4,1	0,3	0,0	0,7	1,7	3,3	-2,4	0,6	2,7	2,0
2014 1° trim.	104,5	0,7	-4,1	0,9	-0,4	0,3	3,7	0,5	0,4	1,2	0,9	0,8
2° trim.	104,8	1,0	-3,3	1,7	0,1	0,5	3,6	0,6	0,1	2,2	0,8	1,6
3° trim.	105,2	1,1	-2,7	1,5	0,7	0,6	3,8	0,5	0,4	2,4	0,9	1,3
	Redditi per occupato											
2011	102,1	2,1	3,3	2,9	3,0	1,7	2,4	2,2	2,0	2,9	1,3	1,5
2012	103,8	1,7	1,9	2,3	2,5	1,7	2,0	1,0	2,0	2,3	0,9	2,3
2013	105,6	1,7	1,1	2,7	1,6	1,4	0,9	2,4	-0,3	1,0	1,8	1,7
2013 4° trim.	106,4	2,0	-0,2	2,5	2,1	1,4	1,0	2,9	-0,7	0,8	2,8	2,4
2014 1° trim.	106,9	1,8	0,1	2,6	3,5	1,8	2,6	1,0	0,8	1,5	1,5	1,5
2° trim.	107,0	1,4	0,9	2,1	1,9	1,2	1,8	2,0	0,8	1,3	1,3	1,2
3° trim.	107,4	1,3	1,9	1,9	1,1	1,0	1,9	1,8	1,3	1,7	1,3	0,7
	Produttività del lavoro per occupato											
2011	101,5	1,5	3,0	3,0	0,8	1,7	3,9	1,8	1,2	-0,2	0,7	0,3
2012	101,3	-0,2	-1,6	0,2	-0,1	-0,9	1,8	1,4	-0,1	-1,1	0,4	-0,2
2013	101,6	0,3	3,7	0,6	1,2	-0,1	-0,9	-0,1	2,2	-0,1	0,2	-0,6
2013 4° trim.	102,1	0,8	4,1	2,1	2,1	0,6	-0,7	-0,4	1,7	0,2	0,1	0,4
2014 1° trim.	102,3	1,0	4,4	1,6	3,9	1,4	-1,1	0,5	0,4	0,3	0,5	0,7
2° trim.	102,1	0,4	4,4	0,4	1,8	0,8	-1,7	1,3	0,7	-0,9	0,4	-0,4
3° trim.	102,0	0,2	4,7	0,4	0,3	0,4	-1,9	1,3	0,9	-0,6	0,4	-0,7
	Redditi per ora lavorata											
2011	101,8	1,8	2,3	1,9	3,3	1,6	2,2	1,6	2,2	2,6	1,1	1,4
2012	104,7	2,9	4,0	3,7	4,9	3,4	2,4	1,5	2,2	3,2	1,2	3,3
2013	107,0	2,2	1,3	2,5	2,7	2,1	0,9	2,8	1,1	1,8	2,1	2,1
2013 4° trim.	107,7	2,0	-0,5	1,6	2,1	1,7	0,4	2,9	1,3	1,1	2,9	2,4
2014 1° trim.	108,0	1,2	-0,4	0,8	2,0	1,6	2,1	0,7	1,2	1,6	1,0	1,0
2° trim.	108,4	1,5	1,8	1,8	2,2	1,5	1,9	2,4	1,9	1,3	1,1	1,5
3° trim.	108,7	1,3	2,3	1,4	1,3	1,1	1,8	2,0	1,4	1,6	1,3	1,0
	Produttività per ora lavorata											
2011	101,3	1,3	3,1	2,2	0,8	1,7	3,9	1,3	1,4	-0,4	0,4	0,3
2012	102,3	0,9	-0,5	1,6	1,9	0,5	2,3	1,9	1,1	-0,3	0,7	0,7
2013	103,0	0,7	3,0	0,5	2,0	0,5	-0,9	0,2	3,3	0,5	0,5	-0,1
2013 4° trim.	103,3	0,7	2,8	1,3	2,2	0,8	-1,4	-0,5	3,2	0,6	0,2	0,4
2014 1° trim.	103,4	0,4	3,2	0,0	2,5	1,1	-1,4	0,0	0,7	0,4	0,0	0,4
2° trim.	103,6	0,6	3,8	0,3	2,1	1,1	-1,8	1,7	1,3	-0,4	0,3	0,3
3° trim.	103,4	0,3	3,7	0,0	0,7	0,5	-1,8	1,5	1,6	-0,3	0,5	-0,2

4.6 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2008 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ¹⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
in perc. del totale nel 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	58,6	
	1	2	3	4	5	6	7
2011	106,7	2,3	2,1	2,7	2,6	1,4	2,0
2012	108,9	2,0	2,0	2,0	2,4	1,2	2,2
2013	110,3	1,3	1,5	0,8	1,2	1,6	1,8
2013 4° trim.	117,1	1,3	1,6	0,3	1,0	2,1	1,7
2014 1° trim.	103,7	0,7	1,1	-0,6	0,7	0,5	1,9
2° trim.	115,7	1,4	1,4	1,3	1,6	1,1	1,9
3° trim.	108,6	1,3	1,4	1,2	1,2	1,5	1,7

