



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# Bollettino Economico

Numero 3 / 2015





© Banca centrale europea, 2015

**Indirizzo**

60314 Frankfurt am Main  
Germany

**Telefono**

+49 69 1344 0

**Sito internet**

[www.ecb.europa.eu](http://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 14 aprile 2015.*

ISSN 2363-3433 (epub)

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-15-003-IT-E (epub)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-15-003-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	Andamenti recenti delle esportazioni nette giapponesi	19
Riquadro 2	Andamenti recenti dei consumi di beni durevoli	23
Riquadro 3	Cosa ha sostenuto il clima di fiducia dei consumatori?	26
Riquadro 4	Andamento delle aspettative di inflazione a più lungo termine nell'area dell'euro	29
Riquadro 5	L'andamento dell'aggregato monetario ampio e del credito negli Stati Uniti durante l'attuazione dei programmi di acquisto su larga scala di attività finanziarie della Federal Reserve	31

## ARTICOLI

La debolezza del commercio mondiale: possibili spiegazioni	37
--	----

## STATISTICHE

SI



# AGGIORNAMENTO SUGLI ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI



## SINTESI

Gli indicatori dell'attività economica mondiale continuano a segnalare una dinamica di crescita costante all'inizio del 2015. In particolare l'attività rimane solida sia negli Stati Uniti, nonostante segni di temporanea debolezza a inizio d'anno, sia nel Regno Unito. Nel contempo la ripresa permane flebile in Giappone. L'attenuarsi della crescita ha indotto la Cina ad attuare misure di stimolo. Il calo dei volumi delle importazioni nei paesi emergenti costituisce un nuovo segnale di indebolimento del commercio internazionale. I prezzi contenuti dei beni energetici hanno fatto scendere i tassi di inflazione complessiva a livello mondiale.

Gli andamenti nei mercati finanziari dell'area dell'euro in marzo sono stati influenzati soprattutto dall'avvio, il 9 del mese, del programma di acquisto di attività del settore pubblico in euro condotto dall'Eurosistema. I rendimenti dei titoli di Stato si sono ridotti ulteriormente per tutte le scadenze e in gran parte dei paesi, mentre i corsi azionari e le valutazioni di altre tipologie di attività hanno registrato un aumento considerevole.

Nell'area dell'euro i risultati delle indagini e gli indicatori economici più recenti sono in linea con il protrarsi dell'espansione economica nel primo trimestre del 2015. Guardando oltre il breve termine, le misure di politica monetaria adottate di recente dal Consiglio direttivo, il basso livello dei corsi petroliferi e il deprezzamento dell'euro dovrebbero contribuire ad ampliare e rafforzare gradualmente la ripresa. Al tempo stesso, nonostante i mercati del lavoro abbiano evidenziato ulteriori segnali di miglioramento, la disoccupazione resta elevata e il grado di capacità produttiva inutilizzata dovrebbe diminuire solo gradualmente.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) nell'area dell'euro è stata pari a -0,1 in marzo (contro -0,6 e -0,3 per cento, rispettivamente, in gennaio e febbraio). Sulla base delle informazioni al momento disponibili, l'inflazione dovrebbe mantenersi su livelli molto bassi o negativi nei prossimi mesi e poi iniziare ad aumentare con gradualità nel prosieguo del 2015. Questo incremento graduale dovrebbe essere sostenuto dall'impatto favorevole delle misure di politica monetaria della BCE sulla domanda aggregata, dagli effetti esercitati dalla riduzione del tasso di cambio dell'euro e dall'ipotesi, incorporata nelle quotazioni dei future, di un lieve aumento dei corsi petroliferi nel periodo a venire.

L'analisi monetaria indica che l'espansione sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) ha registrato un ulteriore recupero. Inoltre, 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, seppur di poco, positivo. Le misure adottate dalla BCE contribuiscono a ripristinare l'adeguato funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria e ad allentare i criteri per la concessione del credito bancario. I costi di finanziamento e i tassi sui prestiti delle banche sono diminuiti ulteriormente e l'indagine più recente sul credito bancario nell'area dell'euro segnala un ulteriore allentamento dei criteri per l'accesso al credito.

Nella riunione del 15 aprile 2015, sulla base della consueta analisi economica e monetaria e in linea con le indicazioni prospettiche (forward guidance), il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE. In prospettiva, il Consiglio direttivo si focalizzerà sulla piena attuazione delle misure di politica monetaria intraprese. Tali misure contribuiranno a migliorare ulteriormente le prospettive economiche, ridurre il margine di capacità produttiva inutilizzata nell'economia e rafforzare la crescita della moneta e del credito. Nell'insieme, tali andamenti riporteranno in modo sostenuto l'inflazione verso un livello inferiore, ma prossimo al 2 per cento nel medio periodo e consolideranno il fermo ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio e lungo termine.



## I CONTESTO ESTERNO

**Nonostante il lieve indebolimento dell'attività verso la fine del 2014, le indagini più recenti continuano a mostrare una crescita globale robusta agli inizi del 2015.** L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) è salito ulteriormente in marzo, a segnalare un'espansione sostenuta del PIL globale. In termini trimestrali, ha registrato un lieve incremento nel primo trimestre del 2015 rispetto al periodo precedente (cfr. figura 1) e si è riportato sulla sua media di lungo periodo. Gli andamenti nelle economie avanzate sono stati eterogenei nel primo trimestre, con un aumento negli Stati Uniti e nel Regno Unito e un calo in Giappone. Nei paesi emergenti gli indici PMI sono cresciuti ulteriormente in India e hanno recuperato in Brasile, mentre sono rimasti sostanzialmente invariati in Cina e hanno continuato a diminuire in Russia.

**L'interscambio mondiale è tornato a evidenziare segnali di indebolimento nel periodo recente.**

La crescita delle importazioni globali di beni in termini di volume è stata pari ad appena lo 0,2 per cento in gennaio nella media mobile di tre mesi sul trimestre precedente, in calo rispetto all'1,4 di dicembre. Questa perdita di slancio va ricondotta alla diminuzione dei volumi importati nei mercati emergenti e in particolare in Cina, che potrebbe essere in parte connessa alla ricorrenza del capodanno cinese. Il ritmo di crescita delle importazioni nelle economie avanzate ha tuttavia continuato a registrare un generale miglioramento e l'indice PMI mondiale per i nuovi ordinativi dall'estero è rimasto stabile nel primo trimestre del 2015, a indicare un'espansione costante del commercio mondiale.

**I bassi prezzi dei beni energetici pesano sull'inflazione complessiva a livello internazionale.**

L'inflazione sui dodici mesi nell'area dell'OCSE è rimasta contenuta in febbraio, allo 0,6 per cento, in quanto la componente energetica ha continuato a crescere a ritmi negativi (cfr. figura 2). Il tasso calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici è diminuito solo lievemente, all'1,7 per cento. Nei principali paesi non appartenenti all'OCSE l'inflazione al consumo è in-

**Figura 1** Indice composito della produzione mondiale dei responsabili degli acquisti (PMI) e PIL

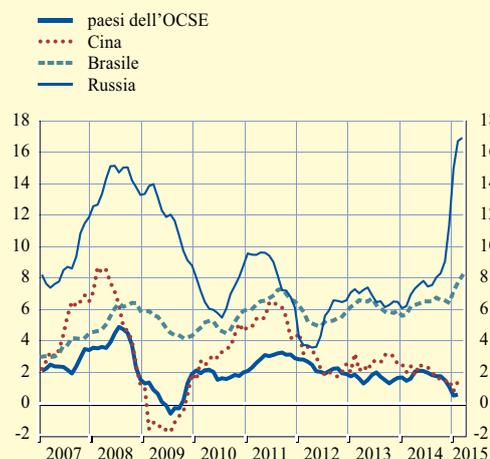
(scala di sinistra: medie trimestrali dell'indice di diffusione; scala di destra: valori percentuali; dati trimestrali)



Fonti: Markit e BCE.  
Nota: L'ultima osservazione si riferisce al primo trimestre 2015 per l'indice PMI e al quarto trimestre 2014 per il PIL.

**Figura 2** Prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: fonti nazionali e OCSE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2015 per i singoli paesi e a febbraio 2015 per i paesi OCSE.

vece aumentata in febbraio e marzo. L'aumento è stato lieve in Cina, sulla scia dei rincari dei beni alimentari, e maggiore in Brasile e Russia. Gli andamenti in questi due ultimi paesi vanno ricondotti, rispettivamente, alla crescita dei prezzi dei beni amministrati e all'impatto del deprezzamento del rublo e dell'embargo alimentare.

**Negli Stati Uniti l'attività è rimasta vigorosa nonostante si sia indebolita alla fine del 2014 e abbia evidenziato segni di temporanea debolezza agli inizi del 2015.**

Il PIL in termini reali è aumentato dello 0,5 per cento sul periodo precedente nel quarto trimestre del 2014, dall'1,2 del terzo, riflettendo in larga misura il contributo negativo della domanda estera. Gli indicatori recenti segnalano un lieve rallentamento, ancorché transitorio, nel primo trimestre del 2015, dovuto principalmente alle condizioni meteorologiche rigide e alle turbative nell'operatività dei porti. I consumi restano comunque solidi, sostenuti dai ribassi delle quotazioni petrolifere, dal miglioramento dei bilanci delle famiglie e dalla aumento della fiducia dei consumatori. Anche la dinamica di fondo del mercato del lavoro continua a essere robusta nonostante un rallentamento nella creazione di posti di lavoro a marzo. Nel contempo l'inflazione si è mantenuta su livelli modesti, riflettendo i bassi prezzi del petrolio e l'apprezzamento del dollaro statunitense. L'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è rimasta invariata in febbraio, dopo essere passata in territorio lievemente negativo in gennaio per il calo dei prezzi dell'energia e di quelli delle importazioni. Il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è aumentato lievemente, riflettendo in larga parte i rincari dei servizi.

**In Giappone la ripresa rimane moderata e l'inflazione continua a scendere.**

Dopo essere tornata a evidenziare tassi di variazione positivi alla fine del 2014, l'economia giapponese ha registrato una crescita modesta agli inizi del 2015. La produzione industriale e le esportazioni di beni in volume sono migliorate nel periodo fino a febbraio, ma tale andamento è stato accompagnato da un significativo incremento delle importazioni di beni in volume (cfr. il riquadro 1). Gli indicatori mensili disponibili dei consumi privati sono rimasti complessivamente deboli e solo l'indagine Tankan della Banca del Giappone relativa a marzo 2015 ha segnalato un miglioramento del clima di fiducia delle imprese non manifatturiere rispetto a dicembre 2014. Nel contempo, dopo una breve pausa al volgere dell'anno, l'inflazione complessiva sui dodici mesi è scesa al 2,2 per cento in febbraio, riflettendo soprattutto il calo dei prezzi dei beni energetici. Se si esclude l'impatto diretto stimato dell'aumento dell'IVA ad aprile 2014, l'inflazione complessiva sui dodici mesi risultava pari allo 0,1 per cento e quella di fondo (calcolata al netto della componente alimentare ed energetica) si collocava allo 0,3 per cento a febbraio.

**Nel Regno Unito gli indicatori disponibili segnalano che l'economia ha continuato a espandersi a ritmi robusti al volgere dell'anno.**

Il PIL in termini reali è aumentato dello 0,6 per cento sul periodo precedente nell'ultimo trimestre del 2014, trainato principalmente dalle esportazioni nette, e la domanda interna dovrebbe sostenere la crescita nel corso del 2015. Benché si preveda che la correzione dei bilanci del settore pubblico e privato continui a pesare sulla crescita, è probabile che il calo pronunciato dei prezzi dei beni energetici sosterrà il reddito disponibile reale e l'attività economica. Il tasso di disoccupazione si è stabilizzato al 5,7 per cento nei tre mesi fino a gennaio 2015. In febbraio l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa a zero, il livello più basso mai raggiunto dall'introduzione dell'indice nel 1989, di riflesso alla caduta dei corsi dei beni energetici. Il tasso calcolato al netto degli alimentari freschi e dell'energia è sceso lievemente, all'1,1 per cento.

**In Cina sono state introdotte misure di stimolo per contrastare il rallentamento della crescita.**

Un'ampia serie di indicatori – comprendenti la produzione industriale, le vendite al dettaglio e l'in-

dice PMI del settore manifatturiero – segnala un rallentamento del PIL agli inizi del 2015. Al tempo stesso l'attività nel mercato degli immobili residenziali è rimasta fiacca e i prezzi hanno continuato a scendere. In questo contesto la Cina ha introdotto misure volte a stimolare il mercato immobiliare accrescendo i massimali per il rapporto fra ammontare del prestito e valore dell'immobile (loan to value) e riducendo il periodo minimo di detenzione dell'immobile necessario per usufruire delle agevolazioni fiscali. Questi provvedimenti hanno lo scopo di arrestare il rallentamento dell'attività economica stimolando la domanda di abitazioni da parte delle famiglie e spingendo i consumi.

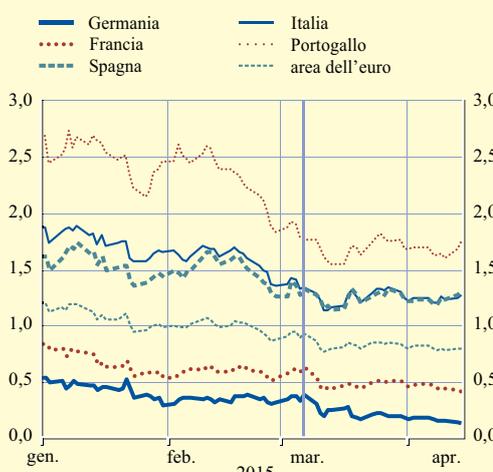
**L'economia rimane depressa in Russia, dove fattori contrastanti delineano le prospettive di crescita.** L'attività economica dovrebbe ridursi in misura significativa nel 2015 sulla scia della caduta dei corsi petroliferi, delle sanzioni economiche e della recente turbolenza nei mercati finanziari. Il bilancio rivisto approvato dal Parlamento in aprile prevede una riduzione della spesa pubblica nel 2015. Assieme al calo considerevole delle entrate, ciò determinerebbe per quest'anno un disavanzo di bilancio corrispondente al 3,7 per cento del PIL. La banca centrale russa mantiene un orientamento di politica monetaria accomodante e a marzo ha abbassato il tasso di riferimento di ulteriori 100 punti base, al 14 per cento. Le condizioni di liquidità nel mercato monetario hanno iniziato a normalizzarsi, anche se i costi di finanziamento per il sistema bancario restano elevati. Il recente apprezzamento del rublo contribuirà ad attenuare le spinte inflazionistiche, ma potrebbe influire negativamente sui proventi da esportazioni e ridurre le entrate di bilancio.

## 2 ANDAMENTI FINANZIARI

**I tassi di interesse nell'area dell'euro hanno raggiunto nuovi minimi storici dopo che l'Eurosistema ha dato avvio agli acquisti nell'ambito del Programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP) il 9 marzo.** Nei primi giorni del programma, il calo dei tassi è stato significativo e generalizzato in termini di scadenze nella maggior parte dei paesi (cfr. figura 3). Nell'arco del periodo in rassegna, dal 5 marzo al 14 aprile, tutti i paesi (eccetto la Grecia) hanno registrato una flessione dei rendimenti dei titoli pubblici, in particolare i paesi con rating più elevato. Il rendimento medio sulle obbligazioni sovrane a dieci anni dell'area dell'euro si è ridotto di 14 punti base, collocandosi allo 0,8 per cento circa alla fine del periodo in esame. Cali significativi sulle scadenze più lunghe hanno determinato un ulteriore appiattimento delle curve dei rendimenti sovrani in tutta l'area dell'euro. Sulle scadenze brevi, un numero crescente di paesi dell'area ha registrato rendimenti negativi. La protratta incertezza riguardo all'accesso al finanziamento della Grecia ha indotto una significativa volatilità dei rendimenti obbligazionari ellenici, ma ad oggi non ha avuto effetti negativi per le condizioni di finanziamento degli altri paesi.

**Figura 3 Rendimenti delle obbligazioni sovrane a 10 anni in alcuni paesi dell'area dell'euro**

(percentuali annue)

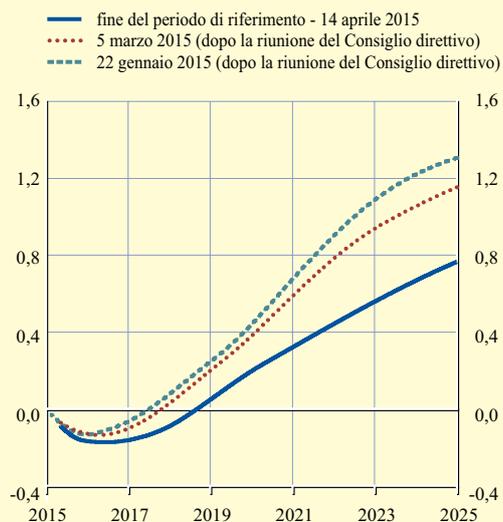


Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.  
Note: la linea verticale indica l'ultimo giorno lavorativo prima degli acquisti del PSPP (6 marzo). Area dell'euro indica il rendimento a 10 anni ponderato rispetto al PIL. L'ultima osservazione è relativa al 14 aprile 2015.

**Anche i tassi a termine sull'Eonia sono diminuiti in misura significativa dopo i primi acquisti nell'ambito del PSPP.** Durante il periodo in rassegna l'Eonia è risultato pari in media a -6 punti base, muovendosi in larga misura all'interno di un corridoio ristretto, fra -4 e -9 punti base. I tassi a termine sull'Eonia sono ulteriormente calati, provocando un appiattimento della curva dei rendimenti del mercato monetario, specialmente sulle scadenze più lunghe (cfr. figura 4). Ciò è dovuto principalmente alle aspettative di un aumento futuro della liquidità in eccesso per effetto degli acquisti nell'ambito del PSPP. Inoltre, l'adesione di 97,8 miliardi di euro alla terza operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) del 19 marzo 2015 ha contribuito ad incrementare la liquidità eccedente. L'adesione ha superato le attese degli investitori ed ha perciò esercitato alcune pressioni al ribasso sui tassi a termine sull'Eonia sull'orizzonte di scadenza delle OMRLT (2018).

**Figura 4 Curva a termine dell'Eonia**

(percentuali annue)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

**I mercati azionari europei hanno continuato ad avere un andamento migliore di quelli statunitensi.** Dal 5 marzo al 14 aprile l'indice generale Euro Stoxx ha guadagnato il 6 per cento circa, mentre quello statunitense Standard and Poor's 500 è rimasto invariato. L'andamento persistentemente positivo dei mercati azionari europei è stato favorito dai rendimenti obbligazionari decrescenti, che hanno abbassato il fattore di sconto per gli investimenti azionari (comprendente il tasso privo di rischio, ridotto, e il premio per il rischio azionario) e in parte anche al miglioramento delle aspettative circa gli utili futuri. I rialzi delle quotazioni azionarie sono stati maggiori nel comparto finanziario. I titoli delle società del settore finanziario hanno guadagnato poco meno del 8 per cento nel periodo in rassegna, mentre quelli delle società non finanziarie sono aumentati soltanto del 5 per cento circa.

**Il tasso di cambio dell'euro ha continuato a deprezzarsi, a causa delle aspettative di una prolungata divergenza fra le politiche monetarie dell'area dell'euro e di altre economie.** Nel periodo in esame l'euro si è indebolito del 3,7 per cento in termini ponderati per l'interscambio. L'euro si è deprezzato diffusamente nei confronti delle principali valute agli inizi di marzo, toccando a metà mese il minimo di dodici anni sia in termini effettivi sia nei confronti del dollaro USA. Successivamente la moneta europea ha riguadagnato parte del terreno perduto, per effetto della pubblicazione di nuovi dati macroeconomici per l'area dell'euro e altre importanti economie. Agli inizi di aprile, tuttavia, l'euro è tornato a indebolirsi, toccando nuovi minimi storici, a causa delle aspettative del mercato di una protratta divergenza fra le politiche monetarie dell'area dell'euro e di altre economie. Il deprezzamento dell'euro è stato generalizzato, estendendosi anche ai tassi di cambio nei confronti dello yen giapponese, della sterlina e delle valute di altri paesi dell'UE, nonché ai cambi rispetto gran parte delle valute delle economie emergenti – in particolare il rublo russo, che si è ripreso dal forte deprezzamento subito in precedenza – e dei paesi esportatori di materie prime.

### 3 ATTIVITÀ ECONOMICA

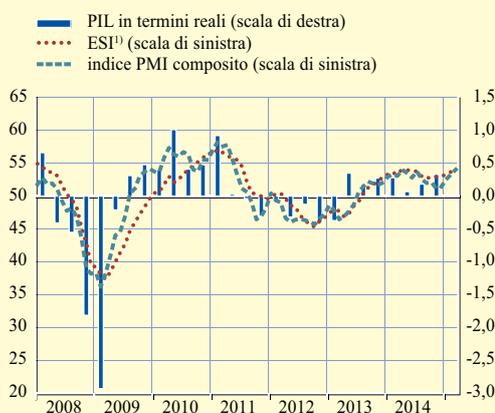
**La crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro è stata confermata allo 0,3 per cento su base congiunturale nell'ultimo trimestre del 2014.** La domanda interna, soprattutto i consumi privati, e le esportazioni nette hanno contribuito positivamente alla crescita, mentre l'andamento delle scorte ha avuto un impatto negativo. Nonostante il prodotto sia cresciuto negli ultimi trimestri (cfr. figura 5) e il tasso di disoccupazione sia sceso dopo aver toccato un massimo nel 2013, la capacità inutilizzata nell'economia è ancora elevata.

**Gli ultimi dati quantitativi confermano il protrarsi dell'espansione economica nel primo trimestre.** In febbraio la produzione industriale al netto delle costruzioni è aumentata dell'1,1 per cento sul mese precedente, pertanto nei primi due mesi del 2015 si è collocata allo 0,7 per cento al di sopra del suo livello medio dell'ultimo trimestre dello scorso anno. Analogamente, in gennaio la produzione nelle costruzioni è aumentata del 2 per cento rispetto al livello osservato nel quarto trimestre. I recenti andamenti della produzione di beni di investimento indicano una ulteriore crescita degli investimenti dell'area dell'euro nel primo trimestre, mentre gli andamenti del commercio al dettaglio e delle immatricolazioni di autoveicoli sono in linea con il protrarsi di una vigorosa crescita dei consumi privati (cfr. anche il riquadro 2 sui consumi di beni durevoli). Tali dinamiche sono nel complesso incoraggianti, considerando che la domanda interna svolge un ruolo di rilievo nella ripresa.

**I dati delle indagini più recenti segnalano un consolidamento della ripresa economica nel periodo a venire.** L'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) e l'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) sono migliorati fra il quarto trimestre dello scorso anno e il primo di quest'anno (cfr. figura 5). Nel primo trimestre entrambi gli indicatori si sono collocati su livelli superiori alle rispettive medie di lungo periodo, segno che la ripresa si sta rafforzando. Inoltre, l'indice del clima di fiducia dei consumatori nell'area dell'euro ha registrato un ulteriore pronunciato aumento tra febbraio e marzo. L'indice della fiducia dei consumatori, che ora è ben al di sopra della media di lungo periodo, negli ultimi quattro mesi ha più che recuperato la flessione registrata nell'estate e nell'autunno dello scorso anno, toccando il livello massimo dall'autunno 2007 (cfr. anche il riquadro 3). Inoltre, la più recente indagine sul credito bancario indica per il primo trimestre un ulteriore allentamento dei vincoli dal lato dell'offerta, che dovrebbe sostenere la crescita economica. I risultati delle indagini sull'andamento delle esportazioni, relativi a tutto il primo trimestre, presentano un quadro in certa misura più ottimistico rispetto ai dati quantitativi sul commercio. Ad esempio, l'indagine PMI ha mostrato che i nuovi ordini sull'estero sono aumentati fra l'ultimo trimestre del 2014 e il primo di quest'anno, raggiungendo un livello superiore alla media di lungo periodo.

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

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



Fonti: Markit, Commissione europea, Eurostat e BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2014 per l'andamento del PIL e a marzo 2015 per l'indice del clima economico e per l'indice dei responsabili degli acquisti.  
1) L'indice del clima economico (ESI) è normalizzato con la media e la deviazione standard dell'indice dei responsabili degli acquisti (PMI).

**I mercati del lavoro, seppur ancora deboli, mostrano segnali di miglioramento.** Nel quarto trimestre del 2014 l'occupazione è salita di un ulteriore 0,1 per cento rispetto al trimestre precedente (cfr. figura 6). Nell'arco di dodici mesi, l'occupazione è cresciuta dello 0,9 per cento, registrando l'incremento annuale più elevato dal secondo trimestre del 2008 ad oggi. Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro, in calo dalla metà del 2013, è sceso ulteriormente a febbraio, raggiungendo l'11,3 per cento. Le informazioni più recenti desunte dalle indagini prospettano un miglioramento dei mercati del lavoro in certa misura più rapido nel prossimo futuro.

**Su un orizzonte temporale più lungo, il recente calo dei corsi petroliferi dovrebbe favorire la crescita, soprattutto la domanda interna, attraverso un aumento del reddito disponibile reale delle famiglie e dei profitti delle imprese.** La domanda interna dovrebbe essere ulteriormente sostenuta dai miglioramenti in atto nelle condizioni finanziarie, nonché dai progressi compiuti sul fronte del risanamento dei conti pubblici e delle riforme strutturali.

Inoltre, le esportazioni dell'area dell'euro dovrebbero beneficiare della ripresa mondiale attesa e dei miglioramenti della competitività di prezzo. Tuttavia, è probabile che la ripresa nell'area dell'euro continui a essere frenata dai necessari aggiustamenti dei bilanci in diversi settori e dalla lenta attuazione delle riforme strutturali. I risultati dell'ultima Survey of Professional Forecasters della BCE (cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.htm>) mostrano che le previsioni di crescita del PIL del settore privato sono state riviste al rialzo per il 2015 di 0,3 punti percentuali, all'1,4 per cento, rispetto all'esercizio previsivo precedente, e per il 2016 di 0,2 punti percentuali, all'1,7 per cento. Allo stesso tempo, le aspettative per il tasso di disoccupazione sono state riviste al ribasso, sia per il 2015 sia per il 2016.

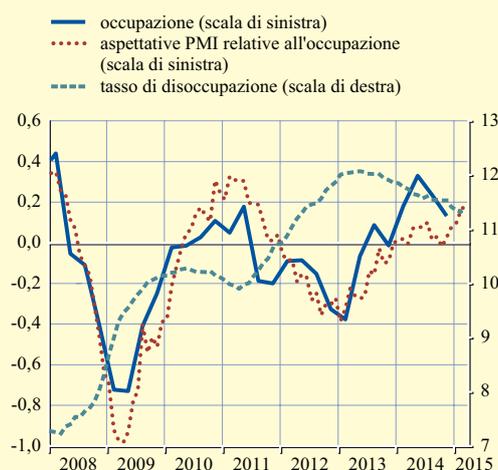
## 4 PREZZI E COSTI

**L'inflazione nell'area dell'euro è rimasta negativa negli ultimi mesi, ma si colloca su una traiettoria ascendente.** Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione misurata sullo IAPC nell'area dell'euro è salita al -0,1 per cento in marzo, dal -0,3 in febbraio e dal -0,6 in gennaio (cfr. figura 7). Tale incremento riflette la dinamica meno negativa del tasso di variazione annuale dei prezzi dell'energia a causa dell'aumento delle quotazioni petrolifere in euro dalla metà di gennaio. Contrariamente all'inflazione complessiva, lo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici (che in marzo ha registrato una variazione sui dodici mesi dello 0,6 per cento) continua a oscillare tra lo 0,6 e l'1,0 per cento dalla fine del 2013.

**L'inversione di tendenza delle spinte inflazionistiche inizia a emergere lentamente in altri dati più recenti.** Le informazioni desunte dall'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) sui

**Figura 6 Occupazione, aspettative PMI relative all'occupazione e disoccupazione nell'area dell'euro**

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



Fonti: Eurostat e Markit.

Note: l'indice PMI è espresso come deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2014 per l'occupazione, a febbraio 2015 per la disoccupazione e a marzo 2015 per l'indice PMI.

**Figura 7 Contributi delle componenti all'inflazione complessiva dell'area dell'euro calcolata sullo IAPC**

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce a stime preliminari relative a marzo 2015.

**Figura 8 Redditi per occupato nell'area dell'euro: scomposizione per settore**

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i "servizi non di mercato" si riferiscono alle attività fornite dalle amministrazioni pubbliche e da istituzioni private no profit nel campo dei servizi pubblici, dell'istruzione e della salute. I "servizi di mercato" sono definiti per differenza rispetto al totale dei servizi. L'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2014.

prezzi di input e output e dall'indagine della Commissione europea sulle aspettative per i prezzi di vendita, indicano che i prezzi sono tornati a salire in febbraio e si sono stabilizzati a marzo in tutti i settori. Inoltre, l'ultima scomposizione disponibile dei dati dello IAPC indica che la percentuale di voci con tassi negativi o molto bassi è diminuita nel febbraio del 2015, dopo il picco di gennaio, sia per l'inflazione complessiva sia per quella al netto dei beni energetici e alimentari.

**Le pressioni inflazionistiche rimangono deboli, ma il recente deprezzamento dell'euro esercita alcune spinte al rialzo.** Il tasso di variazione annuale dei prezzi alla produzione nell'industria al netto delle costruzioni e dell'energia è sceso ancora lievemente a febbraio, mentre l'inflazione alla produzione dei beni di consumo non alimentari ha interrotto il recente calo (collocandosi al -0,1 per cento) e quella dei beni alimentari di consumo è aumentata dal -1,5 al -1,3 per cento fra gennaio e febbraio. Tali andamenti indicano un possibile punto di svolta nella dinamica dei prezzi alla produzione più strettamente legati ai prezzi dei beni di consumo nello IAPC. L'inflazione di quest'ultima componente riflette anche la trasmissione delle variazioni dei prezzi dei beni importati; inoltre, il tasso di variazione annuale dei prezzi all'importazione dei beni di consumo non alimentari è aumentato ulteriormente in gennaio, a seguito del deprezzamento dell'euro.

**Gli ultimi dati sul costo del lavoro e sui margini di profitto continuano a indicare, per il momento, pressioni moderate sui prezzi interni.** Fra il terzo e il quarto trimestre del 2014 la crescita sul periodo corrispondente dei salari nell'area dell'euro è aumentata lievemente, dall'1,2 all'1,3 per cento, se misurata in base ai redditi per occupato, mentre è diminuita dall'1,3 all'1,1 per cento in termini di ore lavorate. Il lieve aumento della dinamica annuale dei redditi per occupato è ascrivibile principalmente al contributo più consistente del settore industriale

(cfr. figura 8). Mentre la produttività del lavoro ha continuato a rallentare, l'incremento del costo unitario del lavoro è stato marginale. Nel quarto trimestre del 2014 l'espansione dei profitti (definiti in termini di avanzo operativo lordo) si è indebolita, rispecchiando il rallentamento del tasso di crescita dei profitti per unità di prodotto (una misura dei margini di profitto), che ha compensato l'impatto del contestuale rafforzamento dell'aumento del PIL in termini reali. In un'ottica settoriale, la dinamica dei profitti è entrata in territorio negativo nel comparto industriale mentre è aumentata lievemente nel settore dei servizi di mercato. Il deflatore del PIL, che segnala le spinte inflazionistiche interne, è sceso allo 0,9 per cento nel quarto trimestre, dall'1,0 nel periodo precedente, riflettendo gli andamenti moderati del costo unitario del lavoro e dei margini di profitto.

**Sulla base delle informazioni disponibili e dei prezzi correnti dei contratti futures per il petrolio, l'inflazione armonizzata dovrebbe rimanere molto bassa nei mesi a venire prima di tornare ad aumentare.** Sostenuta dagli effetti favorevoli delle recenti misure di politica monetaria sulla domanda aggregata, dall'impatto del deprezzamento del tasso di cambio dell'euro e dall'ipotesi di un lieve rialzo dei corsi petroliferi nei prossimi anni incorporata nei contratti futures per il petrolio, l'inflazione dovrebbe salire nel prosieguo del 2015 e aumentare ulteriormente nel 2016 e 2017. Secondo i risultati della Survey of Professional Forecasters (SPF) per il secondo trimestre del 2015 (consultabile all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>), le aspettative di inflazione si collocano in media allo 0,1, 1,2 e 1,6 per cento per il 2015, 2016 e 2017, rispettivamente. Rispetto al precedente esercizio sono state riviste al ribasso di 0,2 punti percentuali per il 2015 e al rialzo di 0,1 punti percentuali per il 2016 e il 2017. Dalla metà di gennaio 2015 sia le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine basate sui mercati finanziari sia quelle basate sulle indagini hanno recuperato rispetto ai loro livelli minimi (cfr. riquadro 4). Secondo la SPF l'inflazione media attesa per il 2019 si collocherebbe all'1,8 per cento.

**Riguardo agli andamenti dei prezzi delle abitazioni, il tasso di crescita sui dodici mesi dell'indicatore della BCE per i prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro è aumentato ulteriormente allo 0,8 per cento nel quarto trimestre del 2014.** La ripresa dei prezzi delle abitazioni è proseguita a ritmo moderato, ma persistono ampie differenze tra i maggiori paesi dell'area riguardo l'entità della crescita. In prospettiva, la dinamica nel complesso dell'area dovrebbe rafforzarsi ulteriormente, riflettendo le attese di una forte espansione del reddito, le favorevoli condizioni di finanziamento e le correzioni dei precedenti disallineamenti dei prezzi delle abitazioni durante gli ultimi anni.

## 5 MONETA E CREDITO

**Le dinamiche monetarie si sono ulteriormente rafforzate.** Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è aumentato al 4,0 per cento in febbraio, rispetto al 3,7 per cento di gennaio (cfr. figura 9)<sup>1)</sup>. La ripresa della crescita di M3 continua a rispecchiare gli elevati afflussi verso i depositi overnight sia delle famiglie sia delle società non finanziarie (SNF). È proseguita la robusta espansione dell'aggregato monetario ristretto M1, il cui tasso di crescita sui dodici mesi ha raggiunto il 9,1 per cento in febbraio, segnalando così il proseguimento della ripresa economica nell'area dell'euro.

1) I dati pubblicati per il mese di febbraio del 2015 comportavano revisioni significative dovute principalmente all'attuazione della nuova normativa relativa alle statistiche sui bilanci delle IFM e a variazioni negli schemi di segnalazione statistica di varie BCN.

**In un contesto di tassi di interesse molto bassi, le componenti più liquide di M3 risultano più appetibili.** La bassa remunerazione delle attività monetarie porta i detentori di moneta a preferire i depositi overnight rispetto ad altri depositi o strumenti negoziabili compresi in M3, poiché i servizi di liquidità non pecuniari che essi forniscono superano il differenziale di rendimento rispetto agli altri strumenti di investimento a breve termine. I dati recenti mostrano che gli altri depositi a breve termine hanno addirittura continuato a contrarsi, nonostante i bassi tassi di interesse. Gli strumenti negoziabili hanno cominciato a recuperare terreno, registrando afflussi considerevoli in febbraio.

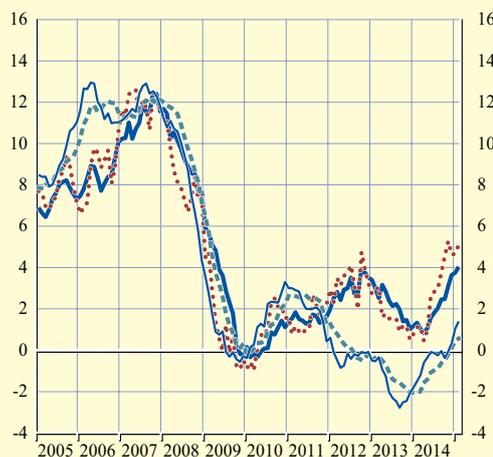
**Gli effetti di sostituzione dei portafogli hanno favorito la crescita dell'aggregato monetario ampio.** Mentre alcuni investitori hanno ridotto i depositi meno liquidi compresi in M3 a favore di attività più rischiose non comprese in tale aggregato, altri si sono allontanati dalle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM, favorendo così la crescita di M3. Infatti, una valutazione del contributo delle singole contropartite alla crescita di M3 mostra che nei mesi recenti le dinamiche di questo aggregato sono state influenzate soprattutto dalla riduzione delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM a favore dell'aumento degli strumenti a più breve termine compresi in 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 si collocava al -5,7 per cento in febbraio. Il contributo positivo delle attività nette sull'estero alla crescita di M3 si sta riducendo. Rispetto al massimo storico di metà 2014, esso è calato ulteriormente in febbraio. Nei 12 mesi terminanti a febbraio di quest'anno l'afflusso in attività nette sull'estero delle IFM è stato di 149 miliardi di euro, rispetto a un picco senza precedenti di 412 miliardi nei 12 mesi terminanti a luglio del 2014. Benché l'avanzo di conto corrente della bilancia dei pagamenti continui a rappresentare un fattore positivo, gli ingenti rimborsi netti di titoli emessi da residenti dell'area dell'euro effettuati da investitori esteri hanno avuto un impatto negativo nei 12 mesi terminanti a febbraio di quest'anno.

**Il proseguimento della ripresa delle dinamiche dei prestiti fornisce un ulteriore sostegno alla crescita di M3.** Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è aumentato dallo 0,4 per cento di gennaio allo 0,6 per cento di febbraio (cfr. figura 9). Il graduale miglioramento delle dinamiche del credito ha beneficiato tanto le famiglie quanto le imprese. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) è aumentato ulteriormente, collocandosi al -0,4 per cento in febbraio (dal -0,9 per cento in gennaio). Il tasso di crescita su base annua dei prestiti alle famiglie è cresciuto in misura lieve, all'1,0 per cento in febbraio (dallo 0,9 per cento in gennaio), superando così la media dello 0,5 per cento osservata dall'estate del

Figura 9 M3 e prestiti al settore privato

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

- M3 (tasso di crescita sui dodici mesi)
- ... M3 (tasso di crescita sui sei mesi annualizzato)
- - - prestiti al settore privato (tasso di crescita sui dodici mesi)
- prestiti al settore privato (tasso di crescita sui sei mesi annualizzato)



Fonte: BCE.

2012, quando la BCE aveva segnalato di essere pronta ad agire con decisione. Malgrado queste tendenze positive, il risanamento dei bilanci bancari e la necessità di una ulteriore riduzione dell'indebitamento in alcuni settori economici e sistemi bancari continuano a frenare le dinamiche del credito.

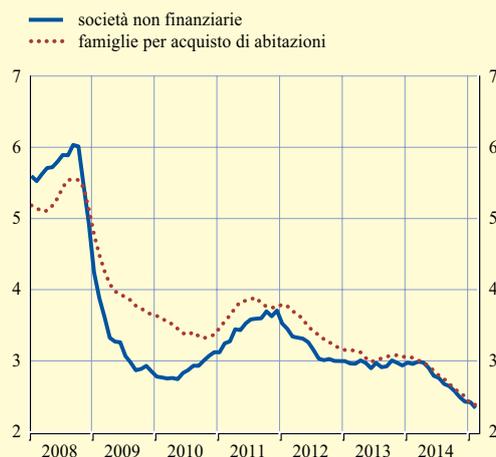
**I tassi attivi bancari sono ulteriormente diminuiti (cfr. figura 10).** L'orientamento accomodante della politica monetaria della BCE, la migliorata situazione dei bilanci e la minore frammentazione nei mercati finanziari in generale hanno indotto un ulteriore calo dei costi composti della provvista bancaria, i quali si sono stabilizzati in prossimità dei minimi storici. A febbraio, la diminuzione del costo della raccolta di depositi per le banche dell'area dell'euro è stata diffusa fra paesi. Le emissioni nette di titoli di debito delle IFM sono rimaste negative. Il protratto processo di contrazione dei bilanci e di rafforzamento della base patrimoniale delle banche sta riducendo la loro necessità di ricorrere alle emissioni di debito per finanziarsi. In

parte come conseguenza di una trasmissione più rapida e intensa dei costi della provvista alle condizioni di prestito praticate dalle banche, il costo nominale complessivo del finanziamento esterno delle SNF dell'area dell'euro è diminuito nel quarto trimestre del 2014 e all'inizio del 2015. I tassi sui prestiti alle SNF si sono ridotti ulteriormente in febbraio, in particolare nel caso dei prestiti a breve termine (i tassi composti sui prestiti bancari a favore delle SNF dell'area dell'euro sono calati al 2,34 per cento in febbraio, dal 2,80 per cento di giugno 2014). I tassi sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono rimasti sostanzialmente invariati a febbraio (i tassi composti per questo tipo di prestiti erano pari al 2,38 per cento). Il calo del costo nominale del finanziamento esterno in febbraio è riconducibile principalmente a una flessione del costo del capitale di rischio e in misura minore a quella del costo dell'emissione di debito sul mercato.

**L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro dell'aprile 2015 evidenzia ulteriori miglioramenti delle condizioni di concessione dei prestiti** (cfr. l'indagine all'indirizzo: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>). Le banche hanno continuato ad allentare (in termini netti) i criteri di concessione dei prestiti alle società non finanziarie nel primo trimestre del 2015, mentre nel caso dei prestiti alle famiglie il quadro era più contrastante. Tuttavia, nel confronto storico i criteri di concessione di credito restano ancora restrittivi. L'allentamento netto osservato nel caso delle SNF è dovuto alla diminuzione del costo della raccolta bancaria e alle migliori condizioni dei bilanci delle IFM, oltre che alle maggiori pressioni concorrenziali nel settore bancario. L'indagine mostra inoltre che le banche stanno usando la liquidità addizionale derivante dal Programma di acquisto di attività (PAA) in particolare per erogare credito. Il PAA sta determinando una diminuzione dei margini netti di interesse, che tendono ad abbassare la redditività delle banche. Tuttavia, le plusvalenze patrimoniali realizzate dalle banche sulla vendita di titoli pubblici dovrebbero

**Figura 10 Tassi composti sui prestiti bancari alle SNF e alle famiglie**

(percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Nota: l'indicatore dei tassi composti sui prestiti bancari è calcolato aggregando i tassi a breve e a lungo termine mediante una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni.

avere un impatto positivo sulla redditività nel più breve periodo. Inoltre, stanno contribuendo a un restringimento dei margini anche le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT). L'indagine evidenzia una ripresa della domanda di prestiti alle società non finanziarie, di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e di credito al consumo. In tale contesto, il basso livello generale dei tassi di interesse ha rappresentato una determinante importante della domanda di prestiti da parte sia delle imprese sia delle famiglie.





## RIQUADRI

### RIQUADRO I

#### ANDAMENTI RECENTI DELLE ESPORTAZIONI NETTE GIAPPONESI

**Oltre due anni fa il governo del Giappone ha annunciato una strategia volta a imprimere un nuovo slancio all'economia.**

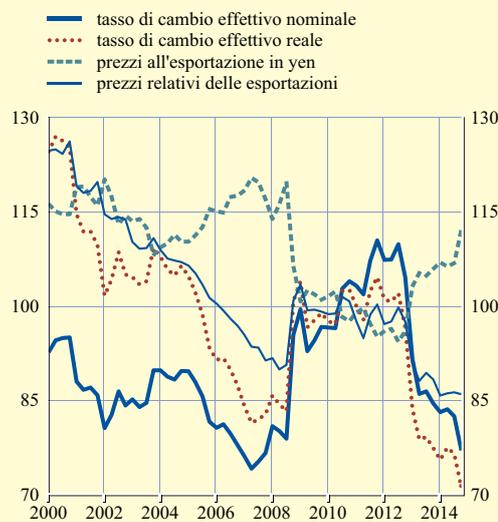
Ancor prima dell'elezione del nuovo governo presieduto dal Primo Ministro Abe a novembre 2012, i mercati finanziari avevano anticipato un cambiamento significativo di politica economica. Una conseguenza è stata il netto deprezzamento dello yen giapponese, che da settembre 2012 è sceso del 30 per cento in termini effettivi nominali (cfr. figura A). Ciò ha originato attese di uno stimolo particolare per l'economia nipponica proveniente dall'aumento delle esportazioni (nette), in quanto l'indebolimento dello yen accresceva sia la competitività di prezzo dei prodotti giapponesi all'estero sia i prezzi dei beni importati in Giappone. Tuttavia, negli ultimi due anni e mezzo il paese ha registrato in termini reali una crescita piuttosto modesta delle esportazioni e una dinamica relativamente robusta delle importazioni. Dalla fine del 2012 il contributo della domanda estera alla crescita del PIL è stato, in media, pressoché nullo<sup>1)</sup>. Il presente riquadro

esamina i fattori alla base degli andamenti recenti delle esportazioni nette giapponesi. Esso rileva che il tasso di cambio costituisce solo una delle determinanti e che un ruolo importante è svolto anche dalla domanda relativamente modesta di esportazioni giapponesi oltre che, in misura inferiore, dall'aumento della domanda di gas naturale (importato) dopo il terremoto del 2011. Nell'insieme, se si tiene conto di questi fattori, gli andamenti delle esportazioni e delle importazioni sono sostanzialmente in linea con i fondamentali.

**Dalla fine del 2012 la crescita media delle esportazioni è stata piuttosto modesta in Giappone.** Le esportazioni sono cresciute notevolmente all'inizio della fase di deprezzamento dello yen, ma sono rimaste poi stabili nei quattro trimestri successivi, per poi tornare ad aumentare solo nella seconda metà dello scorso anno (cfr. figura B). Escludendo la volatilità, la crescita media sul periodo precedente dal quarto trimestre del 2012 è stata pari all'1 per cento<sup>2)</sup>. Questo dato, seppur in linea con la media dal 2000, è tuttavia inferiore a quello osservato durante i precedenti episodi di netto deprezzamento dello yen.

**Figura A Tassi di cambio effettivi dello yen e prezzi all'esportazione**

(indice 2010 = 100)



Fonte: Haver.

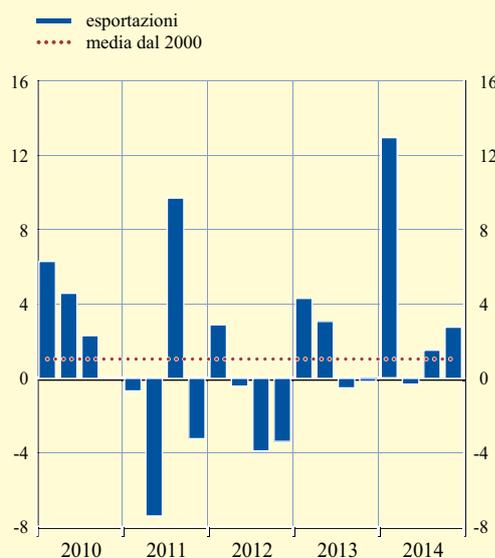
Note: il tasso di cambio effettivo nominale dello yen è calcolato rispetto alle divise dei 56 principali partner commerciali del Giappone. I prezzi relativi delle esportazioni sono calcolati come media ponderata per l'interscambio dei deflatori delle esportazioni dei partner commerciali del Giappone, misurati in yen, rispetto ai prezzi delle esportazioni giapponesi.

1) Il contributo medio della domanda estera non include i dati relativi al primo trimestre del 2014, poiché le serie ufficiali sulle esportazioni e le importazioni sono distorte da una discontinuità statistica che riflette una modifica nella classificazione delle esportazioni di servizi.

2) Cfr. nota 1.

**Figura B Crescita delle esportazioni in termini reali**

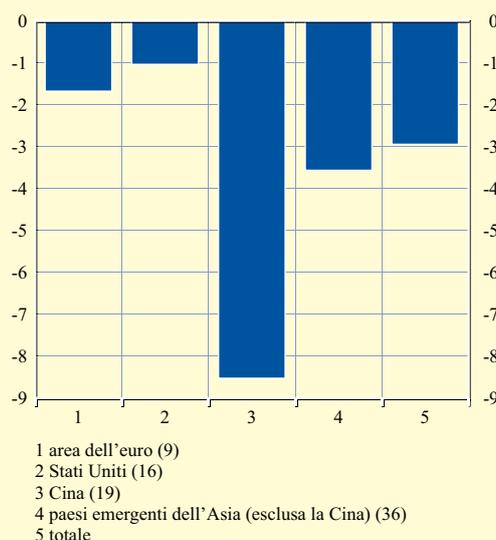
(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



Fonte: Haver.  
Nota: la media non include il tasso di crescita sul periodo precedente relativo al primo trimestre del 2014 poiché la serie ufficiale sulle esportazioni è distorta da una discontinuità statistica che riflette una modifica nella classificazione delle esportazioni di servizi.

**Figura C Variazione della crescita delle importazioni nei principali mercati di esportazione del Giappone**

(variazione in punti percentuali della crescita media annua nel periodo 2012-2014 rispetto al 2000-2014)



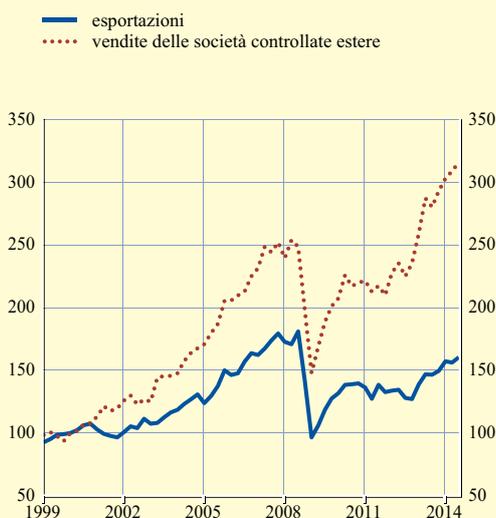
Fonte: Haver.  
Nota: i dati fra parentesi mostrano la quota delle esportazioni totali rappresentata da ciascuna regione nel 2012.

**La dinamica modesta delle esportazioni va ricondotta principalmente alla domanda estera, che è stata più debole del previsto.** La domanda estera è stata particolarmente fiacca negli ultimi due anni, riflettendo in parte la generale debolezza del commercio mondiale dal 2011. Il Giappone ha tuttavia risentito in particolare della minore crescita nei suoi principali mercati di esportazione e specialmente in Cina e nel resto dei paesi emergenti dell'Asia, dove il tasso di incremento delle importazioni dal 2012 è stato ben inferiore rispetto al passato (cfr. figura C). Il Giappone ha nel contempo continuato a subire l'impatto della diminuita quota di mercato delle esportazioni globali, che potrebbe essere in parte connesso alla tendenza di lungo periodo a spostare la produzione fuori dal paese (cfr. figura D) in un contesto in cui le imprese soddisfano la domanda ricorrendo in misura crescente a società controllate estere.

**Le esportazioni giapponesi hanno tuttavia beneficiato in qualche misura del netto deprezzamento dello yen attraverso il connesso miglioramento della competitività di prezzo, che ha parzialmente compensato la debolezza della domanda estera.** Il tasso di cambio effettivo nominale dello yen è diminuito del 30 per cento rispetto al suo massimo nel terzo trimestre del 2012. Al tempo stesso, se si tiene conto dei movimenti dei prezzi all'esportazione negli altri paesi, il prezzo relativo delle esportazioni giapponesi è sceso del 13 per cento dal 2012, a dimostrazione che la competitività di prezzo del Giappone è sensibilmente migliorata, sostenendo la crescita delle esportazioni (cfr. figura A). Poiché gli esportatori nipponici hanno adeguato al ribasso solo parzialmente i loro prezzi in valuta

**Figura D Esportazioni e vendite delle società controllate estere**

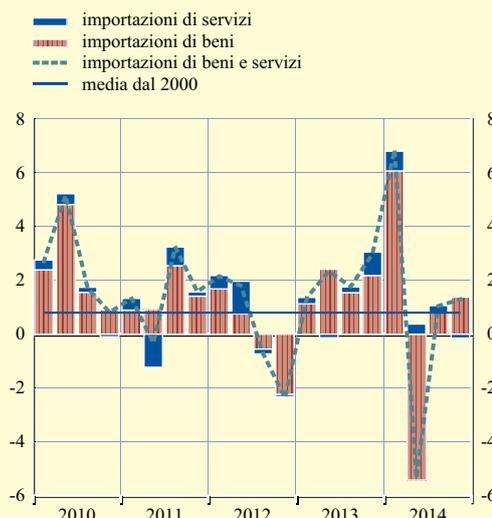
(esportazioni e vendite in termini nominali, indice 1° trim. 1999 = 100)



Fonte: Ministero dell'economia, del commercio e dell'industria.

**Figura E Crescita delle importazioni in termini reali**

(crescita sul trimestre precedente, variazioni percentuali e contributi in punti percentuali)



Fonte: Haver.

estera, si è determinato un considerevole aumento dei prezzi all'esportazione in yen e quindi degli utili degli esportatori stessi, compensando in parte la compressione dei margini subita in occasione del sostanziale apprezzamento dello yen dopo la crisi finanziaria.

**La recente trasmissione dei movimenti del cambio ai prezzi all'esportazione è sostanzialmente in linea con l'esperienza passata.** Le stime reperibili in letteratura mostrano che l'effetto di trasmissione del deprezzamento del tasso di cambio ai prezzi delle esportazioni giapponesi nelle valute dei paesi importatori è generalmente inferiore a uno, a indicare che alcuni esportatori attuano strategie di "pricing to market". Ciò potrebbe essere connesso alle prassi giapponesi in materia di fatturazione: rispetto alle altre economie avanzate, il Giappone fattura nella propria valuta solo una percentuale ridotta delle esportazioni.