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

5. MONETA E CREDITO

5.1 Aggregati monetari ¹⁾

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

	M3											12
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1									
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista		Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi		Pronti contro termine	Quote e parteci- pazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
	Consistenze											
2011	843,6	3.961,6	4.805,2	1.840,1	1.962,6	3.802,7	8.607,9	147,4	537,6	205,2	890,3	9.498,3
2012	863,4	4.244,0	5.107,5	1.803,3	2.081,5	3.884,8	8.992,3	125,0	483,1	180,6	788,7	9.780,9
2013	908,8	4.483,2	5.391,9	1.691,2	2.123,2	3.814,4	9.206,3	120,0	417,7	86,5	624,3	9.830,6
2013 4° trim.	908,8	4.483,2	5.391,9	1.691,2	2.123,2	3.814,4	9.206,3	120,0	417,7	86,5	624,3	9.830,6
2014 1° trim.	924,8	4.563,8	5.488,6	1.667,7	2.125,3	3.793,1	9.281,7	117,1	403,2	84,8	605,1	9.886,8
2° trim.	931,5	4.627,9	5.559,4	1.671,0	2.131,2	3.802,3	9.361,7	129,7	397,0	75,8	602,5	9.964,2
3° trim.	948,2	4.745,8	5.694,0	1.647,5	2.136,6	3.784,1	9.478,1	122,4	419,2	68,8	610,5	10.088,5
2014 giu.	931,5	4.627,9	5.559,4	1.671,0	2.131,2	3.802,3	9.361,7	129,7	397,0	75,8	602,5	9.964,2
lug.	936,3	4.669,9	5.606,3	1.669,5	2.131,7	3.801,1	9.407,4	128,6	409,1	70,1	607,8	10.015,2
ago.	943,3	4.713,8	5.657,1	1.658,2	2.134,2	3.792,3	9.449,4	128,6	404,2	74,1	606,9	10.056,3
set.	948,2	4.745,8	5.694,0	1.647,5	2.136,6	3.784,1	9.478,1	122,4	419,2	68,8	610,5	10.088,5
ott.	949,5	4.794,6	5.744,1	1.624,8	2.132,5	3.757,4	9.501,4	130,3	432,6	67,0	630,0	10.131,4
nov. ^(p)	956,5	4.857,7	5.814,2	1.619,4	2.138,4	3.757,7	9.572,0	128,2	435,2	71,6	635,0	10.206,9
	Transazioni											
2011	48,7	43,5	92,2	34,8	33,9	68,7	160,9	-16,8	-29,4	37,8	-8,4	152,6
2012	20,0	289,5	309,5	-36,0	114,9	78,9	388,5	-16,9	-20,2	-18,5	-55,7	332,8
2013	45,3	246,3	291,7	-111,1	43,9	-67,2	224,5	-12,0	-48,8	-62,8	-123,6	100,9
2013 4° trim.	14,9	33,5	48,4	-15,0	-6,1	-21,1	27,3	9,5	-4,2	-27,0	-21,8	5,5
2014 1° trim.	15,4	73,4	88,8	-26,2	1,7	-24,5	64,3	-3,0	-6,9	-1,3	-11,2	53,1
2° trim.	6,7	61,7	68,5	2,3	5,8	8,0	76,5	12,4	-6,0	-5,8	0,7	77,2
3° trim.	16,7	109,1	125,8	-27,1	5,1	-21,9	103,8	-8,2	8,9	2,8	3,5	107,3
2014 giu.	2,7	18,4	21,0	1,9	3,7	5,6	26,6	8,6	-1,5	-1,0	6,2	32,8
lug.	4,8	41,8	46,6	-2,6	0,4	-2,2	44,4	-1,3	12,2	-5,5	5,4	49,7
ago.	7,0	41,9	48,9	-12,1	2,4	-9,6	39,3	-0,2	-4,8	4,0	-1,0	38,3
set.	4,9	25,4	30,3	-12,4	2,3	-10,1	20,2	-6,7	1,5	4,3	-0,9	19,4
ott.	1,3	48,3	49,6	-22,2	-4,5	-26,7	22,9	7,9	13,5	-2,0	19,4	42,3
nov. ^(p)	7,0	63,4	70,4	-5,4	5,9	0,5	70,9	-2,1	2,6	4,3	4,8	75,7
	Variazioni percentuali											
2011	6,1	1,1	2,0	1,9	1,8	1,8	1,9	-9,7	-5,1	30,2	-1,0	1,6
2012	2,4	7,3	6,4	-1,9	5,9	2,1	4,5	-11,6	-3,9	-9,9	-6,6	3,5
2013	5,2	5,8	5,7	-6,2	2,1	-1,7	2,5	-9,5	-10,4	-37,8	-16,2	1,0
2013 4° trim.	5,2	5,8	5,7	-6,2	2,1	-1,7	2,5	-9,5	-10,4	-37,8	-16,2	1,0
2014 1° trim.	6,5	5,5	5,6	-6,5	1,1	-2,4	2,2	-9,9	-10,3	-27,6	-13,5	1,0
2° trim.	5,6	5,4	5,4	-4,6	0,5	-1,8	2,4	5,2	-8,2	-25,8	-8,8	1,6
3° trim.	6,0	6,2	6,2	-3,9	0,3	-1,5	3,0	9,7	-2,0	-25,4	-4,4	2,5
2014 giu.	5,6	5,4	5,4	-4,6	0,5	-1,8	2,4	5,2	-8,2	-25,8	-8,8	1,6
lug.	5,6	5,6	5,6	-4,3	0,2	-1,8	2,5	0,9	-4,0	-28,7	-7,0	1,8
ago.	5,8	5,9	5,9	-4,2	0,4	-1,7	2,7	5,9	-5,3	-25,7	-6,7	2,0
set.	6,0	6,2	6,2	-3,9	0,3	-1,5	3,0	9,7	-2,0	-25,4	-4,4	2,5
ott.	5,6	6,3	6,2	-4,9	0,2	-2,1	2,7	9,9	1,0	-21,8	-1,0	2,5
nov. ^(p)	5,9	7,1	6,9	-4,5	0,4	-1,8	3,3	6,8	2,8	-16,3	0,3	3,1

Fonte: BCE.

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

5.2 Depositi di M3¹⁾

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

	Società non finanziarie					Famiglie ²⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche ³⁾
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimbor-sabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimbor-sabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2011	1.549,5	1.018,5	440,7	74,6	15,8	5.089,1	2.260,6	944,7	1.860,8	23,0	802,1	193,8	277,3
2012	1.618,7	1.112,8	406,9	88,1	10,8	5.308,6	2.360,4	977,3	1.960,3	10,5	811,2	209,1	306,3
2013	1.710,6	1.198,6	400,8	94,7	16,5	5.414,0	2.542,6	875,7	1.991,2	4,5	801,6	192,8	298,6
2013 4° trim.	1.710,6	1.198,6	400,8	94,7	16,5	5.414,0	2.542,6	875,7	1.991,2	4,5	801,6	192,8	298,6
2014 1° trim.	1.732,1	1.223,8	398,2	95,2	15,0	5.442,6	2.583,8	864,5	1.988,6	5,7	780,4	205,7	313,3
2° trim.	1.751,9	1.244,6	394,7	97,3	15,3	5.481,4	2.623,1	859,8	1.994,0	4,5	801,7	210,3	314,6
3° trim.	1.784,7	1.279,3	391,1	98,9	15,4	5.531,9	2.686,9	845,1	1.995,1	4,9	800,1	208,4	327,1
2014 giu.	1.751,9	1.244,6	394,7	97,3	15,3	5.481,4	2.623,1	859,8	1.994,0	4,5	801,7	210,3	314,6
lug.	1.764,8	1.256,4	396,4	98,2	13,8	5.495,5	2.642,4	855,6	1.992,5	5,0	805,6	215,6	318,2
ago.	1.778,9	1.270,2	394,8	98,5	15,4	5.513,4	2.664,4	850,0	1.994,2	4,9	801,5	216,7	324,2
set.	1.784,7	1.279,3	391,1	98,9	15,4	5.531,9	2.686,9	845,1	1.995,1	4,9	800,1	208,4	327,1
ott.	1.786,6	1.293,8	379,3	100,0	13,5	5.531,1	2.700,0	835,6	1.990,8	4,7	831,9	211,0	321,7
nov. (p)	1.816,3	1.320,4	382,0	100,9	13,1	5.552,5	2.730,5	827,1	1.990,1	4,8	840,1	211,4	323,4
Transazioni													
2011	-1,1	5,2	-1,0	-5,0	-0,3	71,8	-2,6	42,0	39,5	-7,1	-1,6	12,8	13,6
2012	72,2	99,4	-33,2	10,0	-4,0	222,8	99,4	35,6	100,2	-12,5	16,5	15,0	25,0
2013	97,9	90,4	-6,0	7,7	5,8	108,7	183,7	-100,1	31,1	-6,0	-16,8	-14,2	-8,5
2013 4° trim.	39,1	27,2	4,8	0,7	6,4	5,4	40,7	-30,5	-3,2	-1,6	3,5	-9,8	-16,3
2014 1° trim.	17,2	21,6	-3,3	0,4	-1,5	25,5	39,1	-11,8	-2,9	1,1	-22,1	12,3	13,1
2° trim.	14,8	18,7	-4,3	0,3	0,2	41,4	40,4	-4,9	7,1	-1,2	20,4	4,6	0,9
3° trim.	24,9	29,2	-5,7	1,6	-0,2	47,3	61,9	-16,0	1,0	0,4	-3,5	-2,3	12,6
2014 giu.	4,3	7,4	-3,1	0,0	-0,1	20,7	17,8	-0,4	3,9	-0,6	-0,8	4,6	3,8
lug.	10,5	10,0	1,2	0,9	-1,6	13,4	18,8	-4,5	-1,5	0,5	5,7	5,1	3,6
ago.	12,7	12,9	-2,1	0,3	1,6	17,4	21,6	-5,7	1,6	-0,1	-5,0	1,1	5,9
set.	1,7	6,3	-4,7	0,4	-0,3	16,6	21,5	-5,7	0,9	0,0	-4,2	-8,5	3,1
ott.	1,8	14,3	-11,6	0,9	-1,9	-0,9	13,1	-9,5	-4,3	-0,2	31,6	2,6	-5,5
nov. (p)	29,9	26,8	2,7	0,8	-0,4	21,7	30,7	-8,4	-0,7	0,1	8,6	0,4	1,2
Variazioni percentuali													
2011	-0,1	0,5	-0,2	-6,3	-2,2	1,4	-0,1	4,7	2,2	-23,7	-0,2	7,2	5,2
2012	4,7	9,8	-7,5	13,2	-25,2	4,4	4,4	3,8	5,4	-54,2	2,1	7,8	9,1
2013	6,1	8,1	-1,5	8,8	54,6	2,0	7,8	-10,3	1,6	-57,0	-2,1	-6,9	-2,8
2013 4° trim.	6,1	8,1	-1,5	8,8	54,6	2,0	7,8	-10,3	1,6	-57,0	-2,1	-6,9	-2,8
2014 1° trim.	5,7	8,0	-1,3	5,6	24,0	1,6	7,2	-10,0	0,6	-31,0	-5,6	-4,3	2,3
2° trim.	6,2	8,3	-0,6	4,9	40,5	2,0	7,3	-8,1	0,3	-30,3	-4,3	1,7	-0,3
3° trim.	5,7	8,2	-2,1	3,1	47,4	2,2	7,3	-7,0	0,1	-20,8	-0,2	2,3	3,3
2014 giu.	6,2	8,3	-0,6	4,9	40,5	2,0	7,3	-8,1	0,3	-30,3	-4,3	1,7	-0,3
lug.	5,9	8,1	-0,8	4,1	28,0	1,8	6,8	-7,4	0,0	-26,9	-3,5	3,3	1,3
ago.	6,0	8,4	-1,4	3,4	33,2	2,0	7,0	-7,4	0,2	-23,3	-3,1	5,5	2,6
set.	5,7	8,2	-2,1	3,1	47,4	2,2	7,3	-7,0	0,1	-20,8	-0,2	2,3	3,3
ott.	4,7	8,2	-5,5	2,5	12,0	2,1	6,9	-6,9	0,1	-18,5	1,0	3,4	2,2
nov. (p)	5,3	8,8	-5,4	3,3	17,4	2,4	7,5	-7,1	0,2	-14,7	3,6	4,0	0,8

Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti				Titoli di debito			
					Totale	A società non finanziarie	A famiglie ¹⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione		A imprese di assicurazione e fondi pensione		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Consistenze											
2011	3.169,0	1.176,1	1.993,0	13.298,0	11.022,2	-	4.727,8	5.232,6	970,8	91,1	1.528,5	747,3
2012	3.410,8	1.169,3	2.241,5	13.069,5	10.860,0	-	4.544,6	5.242,3	984,3	89,0	1.435,9	773,6
2013	3.407,5	1.096,3	2.311,2	12.709,4	10.546,4	-	4.354,1	5.221,4	872,6	98,3	1.363,9	799,1
2013 4° trim.	3.407,5	1.096,3	2.311,2	12.709,4	10.546,4	-	4.354,1	5.221,4	872,6	98,3	1.363,9	799,1
2014 1° trim.	3.454,0	1.113,0	2.341,0	12.661,6	10.531,2	-	4.337,6	5.232,2	860,6	100,7	1.329,9	800,5
2° trim.	3.447,9	1.101,7	2.346,2	12.588,1	10.464,7	-	4.306,3	5.191,0	868,5	99,0	1.317,3	806,1
3° trim.	3.508,9	1.102,3	2.406,7	12.561,6	10.444,7	-	4.284,5	5.194,5	862,4	103,3	1.307,0	809,8
2014 giu.	3.447,9	1.101,7	2.346,2	12.588,1	10.464,7	-	4.306,3	5.191,0	868,5	99,0	1.317,3	806,1
lug.	3.469,4	1.106,9	2.362,5	12.570,9	10.439,1	-	4.293,9	5.191,0	852,2	102,1	1.321,0	810,7
ago.	3.500,5	1.105,5	2.395,0	12.560,4	10.434,7	-	4.290,6	5.191,5	854,9	97,8	1.314,4	811,3
set.	3.508,9	1.102,3	2.406,7	12.561,6	10.444,7	-	4.284,5	5.194,5	862,4	103,3	1.307,0	809,8
ott.	3.523,4	1.097,3	2.426,1	12.543,9	10.431,5	-	4.274,0	5.197,2	857,4	102,9	1.301,1	811,3
nov. ^(p)	3.537,8	1.108,7	2.429,1	12.534,2	10.431,0	-	4.271,4	5.194,6	857,6	107,4	1.292,3	810,8
	Transazioni											
2011	96,2	-54,6	150,8	52,4	105,8	132,4	58,4	81,9	-35,8	1,3	-23,5	-29,9
2012	184,9	-4,0	189,0	-100,6	-69,1	-13,4	-107,6	26,0	14,5	-2,0	-69,9	38,5
2013	-24,5	-73,7	49,2	-304,5	-247,4	-221,2	-132,8	-3,5	-120,7	9,6	-71,7	14,6
2013 4° trim.	-42,3	-11,6	-30,7	-130,1	-56,7	-51,0	-26,5	-5,9	-27,5	3,1	-69,1	-4,2
2014 1° trim.	13,0	15,2	-2,2	-40,3	-16,2	-13,4	-25,9	7,1	0,1	2,5	-26,8	2,7
2° trim.	-27,6	-10,3	-17,3	-50,1	-47,4	9,2	-18,7	-35,4	8,5	-1,7	-12,4	9,7
3° trim.	41,1	-1,4	42,5	-18,9	-10,5	-10,9	-17,7	8,0	-5,1	4,2	-14,1	5,7
2014 giu.	-29,7	-13,2	-16,5	4,3	-7,2	-1,2	-2,0	2,2	-9,4	2,0	-2,1	13,6
lug.	15,1	3,4	11,7	-3,5	-15,1	-16,3	-11,5	1,2	-7,9	3,1	3,1	8,5
ago.	20,5	-1,4	21,9	-10,8	-3,2	-2,7	-3,4	3,1	1,4	-4,3	-7,3	-0,2
set.	5,5	-3,5	9,0	-4,7	7,8	8,1	-2,8	3,7	1,4	5,5	-10,0	-2,5
ott.	18,7	-6,3	24,9	-6,0	-3,7	-2,0	-2,3	4,2	-5,2	-0,4	-6,9	4,6
nov. ^(p)	5,6	11,1	-5,5	-13,4	2,7	9,0	-0,6	-1,3	0,0	4,5	-10,5	-5,6
	Variazioni percentuali											
2011	3,2	-4,4	8,3	0,4	1,0	1,2	1,2	1,6	-3,7	1,6	-1,5	-3,8
2012	5,8	-0,3	9,5	-0,8	-0,6	-0,1	-2,3	0,5	1,5	-2,2	-4,6	5,2
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,0	-2,9	-0,1	-12,2	10,8	-5,0	1,9
2013 4° trim.	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,0	-2,9	-0,1	-12,2	10,8	-5,0	1,9
2014 1° trim.	-0,9	-3,1	0,2	-2,5	-2,2	-2,0	-3,1	-0,1	-10,8	9,0	-6,7	1,0
2° trim.	-2,5	-1,5	-3,0	-2,2	-1,8	-1,1	-2,3	-0,6	-5,9	4,8	-7,5	0,5
3° trim.	-0,5	-0,7	-0,4	-1,9	-1,2	-0,6	-2,0	-0,5	-2,6	8,5	-8,6	1,7
2014 giu.	-2,5	-1,5	-3,0	-2,2	-1,8	-1,1	-2,3	-0,6	-5,9	4,8	-7,5	0,5
lug.	-1,8	-1,1	-2,0	-1,9	-1,6	-1,0	-2,3	-0,5	-4,8	7,0	-7,3	2,6
ago.	-1,2	-0,7	-1,4	-1,9	-1,5	-0,9	-2,2	-0,5	-3,8	0,3	-7,9	2,6
set.	-0,5	-0,7	-0,4	-1,9	-1,2	-0,6	-2,0	-0,5	-2,6	8,5	-8,6	1,7
ott.	-0,2	-1,4	0,4	-1,6	-1,1	-0,5	-1,8	-0,4	-2,5	5,8	-7,9	2,5
nov. ^(p)	0,9	0,6	1,0	-1,4	-0,9	-0,2	-1,6	-0,4	-1,5	8,0	-7,2	2,5

Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

	Società non finanziarie					Famiglie ²⁾				
	Totale	Corretto per cessioni e cartolarizzazioni ³⁾	Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale	Corretto per cessioni e cartolarizzazioni ³⁾	Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1					6				
	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Consistenze										
2011	4.727,8	-	1.146,1	860,5	2.721,2	5.232,6	-	626,1	3.777,0	829,5
2012	4.544,6	-	1.127,9	795,6	2.621,0	5.242,3	-	602,0	3.823,6	816,7
2013	4.354,1	-	1.065,6	740,8	2.547,8	5.221,4	-	573,5	3.851,5	796,4
2013 4° trim.	4.354,1	-	1.065,6	740,8	2.547,8	5.221,4	-	573,5	3.851,5	796,4
2014 1° trim.	4.337,6	-	1.056,9	732,8	2.548,0	5.232,2	-	572,3	3.867,0	793,0
2° trim.	4.306,3	-	1.058,1	734,1	2.514,1	5.191,0	-	570,3	3.835,3	785,4
3° trim.	4.284,5	-	1.055,7	726,0	2.502,8	5.194,5	-	567,1	3.844,0	783,4
2014 giu.	4.306,3	-	1.058,1	734,1	2.514,1	5.191,0	-	570,3	3.835,3	785,4
lug.	4.293,9	-	1.051,2	731,1	2.511,5	5.191,0	-	571,1	3.836,6	783,3
ago.	4.290,6	-	1.049,4	730,1	2.511,0	5.191,5	-	566,7	3.843,6	781,2
set.	4.284,5	-	1.055,7	726,0	2.502,8	5.194,5	-	567,1	3.844,0	783,4
ott.	4.274,0	-	1.052,2	723,8	2.498,1	5.197,2	-	568,8	3.848,3	780,1
nov. ^(p)	4.271,4	-	1.040,1	734,1	2.497,2	5.194,6	-	566,8	3.848,6	779,3
Transazioni										
2011	58,4	64,2	23,8	-22,9	57,4	81,9	102,6	-11,6	86,0	7,5
2012	-107,6	-60,3	6,2	-51,4	-62,3	26,0	34,7	-17,7	48,8	-5,1
2013	-132,8	-127,5	-44,5	-44,5	-43,7	-3,5	14,3	-18,1	27,6	-13,1
2013 4° trim.	-26,5	-28,2	-8,9	-18,2	0,6	-5,9	1,0	-5,6	6,4	-6,7
2014 1° trim.	-25,9	-24,8	-6,6	-6,3	-13,0	7,1	8,5	0,0	10,1	-3,0
2° trim.	-18,7	-7,5	3,3	6,0	-28,1	-35,4	9,3	-2,0	-32,7	-0,7
3° trim.	-17,7	-19,2	-3,3	-6,6	-7,7	8,0	9,4	1,2	10,2	-3,4
2014 giu.	-2,0	2,9	17,4	2,9	-22,4	2,2	3,3	0,9	0,8	0,5
lug.	-11,5	-13,1	-7,4	-1,9	-2,2	1,2	1,9	0,7	1,7	-1,2
ago.	-3,4	-3,1	-1,9	-1,2	-0,3	3,1	3,3	-1,2	6,0	-1,6
set.	-2,8	-3,0	6,0	-3,5	-5,3	3,7	4,2	1,7	2,6	-0,6
ott.	-2,3	-2,1	-1,8	-0,9	0,4	4,2	5,7	1,9	4,1	-1,7
nov. ^(p)	-0,6	0,6	-11,7	10,8	0,3	-1,3	3,8	-1,4	0,0	0,1
Variazioni percentuali										
2011	1,2	1,4	2,1	-2,6	2,2	1,6	2,0	-1,8	2,3	0,9
2012	-2,3	-1,3	0,5	-6,0	-2,3	0,5	0,7	-2,8	1,3	-0,6
2013	-2,9	-2,8	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2013 4° trim.	-2,9	-2,8	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014 1° trim.	-3,1	-3,1	-5,0	-5,0	-1,6	-0,1	0,4	-1,9	0,6	-1,8
2° trim.	-2,3	-2,1	-2,7	-3,3	-1,9	-0,6	0,5	-1,4	-0,4	-1,4
3° trim.	-2,0	-1,8	-1,4	-3,3	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,2	-1,7
2014 giu.	-2,3	-2,1	-2,7	-3,3	-1,9	-0,6	0,5	-1,4	-0,4	-1,4
lug.	-2,3	-2,2	-2,4	-3,6	-1,9	-0,5	0,5	-1,6	-0,1	-1,4
ago.	-2,2	-2,0	-2,2	-3,6	-1,7	-0,5	0,5	-1,6	0,0	-1,7
set.	-2,0	-1,8	-1,4	-3,3	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,2	-1,7
ott.	-1,8	-1,6	-1,0	-3,3	-1,7	-0,4	0,6	0,1	-0,2	-1,8
nov. ^(p)	-1,6	-1,3	-1,5	-1,7	-1,6	-0,4	0,7	0,1	-0,2	-1,4