**Anche la robusta dinamica delle importazioni ha pesato sul contributo delle esportazioni nette alla crescita del PIL.** Dagli inizi del 2013 le importazioni sono aumentate mediamente dell'1,5 per cento sul trimestre precedente, più della media dal 2000. Il recente periodo di deprezzamento dello yen è stato contraddistinto da una considerevole volatilità, che ha in larga parte riflesso l'anticipazione della domanda in previsione dell'aumento dell'IVA ad aprile 2014, quando le importazioni hanno registrato un netto aumento. La crescita delle importazioni è diminuita nei trimestri successivi ed è poi tornata ad aumentare verso la fine dello scorso anno, riportandosi più in linea con le medie storiche (cfr. figura E). Il suo profilo è stato determinato principalmente dall'evoluzione della domanda finale, mentre le variazioni di prezzo hanno svolto un ruolo relativamente modesto. In Giappone la dinamica delle importazioni è in genere relativamente insensibile all'andamento dei prezzi e l'elasticità al prezzo nel lungo termine è bassa. Pertanto, il deprezzamento dello yen, pur avendo fatto au-

mentare i prezzi relativi dei beni importati rispetto a quelli dei beni prodotti internamente, ha frenato in misura contenuta la crescita delle importazioni nei trimestri recenti. Ciò può riflettere il fatto che una quota elevata delle importazioni è costituita da materie prime, la cui domanda è di norma meno sensibile alle variazioni di prezzo. Inoltre, la domanda giapponese di beni energetici è particolarmente vigorosa dalla calamità di Fukushima del 2011, che ha costretto le imprese produttrici di energia a passare rapidamente ai combustibili fossili (per lo più importati). Da allora il volume delle importazioni di gas naturale è aumentato di circa il 40 per cento (cfr. figura F).

**Figura F Volumi delle importazioni di gas naturale liquido**

(in migliaia di tonnellate, medie di dodici mesi)



Fonte: Haver.

**Nell'insieme, gli andamenti delle esportazioni e delle importazioni sono sostanzialmente in linea con i fondamentali.**

Di recente le esportazioni sono cresciute a ritmi piuttosto modesti dato il deprezzamento dello yen, ma il fattore principale alla base di questa debolezza è rappresentato dal ristagno della domanda estera e in particolare di quella proveniente dalla Cina e dai paesi emergenti dell'Asia (i principali mercati di sbocco del Giappone). Le esportazioni giapponesi hanno beneficiato del miglioramento della competitività di prezzo: la trasmissione dei movimenti del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione è stata sostanzialmente in linea rispetto al passato. Le importazioni sono invece cresciute a ritmi relativamente robusti dopo il deprezzamento dello yen riflettendo principalmente il vigore della domanda interna, specie nel periodo antecedente l'aumento dell'IVA. Il maggior volume di importazioni rispecchia altresì la più elevata domanda di gas naturale (importato) dopo la calamità di Fukushima del 2011.

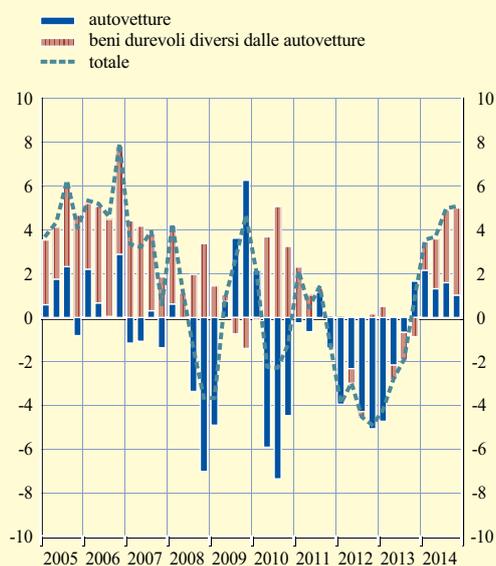
## RIQUADRO 2

## ANDAMENTI RECENTI DEI CONSUMI DI BENI DUREVOLI

**I consumi di beni durevoli nell'area dell'euro hanno di recente evidenziato una crescita vigorosa <sup>1)</sup>.** Nel 2014 il tasso di crescita medio annuo della spesa per consumi di beni durevoli nell'area dell'euro è risultato simile a quelli precedenti la crisi finanziaria (cfr. figura A). Questa ripresa è largamente riconducibile al consistente contributo positivo dei beni durevoli diversi dalle automobili. Le vendite di autovetture hanno contribuito in parte alla ripresa, con un consistente aumento rispetto al 2013. Si deve tuttavia segnalare che le tendenze di fondo del mercato delle auto sono di più difficile individuazione, poiché le vendite sono state fortemente influenzate da varie misure temporanee nazionali. Nel contempo, il miglioramento dei consumi di beni durevoli dal 2013 non è stato limitato solo ad alcuni paesi, bensì ha interessato l'insieme dell'area dell'euro, segnalando una ripresa generalizzata della spesa in beni durevoli (cfr. figura B).

Figura A Consumi di beni durevoli nell'area dell'euro

(variazioni percentuali annuali e relativi contributi)

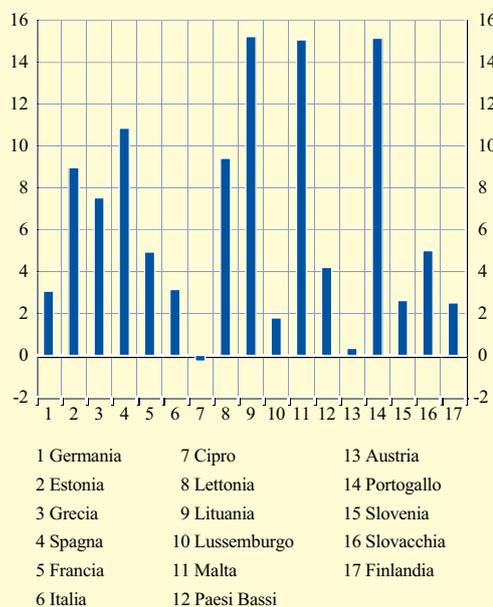


Fonte: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: gli aggregati relativi all'area dell'euro sono approssimazioni basate sui dati disponibili per tutti i paesi ad eccezione del Belgio e dell'Irlanda. L'ultima osservazione si riferisce al 4° trimestre 2014 (ad eccezione del Lussemburgo, per il quale sono disponibili dati solo fino al 3° trimestre 2014).

Figura B Consumi di beni durevoli nei diversi paesi dell'area dell'euro nel 2014

(variazioni percentuali annue)



Fonte: Eurostat.

Note: la figura si basa su dati annuali, con l'eccezione di Lussemburgo e Finlandia, per i quali sono disponibili soltanto dati trimestrali. I dati relativi al Lussemburgo coprono il periodo fino al terzo trimestre 2014, mentre per Belgio e Irlanda non esistono dati disponibili.

1) Cfr. il riquadro *Andamento recente dei consumi di beni durevoli nell'area dell'euro*, Bollettino mensile, BCE, maggio 2014.

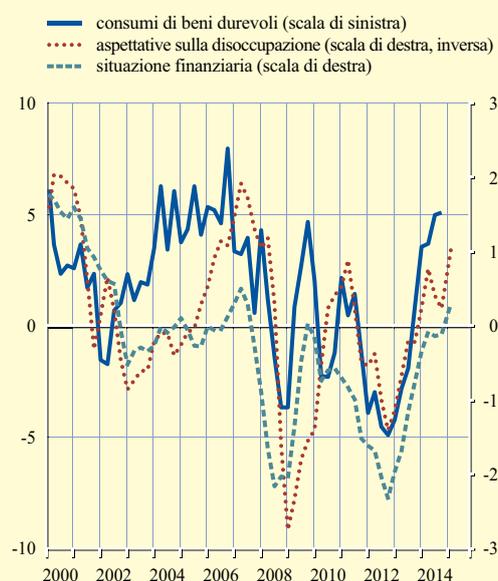
**Rispetto ai consumi di altri beni e servizi, quelli di beni durevoli reagiscono tipicamente con maggior sensibilità alle condizioni economiche**, come ad esempio variazioni inattese del reddito o delle condizioni finanziarie, un aumento dell'incertezza macroeconomica o variazioni delle aspettative sui prezzi. La maggiore reattività dei consumi di beni durevoli si deve al fatto che gli stessi hanno un ciclo di vita lungo e un prezzo unitario elevato per cui il loro acquisto può essere rimandato più facilmente. Pertanto, sebbene i consumi di beni durevoli rappresentino una quota relativamente contenuta dei consumi privati totali, pari al 9 per cento circa nell'area dell'euro, essi possono rappresentare un importante indicatore delle condizioni economiche percepite dalle famiglie.

**L'attuale ripresa dei consumi di beni durevoli è favorita dal venire meno delle forze negative che erano in atto in passato, per quanto persistano alcuni fattori di freno.**

Nel periodo dal 2012 a circa metà del 2013 i timori in alcuni paesi circa la sostenibilità del debito, la crescita della disoccupazione, la debolezza delle dinamiche del reddito reale disponibile e della ricchezza delle famiglie, le pressioni per una riduzione dell'indebitamento delle famiglie, nonché l'accentuata incertezza e la scarsa fiducia dei consumatori sono stati i principali fattori all'origine dell'evoluzione negativa della spesa per consumi durevoli. Queste forze negative sono in gran parte venute meno e, in alcuni casi, hanno addirittura cambiato di segno. In particolare, l'orientamento assai accomodante della politica monetaria, il calo dei prezzi del petrolio, nonché il miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro e il rallentamento del ritmo di risanamento dei conti pubblici hanno indotto una ripresa del reddito disponibile reale delle famiglie e una distensione delle condizioni finanziarie. Potrebbero inoltre essere entrati in gioco alcuni fattori speciali. Ad esempio, i forti aumenti registrati di recente nelle vendite di automobili in Spagna sono stati in parte collegati all'estensione, da parte del governo, del programma di rottamazione (programma PIVE). La ripresa dei consumi di beni durevoli diversi dalle automobili (es. elettrodomestici e mobili) potrebbe inoltre essere un segnale di miglioramento nel settore delle costruzioni residenziali. Di riflesso al miglioramento delle condizioni economiche, la fiducia dei consumatori e, in particolare, le aspettative delle famiglie riguardo alla disoccupazione e alla propria situazione finanziaria sono anch'esse sensibilmente migliorate dal 2013 (cfr. figura C)<sup>2</sup>. Inoltre, è possibile che i consumatori debbano sosti-

**Figura C Consumi di beni durevoli e aspettative delle famiglie nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali annuali; saldi standardizzati delle indagini trimestrali)



Fonti: Eurostat e Commissione europea.  
 Note: i saldi relativi alle indagini sono tratti dall'indagine della Commissione europea presso i consumatori. Le aspettative si riferiscono ai 12 mesi successivi. I dati sono standardizzati utilizzando la media e la deviazione standard storiche. L'ultima osservazione si riferisce al 1° trimestre 2015 per le indagini e al 4° trimestre 2014 per i consumi di beni durevoli.

2) Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro *Cosa ha sostenuto il clima di fiducia dei consumatori?* in questa edizione del Bollettino economico.

tuire i beni durevoli deprezzatisi durante il recente episodio di elevatissima incertezza e disoccupazione crescente. Nondimeno, l'elevato indebitamento delle famiglie e il livello ancora considerevole, per quanto minore, di incertezza riguardo alle prospettive economiche potrebbero continuare ad avere un effetto di freno sugli acquisti di beni di importo elevato.

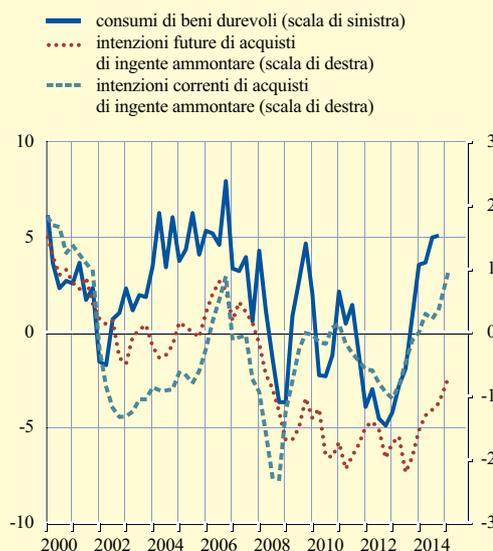
**Per quanto concerne il futuro prossimo, in base agli indicatori tratti dalle indagini, sono andate rafforzandosi le intenzioni dei consumatori di effettuare acquisti importanti** (cfr. figura D). Gli indicatori delle intenzioni correnti e future di questo tipo hanno dimostrato di avere buone proprietà anticipatrici degli acquisti futuri di beni durevoli nell'area dell'euro. L'indicatore delle intenzioni correnti si colloca attualmente sui suoi valori pre-crisi. Quello delle intenzioni future (nei prossimi 12 mesi), pur rimanendo su livelli ben inferiori alla media di lungo periodo, è significativamente migliorato negli ultimi mesi.

**Nel complesso, malgrado il contesto di bassa inflazione, non vi sono evidenze che i consumatori stiano rimandando gli acquisti di beni durevoli.** L'eventuale rinvio degli acquisti costituirebbe uno dei canali mediante il quale l'inflazione negativa o deflazione potrebbe esercitare un effetto negativo sulla crescita economica, in particolare alla soglia zero dei tassi di interesse. Allorché i consumatori si attendono un calo futuro dei prezzi, potrebbero preferire rimandare gli acquisti di beni durevoli meno essenziali e più costosi. Questo canale trova riscontro empirico negli studi degli episodi di deflazione o bassa inflazione<sup>3)</sup>. Per contro, i dati recenti per l'area dell'euro indicano che l'impatto positivo che la minore inflazione ha avuto sul reddito reale delle famiglie si sta traducendo in un aumento dei consumi, compresi quelli di beni durevoli, favorendo così la ripresa economica.

3) Cfr., ad esempio, Cargill, T.F. e Parker, E., "Price deflation and consumption: central bank policy and Japan's economic and financial stagnation," *Journal of Asian Economics*, vol. 15(3), 2004, pagg. 493-506; e Hori, M. e Shimizutani, S., "Price expectations and consumption under deflation: evidence from Japanese household survey data", *International Economics and Economic Policy*, vol. 2(2), novembre 2005, pagg. 127-151.

**Figura D Consumi di beni durevoli e intenzioni dei consumatori riguardo agli acquisti di ingente ammontare**

(variazioni percentuali annuali; saldi standardizzati delle indagini trimestrali)



Fonti: Eurostat e Commissione europea.

Note: i saldi relativi alle indagini sono tratti dall'indagine della Commissione europea presso i consumatori. I dati sono standardizzati utilizzando la media e la deviazione standard storiche. L'ultima osservazione si riferisce al 1° trimestre 2015 per le indagini e al 4° trimestre 2014 per i consumi di beni durevoli.

### RIQUADRO 3

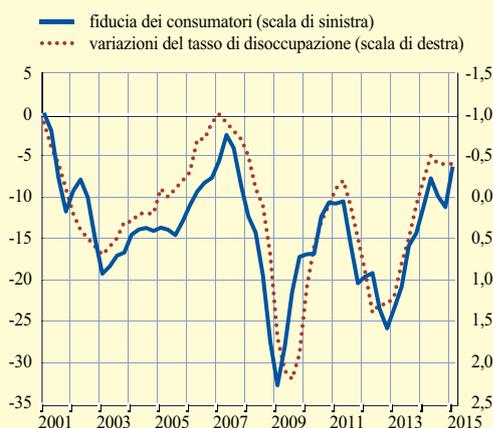
#### COSA HA SOSTENUTO IL CLIMA DI FIDUCIA DEI CONSUMATORI?

**La fiducia dei consumatori nell'area dell'euro è aumentata sensibilmente nel marzo 2015 per il quarto mese consecutivo, riportandosi sui livelli antecedenti la crisi.** Ciò ha segnato una ripresa rispetto al calo della fiducia registrato nella seconda metà del 2014. Nel complesso, l'andamento tendenziale è stato caratterizzato da un miglioramento del clima di fiducia dall'inizio del 2013. Questo riquadro analizza più in dettaglio il recente andamento del clima di fiducia dei consumatori ed esamina in che misura tale indicatore è stato sostenuto dal calo dei corsi petroliferi e dalla minore disoccupazione.

**Il più recente aumento della fiducia dei consumatori ha coinciso con una graduale ripresa del mercato del lavoro e con una flessione delle quotazioni petrolifere.** Nonostante un lieve peggioramento nella seconda metà del 2014, i mercati del lavoro nell'area dell'euro hanno registrato dalla fine del 2012 un costante miglioramento, che avrebbe influito positivamente sulla fiducia dei consumatori (cfr. figura A). Inoltre, i prezzi del greggio sono diminuiti bruscamente nella seconda metà del 2014 e da allora sono rimasti su livelli contenuti, sostenendo il reddito disponibile reale dei consumatori e probabilmente anche la fiducia dei consumatori (cfr. figura B). Anche se il clima di fiducia dei consumatori si è in qualche misura deteriorato durante tale periodo, le evidenze disponibili suggeriscono che questo solitamente reagisce positivamente al calo dei corsi petroliferi <sup>1)</sup>.

**Figura A Fiducia dei consumatori e variazioni del tasso di disoccupazione**

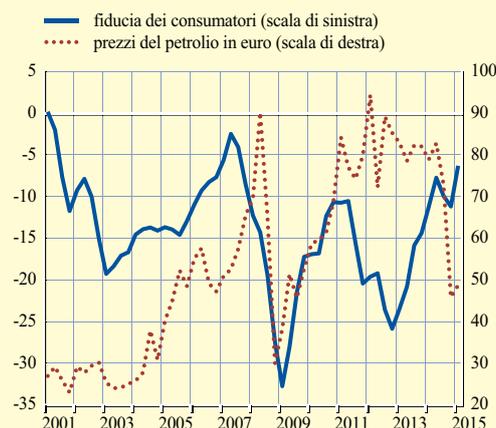
(saldo delle risposte; variazioni annuali percentuali)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Nota: la variazione del tasso di disoccupazione nel primo trimestre del 2015 è basata sui dati di gennaio e febbraio 2015.

**Figura B Fiducia dei consumatori e quotazioni petrolifere**

(saldo delle risposte)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.

1) Per le evidenze relative agli Stati Uniti sulla risposta del clima di fiducia dei consumatori agli aumenti del reddito disponibile reale legati alle quotazioni dei beni energetici, cfr. Edelstein, P. e Kilian, L. "How sensitive are consumer expenditures to retail energy prices?", *Journal of Monetary Economics*, vol. 56, 2009, pagg. 766-779. Per le evidenze più recenti sull'impatto del calo dei corsi petroliferi sulla fiducia dei consumatori negli Stati Uniti, cfr. Aladangady e Sahm, "Do lower gasoline prices boost confidence?", *FEDS Notes*, disponibile all'indirizzo <http://www.federalreserve.gov/econresdata/notes/feds-notes/2015/do-lower-gasoline-prices-boost-confidence-20150306.html>.

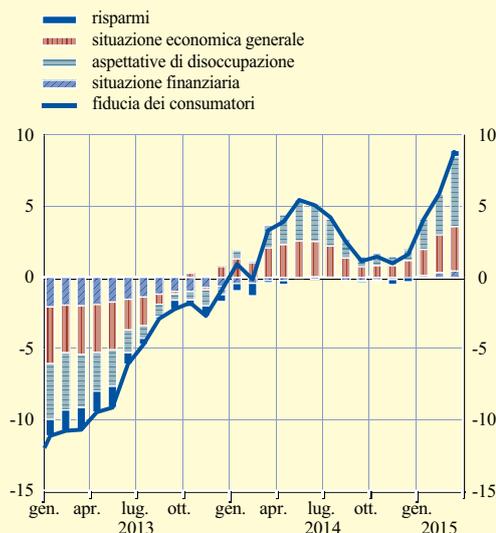
La ripresa della fiducia dei consumatori dagli inizi del 2013 è stata sostenuta soprattutto dalle valutazioni molto più positive delle famiglie sulle prospettive di disoccupazione e sulla futura situazione economica generale<sup>2)</sup>. Per contro, i giudizi in merito alla capacità futura di risparmio e alla posizione finanziaria hanno contribuito solo in misura marginale (cfr. figura C). Ciò suggerisce che l'andamento del mercato del lavoro deve essere stato un fattore determinante nel recente miglioramento della fiducia dei consumatori. Le valutazioni delle famiglie riguardo la situazione economica generale sono strettamente correlate anche alle aspettative di disoccupazione, a indicare che in ultima analisi la fiducia complessiva dei consumatori potrebbe riflettere in prevalenza l'andamento del mercato del lavoro. Tuttavia, va notato che il tasso di disoccupazione, benché in calo, rimane elevato in numerosi paesi dell'area dell'euro.

L'aumento della fiducia dei consumatori nell'area dell'euro è stato sospinto soprattutto dalla Germania, oltre che da Spagna e Italia. In questi ultimi due paesi il miglioramento del clima di fiducia dei consumatori ha coinciso con un calo del tasso di disoccupazione. Anche in Germania, le condizioni favorevoli del mercato del lavoro unitamente a un tasso di disoccupazione basso e ulteriormente in calo, ha stimolato la fiducia dei consumatori. Per contro, la fiducia dei consumatori in Francia non ha subito variazioni di rilievo negli ultimi due anni, in linea con l'andamento del mercato del lavoro. Inoltre, considerando il minor peso dei prodotti petroliferi nei consumi francesi, il calo dei corsi petroliferi ha avuto un impatto diretto relativamente inferiore sul reddito disponibile reale e ciò potrebbe spiegare in parte il miglioramento più contenuto della fiducia dei consumatori (cfr. figura D).

2) L'indice della fiducia dei consumatori viene elaborato dalle risposte mensili successive riguardo la loro situazione finanziaria, la situazione ec

Figura C Scomposizione della fiducia dei consumatori per sottocomponenti

(saldo delle risposte; scostamento dalla media storica)

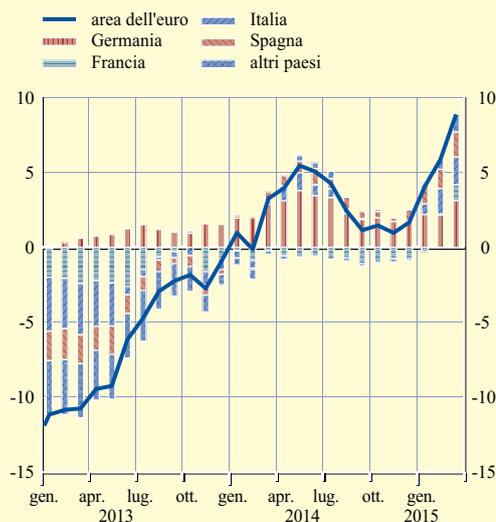


Fonti: Commissione europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: le domande relative a ciascuna sottocomponente si riferiscono alle attese delle famiglie nei 12 mesi successivi.

Figura D Scomposizione della fiducia dei consumatori per paese

(saldo delle risposte; scostamento dalla media storica)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.

**Le evidenze econometriche confermano che la crescente fiducia dei consumatori nell'area dell'euro dagli inizi del 2013 è imputabile soprattutto alla migliore dinamica del mercato del lavoro.** Allo stesso tempo i prezzi dell'energia più contenuti hanno contribuito all'aumento della fiducia dei consumatori. Nell'ultimo trimestre del 2014 la crescita più vigorosa dell'occupazione e il calo dei corsi petroliferi hanno determinato un incremento del reddito disponibile reale delle famiglie a livelli che non si osservavano da prima della crisi. Anche se alcuni miglioramenti del mercato del lavoro potrebbero essere connessi ai minori prezzi dell'energia, le evidenze econometriche suggeriscono che l'aumento della fiducia dei consumatori è riconducibile soprattutto alla situazione effettivamente più favorevole del mercato del lavoro, indipendentemente dal calo dei corsi petroliferi. L'ulteriore miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro negli ultimi mesi rappresenta quindi un segnale incoraggiante, perché dovrebbe determinare una ripresa della fiducia dei consumatori più solida e duratura rispetto a un aumento temporaneo della fiducia in risposta alla riduzione delle quotazioni petrolifere.

## RIQUADRO 4

**ANDAMENTO DELLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE A PIÙ LUNGO TERMINE  
NELL'AREA DELL'EURO**

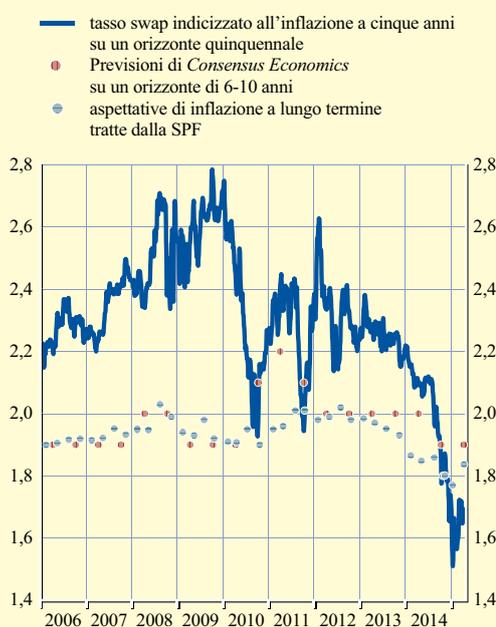
Dopo essersi collocate su livelli storicamente bassi a metà gennaio, le aspettative di inflazione a più lungo termine nell'area dell'euro hanno segnato un recupero, interrompendo l'andamento discendente osservato nei due anni precedenti. Una dinamica analoga, pur con alcune differenze, è stata osservata anche negli Stati Uniti e nel Regno Unito. In generale, le aspettative di inflazione a più lungo termine sono ritenute un indicatore della credibilità degli obiettivi di stabilità dei prezzi perseguiti dalle banche centrali e dovrebbero quindi rimanere saldamente "ancorate". A tal fine è necessario che esse non cambino in risposta alle variazioni dell'inflazione a più breve termine. In questo contesto, il presente riquadro passa in rassegna i passati andamenti delle aspettative di inflazione a più lungo termine, ponendo a confronto i relativi indicatori basati sui mercati e sulle indagini.