Fonte: BCE.

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

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

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

5.5 Contropartite di M3 diverse dal credito a residenti nell'area dell'euro¹⁾

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

	Passività delle IFM						Attività delle IFM			
	Detenuti dalle amministrazioni centrali ²⁾	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro					Attività nette sull'estero	Altre		
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni	Capitali e riserve		Totale	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali ³⁾	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze in essere										
2011	313,6	7.677,9	2.544,8	115,2	2.809,2	2.208,6	922,8	99,9	268,1	157,8
2012	305,4	7.570,1	2.395,9	106,0	2.680,8	2.387,4	1.029,8	146,4	260,8	201,2
2013	260,2	7.304,4	2.373,3	91,5	2.506,3	2.333,3	1.153,9	124,5	183,8	122,1
2013 4° trim.	260,2	7.304,4	2.373,3	91,5	2.506,3	2.333,3	1.153,9	124,5	183,8	122,1
2014 1° trim.	260,9	7.342,5	2.355,5	91,1	2.472,5	2.423,4	1.256,1	118,5	177,0	116,7
2° trim.	270,2	7.294,6	2.301,8	90,1	2.455,1	2.447,6	1.357,6	135,2	171,2	119,0
3° trim.	249,6	7.331,6	2.278,6	92,4	2.457,0	2.503,5	1.419,5	179,8	163,6	121,7
2014 giu.	270,2	7.294,6	2.301,8	90,1	2.455,1	2.447,6	1.357,6	135,2	171,2	119,0
lug.	272,2	7.298,8	2.292,7	90,7	2.453,3	2.462,1	1.404,7	141,2	169,6	121,0
ago.	266,1	7.317,2	2.289,8	91,9	2.448,4	2.487,2	1.416,0	162,9	171,9	116,9
set.	249,6	7.331,6	2.278,6	92,4	2.457,0	2.503,5	1.419,5	179,8	163,6	121,7
ott.	254,2	7.270,2	2.265,7	91,8	2.419,9	2.492,8	1.417,8	170,7	183,1	121,1
nov. (p)	256,3	7.262,6	2.258,6	91,0	2.404,4	2.508,6	1.465,6	188,3	184,4	130,8
Transazioni										
2011	-1,4	212,6	56,2	-2,5	16,7	142,2	161,4	53,7	-0,5	10,1
2012	-4,9	-115,3	-156,3	-10,2	-106,4	157,6	99,4	28,8	9,4	41,5
2013	-46,0	-89,5	-18,6	-14,3	-137,6	81,0	359,2	-64,7	32,2	43,9
2013 4° trim.	-20,9	-16,2	-18,6	-2,0	9,1	-4,7	133,0	7,8	-15,4	-3,7
2014 1° trim.	0,1	1,4	-11,7	-0,4	-33,1	46,6	88,0	-6,1	-6,7	-5,4
2° trim.	9,4	-65,1	-54,7	-1,0	-15,8	6,4	83,4	15,7	-5,8	2,3
3° trim.	-20,9	-3,0	-28,4	2,3	-28,5	51,5	27,8	33,4	-7,7	2,6
2014 giu.	-1,1	-30,3	-12,1	-1,1	-14,5	-2,7	34,0	-7,2	24,0	26,1
lug.	2,0	-2,5	-10,2	0,6	-10,6	17,7	35,5	2,1	-1,6	1,9
ago.	-6,1	1,4	-4,5	1,1	-5,5	10,3	-1,4	25,3	2,2	-4,1
set.	-16,9	-1,9	-13,7	0,6	-12,4	23,6	-6,2	6,0	-8,3	4,7
ott.	2,3	-31,7	-11,6	-0,6	-29,8	10,2	13,9	-13,6	19,5	-0,5
nov. (p)	2,1	-19,1	-6,9	-0,8	-14,1	2,8	47,0	19,5	1,3	9,6
Variazioni percentuali										
2011	-0,3	2,9	2,3	-2,1	0,7	7,0	-	-	-0,2	6,8
2012	-1,5	-1,5	-6,1	-8,8	-3,8	7,0	-	-	2,5	26,1
2013	-15,1	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,4	-	-	10,3	23,5
2013 4° trim.	-15,1	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,4	-	-	10,3	23,5
2014 1° trim.	-12,1	-1,0	-1,7	-9,6	-4,6	3,9	-	-	-12,9	-0,9
2° trim.	-9,0	-1,6	-3,9	-6,8	-3,2	2,5	-	-	-23,8	-4,5
3° trim.	-11,6	-1,1	-4,7	-1,2	-2,7	4,2	-	-	-17,5	-3,2
2014 giu.	-9,0	-1,6	-3,9	-6,8	-3,2	2,5	-	-	-23,8	-4,5
lug.	-9,2	-1,3	-4,2	-5,1	-2,6	3,3	-	-	-9,8	9,1
ago.	-6,1	-1,1	-4,2	-2,9	-2,3	3,2	-	-	-11,5	-0,9
set.	-11,6	-1,1	-4,7	-1,2	-2,7	4,2	-	-	-17,5	-3,2
ott.	-4,6	-1,7	-5,4	-0,9	-4,4	4,7	-	-	-3,1	2,1
nov. (p)	-1,8	-1,9	-5,4	-1,1	-4,9	4,9	-	-	-4,4	-6,6

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

6. ANDAMENTI DELLA FINANZA PUBBLICA

6.1 Disavanzo/avanzo, entrate e spese ^{1) 2)}

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

	Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Entrate						Spese						
		Totale	Entrate correnti			Entrate in conto capitale	Totale	Spese correnti				Spese in conto capitale		
				Imposte dirette	Imposte indirette			Contributi sociali netti		Reddito da lavoro dipendente	Consumi intermedi		Interessi	Pagamenti sociali ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2010	-5,8	44,3	44,0	11,4	12,6	15,1	0,2	50,1	44,9	10,7	5,4	2,7	23,4	5,2
2011	-3,8	44,8	44,5	11,7	12,8	15,1	0,2	48,6	44,3	10,4	5,3	3,0	23,1	4,3
2012	-3,3	45,7	45,5	12,2	13,0	15,3	0,2	49,1	44,6	10,3	5,3	3,0	23,4	4,5
2013	-2,5	46,4	46,1	12,5	13,1	15,5	0,3	48,9	44,9	10,4	5,3	2,8	23,8	4,1
2014 1° trim.	-2,8	46,6	46,1	12,5	13,0	15,4	0,5	49,3	45,3	10,3	5,3	2,8	23,0	4,0
2° trim.	-2,6	46,6	46,1	12,5	13,0	15,5	0,5	49,2	45,4	10,3	5,3	2,7	23,0	3,8

6.2 Rapporto debito pubblico/PIL ¹⁾

(in percentuale del PIL; consistenze a fine periodo)

	Totale	Strumento finanziario			Detentore		Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta		
		Banconete, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Creditori residenti	Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute	
	1	2	3	4	5	IFM 6	7	8	9	10	11	12	13	14
2010	83,6	2,4	15,5	65,6	40,5	23,9	43,1	12,7	70,9	20,7	28,6	34,3	82,3	1,3
2011	85,5	2,4	15,5	67,5	42,4	24,1	43,1	12,2	73,2	20,3	29,6	35,5	83,7	1,8
2012	88,7	2,5	17,4	68,8	45,1	26,0	43,6	11,5	77,3	19,5	31,4	37,8	86,6	2,2
2013	90,7	2,5	16,9	71,3	45,7	26,0	45,0	10,4	80,3	19,3	32,0	39,4	88,7	2,0
2014 1° trim.	91,9	2,7	16,7	72,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2° trim.	92,7	2,6	16,6	73,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

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

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

	Variazione del rapporto debito/ PIL ⁴⁾	Disavanzo (+)/ avanzo (-) primario	Raccordo disavanzo/debito ⁵⁾								Differenziale crescita del PIL-onere medio del debito	Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie					Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Azioni e quote di fondi di investimento				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2010	5,3	3,4	1,3	1,7	0,0	0,5	0,9	0,2	-0,1	-0,3	0,6	7,5
2011	1,9	1,1	0,0	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,2	0,1	0,8	3,9
2012	3,3	0,6	0,1	1,2	0,3	0,4	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,5	5,1
2013	2,0	0,1	-0,2	-0,5	-0,4	-0,4	-0,1	0,4	-0,1	0,4	2,1	2,8
2014 1° trim.	1,3	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	-0,4	0,1	1,5	3,0
2° trim.	1,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,0	-0,1	1,4	2,5

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

1) Rapporti trimestrali (in percentuale del PIL) calcolati utilizzando somme cumulate di quattro trimestri per i flussi e per il PIL. Valori a fine trimestre per le consistenze.