Tra gli inizi del 2013 e i primi mesi del 2015 sono diminuite sia le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavate dai mercati sia, sebbene in misura più contenuta, quelle desunte dalle indagini. In base alla Survey of Professional Forecasters (SPF) le aspettative di inflazione a cinque anni sono diminuite dall'1,98 per cento nel primo trimestre del 2013 all'1,77 nel primo trimestre del 2015 (cfr. figura A). Il tasso d'inflazione a un anno su un orizzonte di quattro anni derivante dalle misure basate sui mercati è sceso dal 2,0 per cento agli inizi del 2013 all'1,2 nel gennaio 2015, mentre l'inflazione a cinque anni implicita nei contratti swap sull'orizzonte a cinque anni in avanti è scesa nello stesso periodo dal 2,4 all'1,5 per cento <sup>1)</sup>.

Le differenze tra l'andamento delle misure basate sui mercati e quello delle misure ricavate dalle indagini sarebbero dovute in parte ai premi per il rischio di inflazione. Il calo delle misure basate sui mercati negli ultimi due anni sarebbe parzialmente ascrivibile non solo al deterioramento delle aspettative di base, in linea con quelle ricavate dalle indagini, ma anche a una riduzione dei premi per il rischio di inflazione. Nel

**Figura A Misure a più lungo termine delle aspettative di inflazione desunte dai mercati e dalle indagini**

(valori percentuali)



Fonti: Reuters e BCE.

Note: il tasso swap indicizzato all'inflazione è aggiornato al 14 aprile 2015.

1) Per valutare gli andamenti delle aspettative di inflazione ricavate dai mercati è essenziale considerare l'intera gamma degli indicatori basati sui mercati di tali aspettative. Gli indicatori ricavati dai tassi swap indicizzati all'inflazione sono ritenuti i più affidabili perché risentono della stagionalità e delle distorsioni di liquidità in misura minore rispetto agli indicatori desunti dalle obbligazioni. Questi ultimi, tuttavia, sono fondamentali per le verifiche incrociate dei segnali derivati dai tassi swap indicizzati all'inflazione.

2013 e 2014 i dati pubblicati sulla dinamica dell'inflazione hanno costantemente sorpreso al ribasso gli operatori di mercato; ciò avrebbe determinato una più elevata valutazione dei rischi al ribasso per l'inflazione e premi per il rischio di inflazione bassi o persino negativi.

**Le aspettative di inflazione a più lungo termine desunte dai mercati sono diminuite anche in altri paesi.** Le misure basate sui mercati delle aspettative di inflazione a più lungo termine sono diminuite anche negli Stati Uniti e nel Regno Unito, sebbene il calo nell'area dell'euro sia stato più protratto, essendo iniziato nei primi mesi del 2013 (cfr. figura B).

**In tale contesto, il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato nel gennaio 2015 un programma ampliato di acquisto di attività.** Diversi indicatori dell'inflazione

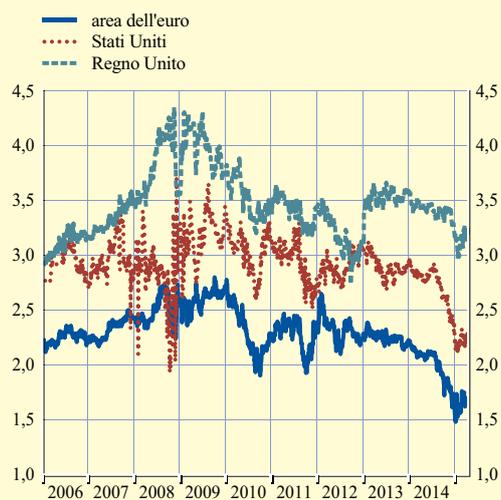
effettiva e attesa nell'area dell'euro erano scesi ai minimi storici. Pertanto, sono state adottate misure di politica monetaria per fronteggiare i rischi di un periodo eccessivamente prolungato di bassa inflazione ed eventuali effetti di secondo impatto sui salari e sulla formazione dei prezzi, che potrebbero influenzare negativamente la dinamica dei prezzi nel medio periodo.

**Dal gennaio 2015 sia le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine nell'area dell'euro basate sui mercati, sia quelle basate sulle indagini hanno recuperato rispetto ai livelli minimi raggiunti.** Dopo essere scesi all'1,5 per cento a gennaio, i tassi swap indicizzati all'inflazione a cinque anni su un orizzonte quinquennale sono saliti all'incirca all'1,7 per cento a metà aprile, mentre il tasso d'inflazione a un anno su un orizzonte di quattro anni derivante dalle misure basate sui mercati è salito nello stesso periodo dall'1,2 all'1,5 per cento. Anche la curva dell'inflazione a termine ricavata dall'indagine della Survey of Professional Forecasters (SPF) della BCE si è spostata verso l'alto nell'ultimo esercizio (2° trimestre del 2015). In particolare, la previsione puntuale media per le aspettative di inflazione a più lungo termine ha registrato un aumento di 0,07 punti percentuali all'1,84 per cento.

**La ripresa delle aspettative di inflazione a più lungo termine nell'area dell'euro segnala che sia i previsori professionali sia gli operatori di mercato sono di nuovo più fiduciosi che l'inflazione torni su un livello inferiore ma prossimo al 2 per cento nel medio termine.**

**Figura B Tassi swap indicizzati all'inflazione a cinque anni su un orizzonte quinquennale**

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters e Bloomberg.

Nota: i tassi swap per il Regno Unito sono legati all'indice dei prezzi al dettaglio (RPI).

## RIQUADRO 5

**L'ANDAMENTO DELL'AGGREGATO MONETARIO AMPIO E DEL CREDITO NEGLI STATI UNITI DURANTE L'ATTUAZIONE DEI PROGRAMMI DI ACQUISTO SU LARGA SCALA DI ATTIVITÀ FINANZIARIE DELLA FEDERAL RESERVE**

Poco dopo il fallimento di Lehman Brothers il Federal Reserve System ha intrapreso una serie di programmi di acquisti su larga scala di attività finanziarie. Questi programmi di allentamento quantitativo (comunemente noti come QE1, QE2 e QE3, dall'inglese "quantitative easing"<sup>1)</sup>) hanno rapidamente sostituito l'utilizzo delle operazioni di prestito, che avevano rappresentato la prima risposta della Federal Reserve alle turbolenze finanziarie verificatesi a partire dalla fine del 2007. L'ultimo programma di acquisti su larga scala si è concluso nell'ottobre del 2014. Questo riquadro passa in rassegna l'evoluzione di quattro variabili collegate alla moneta e all'attività di prestito negli Stati Uniti durante l'attuazione dei programmi in parola: la base monetaria, l'aggregato monetario ampio, i prestiti alle società non finanziarie e i criteri di concessione del credito applicati dalle banche. La crescita dell'aggregato monetario ampio statunitense (M2) è ritornata ai livelli pre-crisi durante l'attuazione del QE2, superando la crescita del PIL nominale. Durante l'intero periodo di allentamento quantitativo si sono osservati inoltre un prolungato allentamento dei criteri di concessione del credito bancario e una successiva ripresa dei prestiti bancari alle imprese. A titolo di confronto, vengono presentate anche le corrispondenti quattro variabili per l'area dell'euro.

La tavola A sintetizza ciascun programma di acquisto di attività finanziarie negli Stati Uniti in termini di tempi, composizione e dimensioni, nonché le variazioni nelle operazioni di prestito della Federal Reserve e nella base monetaria.

**Tavola A Tempi, composizione e dimensioni dei programmi di acquisto su larga scala di attività finanziarie intrapresi dalla Federal Reserve**

Programmi	Acquisti (in miliardi di USD), in base alle variazioni del portafoglio SOMA della Fed			Variazione delle facilitazioni di prestito della Fed <sup>1)</sup> (in miliardi di USD)	Variazione della base monetaria		
	Titoli del Tesoro	Titoli di agenzie federali e attività cartolarizzate garantite da agenzie federali	Totale		Variazione della consistenza (in miliardi di USD)	in percentuale della consistenza dell'aggregato monetario ampio all'inizio di ciascuna fase	in percentuale del PIL nominale all'inizio di ciascuna fase
4° trim. 2008 - 1° trim. 2010 (QE1)	301	1.228	1.529	-405	1.170	15	8
4° trim. 2010 - 2° trim. 2011 (QE2)	809	-209	601	-69	687	8	5
4° trim. 2012 - 4° trim. 2014 (QE3)	807	857	1.664	-1	1.340	14	8
4° trim. 2008 - 4° trim. 2014	1.975	1.766	3.741	-586	3.025	39	20

Fonti: Federal Reserve, OCSE ed elaborazioni della BCE.

Note: dati trimestrali. SOMA = System Open Market Account.

1) Compresi i prestiti agli istituti di deposito e ad altre istituzioni finanziarie, i prestiti erogati nell'ambito di altre operazioni di prestito e il sostegno fornito a specifiche istituzioni.

1) Fra settembre del 2011 e fine 2012 la Federal Reserve ha altresì intrapreso un programma di allungamento delle scadenze (maturity extension programme, MEP). Tale programma ha portato a un'estensione della scadenza media del portafoglio di titoli della Federal Reserve, il che ha prolungato l'impatto degli acquisti precedenti, senza tuttavia comportare un'ulteriore espansione del bilancio della Federal Reserve né dell'importo aggregato delle riserve detenute dalle banche statunitensi presso la banca centrale. Per le date esatte delle varie misure non convenzionali attuate dalla Federal Reserve, nonché il loro impatto sui mercati obbligazionari, cfr. Altavilla, C. e Giannone, D., "The effectiveness of non-standard monetary policy measures from survey data", *CEPR Discussion Papers*, n. 10001, 2014.

**La base monetaria negli Stati Uniti è un utile indicatore dei tempi, dell'andamento e delle dimensioni nette degli interventi di politica monetaria della Federal Reserve (cfr. figura A).** Per come sono costruiti, i programmi di acquisto di attività finanziarie effettuati dalla banca centrale, nonché le operazioni di rifinanziamento delle banche commerciali, danno luogo ad aumenti proporzionali delle riserve detenute dalle banche presso la banca centrale, e quindi della base monetaria <sup>2)</sup>. L'aumento complessivo della base monetaria durante il periodo di attuazione di ciascuno dei programmi di acquisto della Federal Reserve corrisponde difatti in larga misura alla variazione osservata nelle disponibilità SOMA, più la variazione nel ricorso alle operazioni di prestito (cfr. tavola A) <sup>3)</sup>, e fornisce informazioni sintetiche riguardo ai tempi, l'andamento e le dimensioni nette di ciascun intervento di politica monetaria della Federal Reserve.

**Non esiste una relazione biunivoca fra la base monetaria e l'aggregato monetario ampio.** Gli acquisti di titoli da parte della banca centrale influiscono sull'aggregato

monetario ampio sia mediante un effetto diretto, meccanico, sia attraverso il ribilanciamento dei portafogli dei venditori. L'impatto diretto sull'aggregato monetario ampio dipende dal settore al quale appartengono i venditori ultimi. Ad esempio, nel caso dell'area dell'euro, gli acquisti daranno luogo a un iniziale aumento uno a uno di M3 laddove i venditori appartengano al settore detentore di moneta (ad esempio se sono famiglie, società non finanziarie, intermediari finanziari diversi dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) o soggetti delle amministrazioni pubbliche diverse da quelle centrali). Se invece i venditori sono IFM o non risiedono nell'area dell'euro, l'aggregato monetario ampio non ne risente, poiché i loro depositi non sono compresi in M3. L'effetto diretto costituisce, tuttavia, soltanto un primo impatto istantaneo. Dopo la cessione, gran parte dei venditori comincerà a ribilanciare i propri portafogli. Alcune delle transazioni condotte a questo fine si tradurranno in una contrazione dell'aggregato monetario ampio (ad esempio allorché un soggetto residente diverso da un'IFM utilizza i proventi delle vendite per acquistare attività estere o investire in titoli di debito a lungo termine emessi da un'IFM residente). Altre transazioni di ribilanciamento porteranno al contrario a un aumento dell'aggregato monetario ampio

2) Ciò si deve al fatto che la banca centrale paga gli acquisti di attività finanziarie accreditando l'importo corrispondente sui conti di riserva delle controparti, le quali potrebbero configurarsi come venditori ultimi oppure agenti di regolamento per conto di un diverso venditore ultimo. La base monetaria è definita come somma delle riserve delle banche presso la banca centrale e del circolante. Per semplicità, in questo riquadro i termini "banca" o "banca commerciale" vengono genericamente impiegati per riferirsi agli istituti di deposito nel caso degli Stati Uniti e agli istituti di credito nel caso dell'area dell'euro.

3) Il System Open Market Account (SOMA), gestito dalla Federal Reserve Bank di New York, contiene attività denominate in dollari acquisite tramite operazioni di mercato aperto. Il saldo aggregato delle varie operazioni di prestito a residenti statunitensi ha toccato un massimo di USD 1.050 miliardi a fine dicembre 2008.

**Figura A Base monetaria**

(in migliaia di miliardi delle rispettive valute; dati trimestrali)



Fonti: BCE e Federal Reserve.

Note: Le ultime osservazioni sono relative a dicembre 2014. Le linee verticali denotano l'inizio del trimestre in cui ha preso avvio il programma di allentamento quantitativo indicato. Per gli Stati Uniti, la base monetaria è costituita dal circolante e dai depositi detenuti dalle banche e da altri istituti di deposito sui rispettivi conti presso la Federal Reserve. Per l'area dell'euro, la base monetaria è costituita dalle banconote in circolazione e dai saldi relativi ai conti correnti delle IFM e alle operazioni di deposito presso la banca centrale.

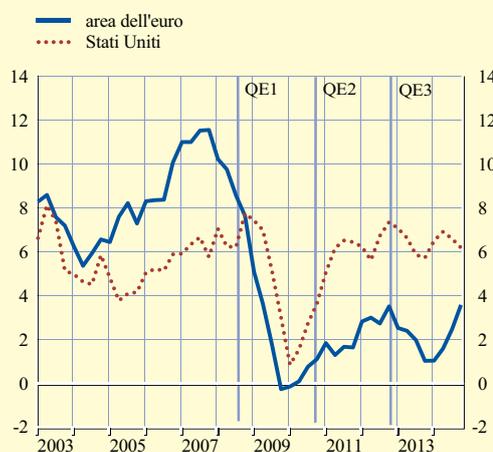
(ad esempio allorché un soggetto non residente acquista azioni od obbligazioni emesse da una società non finanziaria residente). In aggiunta, e più in generale, il saldo complessivo dell'aggregato monetario ampio nell'economia è determinato da molte altre interazioni concomitanti. Fra queste, l'attività economica e il credito bancario, essendo le principali fonti di creazione endogena di moneta, hanno un ruolo fondamentale.

**La crescita dell'aggregato monetario ampio (M2) statunitense è ritornata ai livelli pre-crisi soltanto durante l'attuazione del QE2 nel 2011.** Sulla base delle considerazioni del paragrafo precedente, un incremento della base monetaria non dà necessariamente luogo a un aumento dell'aggregato monetario ampio. Di fatti, durante il QE1 nel 2008-2010 si è osservato un netto calo della crescita di tale aggregato, nonostante l'espansione della base monetaria. In primo luogo, tale situazione si è verificata in un contesto di profonda recessione che ha portato a una drastica contrazione del credito bancario (cfr. figura E). In secondo luogo, gli acquisti nell'ambito del QE1 consistevano in gran parte di cartolarizzazioni di prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (mortgage-backed securities, MBS). Gran parte di questi titoli erano detenuti da banche<sup>4)</sup>, il che ha ridotto l'impatto diretto degli acquisti sull'aggregato monetario ampio. La crescita di tale aggregato ha tuttavia ripreso slancio durante l'attuazione del QE2 nel 2011, rimanendo elevata durante tutto il periodo del QE3 nel 2012-2014 (cfr. figura B). Per quanto riguarda il periodo a partire dal settembre 2012, la crescita sui dodici mesi dell'aggregato M2 statunitense si è collocata su tassi annuali fra il 6 e il 7 per cento. A titolo di confronto, dal tracollo di Lehman Brothers il tasso di variazione sui dodici mesi di M3 nell'area dell'euro si è mantenuto significativamente al di sotto del livello pre-crisi, sebbene abbia segnato una ripresa considerevole negli ultimi trimestri.

**La crescita dell'aggregato monetario ampio statunitense ha superato quella del PIL nominale per gran parte del periodo di QE.** Si potrebbe sostenere che l'incremento registrato da tale aggregato e dai prestiti rifletta una risposta normale, endogena, alla ripresa dell'attività economica<sup>5)</sup>. In effetti, diversamente dall'area dell'euro, negli Stati Uniti il PIL in termini reali è an-

Figura B Aggregato monetario ampio

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: BCE, Federal Reserve ed elaborazioni della BCE.  
 Note: le ultime osservazioni sono relative a dicembre 2014. Le linee verticali denotano l'inizio del trimestre in cui ha preso avvio il programma di allentamento quantitativo indicato. L'aggregato monetario ampio corrisponde a M2 per gli Stati Uniti e a M3 per l'area dell'euro. L'M2 statunitense è stato corretto in funzione delle discontinuità significative nelle serie statistiche documentate nei comunicati stampa della Federal Reserve fra il 2008 e il 2012, nonché dell'impatto stimato di una variazione nella politica della Federal Deposit Insurance Corporation intervenuta nel 2011.

4) Questa è anche l'interpretazione data da Ennis, H.M. e Wolman, A.L., "Large excess reserves in the U.S.: a view from the cross-section of banks", Working Paper 12-05, Federal Reserve Bank di Richmond, 2012.

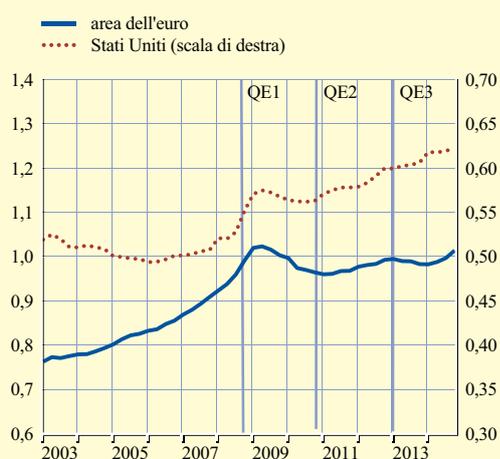
5) Le stime dell'impatto massimo di un programma di acquisto di attività finanziarie di USD 1.000 miliardi sul PIL reale varia dallo 0,2 all'1,5 per cento. Cfr. ad esempio Baumeister, C. e Benati, L., "Unconventional Monetary Policy and the Great Recession: Estimating the Macroeconomic Effects of a Spread Compression at the Zero Lower Bound", *International Journal of Central Banking*, vol. 9(2), pagg. 165-212, giugno 2013; e Chen, H., Cúrdia, V. e Ferrero, A., "The Macroeconomic Effects of Large-Scale Asset Purchase Programs", *The Economic Journal*, vol. 122, numero 564, 2012.

dato costantemente crescendo dopo la recessione del 2009. Di conseguenza, è opportuno considerare l'evoluzione del rapporto fra aggregato monetario ampio e PIL nominale. Tale rapporto evidenzia che, contrariamente al periodo 2003-2007, la crescita dell'aggregato monetario ampio statunitense è stata sistematicamente maggiore di quella del PIL nominale per gran parte del periodo di allentamento quantitativo, e in particolare dopo l'attuazione del QE2 (cfr. figura C).

**Per quanto riguarda l'impatto sull'attività di prestito all'economia, le banche statunitensi hanno cominciato ad allentare i criteri di fido applicati alle società non finanziarie a partire dalla metà del QE1, possibilmente riflettendo gli acquisti di MBS da parte della Federal Reserve.** Analogamente agli intermediari dell'area dell'euro, le banche statunitensi avevano inasprito i criteri di erogazione dei prestiti alle società non finanziarie all'indomani delle tensioni finanziarie del 2007, e in misura particolarmente marcata all'epoca del fallimento di Lehman Brothers. Verso la fine del 2009, tuttavia, l'irrigidimento dei criteri di concessione dei finanziamenti non solo era venuto meno negli Stati Uniti, ma aveva anche lasciato spazio a un moderato allentamento. Le banche statunitensi hanno continuato ad allentare i criteri di erogazione dei prestiti alle società finanziarie anche in seguito, con la sola eccezione del quarto trimestre 2011 (cfr. figura D). È possibile che tale andamento sia stato favorito dal peso considerevole degli MBS all'interno degli acquisti effettuati dalla Federal Reserve (pari a circa l'80 per cento nel QE1 e al 50 per cento nel QE3), che avrebbe agevolato il risanamento dei bilanci bancari. Nell'area dell'euro, invece, le banche hanno continuato a inasprire i criteri di concessione dei prestiti fino alla fine del 2013, sebbene in misura minore che nel periodo 2007-2009.

**Figura C Aggregato monetario ampio in relazione al PIL**

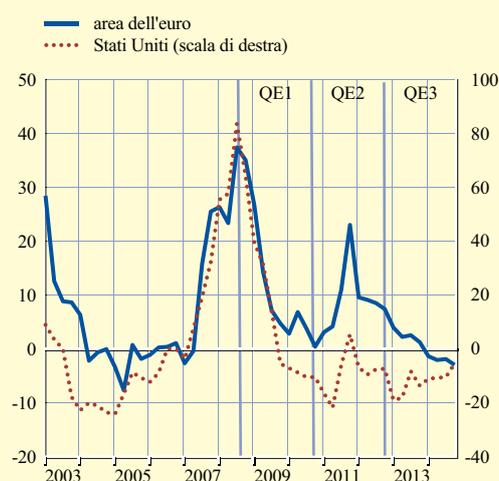
(rapporto; dati trimestrali)



Fonti: BCE, Federal Reserve, OCSE ed elaborazioni della BCE. Note: le ultime osservazioni sono relative a dicembre 2014. Le linee verticali denotano l'inizio del trimestre in cui ha preso avvio il programma di allentamento quantitativo indicato. Cfr. la figura B per maggiori precisazioni riguardo all'aggregato monetario ampio.

**Figura D Criteri di concessione dei prestiti a favore delle imprese di dimensioni medio-grandi**

(percentuali nette di banche che segnalano un irrigidimento dei criteri di concessione del credito; dati trimestrali)



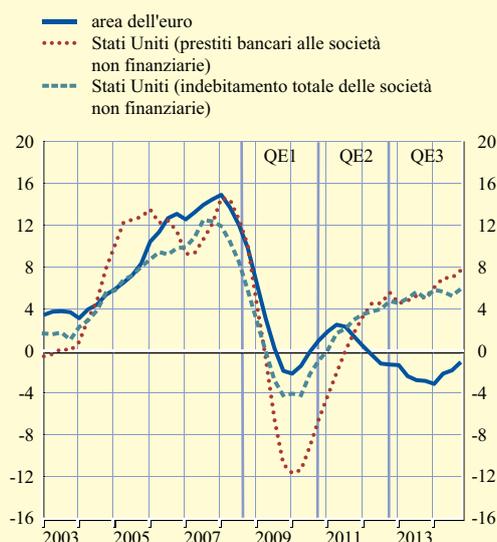
Fonti: BCE (indagine sul credito bancario nell'area dell'euro) e Federal Reserve (Senior Loan Officer Survey on Bank Lending Practices: Measures of Supply and Demand for Commercial and Industrial Loans). Note: le ultime osservazioni sono relative a dicembre 2014. Le linee verticali denotano l'inizio del trimestre in cui ha preso avvio il programma di allentamento quantitativo indicato.

**Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti bancari alle società non finanziarie negli Stati Uniti è tornato in territorio positivo verso la fine del 2011, successivamente all'allentamento dei criteri di fido.** I prestiti bancari alle imprese statunitensi, che erano andati crescendo a ritmi analoghi a quelli osservati nell'area dell'euro prima della crisi, erano drasticamente diminuiti durante e dopo la recessione del 2009. Dopo aver toccato un minimo, tuttavia, il loro tasso di variazione sui dodici mesi ha recuperato progressivamente terreno, divenendo positivo nella seconda metà del 2011 e collocandosi al 7,7 per cento nel dicembre del 2014. Un profilo analogo, ma meno pronunciato, è stato segnato dall'indebitamento totale delle società non finanziarie statunitensi (cfr. figura E). L'evoluzione positiva dei prestiti statunitensi alle società non finanziarie ricalca, con uno sfasamento temporale, l'allentamento dei criteri di affidamento applicati dalle banche. Per quanto riguarda l'area dell'euro, l'evoluzione dei prestiti alle società non finanziarie ha segnato un'inversione di tendenza agli inizi del 2014, e il tasso di crescita sui dodici mesi si sta avvicinando allo zero, parallelamente all'allentamento dei criteri di concessione dei prestiti segnalato dalle banche dell'area dell'euro.

**A partire dalla fine del 2013 la crescita dei prestiti statunitensi alle società non finanziarie ha superato quella del PIL nominale.** Di tutte le variabili qui considerate, l'attività di prestito alle società non finanziarie negli Stati Uniti (sia essa misurata dai prestiti bancari o dall'indebitamento totale) è quella che ha segnato una ripresa, e in particolare un ritorno a tassi di crescita positivi, con il maggior ritardo dall'inizio del QE. Questo ritardo riflette probabilmente non soltanto gli andamenti congiunturali tipici, ma anche l'evoluzione della crisi bancaria. I flussi di prestiti hanno preso slancio successivamente al QE2; è

**Figura E Prestiti alle società non finanziarie**

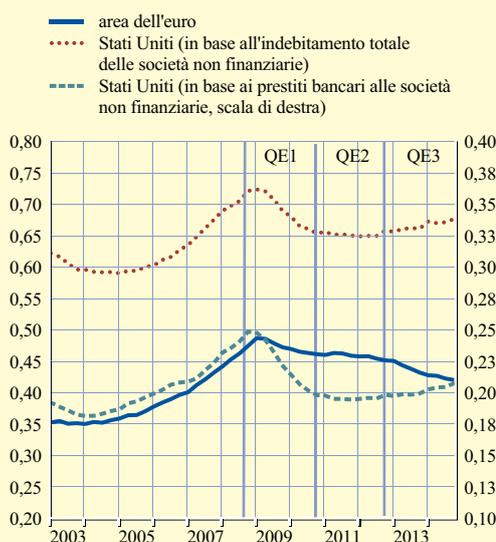
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: BCE (prestiti delle IFM corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni) e Federal Reserve (conti finanziari statunitensi). Note: le ultime osservazioni sono relative a dicembre 2014. Le linee verticali denotano l'inizio del trimestre in cui ha preso avvio il programma di allentamento quantitativo indicato.