2) Le transazioni relative al bilancio dell'UE sono incluse e consolidate nei dati annuali.

3) I trasferimenti correnti a istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie sono inclusi nei dati annuali.

4) Calcolato come differenza fra il rapporto debito/PIL corrente rispetto a quello del periodo precedente, ovvero quello di un anno prima per i dati annuali e quello del trimestre corrispondente nell'anno precedente per i dati trimestrali.

5) I dati trimestrali includono i prestiti intergovernativi nell'ambito della crisi finanziaria.

6.4 Titoli del debito pubblico ¹⁾

(servizio del debito in percentuale del PIL; vita residua media in anni; rendimento nominale medio in percentuali in ragione d'anno)

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

6.5 Andamenti delle finanze pubbliche nei paesi dell'area dell'euro ⁶⁾

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

	Belgio	Germania	Estonia	Irlanda	Grecia	Spagna	Francia	Italia	Cipro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Disavanzo(-)/avanzo (+) pubblico									
2010	-4,0	-4,1	0,2	-32,4	-11,1	-9,4	-6,8	-4,2	-4,8
2011	-3,9	-0,9	1,0	-12,6	-10,1	-9,4	-5,1	-3,5	-5,8
2012	-4,1	0,1	-0,3	-8,0	-8,6	-10,3	-4,9	-3,0	-5,8
2013	-2,9	0,1	-0,5	-5,7	-12,2	-6,8	-4,1	-2,8	-4,9
2014 1° trim.	-2,9	0,4	-0,4	-5,5	-10,2	-6,5	-4,0	-2,9	-5,0
2° trim.	-3,1	0,5	-0,3	-5,4	-2,9	-6,3	-4,2	-3,0	-4,0
Debito pubblico									
2010	99,6	80,3	6,5	87,4	146,0	60,1	81,5	115,3	56,5
2011	102,1	77,6	6,0	111,1	171,3	69,2	85,0	116,4	66,0
2012	104,0	79,0	9,7	121,7	156,9	84,4	89,2	122,2	79,5
2013	104,5	76,9	10,1	123,3	174,9	92,1	92,2	127,9	102,2
2014 1° trim.	108,5	75,6	10,5	121,9	174,3	94,9	94,0	130,7	102,5
2° trim.	108,7	75,3	10,5	116,7	177,4	96,4	95,2	133,8	109,5

	Lettonia	Lituania	Lussemburgo	Malta	Paesi Bassi	Austria	Portogallo	Slovenia	Slovacchia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Disavanzo(-)/avanzo (+) pubblico										
2010	-8,2	-6,9	-0,6	-3,3	-5,0	-4,5	-11,2	-5,7	-7,5	-2,6
2011	-3,4	-9,0	0,3	-2,6	-4,3	-2,6	-7,4	-6,2	-4,1	-1,0
2012	-0,8	-3,2	0,1	-3,7	-4,0	-2,3	-5,5	-3,7	-4,2	-2,1
2013	-0,9	-2,6	0,6	-2,7	-2,3	-1,5	-4,9	-14,6	-2,6	-2,4
2014 1° trim.	0,0	-1,0	0,2	-3,0	-3,1	-1,5	-4,1	-13,5	-2,7	-2,5
2° trim.	0,1	-1,1	0,3	-3,2	-3,0	-1,5	-4,8	-13,1	-2,7	-2,5
Debito pubblico										
2010	46,8	36,3	19,6	67,6	59,0	82,4	96,2	37,9	41,1	47,1
2011	42,7	37,3	18,5	69,8	61,3	82,1	111,1	46,2	43,5	48,5
2012	40,9	39,9	21,4	67,9	66,5	81,7	124,8	53,4	52,1	53,0
2013	38,2	39,0	23,6	69,8	68,6	81,2	128,0	70,4	54,6	56,0
2014 1° trim.	38,7	39,9	23,2	72,3	68,1	81,3	131,6	77,1	57,5	57,5
2° trim.	41,1	38,7	23,1	75,0	69,6	82,4	129,6	78,3	55,6	58,9

Fonti: BCE per i titoli di debito pubblico; Eurostat per avanzo/disavanzo pubblico e debito pubblico.

- 1) I dati sui titoli di debito pubblico sono registrati al valore facciale e non sono consolidati all'interno del settore delle amministrazioni pubbliche.
- 2) Flussi di capitale e interesse durante il periodo di servizio del debito.
- 3) Vita residua a fine periodo.
- 4) Consistenze in essere a fine periodo; transazioni come medie di dodici mesi.
- 5) Le consistenze di capitale non coprono i titoli a breve termine emessi e rimborsati nei 12 mesi successivi all'emissione.
- 6) Rapporti trimestrali (in percentuale del PIL) calcolati utilizzando somme cumulate di quattro trimestri per i flussi e per il PIL. Valori a fine trimestre per le consistenze.