**Figura F Prestiti alle società non finanziarie in relazione al PIL**

(rapporto; dati trimestrali)



Fonti: BCE (prestiti delle IFM corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni) e Federal Reserve (conti finanziari statunitensi), OCSE ed elaborazioni della BCE. Note: le ultime osservazioni sono relative a dicembre 2014. Le linee verticali denotano l'inizio del trimestre in cui ha preso avvio il programma di allentamento quantitativo indicato.

probabile che ciò rispecchi non soltanto la ripresa della domanda e il miglioramento dei bilanci bancari, ma anche i minori costi della provvista bancaria dovuti agli acquisti di attività finanziarie da parte della Federal Reserve. I prestiti delle banche statunitensi alle società non finanziarie sono cresciuti a ritmi vigorosi dal 2012, finendo per superare - come nel caso dell'aggregato monetario ampio - la crescita del PIL nominale (cfr. figura F). Nell'area dell'euro i prestiti delle IFM alle società non finanziarie hanno iniziato a recuperare terreno negli ultimi trimestri, ma il loro tasso di variazione è risultato costantemente inferiore a quello di crescita del PIL nominale dal 2009.



## LA DEBOLEZZA DEL COMMERCIO MONDIALE: POSSIBILI SPIEGAZIONI

*La crescita annua delle importazioni mondiali si colloca da tre anni al di sotto della sua media di lungo termine nel periodo antecedente la crisi. Questa fase di debolezza, la seconda per durata in oltre quarant'anni, è altresì caratterizzata da tassi di espansione del commercio internazionale bassi non solo in termini assoluti ma anche in rapporto all'attività economica. Se nei 25 anni antecedenti il 2007 l'interscambio è aumentato a ritmi quasi doppi rispetto al PIL mondiale, dalla seconda metà del 2011 il suo tasso di incremento si è mantenuto mediamente inferiore a quello del prodotto.*

*La debolezza del commercio è dovuta a fattori sia ciclici sia strutturali. Gli andamenti e la composizione della domanda costituiscono determinanti di rilievo dell'interscambio mondiale. Le evidenze desunte dai modelli mostrano che la decelerazione del PIL globale può spiegare una larga parte del rallentamento degli scambi su scala internazionale. Anche i fattori strutturali sembrano svolgere un ruolo, in un contesto in cui la possibile moderazione del ritmo di crescita delle catene produttive mondiali esercita verosimilmente un effetto di freno persistente.*

*In prospettiva, gli andamenti ciclici sfavorevoli che influiscono sul commercio dovrebbero venire in parte meno. Si prevede che l'attività economica internazionale continui a seguire un profilo di ripresa graduale e che questo, a sua volta, sostenga la crescita dell'interscambio. Al tempo stesso, l'impatto dei fattori strutturali potrebbe perdurare nel più lungo periodo. Il rapporto fra la crescita dell'interscambio mondiale e quella del PIL globale dovrebbe quindi tornare a salire, ma è probabile che rimanga al di sotto della sua media di lungo termine nel periodo antecedente la crisi.*

### INTRODUZIONE

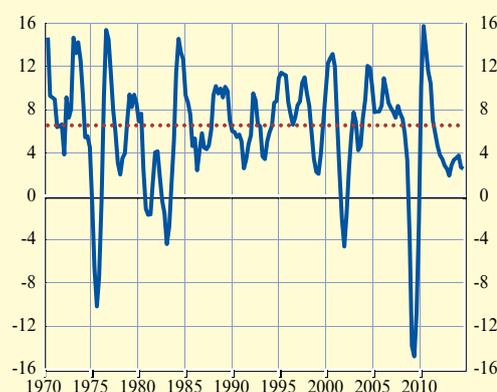
**Negli ultimi tre anni la crescita del commercio mondiale è stata eccezionalmente debole.**

Il tasso di incremento annuo delle importazioni mondiali è in particolare rimasto al di sotto della sua media di lungo periodo per tredici trimestri consecutivi e vi sono scarsi segnali di una riduzione di questo divario a breve termine. Se fasi così lunghe di crescita inferiore alla media non sono del tutto senza precedenti, l'episodio attuale è il secondo per durata in oltre 40 anni (cfr. figura 1). Ciò induce a interrogarsi sulla misura in cui l'espansione dell'interscambio globale sia temporaneamente moderata da fattori ciclici e su quanto l'attuale debolezza sia almeno in parte dovuta a variazioni strutturali potenzialmente di più lungo periodo.

**Questo articolo analizza gli andamenti del commercio mondiale nel periodo successivo allo scoppio della crisi ed esamina i principali fattori alla base della debolezza osservata.** L'interscambio globale aveva registrato una contrazione pronunciata sul periodo corrispondente durante la Grande

**Figura 1 Crescita delle importazioni mondiali**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: OCSE, dati nazionali ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: importazioni di beni e servizi. La linea tratteggiata mostra la media pre-crisi nel periodo 1970-2007. L'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2014.

**Tavola 1 Rapporti fra la crescita dell'interscambio commerciale e la crescita del prodotto a livello mondiale**

Periodo	Rapporto <sup>1)</sup>	Variabile relativa all'interscambio commerciale	Variabile relativa al prodotto
1981 1° trim. - 2007 4° trim.	1,9	Importazioni di beni e servizi	PIL <sup>2)</sup>
2011 3° trim. - 2014 3° trim.	0,9		
1981 1° trim. - 2007 4° trim.	2,1	Importazioni di beni e servizi	PIL <sup>3)</sup>
2011 3° trim. - 2014 3° trim.	1,1		
1951-2007	1,6	Esportazioni di merci	Produzione di merci
1981-2007	1,9		
2011-2013	1,4		
1951-2007	1,6	Esportazioni di manufatti	Produzione manifatturiera
1981-2007	2,1		
2011-2013	1,5		

Fonti: Organizzazione mondiale del commercio, dati nazionali, Haver, FMI ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note:

1) Importazioni e PIL, dati trimestrali; esportazioni e produzione, dati annuali.

2) A parità di potere di acquisto.

3) A tassi di cambio di mercato.

Recessione, in particolare nel 2009, ma era poi tornato a crescere a livelli superiori alla media di lungo periodo nel 2010. Il periodo di debolezza protratta è iniziato solo nel terzo trimestre del 2011 con il calo sensibile del tasso di incremento delle importazioni mondiali, che è sceso al di sotto della media di lungo periodo e si mantiene da allora su livelli bassi. Questo articolo si concentra quindi sul periodo a partire dal terzo trimestre del 2011.

**La crescita del commercio mondiale è debole non solo in termini assoluti, ma anche nel confronto con quella dell'attività economica.** Dagli anni ottanta, le importazioni globali sono aumentate a ritmi quasi doppi rispetto al PIL mondiale. A partire dal terzo trimestre del 2011, tuttavia, il rapporto tra la crescita delle importazioni e quella del PIL su scala internazionale (noto anche come elasticità del commercio al reddito)<sup>1)</sup> è sceso attorno a uno. Questo calo significativo osservato dopo il 2011 non cambia variando i metodi di aggregazione e le classificazioni settoriali (cfr. tavola 1)<sup>2)</sup>. La debolezza dell'interscambio va ricondotta principalmente alla minore crescita della componente dei beni, poiché quella dei servizi si è mantenuta sostanzialmente stabile (cfr. figura 2). La diminuzione dell'elasticità appare più contenuta se si considerano i livelli antece-

**Figura 2 Importazioni mondiali di beni e servizi**

(miliardi di dollari correnti; dati annuali)



Fonte: Banca mondiale.

Nota: l'ultima osservazione è relativa al 2013.

1) Cfr. ad esempio l'articolo "The dynamic effects of trade liberalization: an empirical analysis", *US International Trade Commission Publication*, n. 3069, Washington, D.C., ottobre 2007.

2) La quantificazione dell'elasticità basata sul periodo 2011-2014 è solo indicativa, poiché il campione è piuttosto limitato.

denti la crisi risalendo fino al 1951 e questo vuol dire che l'elasticità del commercio potrebbe non essere invariata nel tempo<sup>3)</sup>.

**L'articolo esamina il commercio mondiale per appurare le cause della sua debolezza e del calo della sua elasticità al reddito.** La prima sezione studia le origini geografiche di tale debolezza e analizza l'impatto delle dinamiche commerciali intraeuropee sugli aggregati globali. La seconda presenta evidenze empiriche sul ruolo esplicativo svolto dai fattori ciclici. La terza considera la possibile influenza dei fattori strutturali e la quarta conclude con le prospettive per il commercio mondiale.

## I LA PROSPETTIVA REGIONALE

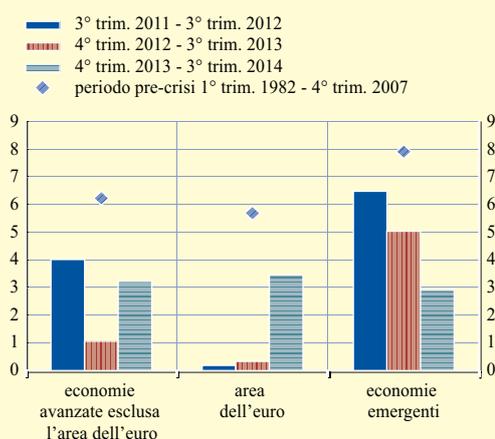
**La recente decelerazione del commercio mondiale è generalizzata.** Nel 2011 si è esaurita la fase di recupero successiva alla crisi e il tasso di incremento annuo delle importazioni mondiali è sceso al di sotto della media antecedente la crisi. Fra il 2011 e il 2014 il ritmo di espansione dell'interscambio globale si è quasi dimezzato rispetto ai livelli pre-crisi, anche se tale andamento complessivo cela dinamiche significativamente diverse nei vari paesi. Gli scambi sono cresciuti meno nelle economie avanzate che in quelle emergenti fra il 2011 e il 2013, mentre nel periodo successivo hanno evidenziato una perdita di slancio nei mercati emergenti e una parziale ripresa nei paesi avanzati (cfr. figura 3).

**Nelle economie avanzate la debolezza del commercio è stata in larga parte determinata dalla situazione nell'area dell'euro,** dove la crescita annua delle importazioni è diminuita sostanzialmente nell'ultimo trimestre del 2011 ed è rimasta eccezionalmente bassa fino al 2013. La dinamica dell'interscambio ha evidenziato una maggiore tenuta nelle altre economie appartenenti a questo gruppo, grazie alla solida espansione economica negli Stati Uniti e all'aumento delle importazioni in Giappone a seguito della calamità naturale agli inizi del 2011. Nell'insieme delle economie avanzate gli scambi commerciali hanno attraversato una fase di debolezza alla fine del 2012, per poi recuperare nell'ultima parte del 2013 grazie alla maggiore crescita economica sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti.

**Nei mercati emergenti la decelerazione del commercio è stata dominata dagli andamenti in Cina.** In Cina la crescita annua media delle importazioni si è più che dimezzata, a circa il 7 per cento sul periodo corrispondente, fra il terzo trimestre del 2011 e lo

**Figura 3 Crescita delle importazioni nelle varie regioni**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



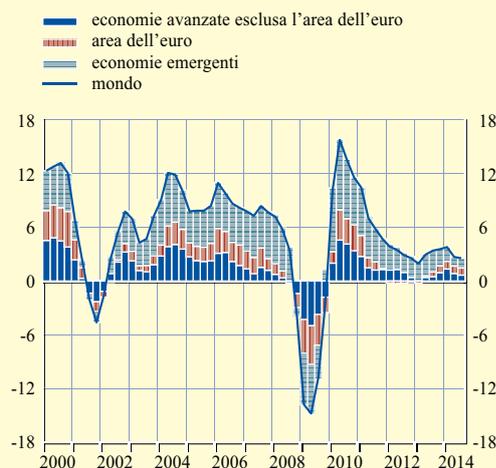
Fonti: dati nazionali, Haver, FMI, OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: importazioni di beni e servizi. La crescita delle importazioni per le economie emergenti prima del 1995 è approssimata dalla crescita delle importazioni mondiali esclusi i paesi dell'OCSE.

3) Cfr. il riquadro *Comprendere l'evoluzione dell'elasticità del commercio mondiale: cosa è cambiato?* nel numero di luglio 2014 di questo Bollettino.

**Figura 4 Contributo alla crescita delle importazioni mondiali**

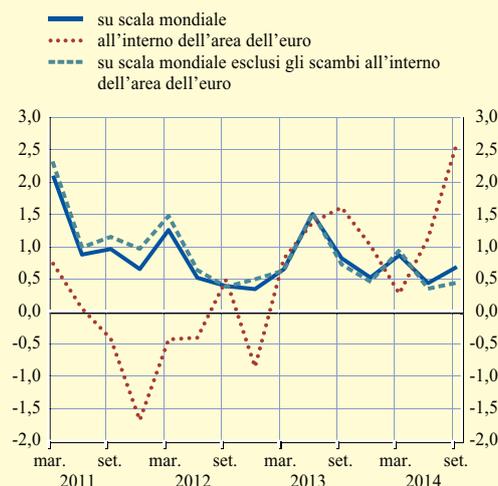
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; punti percentuali; dati trimestrali)



Fonti: dati nazionali, Haver, FMI ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Note: importazioni di beni e servizi. L'ultima osservazione è relativa al terzo trimestre del 2014.

**Figura 5 Crescita delle importazioni**

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; dati trimestrali)



Fonti: dati nazionali, Haver, Eurostat, FMI ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Note: importazioni di beni e servizi. L'ultima osservazione è relativa al terzo trimestre del 2014.

stesso periodo del 2014 rispetto alla media pre-crisi. Più di recente, una serie di shock idiosincratici in diversi mercati emergenti ha determinato un'ulteriore perdita di slancio dell'interscambio: in Argentina il ritmo di espansione dell'economia era molto fiacco dalla fine del 2013, ma è ulteriormente diminuito quando il paese si è reso inadempiente sul proprio debito a luglio 2014; il Brasile è entrato in recessione nel 2014 come conseguenza della debole domanda interna; la Russia, infine, è stata oggetto di sanzioni internazionali derivanti dal conflitto con l'Ucraina e ha anche risentito del recente calo dei corsi petroliferi (cfr. figura 4).

**La fase di debolezza nell'area dell'euro si è gradualmente esaurita.** La debolezza alla fine del 2011 e nel 2012 è in parte dovuta alla dinamica fiacca della domanda interna e, in particolare, degli investimenti. Il ritmo di espansione del commercio interno all'area dell'euro è diminuito sensibilmente in questo periodo e il tasso calcolato sul trimestre precedente è stato negativo fra il terzo trimestre del 2011 e lo stesso periodo del 2012 (cfr. figura 5). Dalla seconda metà del 2013 è tuttavia cresciuto a tassi mediamente superiori a quelli dell'aggregato mondiale.

**Tavola 2 Rapporto tra la crescita dell'interscambio commerciale e la crescita del PIL su scala mondiale**

(dati trimestrali; PIL a tassi di cambio di mercato)

	Commercio mondiale	Commercio mondiale escluso l'interscambio interno all'area dell'euro	Commercio mondiale escluso l'interscambio interno all'Unione europea
2° trim. 1995 - 4° trim. 2007	2,2	2,3	2,3
3° trim. 2011 - 3° trim. 2014	1,1	1,2	1,2

Fonti: dati nazionali, Haver, Eurostat, FMI ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Note: per interscambio commerciale si intende la media delle importazioni ed esportazioni di beni e servizi. L'interscambio interno all'area dell'euro è calcolato utilizzando la quota del commercio di beni tra i paesi dell'area sul commercio totale di beni dell'area. Le quote sono calcolate come rapporto tra il tasso di crescita medio delle importazioni e il tasso di crescita medio del PIL nel periodo considerato.

**La debole dinamica dell'interscambio tra i paesi dell'area dell'euro ha esercitato un impatto negativo, seppure piuttosto limitato, sulla crescita del commercio mondiale.**

Di fatto, dal terzo trimestre del 2011 l'elasticità del commercio mondiale escluso l'interscambio interno all'area dell'euro è superiore di appena 0,1 punti percentuali a quella mondiale totale (cfr. la tavola 2 e la figura 6). Ciò indica che il rallentamento degli scambi commerciali tra i paesi dell'area spiega solo una minima parte della riduzione dell'elasticità del commercio mondiale<sup>4)</sup>. Si ottengono risultati simili considerando l'intera Unione europea invece che la sola area dell'euro.

## 2 IN CHE MISURA LA RECENTE DECELERAZIONE DELL'INTERSCAMBIO È CONNESSA AL CALO DELL'ATTIVITÀ MONDIALE?

**L'analisi descrittiva delle statistiche recenti mostra che la decelerazione dell'interscambio è riconducibile in misura significativa alla debole attività economica.**

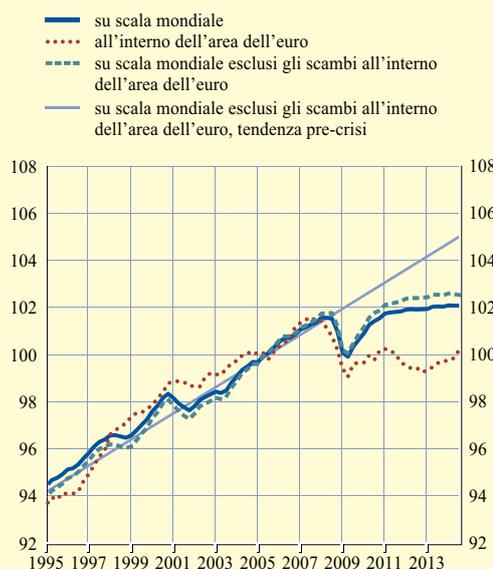
Il rallentamento delle importazioni mondiali nel periodo successivo allo scoppio della crisi

ha coinciso con un calo graduale del ritmo di espansione del PIL globale in termini reali (cfr. figura 7). La crescita dell'interscambio rimane tuttavia molto modesta rispetto ai parametri storici nel confronto con quella dell'attività internazionale, a indicare che le cause della sua recente diminuzione potrebbero trascendere gli andamenti ciclici. Viene condotta un'analisi econometrica più formale per quantificare con maggiore precisione la misura in cui la debolezza degli scambi è coerente con gli andamenti ciclici<sup>5)</sup>.

**Un'analisi basata su un modello autoregressivo vettoriale bivariato di tipo bayesiano (BVAR) conferma che il recente calo della crescita del commercio è associato principalmente, ma non in via esclusiva, alla flessione dell'attività economica.** Il modello utilizza come variabili il PIL globale e le importazioni mondiali<sup>6)</sup>. Esso viene stimato per il periodo campionario antecedente la crisi (compreso fra il primo trimestre del 1981 e il quarto del 2007) al fine di astrarre dalle possibili variazioni strutturali dell'elasticità del commercio

**Figura 6 Quota delle importazioni di beni e servizi sul PIL mondiale in termini reali**

(in logaritmi; dati trimestrali; PIL a tassi di cambio di mercato)

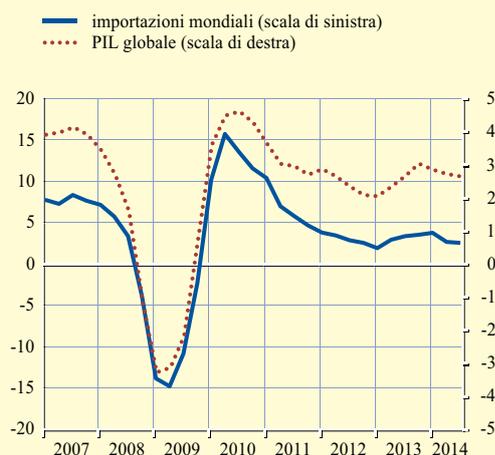


Fonti: OCSE, Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Note: l'interscambio all'interno dell'area dell'euro è calcolato utilizzando le quote del commercio di beni all'interno dell'area dell'euro sull'interscambio di beni totale dell'area dell'euro. L'ultima osservazione è relativa al terzo trimestre del 2014. Tutti i rapporti sono espressi in percentuale del PIL mondiale.

- I risultati rimangono validi anche se il commercio viene definito come media delle esportazioni e delle importazioni, invece che in termini di sole importazioni, e se si utilizza il PIL aggregato a parità di potere di acquisto.
- Per una stima quantitativa dei fattori ciclici nella recente fase di rallentamento del commercio, cfr. Constantinescu, C., Mattoo, A. e Ruta, M., "The Global Trade Slowdown: Cyclical or Structural?", *IMF Working Papers*, n. 15/6, FMI, gennaio 2015.
- Il modello BVAR bivariato utilizzato in questo articolo include statistiche trimestrali sul PIL e le importazioni su scala internazionale. Esso viene stimato in livelli (logaritmici) con cinque ritardi per rilevare le potenziali relazioni di lungo periodo e le dinamiche complesse fra le due variabili. Il metodo di stima e la metodologia usata per la definizione del peso relativo dei dati e delle prior sono descritti in Giannone, D., Lenza, M. e Primiceri, G. E., "Prior selection for vector autoregressions", *Review of Economics and Statistics*, di prossima pubblicazione.

**Figura 7 Crescita delle importazioni e del PIL mondiale**

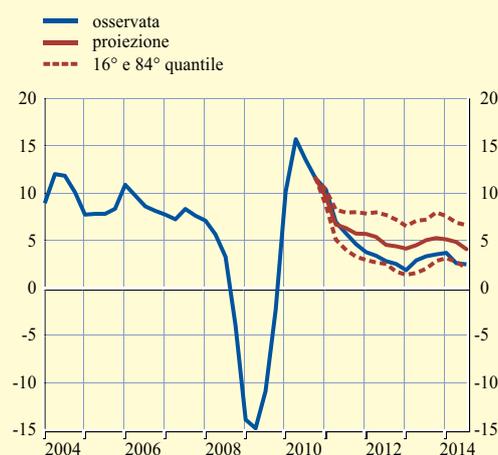
(tassi di crescita sul periodo corrispondente; dati trimestrali; PIL a tassi di cambio di mercato)



Fonti: dati nazionali ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
 Nota: l'ultima osservazione è relativa al terzo trimestre del 2014.

**Figura 8 Crescita prevista e osservata delle importazioni mondiali**

(tassi di crescita sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: dati nazionali ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
 Nota: la linea rossa tratteggiata si riferisce al 16° e 84° quantile della distribuzione di un BVAR delle previsioni condizionate delle importazioni mondiali.

intervenute dopo lo scoppio della crisi <sup>7)</sup> ed è poi utilizzato per produrre proiezioni delle importazioni mondiali (la linea continua rossa nella figura 8) basate sul profilo osservato del PIL globale <sup>8)</sup>. Questo andamento controfattuale del commercio mondiale è posto a confronto con quello osservato (linea continua blu) nel periodo compreso fra il primo trimestre del 2011 e il terzo del 2014. Se i profili delle previsioni condizionate basate sulle regolarità antecedenti la crisi sono superiori all'andamento osservato, si può ritenere che le modifiche nelle relazioni economiche tra il commercio e il PIL mondiale e in particolare le variazioni dell'elasticità del commercio al PIL mondiale contribuiscono a spiegare la debolezza osservata dell'interscambio.

La figura 8 mostra che le proiezioni delle importazioni mondiali basate sul profilo osservato del PIL globale si aggirano attorno al 5 per cento e che il profilo osservato delle importazioni è permanentemente inferiore alle proiezioni. Ciò sta a indicare che le variazioni dell'elasticità del commercio al prodotto possono di fatto spiegare in parte la debolezza dell'interscambio mondiale osservata nel periodo recente. Tuttavia, dette proiezioni includono un elemento di incertezza (previsiva e di stima). Per fornire un'indicazione statistica più completa della misura in cui il profilo del commercio osservato è effettivamente insolito, la figura mostra anche il 16° e l'84° quantile nella distribuzione delle previsioni condizionate (le linee rosse

7) Cfr. Stock, J. e Watson, M., "Disentangling the channels of the 2007-2009 recession", *Brooking Papers on Economic Activity*, 2012, pagg. 81-135; Giannone, D., Lenza, M. e Reichlin, L., "Money, credit, monetary policy and the business cycle in the euro area", *Discussion Papers*, n. 8944, Centre for Economic Policy Research, 2012; Aastveit, K., Carriero, A., Clark, T. e Marcellino, M., "Have standard VARs remained stable since the crisis?", *Federal Reserve Bank of Cleveland Working Papers*, n. 1411, settembre 2014 per applicazioni di questo metodo all'esame della stabilità delle relazioni economiche negli Stati Uniti e nell'area dell'euro nel periodo successivo allo scoppio della crisi.  
 8) Le previsioni condizionate sono calcolate utilizzando la metodologia basata su un filtro di Kalman descritta in Banbura, M., Giannone, D. e Lenza, M., "Conditional forecasts and scenario analysis with vector autoregressions for large cross-sections", *International Journal of Forecasting*, di prossima pubblicazione.

tratteggiate) <sup>9)</sup>. Una volta tenuto conto dell'incertezza connessa alle proiezioni, risulta che l'andamento stagnante dell'attività economica contribuisce a spiegare in qualche misura la debole crescita dell'interscambio globale.

**Tuttavia, il profilo osservato del commercio mondiale rimane costantemente nella parte inferiore della distribuzione delle previsioni e questo indica che la debolezza degli scambi commerciali non è dovuta unicamente all'evoluzione dell'attività reale.** Le evidenze descritte nel riquadro 1 mostrano di fatto che le stime BVAR implicano un calo dell'elasticità dell'interscambio mondiale al PIL globale dopo lo scoppio della crisi in quanto il valore dell'elasticità, pari a 1,6 nel periodo campionario compreso fra il primo trimestre del 1981 e il quarto del 2007, scende a 1,3 se il periodo viene esteso fino al terzo trimestre del 2014 <sup>10)</sup>. La prossima sezione analizza le possibili cause delle variazioni dell'elasticità del commercio.

9) La prassi di riferire il 16° e 84° quantile della distribuzione è consolidata nell'econometria bayesiana. Si noti che, per variabili con distribuzione normale, il 16° e 84° quantile si discostano di una deviazione standard dalla media e ciò vuol dire che questo intervallo è altresì utile in quanto fornisce una misura approssimativa della deviazione standard.

10) I risultati mostrati si basano sul PIL mondiale aggregato a parità di potere di acquisto. Essi mostrano un calo dell'elasticità del commercio mondiale nel periodo successivo allo scoppio della crisi, che non varia se si utilizza il PIL a tassi di cambio di mercato.

## RIQUADRO 1

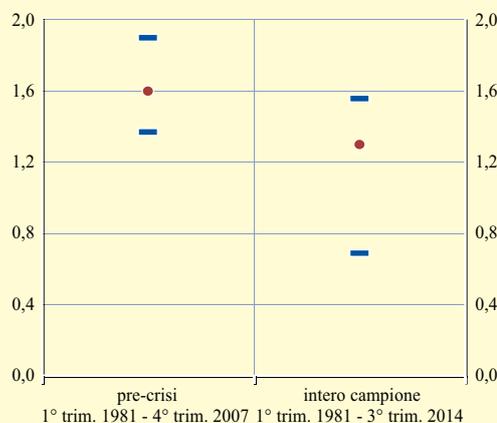
### LA STIMA DELL'ELASTICITÀ DEL COMMERCIO AL PIL SU SCALA INTERNAZIONALE BASATA SU UN MODELLO BVAR

**Questo riquadro descrive una metodologia basata su un modello BVAR per stimare la misura in cui l'interscambio mondiale e il prodotto globale sono collegati nel lungo periodo, vale a dire l'elasticità del commercio al PIL su scala internazionale.** Il modello BVAR viene stimato in logaritmi e le stime sono coerenti con l'esistenza di una relazione potenziale di lungo periodo tra l'interscambio mondiale e il prodotto globale.

**La relazione potenziale tra il commercio mondiale e il PIL globale nel lungo periodo può essere misurata empiricamente considerando il rapporto tra le previsioni a lungo termine delle due variabili.** Si considera che, se il PIL e il commercio su scala internazionale seguono gli stessi andamenti anche nel futuro più lontano, quando sono venuti meno gli effetti degli shock transitori, il rapporto tra le rispettive previsioni riflette presumibilmente la relazione tra gli andamenti tendenziali delle due variabili.

**L'elasticità è stimata per due periodi campionari diversi al fine di valutare se la relazione tra il PIL e il commercio su scala**

#### Stima basata su un BVAR dell'elasticità di lungo periodo del commercio mondiale al PIL globale



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.  
Nota: i cerchi rossi si riferiscono alla stima puntuale dell'elasticità, mentre le linee blu riguardano il 16° e 84° quantile della distribuzione dell'elasticità del commercio basata sul BVAR.

**internazionale sia variata o meno nel tempo.** Il modello viene applicato anzitutto al periodo compreso fra il primo trimestre del 1981 e il quarto del 2007 per rilevare l'elasticità a lungo termine prima dello scoppio della crisi e poi all'intero periodo campionario (dal primo trimestre del 1981 al terzo del 2014), che include sia la crisi finanziaria mondiale sia la crisi del debito sovrano nell'area dell'euro e nel quale - come affermato nelle sezioni precedenti - l'elasticità potrebbe essere diminuita rispetto al periodo campionario antecedente la crisi. L'analisi viene condotta sull'intero periodo e non esclusivamente su quello successivo al 2008, poiché quest'ultimo è troppo breve per poter fornire stime attendibili. L'orizzonte previsivo scelto è a cinque anni e i risultati (che sono molto simili anche per orizzonti a tre e otto anni) sono riportati nella figura.

**I risultati mostrano che, se si include il periodo successivo allo scoppio della crisi, l'elasticità del commercio mondiale al PIL globale sembra inferiore. In particolare, la stima puntuale dell'elasticità basata sul modello BVAR scende da 1,6 a 1,3.**

### 3 FATTORI STRUTTURALI ALLA BASE DELLA DECELERAZIONE DELL'INTERSCAMBIO

**Una spiegazione possibile della diminuzione dell'elasticità del commercio è connessa alle variazioni dell'importanza relativa delle componenti del PIL.** Se il rallentamento del PIL è dovuto principalmente alle componenti della domanda con un contenuto di importazioni più elevato (quali gli investimenti), allora un determinato calo della crescita del prodotto dovrebbe far scendere il ritmo di espansione del commercio in misura più pronunciata che nel caso in cui lo stesso rallentamento fosse dovuto a componenti della domanda con una minore intensità di scambi (come ad esempio la spesa pubblica). Modifiche nella composizione della domanda possono quindi far variare l'elasticità dell'interscambio<sup>11)</sup>. Nelle economie avanzate la quota del PIL rappresentata dagli investimenti è scesa al di sotto dei livelli antecedenti la crisi negli ultimi anni (cfr. figura 9). In quelle emergenti le evidenze sono meno univoche poiché tale quota era aumentata in misura significativa prima della crisi, anche se l'aumento è stato in parte riassorbito negli ultimi anni in un'ampia serie di paesi (con la notevole eccezione della Cina).

Figura 9 Quota degli investimenti sul PIL

(valori percentuali)



Fonti: dati nazionali, Haver ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: dati espressi in termini nominali. Il gruppo delle economie avanzate include Stati Uniti, Giappone, Regno Unito, Canada, Australia, Nuova Zelanda, area dell'euro, Svizzera, Norvegia, Danimarca e Svezia. Il gruppo delle economie emergenti comprende Polonia, Ungheria, Repubblica Ceca, Romania, Russia, India, Corea del Sud, Indonesia, Taiwan, Thailandia, Hong Kong, Malaysia, Brasile, Messico, Turchia e Sud Africa. L'ultima osservazione è relativa al terzo trimestre del 2014. Tenuto conto dei dati disponibili, viene considerato il solo periodo a partire dal 2000 in modo da assicurare la completezza degli aggregati nazionali.

11) Cfr. Bussière, M., Callegari, G., Ghironi, F., Sestieri, G. e Yamano, N., "Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009", *American Economic Journal: Macroeconomics*, n. 5(3), 2013, pagg. 118-151; Anderton, R. e Towolde, T., "The global financial crisis: trying to understand the global trade downturn and recovery", *Working Paper Series*, n. 1370, BCE, agosto 2011. Entrambi i lavori suggeriscono che i movimenti degli investimenti e delle esportazioni influiscono sulla crescita delle importazioni più di quelli delle altre componenti del PIL.

**Anche lo sviluppo delle catene produttive mondiali ha verosimilmente svolto un ruolo.**

Le catene produttive mondiali sorreggono la crescita del commercio globale da vent'anni. In primo luogo la loro frammentazione internazionale dovrebbe esercitare un effetto positivo sui risultati economici dei paesi partecipanti, promuovendo la produttività e aumentando le economie di scala. In secondo luogo, la loro diffusione ha fatto aumentare l'elasticità del commercio mondiale nel periodo antecedente la crisi. Ciò è dovuto a una differenza di misurazione, in quanto i flussi commerciali si calcolano su base lorda e il PIL in termini di valore aggiunto. La misura lorda utilizzata per il commercio determina un "doppio conteggio" degli input intermedi che non si avrebbe seguendo l'approccio basato sul valore aggiunto<sup>12)</sup>. La differenza tra il dato lordo e quello calcolato in termini di valore aggiunto dovrebbe riflettere l'incidenza del ricorso agli input di fornitori esteri sul commercio mondiale totale e può quindi essere utilizzata come misura indiretta dell'espansione delle catene produttive internazionali<sup>13)</sup>.

**Come si evince dal World Input Output Database (WIOD), la differenza tra il commercio lordo e il commercio calcolato in termini di valore aggiunto è salita da circa il 33 per cento nel 1995 al 51 per cento nel 2008.** Un raffronto tra la misura implicita lorda del rapporto interscambio/PIL e quella calcolata in termini di valore aggiunto mostra che la maggiore diffusione delle catene produttive mondiali ha aggiunto 0,2 punti percentuali all'elasticità del commercio mondiale nel periodo considerato. I dati contenuti nel WIOD evidenziano tuttavia che la quota degli input ottenuti da fornitori esteri sul commercio mondiale totale è diminuita sensibilmente nel 2009 ed è poi rimasta sostanzialmente invariata, a indicare che l'espansione delle catene produttive mondiali ha ristagnato dopo lo scoppio della crisi. Riscontri aneddotici mostrano altresì che, a seguito del terremoto giapponese del 2011, le imprese hanno cercato di minimizzare i rischi derivanti dalla complessità e dalla lunghezza delle catene produttive<sup>14)</sup>.

**Inoltre, statistiche più recenti sull'interscambio di merci per categoria di utilizzo finale mostrano che la crescita delle importazioni di beni intermedi ha costituito la determinante principale dell'espansione del commercio nel periodo antecedente la crisi.** Tuttavia, nel 2012 e nel 2013 questa dinamica ha ristagnato (cfr. figura 10)<sup>15)</sup>. Poiché l'aumento degli scambi di beni intermedi può essere strettamente collegato alla crescita della specializzazione verticale, il recente appiattimento segnala una possibile flessione della crescita delle catene produttive globali, che potrebbe avere contribuito alla recente riduzione dell'elasticità del commercio mondiale.

**Anche il protezionismo commerciale potrebbe avere svolto un ruolo ridotto, ma non trascurabile, nel calo dell'elasticità del commercio mondiale durante il recente periodo successivo allo scoppio della crisi.** La risposta protezionistica al crollo dell'interscambio glo-

12) Cfr. ad esempio Nagengast, A. e Stehrer, R., "Collateral imbalances in intra-European trade? Accounting for the differences between gross and value added trade balances", *Working Paper Series*, n. 1695, BCE, luglio 2014; ulteriori studi connessi svolti dal Competitiveness Research Network (CompNet); Koopman, R., Powers, W., Wang, Z. e Wei, S.-J., "Give credit where credit is due: tracing value added in global production chains", *NBER Working Paper*, n. 16426, Settembre 2010.

13) Al tempo stesso il commercio mondiale calcolato in termini di valore aggiunto dal World Input Output Database è soggetto a una serie di importanti motivi di cautela, comprese le ipotesi soggiacenti la mappatura delle tavole di input output nazionali su quelle mondiali.

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

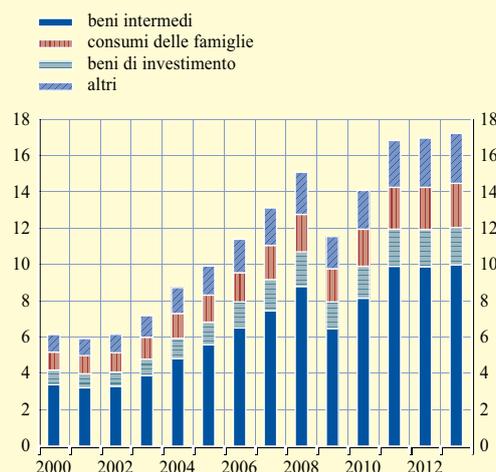
15) Le statistiche provengono dalla banca dati STAN dell'OCSE sul commercio bilaterale per settore e categoria di utilizzo finale, che include fra l'altro dati bilaterali sull'interscambio nominale di beni con una scomposizione tra beni intermedi e beni di consumo finali.

bale nel 2008-2009 è stata limitata rispetto ai precedenti episodi di crisi <sup>16)</sup>. Ciò potrebbe dipendere dal maggior grado di integrazione commerciale dell'economia mondiale e dalla presenza di catene produttive internazionali più sviluppate, che hanno creato un contesto in cui le misure restrittive degli scambi hanno ripercussioni sfavorevoli più significative per il paese che le attua. Tuttavia, rapporti e statistiche recenti indicano un lieve aumento del protezionismo commerciale negli ultimi cinque anni <sup>17)</sup>. L'Organizzazione mondiale del commercio segnala le sole misure commerciali tradizionali, ad esempio tariffarie o di difesa commerciale, ma esistono anche misure di tipo mascherato che - pur non essendo in violazione di accordi internazionali - possono danneggiare gli interessi commerciali di altri paesi (come nel caso dei salvataggi di imprese o dell'inosservanza delle norme in materia di salute e sicurezza). Il Global Trade Alert <sup>18)</sup> segnala che le misure "mascherate" introdotte fra il 2012 e il 2013 sono più numerose di quelle attuate nel periodo 2009-2011. Anche se fonti di dati diverse segnalano un aumento recente del protezionismo commerciale, gran parte delle statistiche disponibili riguarda il solo periodo successivo alla crisi e non può quindi essere utilizzata per valutare le differenze tra l'elasticità del commercio mondiale prima e dopo lo scoppio della crisi. Studi recenti mostrano che la relazione anticiclica tra crescita, competitività e protezionismo commerciale non è venuta meno nel recente episodio di crisi, ma che potrebbe essere stata indebolita come conseguenza di fattori una tantum e questo implica il rischio di un aumento del protezionismo commerciale se la dinamica dell'interscambio dovesse rimanere debole <sup>19)</sup>.

**Infine, gli andamenti dell'offerta di credito al commercio - una fonte di turbative per la crescita dell'interscambio mondiale durante la Grande Recessione - non avrebbero svolto un ruolo significativo nel calo dell'elasticità del commercio osservato dal 2011.** Uno studio recente della Banca dei regolamenti internazionali <sup>20)</sup> rileva che, se nella fase di crollo dell'interscambio mondiale la carenza di credito al commercio intermediato dal canale bancario spiega fino a un quinto del rallentamento degli scambi, in altri periodi più recenti il credito al commercio non sembra avere influito in modo significativo sugli scambi globali.

**Figura 10 Importazioni mondiali di beni per categoria di utilizzo finale**

(migliaia di miliardi di dollari correnti)



Fonti: banca dati STAN dell'OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i dati riguardano 105 paesi, che costituivano circa il 92 per cento delle importazioni mondiali totali nel 2013 sulla base dei dati inclusi nel World Economic Outlook dell'FMI. La categoria "Altri" include beni a uso finale misto e beni vari.

16) Cfr. Bown, C. (a cura di), *The Great Recession and import protection*, CEPR e Banca mondiale, Londra, 2011, Cap. 1, pagg. 1-51; Organizzazione mondiale del commercio, "Overview of developments in the international trading environment", *Annual Report*, novembre 2014.

17) Cfr. ad esempio *World Trade Organization Report on G-20 trade measures*, novembre 2014; Commissione europea, *11th Report on potentially trade-restrictive measures*, giugno 2014.

18) Global Trade Alert è una fonte indipendente di dati relativi alle misure che influiscono sul commercio. Include sia le misure tradizionali sia quelle di tipo mascherato.

19) Cfr. ad esempio Georgiadis, G. e Gräß, J., "Growth, real exchange rates and trade protectionism since the financial crisis", *Working Paper Series*, n. 1618, BCE, novembre 2013.

20) Cfr. "Trade finance: developments and issues", *Committee on the Global Financial System Paper*, n. 50, Banca dei regolamenti internazionali, 2014.

#### 4 LE PROSPETTIVE PER IL COMMERCIO

**In prospettiva, gli andamenti ciclici sfavorevoli per il commercio mondiale dovrebbero venire meno.** Nel contesto della prevista ripresa graduale dell'attività economica internazionale, anche l'espansione dell'interscambio globale sarà rafforzata. Un incremento della quota del PIL mondiale rappresentata dagli investimenti determinerebbe altresì, verosimilmente, una parziale inversione dell'andamento discendente del rapporto fra la crescita del commercio e quella del prodotto. Al tempo stesso l'elasticità dell'interscambio - pur in aumento rispetto agli attuali livelli bassi - dovrebbe restare inferiore nel confronto con il periodo antecedente la crisi nei prossimi anni, riflettendo l'ipotesi di una persistenza nel medio periodo di fattori strutturali quali i minori tassi di espansione delle catene produttive mondiali.





## INDICE

1	Contesto esterno	S2
2	Andamenti finanziari	S3
3	Attività economica	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

## AGGIORNAMENTO DATI

Salvo diversa indicazione, le statistiche pubblicate nel Bollettino economico della BCE sono aggiornate al giorno precedente rispetto a quello previsto per la riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo. In questo numero, tuttavia, i dati sono aggiornati al 14 aprile 2015.

# I. CONTESTO ESTERNO

## 1.1 Principali partner commerciali, PIL e CPI

	PIL <sup>1)</sup> (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Memo item: area dell'euro	Paesi OCSE		Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro <sup>2)</sup> (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	-0,8	2,3	1,8	2,1	2,8	0,0	2,7	2,5
2013	3,2	2,2	1,7	1,6	7,7	-0,4	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	.	2,4	2,8	-0,1	7,4	0,9	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2014 2° trim.	0,8	1,1	0,8	-1,6	2,0	0,1	2,1	1,9	2,1	1,7	3,6	2,2	0,6
3° trim.	0,9	1,2	0,6	-0,7	1,9	0,2	1,8	1,9	1,8	1,5	3,3	2,0	0,4
4° trim.	.	0,5	0,6	0,4	1,5	0,3	1,4	1,8	1,2	0,9	2,5	1,5	0,2
2015 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,1	.	1,2	-0,3
2014 ott.	-	-	-	-	-	-	1,7	1,8	1,7	1,3	2,9	1,6	0,4
nov.	-	-	-	-	-	-	1,5	1,8	1,3	1,0	2,4	1,4	0,3
dic.	-	-	-	-	-	-	1,1	1,8	0,8	0,5	2,4	1,5	-0,2
2015 gen.	-	-	-	-	-	-	0,5	1,8	-0,1	0,3	2,4	0,8	-0,6
feb.	-	-	-	-	-	-	0,6	1,7	0,0	0,0	2,2	1,4	-0,3
mar. <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	0,0	.	1,4	-0,1

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

	Purchasing Managers' Surveys (indici di diffusione; dest.)						Importazioni di beni <sup>4)</sup>					
	Purchasing Managers' Index composito					Memo item: area dell'euro	Purchasing Managers' Index mondiale <sup>5)</sup>			Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale <sup>5)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina		Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	52,6	54,4	52,0	49,9	50,9	47,2	50,2	51,9	48,5	3,9	2,5	4,8
2013	53,4	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,3	52,7	50,7	3,4	-0,2	5,5
2014	54,3	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,4	54,1	51,5	3,4	3,3	3,5
2014 2° trim.	54,3	58,3	58,6	48,5	50,7	53,4	53,2	54,7	51,1	-0,5	0,9	-1,3
3° trim.	55,7	59,8	58,5	51,3	52,2	52,8	54,1	56,2	52,0	2,7	1,2	3,6
4° trim.	53,4	55,6	56,3	50,9	51,4	51,5	52,8	53,6	50,8	1,8	1,7	1,9
2015 1° trim.	54,0	56,9	57,4	50,4	51,5	53,3	53,3	54,2	50,7	.	.	.
2014 ott.	53,9	57,2	55,9	49,5	51,7	52,1	53,4	54,0	51,0	3,4	1,3	4,6
nov.	53,7	56,1	57,6	51,2	51,1	51,1	52,6	54,0	50,2	2,9	1,4	3,7
dic.	52,6	53,5	55,4	51,9	51,4	51,4	52,3	52,7	51,2	1,8	1,7	1,9
2015 gen.	53,1	54,4	56,7	51,7	51,0	52,6	53,1	53,1	51,0	0,1	1,8	-0,9
feb.	54,0	57,2	56,7	50,0	51,8	53,3	53,4	54,2	50,8	.	.	.
mar.	54,9	59,2	58,8	49,4	51,8	54,0	53,3	55,4	50,3	.	.	.

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. L'area dell'euro si riferisce agli Euro 19.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.
- 3) Il dato relativo all'area dell'euro è una stima basata su dati nazionali provvisori (che copre circa il 95 per cento dell'area dell'euro) e su informazioni preliminari sui prezzi energetici.
- 4) 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.
- 5) 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 <sup>1)</sup>					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 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
2015 1° trim.	-0,05	0,00	0,05	0,12	0,25	0,26	0,10
2014 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
2015 gen.	-0,05	0,01	0,06	0,15	0,30	0,25	0,10
feb.	-0,04	0,00	0,05	0,13	0,26	0,26	0,10
mar.	-0,05	-0,01	0,03	0,10	0,21	0,27	0,10

### 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 <sup>1),2)</sup>					Area dell'euro <sup>1),2)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro <sup>1),2)</sup>			
	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 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
2015 1° trim.	-0,21	-0,25	-0,22	-0,08	0,26	0,51	1,69	1,19	-0,20	-0,20	0,29	0,81
2014 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
2015 gen.	-0,15	-0,18	-0,14	-0,02	0,39	0,58	1,50	1,04	-0,13	-0,10	0,34	1,15
feb.	-0,21	-0,25	-0,20	-0,08	0,37	0,62	1,80	1,45	-0,16	-0,17	0,31	1,19
mar.	-0,21	-0,25	-0,22	-0,08	0,26	0,51	1,69	1,19	-0,20	-0,20	0,29	0,81

### 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	Petroliifero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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 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
2015 1° trim.	351,8	3.442,0	730,7	253,9	619,6	304,1	186,1	496,1	362,5	286,1	370,1	773,4	2.063,8	18.226,2
2014 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
2015 gen.	327,4	3.207,3	671,1	237,8	564,9	285,0	173,3	464,2	339,0	278,3	343,8	724,2	2.028,2	17.274,4
feb.	353,2	3.453,8	731,3	254,2	624,8	314,0	185,5	498,7	361,1	286,9	376,8	768,6	2.082,2	18.053,2
mar.	373,9	3.655,3	787,2	268,9	666,9	313,5	198,9	524,1	386,2	292,9	389,2	824,6	2.080,4	19.197,6

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) <sup>1), 2)</sup>

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composito del finanziamento	
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TVPA 3)	Periodo iniziale di determinazione del tasso							
			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
2014 mar.	0,28	1,07	1,56	1,86	7,66	17,05	5,81	6,67	7,08	3,32	2,78	2,90	3,03	3,23	3,23	3,01
apr.	0,27	1,06	1,54	1,83	7,61	17,22	5,58	6,60	6,98	3,21	2,72	2,91	3,00	3,24	3,22	2,99
mag.	0,27	1,05	1,40	1,72	7,55	17,23	5,62	6,73	7,09	3,33	2,71	2,87	2,96	3,14	3,16	2,93
giu.	0,27	1,04	1,32	1,74	7,58	17,19	5,45	6,61	6,94	3,20	2,66	2,85	2,89	3,09	3,13	2,87
lug.	0,24	1,01	1,30	1,75	7,43	17,04	5,55	6,54	6,91	3,09	2,63	2,75	2,81	2,99	3,05	2,79
ago.	0,24	0,93	1,21	1,66	7,43	17,00	5,55	6,52	6,87	3,09	2,56	2,74	2,73	2,87	2,98	2,75
set.	0,23	0,92	1,19	1,70	7,32	17,05	5,37	6,49	6,84	2,92	2,50	2,69	2,63	2,83	2,89	2,68
ott.	0,22	0,91	1,10	1,65	7,15	16,94	5,42	6,43	6,84	2,92	2,43	2,63	2,56	2,79	2,82	2,61
nov.	0,21	0,89	1,02	1,66	7,12	17,10	5,59	6,48	6,83	2,96	2,43	2,53	2,52	2,73	2,79	2,55
dic.	0,22	0,86	0,96	1,59	7,08	17,02	5,07	6,14	6,45	2,73	2,42	2,52	2,53	2,69	2,77	2,50
2015 gen.	0,21	0,84	1,01	1,95	7,11	17,07	5,28	6,30	6,63	2,79	2,31	2,54	2,43	2,42	2,70	2,40
feb. <sup>(p)</sup>	0,20	0,82	0,99	1,54	7,06	17,00	5,24	6,23	6,64	2,80	2,09	2,47	2,33	2,50	2,59	2,38

## 2.5 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti a e sui depositi da società non finanziarie (nuove operazioni) <sup>1), 4)</sup>

(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 finanziamento
	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	
2014 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	3,99	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	2,74	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	1,90	2,42	2,69	2,76
ago.	0,28	0,49	1,63	3,71	4,18	4,28	3,55	2,56	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.	0,25	0,44	1,20	3,54	3,76	3,87	3,42	2,38	2,84	2,61	1,73	2,18	2,25	2,49
dic.	0,24	0,44	1,29	3,44	3,68	3,74	3,27	2,35	2,78	2,47	1,74	2,18	2,09	2,43
2015 gen.	0,23	0,44	1,28	3,43	3,75	3,83	2,98	2,32	2,82	2,04	1,66	2,03	2,12	2,42
feb. <sup>(p)</sup>	0,22	0,36	1,11	3,37	3,56	3,71	3,12	2,24	2,67	2,38	1,51	1,98	2,14	2,34

## 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 <sup>5)</sup>						
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		
			Società finanziarie			Amministrazione centrale	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie		Amministrazione centrale	Altre amministrazioni pubbliche	
			diverse dalle IFM	SVF <sup>6)</sup>						diverse dalle IFM	SVF <sup>6)</sup>			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>a breve termine</b>														
2012	1.417	573	146	.	75	558	65	702	490	37	.	52	103	21
2013	1.239	468	123	.	67	529	53	507	314	30	.	44	99	21
2014	1.249	482	120	.	58	538	50	402	211	34	.	39	93	25
2014 set.	1.336	504	136	.	70	577	49	332	153	28	.	31	95	25
ott.	1.308	496	136	.	73	564	41	331	139	29	.	37	102	25
nov.	1.297	489	136	.	69	557	45	292	127	30	.	28	87	20
dic.	1.249	482	120	.	58	538	50	320	168	24	.	28	66	34
2015 gen.	1.312	524	126	.	66	543	54	363	167	30	.	35	94	37
feb.	1.322	533	130	.	70	534	56	335	146	36	.	31	83	39
<b>a lungo termine</b>														
2012	15.234	4.824	3.185	.	841	5.758	626	256	99	45	.	16	84	12
2013	15.154	4.416	3.122	.	920	6.069	627	223	71	39	.	16	89	9
2014	15.187	4.046	3.215	.	996	6.286	643	219	65	42	.	16	85	10
2014 set.	15.196	4.164	3.154	.	980	6.246	651	218	59	43	.	13	90	13
ott.	15.163	4.077	3.189	.	980	6.268	650	210	45	40	.	15	102	8
nov.	15.199	4.059	3.192	.	985	6.314	649	197	59	44	.	14	73	6
dic.	15.187	4.046	3.215	.	996	6.286	643	130	42	37	.	11	29	10
2015 gen.	15.288	4.062	3.261	.	1.006	6.316	642	261	80	48	.	8	113	13
feb.	15.327	4.040	3.270	.	1.017	6.354	646	204	63	21	.	18	83	17

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

6) 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 <sup>1)</sup>							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Consistenze</b>											
2012	16.651,5	5.397,5	3.331,8	.	915,6	6.316,1	690,4	4.597,1	404,7	617,9	3.574,6
2013	16.392,4	4.883,4	3.244,6	.	986,8	6.597,8	679,8	5.638,0	569,1	751,0	4.317,9
2014	16.435,2	4.528,4	3.335,4	.	1.054,7	6.823,7	693,0	5.949,0	591,0	787,7	4.570,3
2014 set.	16.532,0	4.667,5	3.290,8	.	1.050,3	6.823,2	700,2	5.932,6	650,8	789,6	4.492,1
ott.	16.471,5	4.572,4	3.324,6	.	1.052,8	6.831,2	690,5	5.764,8	611,6	764,4	4.388,9
nov.	16.495,5	4.548,0	3.328,3	.	1.054,2	6.871,3	693,8	6.042,0	628,4	797,9	4.615,7
dic.	16.435,2	4.528,4	3.335,4	.	1.054,7	6.823,7	693,0	5.949,0	591,0	787,7	4.570,3
2015 gen.	16.599,9	4.585,9	3.387,5	.	1.071,8	6.859,1	695,5	6.422,8	573,0	835,9	5.014,0
feb.	16.648,5	4.572,6	3.399,6	.	1.086,9	6.888,0	701,4	6.855,5	650,5	899,5	5.305,6
<b>Tasso di crescita</b>											
2012	1,3	-1,8	0,1	.	14,5	2,5	6,1	0,9	4,9	2,0	0,4
2013	-1,3	-8,9	-2,8	.	8,1	4,5	-1,1	0,9	7,2	0,2	0,3
2014	-0,6	-8,2	0,8	.	5,5	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8
2014 set.	-0,4	-6,9	-0,5	.	5,8	3,3	3,1	1,5	6,9	1,9	0,7
ott.	-0,7	-8,2	0,6	.	5,1	3,3	1,7	1,6	6,9	1,6	0,9
nov.	-1,0	-8,5	0,2	.	4,6	2,9	1,4	1,6	7,1	1,7	0,8
dic.	-0,6	-8,2	0,8	.	5,5	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8
2015 gen.	-0,6	-8,3	1,3	.	3,6	3,2	1,8	1,5	6,9	1,5	0,7
feb.	-0,9	-8,1	1,2	.	5,0	2,3	0,7	1,4	6,8	1,2	0,7

## 2.8 Tassi di cambio effettivi <sup>2)</sup>

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

	TCE-19						TCE-38	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUMP reale <sup>3)</sup>	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	97,9	95,8	93,1	89,5	99,2	92,0	107,2	93,2
2013	101,7	99,2	96,6	92,8	101,9	94,6	112,2	96,5
2014	102,3	98,9	96,6	93,0	99,5	96,4	114,8	97,0
2014 2° trim.	103,9	100,5	98,0	94,4	101,0	98,0	116,2	98,2
3° trim.	101,7	98,2	96,0	92,3	98,5	95,7	113,8	95,9
4° trim.	99,6	96,1	94,3	90,5	96,6	93,8	112,6	94,5
2015 1° trim.	93,7	90,4	88,9	.	.	.	106,9	89,3
2014 ott.	99,6	96,1	94,2	-	-	-	112,0	94,2
nov.	99,6	96,1	94,3	-	-	-	112,3	94,3
dic.	99,7	96,0	94,4	-	-	-	113,4	94,9
2015 gen.	95,9	92,3	91,2	-	-	-	109,3	91,2
feb.	94,0	90,7	89,1	-	-	-	107,4	89,7
mar.	91,4	88,2	86,4	-	-	-	104,2	87,0
<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2015 mar.	-2,9	-2,8	-3,0	-	-	-	-2,9	-3,0
<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2015 mar.	-12,8	-13,2	-12,5	-	-	-	-11,4	-12,9

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 CLUPM sono disponibili solo per il gruppo di partner commerciali del TCE-19.

## 2.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese	Kuna croata	Corona Ceca	Corona danese	Fiorino ungherese	Yen giapponese	Zloty polacco	Sterlina britannica	Leu romeno	Corona svedese	Franco svizzero	Dollaro statunitense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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
2015 1° trim.	7,023	7,681	27,624	7,450	308,889	134,121	4,193	0,743	4,4516	9,380	1,072	1,126
2014 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
2015 gen.	7,227	7,688	27,895	7,441	316,500	137,470	4,278	0,767	4,4874	9,417	1,094	1,162
feb.	7,096	7,711	27,608	7,450	306,884	134,686	4,176	0,741	4,4334	9,490	1,062	1,135
mar.	6,762	7,647	27,379	7,459	303,445	130,410	4,126	0,724	4,4339	9,245	1,061	1,084
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2015 mar.	-4,7	-0,8	-0,8	0,1	-1,1	-3,2	-1,2	-2,3	0,0	-2,6	-0,1	-4,5
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2015 mar.	-20,8	-0,1	-0,1	-0,1	-2,6	-7,8	-1,7	-13,0	-1,3	4,3	-12,9	-21,6

## 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 <sup>1)</sup>			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo estero
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>											
2014 1° trim.	18.138,2	19.559,2	-1.421,0	7.453,0	5.605,5	5.671,2	9.279,2	-56,3	4.573,8	4.674,4	496,6	11.536,3
2° trim.	18.624,8	19.903,1	-1.278,3	7.503,2	5.599,4	5.958,7	9.632,0	-50,6	4.706,9	4.671,7	506,6	11.685,4
3° trim.	19.346,1	20.670,5	-1.324,5	7.723,5	5.856,6	6.337,2	9.967,7	-74,6	4.840,6	4.846,2	519,3	12.062,9
4° trim.	19.541,6	20.827,2	-1.285,6	7.541,6	5.844,7	6.521,7	10.127,9	-38,8	4.983,0	4.854,6	534,1	12.093,1
	<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>											
2014 4° trim.	193,3	206,0	-12,7	74,6	57,8	64,5	100,2	-0,4	49,3	48,0	5,3	119,6
	<i>Transazioni</i>											
2014 1° trim.	322,9	278,2	44,7	12,4	9,8	71,8	121,3	4,9	231,3	147,0	2,5	-
2° trim.	215,2	125,4	89,9	-4,0	0,4	160,7	190,2	16,9	41,2	-65,2	0,4	-
3° trim.	192,8	111,5	81,3	65,4	42,9	114,8	22,6	18,5	-4,5	46,0	-1,3	-
4° trim.	52,4	-14,4	66,8	67,2	62,2	78,7	-4,9	9,0	-104,4	-71,7	1,9	-
2014 ago.	35,1	30,0	5,2	16,3	17,9	28,7	19,5	3,9	-15,1	-7,4	1,3	-
set.	61,6	12,3	49,3	29,1	10,9	64,1	8,0	10,1	-39,8	-6,6	-1,9	-
ott.	7,2	-27,4	34,6	27,2	26,0	6,6	-37,8	6,2	-32,9	-15,6	0,1	-
nov.	172,6	98,0	74,6	53,6	22,6	49,0	32,9	0,7	68,5	42,5	0,8	-
dec.	-127,3	-85,0	-42,3	-13,5	13,6	23,1	-0,1	2,1	-140,0	-98,6	1,0	-
2015 gen.	249,7	270,1	-20,3	12,4	7,7	14,0	43,5	5,4	218,0	218,9	-0,1	-
	<i>transazioni cumulate sui 12 mesi</i>											
2015 gen.	833,1	542,7	290,4	112,5	72,5	430,8	323,5	54,7	234,4	146,7	0,8	-
	<i>transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>											
2015 gen.	8,2	5,4	2,9	1,1	0,7	4,3	3,2	0,5	2,3	1,5	0,0	-

Fonte: BCE.

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

## 3. ATTIVITÀ ECONOMICA

### 3.1 Pil e componenti della domanda <sup>1)</sup>

(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	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2012	9.845,6	9.582,9	5.542,1	2.065,5	1.980,9	1.036,6	581,5	358,1	-5,6	262,7	4.281,0	4.018,3
2013	9.930,6	9.589,0	5.565,3	2.097,1	1.940,4	1.006,3	569,0	360,2	-13,9	341,6	4.357,6	4.016,0
2014	10.110,9	9.721,4	5.650,5	2.129,0	1.968,3	1.010,0	584,5	368,6	-26,4	389,4	4.486,1	4.096,6
2014 1° trim.	2.516,3	2.425,6	1.404,3	529,0	493,5	255,7	145,2	91,3	-1,2	90,6	1.102,5	1.011,9
2° trim.	2.521,9	2.427,2	1.409,2	529,9	490,6	251,5	145,9	91,9	-2,6	94,7	1.116,5	1.021,8
3° trim.	2.533,2	2.436,0	1.416,7	534,2	492,2	251,2	147,1	92,6	-7,1	97,2	1.133,9	1.036,7
4° trim.	2.545,8	2.437,1	1.423,0	534,0	495,4	253,5	147,8	92,9	-15,3	108,7	1.141,5	1.032,7
<i>in percentuale del PIL</i>												
2012	100,0	97,3	56,3	21,0	20,1	10,5	5,9	3,6	0,0	2,7	-	-
2013	100,0	96,6	56,0	21,1	19,6	10,1	5,7	3,6	-0,1	3,5	-	-
2014	100,0	96,1	55,9	21,1	19,5	10,0	5,8	3,6	-0,3	3,9	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2014 1° trim.	0,3	0,3	0,2	0,2	0,4	0,8	-0,2	0,5	-	-	0,4	0,5
2° trim.	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,5	-1,6	0,7	0,3	-	-	1,3	1,3
3° trim.	0,2	0,2	0,5	0,2	0,0	-0,6	0,7	0,5	-	-	1,5	1,7
4° trim.	0,3	0,1	0,4	0,2	0,4	0,8	0,0	-0,1	-	-	0,8	0,4
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente: punti percentuali</i>												
2014 1° trim.	0,3	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-	-
2° trim.	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
3° trim.	0,2	0,2	0,3	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-	-
4° trim.	0,3	0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,2	-	-

### 3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica <sup>1)</sup>

(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	12
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2012	8.863,7	152,2	1.726,7	474,0	1.681,4	410,7	439,7	1.014,9	928,5	1.718,2	317,3	994,0
2013	8.930,7	155,7	1.736,3	465,0	1.689,0	401,9	439,1	1.032,1	941,8	1.748,5	321,3	1.008,6
2014	9.076,4	148,1	1.760,7	467,0	1.715,9	402,8	452,8	1.055,1	963,3	1.783,2	327,4	1.033,0
2014 1° trim.	2.261,8	38,1	439,4	117,5	426,1	101,6	113,3	262,1	238,3	444,4	80,9	254,5
2° trim.	2.263,5	37,6	440,6	115,6	426,2	101,5	114,6	263,2	239,1	444,0	80,9	258,4
3° trim.	2.274,2	36,2	442,8	115,1	429,4	101,8	114,5	264,5	240,9	447,1	81,8	259,1
4° trim.	2.284,6	35,7	444,7	116,7	432,4	101,9	113,5	265,7	243,2	448,3	82,3	261,2
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
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	1,8	19,5	5,2	18,9	4,5	4,9	11,6	10,5	19,6	3,6	-
2014	100,0	1,6	19,5	5,1	18,9	4,5	5,0	11,6	10,6	19,6	3,6	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2014 1° trim.	0,3	1,1	-0,1	0,7	0,6	-0,4	0,6	0,4	0,5	0,3	0,3	-0,2
2° trim.	0,0	-0,4	0,2	-1,5	-0,1	-0,1	-0,8	0,3	0,2	0,1	-0,3	0,9
3° trim.	0,2	0,6	0,2	-0,9	0,5	0,5	0,3	0,3	0,5	0,0	0,7	-0,3
4° trim.	0,2	-1,9	0,0	1,0	0,5	-0,1	-0,2	0,2	0,6	0,3	0,1	1,1
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2014 1° trim.	0,3	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	0,1	0,0	0,0	-
4° trim.	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

1) I dati si riferiscono agli Euro 19.

### 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	Beni energetici								
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
<b>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</b>													
2012	-2,4	-2,6	-4,5	-1,0	-2,5	-0,1	-5,0	-3,8	-1,6	-1,3	-1,5	-5,0	-11,0
2013	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,8	-2,7	-0,1	-0,8	-0,9	-0,6	-0,9	-4,4
2014	0,8	1,8	1,2	1,8	2,6	-5,6	2,2	3,3	1,3	0,3	2,4	0,3	3,7
2014 1° trim.	1,3	3,2	3,2	4,2	2,5	-9,6	6,7	4,4	1,0	-0,5	2,3	0,8	5,1
2° trim.	0,9	1,7	1,4	1,0	3,4	-5,4	3,8	4,0	1,4	1,1	2,0	-0,4	3,9
3° trim.	0,5	1,1	0,4	1,5	2,0	-3,5	-0,2	2,2	0,8	-0,3	2,0	-0,6	4,1
4° trim.	0,3	1,0	-0,4	0,8	2,7	-3,3	-0,5	2,8	2,1	0,7	3,2	1,3	1,6
2014 set.	0,3	0,7	-0,5	1,4	1,2	-3,2	-2,4	0,9	0,4	0,7	0,4	0,5	2,5
ott.	0,8	1,2	-0,5	1,5	3,2	-2,4	0,3	3,9	1,5	0,1	2,5	1,0	4,4
nov.	-0,6	0,3	-0,8	-1,0	3,1	-5,6	0,4	1,5	1,4	-0,3	2,9	0,2	0,3
dic.	0,8	1,4	0,1	1,9	1,6	-2,1	-2,7	2,9	3,2	2,1	4,0	2,8	0,0
2015 gen.	0,4	0,0	-0,3	-0,2	0,6	2,4	3,0	0,1	3,2	2,2	4,2	3,1	11,0
feb.	1,6	1,0	-0,2	1,1	1,7	6,6	.	.	3,0	1,0	4,3	4,2	8,1
<b>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</b>													
2014 set.	0,6	0,6	-0,2	2,0	-0,6	0,2	-1,5	1,0	-0,9	0,4	-1,7	-0,2	-1,3
ott.	0,1	0,3	0,3	-0,1	1,2	-1,4	1,0	1,3	0,5	-0,2	0,8	0,4	2,9
nov.	0,2	0,3	0,1	-0,1	0,3	-0,4	-0,4	-1,2	0,5	0,2	1,1	0,3	-2,5
dic.	0,6	0,6	1,2	1,2	-0,3	0,9	0,2	2,7	0,6	0,3	0,4	1,6	5,4
2015 gen.	-0,3	-0,7	-0,2	-0,8	-0,9	1,3	1,9	-2,9	0,9	0,9	1,1	1,3	2,6
feb.	1,1	1,1	0,3	1,0	1,6	1,1	.	.	-0,2	-0,8	0,1	-0,4	-0,2

### 3.4 Occupazione <sup>1)</sup>

(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
<b>Persone occupate</b>													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2012	100,0	85,0	15,0	3,4	15,4	6,4	24,9	2,7	2,7	1,0	12,7	23,8	7,0
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,2	6,2	24,9	2,7	2,7	1,0	12,8	24,0	7,0
2014	100,0	85,2	14,8	3,4	15,1	6,0	25,0	2,7	2,7	1,0	13,0	24,0	7,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2012	-0,5	-0,5	-0,4	-1,3	-0,7	-4,4	-0,5	0,7	-0,4	0,1	0,5	-0,2	0,6
2013	-0,7	-0,7	-0,9	-1,3	-1,6	-4,3	-0,5	-0,2	-1,1	-0,7	0,2	-0,1	-0,1
2014	0,6	0,8	-0,5	-0,2	0,0	-1,7	0,9	1,0	-1,0	0,6	2,0	0,8	0,6
2014 1° trim.	0,2	0,3	-0,2	0,8	-0,8	-2,3	0,4	0,4	-0,9	0,9	1,2	0,8	-0,2
2° trim.	0,6	0,8	-0,7	-0,5	0,0	-1,9	0,9	0,8	-1,2	0,7	2,2	0,8	0,3
3° trim.	0,7	1,0	-0,6	-0,6	0,3	-1,3	1,1	1,4	-1,0	0,2	2,1	0,8	0,6
4° trim.	0,9	1,1	-0,6	-0,5	0,5	-1,3	1,1	1,2	-1,1	0,6	2,5	0,8	1,7
<b>Ore lavorate</b>													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2012	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	7,2	25,9	2,8	2,8	1,0	12,4	21,6	6,3
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,6	6,9	25,9	2,8	2,8	1,0	12,5	21,7	6,3
2014	100,0	80,2	19,8	4,4	15,6	6,7	26,0	2,8	2,7	1,0	12,6	21,8	6,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2012	-1,8	-1,8	-1,7	-2,0	-2,3	-6,9	-2,0	0,2	-1,2	-0,8	-0,6	-0,7	-0,3
2013	-1,2	-1,2	-1,1	-0,8	-1,7	-5,3	-0,9	-0,4	-1,4	-1,4	-0,4	-0,4	-0,7
2014	0,6	0,9	-0,3	0,4	0,5	-1,4	0,8	0,9	-1,3	0,1	1,9	0,9	0,2
2014 1° trim.	0,8	0,8	0,8	1,6	0,6	-0,5	0,8	0,8	-0,6	0,7	1,2	1,3	-0,6
2° trim.	0,4	0,7	-0,8	-0,3	-0,3	-2,0	0,7	0,8	-1,9	0,1	1,8	0,9	0,3
3° trim.	0,5	0,9	-0,8	-0,4	0,4	-1,7	1,0	1,0	-1,7	-0,5	1,9	0,7	0,0
4° trim.	1,1	1,4	0,1	1,1	1,2	-0,7	1,2	1,2	-1,9	0,7	2,6	0,9	1,4
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2012	-1,3	-1,3	-1,3	-0,7	-1,6	-2,6	-1,5	-0,6	-0,7	-0,9	-1,1	-0,5	-0,9
2013	-0,4	-0,5	-0,1	0,5	0,0	-1,0	-0,4	-0,1	-0,4	-0,7	-0,6	-0,3	-0,6
2014	0,1	0,1	0,2	0,5	0,5	0,3	-0,1	0,0	-0,3	-0,5	-0,1	0,1	-0,4
2014 1° trim.	0,6	0,5	1,0	0,8	1,3	1,8	0,4	0,4	0,3	-0,2	0,0	0,6	-0,4
2° trim.	-0,2	-0,1	-0,2	0,2	-0,3	-0,1	-0,2	0,0	-0,7	-0,6	-0,3	0,1	-0,1
3° trim.	-0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,2	-0,4	-0,2	-0,4	-0,8	-0,7	-0,2	-0,1	-0,6
4° trim.	0,2	0,2	0,7	1,6	0,7	0,7	0,1	0,0	-0,8	0,2	0,1	0,2	-0,4

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 si riferiscono agli Euro 19. 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 <sup>1)</sup>	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro <sup>1)</sup>	Disoccupazione											Tasso di posti vacanti <sup>2)</sup>
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro <sup>1)</sup>	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
					Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	in perc. del totale dei posti di lavoro	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2013			100,0			81,3		18,7		53,6		46,4		
2012	159,225	3,9	18,191	11,4	5,3	14,630	10,1	3,561	23,6	9,759	11,3	8,432	11,5	1,6
2013	159,341	4,3	19,221	12,0	5,9	15,624	10,7	3,597	24,3	10,300	11,9	8,921	12,1	1,5
2014	159,534	.	18,624	11,6	6,0	15,216	10,4	3,408	23,7	9,908	11,5	8,716	11,8	1,7
2014 1°trim.	158,975	4,4	18,867	11,8	6,3	15,365	10,6	3,501	24,2	10,105	11,7	8,761	11,9	1,7
2°trim.	159,296	4,4	18,612	11,6	6,0	15,195	10,4	3,418	23,7	9,910	11,5	8,702	11,8	1,7
3°trim.	159,680	4,2	18,550	11,6	5,8	15,158	10,4	3,391	23,6	9,818	11,4	8,732	11,8	1,6
4°trim.	160,186	.	18,467	11,5	6,0	15,145	10,3	3,322	23,2	9,798	11,3	8,668	11,7	1,8
2014 set.	-	-	18,525	11,5	-	15,161	10,4	3,364	23,4	9,816	11,3	8,709	11,8	-
ott.	-	-	18,524	11,5	-	15,187	10,4	3,337	23,3	9,833	11,4	8,691	11,7	-
nov.	-	-	18,532	11,5	-	15,187	10,4	3,345	23,3	9,831	11,4	8,701	11,7	-
dic.	-	-	18,345	11,4	-	15,062	10,3	3,283	23,0	9,731	11,2	8,613	11,6	-
2015 gen.	-	-	18,253	11,4	-	14,998	10,2	3,256	22,9	9,697	11,2	8,556	11,5	-
feb.	-	-	18,203	11,3	-	14,958	10,2	3,245	22,9	9,637	11,1	8,567	11,5	-

### 3.6 Indagini qualitative

(dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali salvo diversa indicazione)							Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)				
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
1999-2013	100,2	-6,1	80,8	-12,7	-13,8	-8,7	6,6	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2012	90,5	-11,6	78,8	-22,1	-27,7	-15,0	-6,5	86,5	46,2	46,3	47,6	47,2
2013	93,8	-9,1	78,5	-18,6	-29,2	-12,2	-5,4	87,1	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,6	-3,9	80,2	-10,0	-27,4	-3,2	4,8	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2014 2°trim.	102,6	-3,3	79,9	-7,7	-29,9	-1,8	5,1	87,6	52,4	54,5	53,1	53,4
3°trim.	101,2	-4,6	80,2	-9,9	-27,3	-3,9	4,5	87,7	50,9	51,6	53,2	52,8
4°trim.	100,9	-4,5	80,7	-11,2	-24,3	-5,1	5,3	87,9	50,4	51,2	51,7	51,5
2015 1°trim.	102,6	-4,0	.	-6,3	-24,9	-1,6	5,5	.	51,4	52,6	53,6	53,3
2014 ott.	100,9	-4,7	80,3	-11,1	-23,6	-5,5	4,9	87,9	50,6	51,5	52,3	52,1
nov.	100,8	-3,9	-	-11,6	-25,0	-5,2	4,5	-	50,1	51,2	51,1	51,1
dic.	100,9	-5,0	-	-10,9	-24,2	-4,6	6,4	-	50,6	50,9	51,6	51,4
2015 gen.	101,5	-4,5	81,0	-8,5	-25,3	-2,7	5,3	87,8	51,0	52,1	52,7	52,6
feb.	102,3	-4,6	-	-6,7	-25,1	-1,3	5,3	-	51,0	52,1	53,7	53,3
mar.	103,9	-2,9	-	-3,7	-24,2	-0,7	6,0	-	52,2	53,6	54,2	54,0

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. I dati si riferiscono agli Euro 19.

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 Conti riepilogativi per le famiglie e le società non finanziarie

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo) <sup>1)</sup>	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto <sup>2)</sup>	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto <sup>3)</sup>	Tasso di risparmio (netto)	Tasso di indebitamento <sup>4)</sup>	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	97,9	-0,1	1,9	1,8	1,8	1,1	33,5	3,7	.	3,2	9,7	2,0
2012	12,7	97,7	-1,7	1,8	-4,1	0,3	-2,2	31,3	1,7	135,1	1,1	-5,9	0,8
2013	12,9	96,3	-0,4	1,3	-4,0	0,0	-2,3	30,7	1,8	132,6	2,4	-2,9	1,4
2014 1° trim.	12,8	95,8	0,3	1,3	2,9	1,9	-1,0	31,1	2,3	131,5	2,4	3,6	1,3
2° trim.	12,7	95,1	0,2	1,4	-0,3	2,9	-0,1	31,1	1,9	134,0	2,3	1,5	1,3
3° trim.	12,7	95,1	1,5	1,5	-0,8	2,7	0,3	31,5	2,1	132,3	1,9	2,1	1,1
4° trim.	12,8	94,8	1,6	1,6	-0,3	.	.	.	2,9	132,7	2,2	1,7	1,1

### 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 <sup>5)</sup>		
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014 1° trim.	828,1	779,7	48,3	483,9	429,8	168,4	149,5	153,3	143,2	22,4	57,1	9,8	3,5
2° trim.	831,0	788,2	42,7	486,8	430,9	170,2	153,0	151,3	145,3	22,6	59,1	7,6	3,3
3° trim.	834,5	776,4	58,1	489,2	427,6	174,3	157,5	147,4	136,2	23,5	55,1	6,8	2,5
4° trim.	835,3	767,2	68,1	496,6	426,0	174,2	158,4	139,4	123,3	25,0	59,4	12,8	5,4
2014 ago.	272,3	256,0	16,3	157,9	140,1	57,9	52,6	48,7	45,3	7,9	18,1	2,3	0,8
set.	283,9	259,1	24,8	168,1	143,5	57,7	52,0	50,0	45,4	8,1	18,3	1,9	0,8
ott.	279,7	255,9	23,9	166,3	142,7	57,9	52,4	47,2	41,9	8,4	18,9	3,3	1,3
nov.	277,7	255,4	22,3	164,2	142,4	58,2	52,6	46,9	40,0	8,4	20,3	3,7	1,3
dic.	277,8	255,9	22,0	166,2	140,9	58,1	53,4	45,3	41,4	8,2	20,1	5,8	2,8
2015 gen.	283,1	252,6	30,5	164,0	138,3	59,6	54,5	51,0	39,7	8,5	20,1	2,0	1,5
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2015 gen.	3.336,9	3.105,8	231,1	1.959,3	1.709,1	691,3	624,1	591,7	540,2	94,6	232,5	36,6	15,0
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2015 gen.	33,0	30,7	2,3	19,4	16,9	6,8	6,2	5,8	5,3	0,9	2,3	0,4	0,1

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2014 1° trim.	1,0	0,0	480,6	235,9	95,8	137,7	389,7	438,3	273,9	61,0	96,6	278,2	80,4
2° trim.	0,6	0,3	481,8	235,0	96,1	138,1	395,4	438,9	271,9	61,0	99,0	281,9	78,2
3° trim.	2,9	0,3	486,0	235,9	96,5	139,3	397,5	438,7	269,6	61,3	100,6	286,5	74,6
4° trim.	4,4	-0,2	497,0	236,4	101,5	144,2	407,9	433,0	259,2	61,4	101,4	290,6	67,7
2014 ago.	-3,2	-4,3	159,2	78,2	30,9	45,1	129,1	143,9	88,0	19,7	33,2	92,3	24,4
set.	8,6	4,1	165,7	79,4	33,6	47,2	136,3	147,3	90,3	21,0	33,8	97,7	24,4
ott.	4,2	-0,1	165,6	79,4	33,8	47,9	135,1	145,7	88,5	21,0	33,8	96,7	23,8
nov.	1,0	-1,9	166,4	79,2	33,9	48,7	135,8	145,2	86,4	20,8	33,5	95,9	22,3
dic.	8,3	1,5	164,9	77,8	33,9	47,6	137,0	142,1	84,2	19,5	34,0	98,0	21,6
2015 gen.	-0,4	-5,6	163,4	.	.	.	134,3	141,8	.	.	.	98,1	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2014 1° trim.	1,5	2,6	114,7	113,5	115,0	117,3	114,1	100,6	101,2	98,2	99,9	102,1	94,9
2° trim.	0,7	2,3	114,8	113,3	114,1	117,3	115,6	101,7	101,8	98,7	102,9	104,0	93,1
3° trim.	1,1	2,0	114,5	112,6	114,0	116,2	114,6	101,3	101,1	99,0	102,5	104,1	90,2
4° trim.	2,9	1,6	116,9	113,1	118,4	120,4	116,4	101,4	101,2	95,7	100,9	103,2	98,8
2014 ago.	-4,6	-2,6	112,6	111,8	109,4	113,5	111,8	99,7	99,3	95,3	101,2	100,5	89,1
set.	6,4	6,0	116,7	113,6	118,7	117,3	117,4	101,6	101,7	98,6	102,9	105,4	90,9
ott.	2,3	0,8	116,7	113,4	119,2	119,5	116,1	100,7	101,0	97,7	101,2	103,0	93,9
nov.	-0,7	-1,0	117,2	113,3	118,5	121,9	116,1	101,8	100,4	99,6	99,8	102,6	95,1
dic.	7,4	5,2	116,7	112,5	117,4	119,8	117,1	101,6	102,1	89,8	101,6	104,0	107,3
2015 gen.	-4,4	1,8	115,2	.	.	.	113,2	104,2	.	.	.	102,0	.

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 destinazione economica (Broad Economic Categories - BEC).

## 4. PREZZI E COSTI

### 4.1 Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) <sup>1)</sup>

(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 2015	100,0	100,0	69,7	56,5	43,5	100,0	12,2	7,5	26,3	10,6	43,5	87,1	12,9	
	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 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	
2015 1° trim.	116,8	-0,3	0,6	-	1,1	-0,3	0,2	0,4	0,0	-4,2	0,2	-	-	
2014 ott.	118,0	0,4	0,7	-0,2	1,2	-0,1	0,0	0,0	-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	0,3	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	
2015 gen.	115,8	-0,6	0,6	-1,8	1,0	-0,3	0,0	0,2	0,0	-3,2	0,0	-0,9	1,2	
feb.	116,6	-0,3	0,7	-1,4	1,2	0,3	0,2	0,6	-0,1	1,6	0,3	-0,5	1,1	
mar. <sup>2)</sup>	117,9	-0,1	0,6	-	1,0	0,2	0,1	-0,1	0,0	1,9	0,0	-	-	

	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						
in perc. del totale nel 2014	19,7	12,2	7,5	36,9	26,3	10,6	10,7	6,4	7,3	3,1	14,8	7,5
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	25	26
2012	3,1	3,1	3,0	3,0	1,2	7,6	1,8	1,5	2,9	-3,2	2,2	2,0
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,5	2,4	-4,2	2,2	0,7
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
2014 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
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
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
2015 1° trim.	0,3	0,5	0,1	-	-0,1	-7,7	-	-	-	-	-	-
2014 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
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
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
2015 gen.	-0,1	0,4	-0,8	-2,8	-0,1	-9,3	1,4	1,4	1,4	-2,1	1,2	1,0
feb.	0,5	0,5	0,4	-2,4	-0,1	-7,9	1,3	1,3	1,5	-1,9	1,6	1,1
mar. <sup>2)</sup>	0,6	0,6	0,7	-	-0,1	-5,8	-	-	-	-	-	-

### 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 <sup>3)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>3) 4)</sup>	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali <sup>3) 4)</sup>
	Totale (indice: 2010 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici (non dest.)			
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
in perc. del totale nel 2010	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9	-	-	-
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	108,7	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	3,5	0,9	6,6	1,5	-1,7	0,4
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,3	-1,6	0,3	-2,0	-1,8
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,4	0,3	0,2	1,0
2014 1° trim.	107,6	-1,6	-1,1	-0,5	-1,8	0,3	0,6	0,5	0,3	-4,1	0,4	-0,6	-0,9
2° trim.	107,1	-1,1	-0,4	-0,2	-1,2	0,3	0,5	0,4	0,4	-3,1	0,2	0,1	0,8
3° trim.	106,8	-1,4	-0,6	-0,1	-0,6	0,4	-0,1	-0,5	0,3	-4,5	0,4	0,4	1,8
4° trim.	106,0	-1,9	-1,6	-0,3	-0,7	0,6	-0,6	-1,2	0,2	-5,8	0,1	0,8	2,5
2014 set.	106,9	-1,5	-0,8	-0,1	-0,5	0,5	-0,4	-0,9	0,2	-4,6	-	-	-
ott.	106,5	-1,3	-0,9	-0,2	-0,4	0,5	-0,6	-1,1	0,3	-4,1	-	-	-
nov.	106,3	-1,6	-1,3	-0,2	-0,5	0,6	-0,6	-1,2	0,2	-4,9	-	-	-
dic.	105,2	-2,7	-2,5	-0,5	-1,0	0,6	-0,7	-1,4	0,1	-8,3	-	-	-
2015 gen.	104,0	-3,5	-3,4	-0,7	-1,7	0,7	-0,9	-1,5	-0,1	-10,5	-	-	-
feb.	104,6	-2,8	-2,6	-0,8	-1,8	0,7	-0,7	-1,3	-0,1	-8,1	-	-	-

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) Stime basate su dati nazionali provvisori (che coprono circa il 95 per cento dell'area dell'euro) e su informazioni preliminari sui prezzi energetici.

3) I dati si riferiscono agli Euro 19.

4) 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 <sup>1)</sup>							Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)						
	Totale (dest.; indice: 2010 = 100)	Totale	Domanda interna			Esportazioni <sup>2)</sup>	Importazioni <sup>2)</sup>		Ponderati in base alle importazioni <sup>3)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>3)</sup>			
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi				Investimenti fissi lordi	Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
in perc. del totale									100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2012	102,4	1,3	1,5	1,9	0,8	1,3	1,9	2,5	86,6	-4,9	0,7	-7,6	-1,2	6,5	-6,9
2013	103,7	1,3	0,9	1,1	1,3	0,4	-0,3	-1,3	81,7	-7,6	-12,0	-5,3	-6,9	-8,2	-5,8
2014	104,7	0,9	0,6	0,6	0,8	0,4	-0,7	-1,7	74,5	-6,4	-0,7	-9,1	-3,0	1,3	-6,6
2014 2° trim.	104,5	0,8	0,6	0,7	0,6	0,4	-0,8	-1,5	79,9	-5,8	-0,4	-8,6	-3,4	1,1	-7,4
3° trim.	104,8	1,0	0,6	0,5	1,0	0,5	-0,5	-1,4	78,0	-4,3	-1,1	-5,8	-1,0	0,4	-2,1
4° trim.	105,0	0,9	0,4	0,3	0,8	0,6	-0,5	-1,9	61,5	-2,4	6,7	-6,6	3,3	9,6	-2,0
2015 1° trim.	-	-	-	-	-	-	-	-	49,0	2,8	10,4	-1,1	8,1	13,7	3,1
2014 ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	69,5	-2,3	4,4	-5,5	1,4	4,8	-1,4
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	64,1	-2,6	6,6	-6,9	3,4	9,8	-1,9
dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,3	-2,2	9,1	-7,5	5,0	14,2	-2,6
2015 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	42,8	1,7	14,2	-4,3	7,8	17,2	0,0
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	52,0	2,0	10,1	-2,1	7,0	12,6	2,1
mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	52,4	4,8	7,2	3,4	9,4	11,4	7,5

### 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	4,8	-	-	-1,8	34,0	57,7	56,7	-	49,9	
2012	2,7	8,1	2,1	-12,7	38,6	52,7	55,1	49,9	47,9	
2013	-0,3	1,7	-1,2	-17,1	29,8	48,5	53,8	49,4	47,8	
2014	-0,8	-1,4	1,2	-17,6	14,3	49,6	53,5	49,7	48,2	
2014 2° trim.	-0,9	-1,0	0,7	-19,9	14,9	48,7	53,9	50,0	48,7	
3° trim.	-0,7	-1,8	0,9	-16,9	11,7	51,2	53,7	49,8	48,4	
4° trim.	-2,1	-4,4	2,8	-15,7	7,9	48,7	52,6	49,0	47,1	
2015 1° trim.	-5,4	-0,7	1,4	-17,0	-2,4	45,8	52,5	48,8	47,6	
2014 ott.	0,4	-6,0	1,9	-17,0	8,5	49,0	53,1	49,0	46,4	
nov.	-1,6	-3,8	3,3	-14,8	8,9	49,0	52,7	48,8	47,1	
dic.	-5,1	-3,5	3,2	-15,2	6,4	48,1	52,0	49,1	47,7	
2015 gen.	-6,0	-3,2	-0,3	-17,1	-0,1	42,0	50,9	48,1	46,5	
feb.	-5,8	0,5	2,0	-17,7	-3,4	44,7	52,4	48,6	47,6	
mar.	-4,4	0,6	2,4	-16,3	-3,8	50,7	54,2	49,7	48,6	

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

1) I dati si riferiscono agli Euro 19.

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

3) 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<sup>1)</sup>

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

	Totale (indice: 2010 =100)		Per settore di attività									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>												
2012	102,4	1,8	2,9	1,8	2,7	2,4	0,1	-0,4	1,8	3,7	0,4	2,8
2013	103,8	1,3	-2,8	1,5	0,9	1,8	1,5	2,3	-2,0	1,5	1,6	2,7
2014	104,8	1,0	-3,0	1,2	0,7	0,9	2,7	0,5	0,2	2,5	1,2	1,8
2014 1° trim.	104,3	0,7	-3,9	0,6	-0,5	0,3	3,0	0,6	0,2	1,4	1,1	0,4
2° trim.	104,6	1,0	-3,6	1,2	-0,1	0,7	2,8	0,9	0,0	2,5	0,9	1,3
3° trim.	105,1	1,2	-3,1	1,2	0,8	0,9	2,9	0,5	0,2	2,5	1,2	1,1
4° trim.	105,4	1,3	0,6	2,5	0,5	0,6	2,9	0,6	0,4	1,9	1,4	1,7
<b>Redditi per occupato</b>												
2012	103,6	1,5	1,3	2,1	2,1	1,5	1,8	0,8	1,5	2,2	0,9	2,0
2013	105,3	1,6	1,1	2,7	1,3	1,4	1,0	2,0	-0,4	1,0	1,7	1,5
2014	106,7	1,3	0,0	2,1	1,4	1,1	1,9	1,5	0,8	1,5	1,2	1,2
2014 1° trim.	106,5	1,6	-0,5	2,5	2,9	1,5	2,6	0,9	0,5	1,6	1,3	1,7
2° trim.	106,6	1,2	0,0	1,9	1,4	1,1	1,8	2,0	0,5	1,4	1,1	1,3
3° trim.	107,0	1,2	0,8	1,8	0,5	1,0	1,5	1,6	1,4	1,6	1,2	1,2
4° trim.	107,5	1,3	0,5	2,3	1,1	1,1	1,6	1,7	1,0	1,3	1,3	0,9
<b>Produttività del lavoro per occupato</b>												
2012	101,2	-0,3	-1,6	0,3	-0,5	-0,9	1,6	1,3	-0,2	-1,4	0,4	-0,7
2013	101,5	0,3	4,0	1,2	0,4	-0,4	-0,5	-0,3	1,6	-0,4	0,1	-1,1
2014	101,8	0,3	3,1	0,9	0,7	0,2	-0,8	1,0	0,6	-1,0	0,0	-0,5
2014 1° trim.	102,1	0,9	3,5	1,9	3,4	1,2	-0,3	0,4	0,3	0,2	0,2	1,3
2° trim.	101,9	0,2	3,8	0,7	1,5	0,3	-1,1	1,1	0,6	-1,2	0,2	0,0
3° trim.	101,8	0,1	4,1	0,6	-0,3	0,1	-1,3	1,0	1,2	-0,9	0,0	0,1
4° trim.	102,0	0,0	-0,1	-0,2	0,6	0,4	-1,3	1,1	0,6	-0,6	-0,1	-0,8
<b>Redditi per ora lavorata</b>												
2012	104,7	2,8	3,1	3,7	5,0	3,2	2,2	1,3	2,0	3,3	1,3	2,9
2013	106,9	2,1	1,5	2,6	2,3	2,0	1,1	2,5	0,6	1,9	1,9	2,1
2014	108,3	1,2	0,6	1,6	1,2	1,2	1,8	1,7	0,9	1,3	1,1	1,6
2014 1° trim.	107,9	1,1	-0,7	1,1	1,2	1,3	2,3	0,7	0,5	1,6	0,8	2,2
2° trim.	108,2	1,3	1,0	2,1	1,6	1,2	1,8	2,6	1,2	1,2	0,8	1,1
3° trim.	108,6	1,3	1,5	1,6	0,6	1,2	1,6	2,0	0,9	1,3	1,3	1,9
4° trim.	108,8	1,1	0,4	1,6	0,8	0,9	1,3	2,4	0,5	1,0	1,2	1,1
<b>Produttività per ora lavorata</b>												
2012	102,4	1,0	-0,9	1,9	2,1	0,6	2,2	2,1	0,7	-0,3	0,9	0,2
2013	103,1	0,7	3,5	1,2	1,4	0,0	-0,4	0,0	2,4	0,2	0,4	-0,5
2014	103,4	0,2	2,5	0,4	0,4	0,3	-0,7	1,3	1,1	-0,9	-0,1	-0,1
2014 1° trim.	103,5	0,3	2,7	0,5	1,6	0,8	-0,7	0,1	0,5	0,2	-0,3	1,7
2° trim.	103,5	0,4	3,5	1,0	1,6	0,6	-1,0	1,8	1,2	-0,9	0,0	0,1
3° trim.	103,4	0,3	3,9	0,4	0,1	0,3	-0,9	1,8	1,9	-0,7	0,1	0,7
4° trim.	103,3	-0,2	-1,7	-0,9	0,0	0,3	-1,3	2,0	0,4	-0,7	-0,2	-0,4

#### 4.6 Indicatori del costo del lavoro<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>
			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
2012	108,9	2,0	2,1	2,1	2,4	1,4	2,2
2013	110,3	1,4	1,5	1,0	1,3	1,6	1,8
2014	111,7	1,2	1,3	0,9	1,2	1,3	1,7
2014 1° trim.	103,8	0,8	1,1	-0,6	0,8	0,7	1,8
2° trim.	115,7	1,5	1,5	1,4	1,6	1,3	1,8
3° trim.	108,8	1,4	1,4	1,4	1,3	1,7	1,7
4° trim.	118,3	1,1	1,1	1,2	1,0	1,3	1,7

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I dati si riferiscono agli Euro 19.

2) 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<sup>1)</sup>

(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			Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	8	9	10	
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	6							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
<b>Consistenze</b>												
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	4.482,6	5.391,4	1.691,2	2.123,2	3.814,4	9.205,8	120,0	417,7	86,5	624,3	9.830,0
2014	967,3	4.948,2	5.915,6	1.602,0	2.129,7	3.731,7	9.647,3	122,2	427,9	108,4	658,5	10.305,8
2014 1° trim.	924,8	4.563,3	5.488,0	1.667,7	2.125,3	3.793,1	9.281,1	117,1	403,2	84,8	605,1	9.886,2
2° trim.	931,5	4.627,3	5.558,9	1.671,1	2.131,2	3.802,3	9.361,2	129,7	396,9	75,8	602,4	9.963,6
3° trim.	948,2	4.745,2	5.693,4	1.647,5	2.136,6	3.784,1	9.477,5	122,4	419,1	68,8	610,4	10.087,8
4° trim.	967,3	4.948,2	5.915,6	1.602,0	2.129,7	3.731,7	9.647,3	122,2	427,9	108,4	658,5	10.305,8
2014 set.	948,2	4.745,2	5.693,4	1.647,5	2.136,6	3.784,1	9.477,5	122,4	419,1	68,8	610,4	10.087,8
ott.	949,5	4.794,0	5.743,5	1.625,7	2.132,5	3.758,2	9.501,7	130,3	432,4	67,0	629,7	10.131,4
nov.	956,5	4.858,0	5.814,5	1.619,3	2.138,4	3.757,7	9.572,2	128,2	434,6	71,6	634,4	10.206,7
dic.	967,3	4.948,2	5.915,6	1.602,0	2.129,7	3.731,7	9.647,3	122,2	427,9	108,4	658,5	10.305,8
2015 gen.	984,8	5.056,1	6.041,0	1.578,7	2.120,8	3.699,4	9.740,4	120,1	439,2	104,0	663,3	10.403,6
feb. (p)	992,5	5.105,5	6.098,0	1.532,9	2.123,5	3.656,4	9.754,4	132,3	443,8	109,7	685,8	10.440,2
<b>Transazioni</b>												
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	245,8	291,1	-111,1	43,9	-67,2	223,9	-12,0	-48,8	-62,8	-123,6	100,3
2014	58,0	369,4	427,3	-96,3	3,6	-92,7	334,6	0,8	7,0	15,8	23,6	358,2
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	8,1	76,6	12,4	-6,0	-5,8	0,5	77,1
3° trim.	16,7	109,1	125,7	-27,1	5,1	-22,0	103,8	-8,1	8,9	2,8	3,5	107,3
4° trim.	19,1	125,2	144,3	-45,3	-9,0	-54,3	90,0	-0,5	11,1	20,1	30,7	120,7
2014 set.	4,9	25,4	30,3	-12,4	2,3	-10,1	20,2	-6,6	1,5	4,3	-0,8	19,4
ott.	1,3	48,3	49,6	-21,3	-4,5	-25,8	23,8	7,9	13,4	-2,0	19,2	43,0
nov.	7,0	64,2	71,3	-6,2	5,9	-0,4	70,9	-2,1	2,3	4,4	4,6	75,5
dic.	10,8	12,7	23,5	-17,7	-10,4	-28,1	-4,7	-6,4	-4,5	17,7	6,9	2,2
2015 gen.	16,4	81,1	97,5	-34,2	-8,3	-42,6	54,9	-2,9	7,1	-5,7	-1,5	53,4
feb. (p)	7,6	47,8	55,4	-20,6	2,7	-17,8	37,6	12,1	4,6	6,7	23,5	61,1
<b>Variazioni percentuali</b>												
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
2014	6,4	8,2	7,9	-5,7	0,2	-2,4	3,6	0,6	1,6	22,9	3,8	3,6
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	5,1	-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
4° trim.	6,4	8,2	7,9	-5,7	0,2	-2,4	3,6	0,6	1,6	22,9	3,8	3,6
2014 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	-1,1	2,5
nov.	5,9	7,1	6,9	-4,5	0,4	-1,8	3,3	6,8	2,6	-16,2	0,2	3,1
dic.	6,4	8,2	7,9	-5,7	0,2	-2,4	3,6	0,6	1,6	22,9	3,8	3,6
2015 gen.	7,7	9,1	8,9	-6,9	-0,1	-3,1	4,0	-4,3	0,1	13,4	0,6	3,7
feb. (p)	7,9	9,3	9,1	-7,6	0,0	-3,3	4,0	0,4	2,4	21,4	4,0	4,0

Fonte: BCE.

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

## 5.2 Depositi di M3<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>2)</sup>	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche <sup>4)</sup>
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Consistenze</b>													
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	801,0	192,8	298,6
2014	1.817,1	1.332,6	368,6	96,4	19,5	5.558,2	2.754,4	810,9	1.990,0	2,8	881,2	218,5	327,1
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	779,8	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	801,1	210,3	314,6
3° trim.	1.789,5	1.283,8	391,1	99,2	15,4	5.531,9	2.686,9	845,1	1.995,1	4,9	794,8	208,4	327,1
4° trim.	1.817,1	1.332,6	368,6	96,4	19,5	5.558,2	2.754,4	810,9	1.990,0	2,8	881,2	218,5	327,1
2014 set.	1.789,5	1.283,8	391,1	99,2	15,4	5.531,9	2.686,9	845,1	1.995,1	4,9	794,8	208,4	327,1
ott.	1.790,5	1.297,4	379,3	100,3	13,5	5.531,9	2.700,0	836,4	1.990,8	4,7	827,4	211,0	321,7
nov.	1.816,1	1.320,0	382,1	100,9	13,1	5.552,5	2.730,6	827,2	1.990,1	4,8	839,4	211,3	324,5
dic.	1.817,1	1.332,6	368,6	96,4	19,5	5.558,2	2.754,4	810,9	1.990,0	2,8	881,2	218,5	327,1
2015 gen.	1.853,7	1.379,4	366,5	96,4	11,4	5.566,9	2.787,5	795,6	1.980,0	3,9	884,9	228,2	341,8
feb. <sup>(p)</sup>	1.852,3	1.393,2	347,9	97,2	13,9	5.563,5	2.809,7	768,5	1.981,0	4,3	904,3	227,2	347,0
<b>Transazioni</b>													
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	-17,4	-14,2	-8,5
2014	68,8	90,5	-25,4	1,2	2,5	141,7	210,1	-65,4	-1,3	-1,7	43,9	5,8	17,2
2014 1° trim.	17,2	21,6	-3,3	0,4	-1,5	25,5	39,1	-11,8	-2,9	1,1	-22,2	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	20,5	4,6	0,9
3° trim.	29,6	33,6	-5,7	1,9	-0,2	47,3	61,9	-16,0	1,0	0,4	-8,3	-2,3	12,6
4° trim.	7,2	16,6	-12,0	-1,4	4,0	27,4	68,7	-32,8	-6,5	-2,0	53,8	-8,7	-9,5
2014 set.	6,4	10,8	-4,8	0,7	-0,3	16,6	21,5	-5,7	0,9	0,0	-8,9	-8,5	3,1
ott.	0,9	13,4	-11,6	1,0	-1,9	-0,1	13,1	-8,6	-4,3	-0,2	32,4	2,6	-5,5
nov.	25,8	22,9	2,8	0,5	-0,4	20,9	30,7	-9,2	-0,7	0,1	12,4	0,3	2,4
dic.	-19,4	-19,8	-3,2	-2,8	6,3	6,5	24,9	-14,9	-1,5	-1,9	9,0	-11,5	-6,4
2015 gen.	23,9	36,4	-4,1	-0,1	-8,3	-3,7	25,2	-20,7	-9,3	1,0	-7,5	8,9	13,9
feb. <sup>(p)</sup>	11,9	13,1	-4,5	0,8	2,6	7,8	22,0	-15,6	0,9	0,5	18,4	-1,3	5,2
<b>Variazioni percentuali</b>													
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	-2,2	-6,9	-2,8
2014	4,0	7,5	-6,3	1,3	14,5	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-37,2	5,3	3,2	5,8
2014 1° trim.	5,7	8,0	-1,3	5,6	24,0	1,6	7,2	-10,0	0,6	-31,0	-5,7	-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	-4,4	1,7	-0,3
3° trim.	6,0	8,6	-2,1	3,4	47,4	2,2	7,3	-7,0	0,1	-20,8	-0,9	2,3	3,3
4° trim.	4,0	7,5	-6,3	1,3	14,5	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-37,2	5,3	3,2	5,8
2014 set.	6,0	8,6	-2,1	3,4	47,4	2,2	7,3	-7,0	0,1	-20,8	-0,9	2,3	3,3
ott.	4,9	8,5	-5,5	2,8	12,0	2,1	6,9	-6,8	0,1	-18,5	0,4	3,4	2,2
nov.	5,2	8,8	-5,3	3,3	17,4	2,4	7,5	-7,1	0,2	-14,7	3,5	4,0	1,1
dic.	4,0	7,5	-6,3	1,3	14,5	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-37,2	5,3	3,2	5,8
2015 gen.	4,7	9,8	-8,0	1,5	-34,7	2,5	8,6	-9,2	-0,2	-20,3	5,9	0,5	7,9
feb. <sup>(p)</sup>	4,6	9,6	-8,8	1,4	-21,8	2,4	8,9	-10,6	-0,2	-24,7	8,1	0,4	6,8

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.
- 2) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie. Nelle statistiche sui bilanci dell'IFM tali società rientrano tra le società finanziarie diverse dalle istituzioni finanziarie monetarie, dalle imprese di assicurazione e dai fondi pensione.
- 3) Include le istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.
- 4) Si riferisce al settore delle amministrazioni pubbliche, escluse le amministrazioni centrali.

### 5.3 Credito a residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(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								
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito	Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari	
					Totale	Corretto per cessazioni e cartolarizzazioni <sup>2)</sup>	A società non finanziarie <sup>3)</sup>	A famiglie <sup>4)</sup>	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>3)</sup>			A imprese di assicurazione e fondi pensione
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Consistenze</b>												
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
2014	3.605,1	1.130,9	2.474,2	12.567,9	10.513,1	-	4.282,7	5.199,7	902,6	128,1	1.279,6	775,2
2014 1° trim.	3.454,0	1.113,0	2.341,0	12.661,8	10.531,2	-	4.337,6	5.232,2	860,6	100,7	1.329,9	800,7
2° trim.	3.447,9	1.101,7	2.346,2	12.588,4	10.464,8	-	4.206,3	5.191,0	868,5	99,0	1.317,3	806,3
3° trim.	3.508,9	1.102,3	2.406,7	12.561,8	10.444,8	-	4.288,1	5.194,6	858,7	103,3	1.307,0	810,1
4° trim.	3.605,1	1.130,9	2.474,2	12.567,9	10.513,1	-	4.282,7	5.199,7	902,6	128,1	1.279,6	775,2
2014 set.	3.508,9	1.102,3	2.406,7	12.561,8	10.444,8	-	4.288,1	5.194,6	858,7	103,3	1.307,0	810,1
ott.	3.523,4	1.097,3	2.426,2	12.544,1	10.431,5	-	4.277,4	5.197,3	853,9	102,9	1.301,0	811,5
nov.	3.538,3	1.108,8	2.429,4	12.533,4	10.431,0	-	4.271,4	5.194,8	857,5	107,4	1.291,8	810,5
dic.	3.605,1	1.130,9	2.474,2	12.567,9	10.513,1	-	4.282,7	5.199,7	902,6	128,1	1.279,6	775,2
2015 gen.	3.651,7	1.148,6	2.503,0	12.639,1	10.585,7	-	4.301,1	5.223,6	922,1	139,0	1.277,7	775,7
feb. <sup>(p)</sup>	3.634,4	1.146,5	2.488,0	12.656,7	10.595,8	-	4.311,9	5.222,7	924,1	137,0	1.271,6	789,3
<b>Transazioni</b>												
2012	185,0	-4,0	189,0	-100,6	-69,1	-13,4	-107,6	26,0	14,5	-2,0	-69,9	38,5
2013	-24,4	-73,6	49,2	-304,5	-247,4	-221,2	-132,8	-3,5	-120,7	9,6	-71,7	14,6
2014	70,8	16,3	54,5	-105,6	-56,9	12,5	-59,5	-14,8	5,9	11,6	-84,1	35,4
2014 1° trim.	13,0	15,2	-2,2	-40,1	-16,2	-13,4	-25,9	7,1	0,1	2,5	-26,8	2,9
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	-19,0	-10,6	-10,9	-18,6	8,2	-4,4	4,2	-14,1	5,7
4° trim.	44,2	12,8	31,4	3,6	17,3	27,6	3,7	5,3	1,7	6,6	-30,8	17,1
2014 set.	5,5	-3,5	9,0	-5,0	7,4	7,8	-3,7	3,8	1,9	5,5	-10,0	-2,5
ott.	18,7	-6,3	25,0	-6,1	-3,7	-1,5	-2,5	4,2	-5,0	-0,4	-7,0	4,6
nov.	4,6	11,2	-6,6	-13,8	2,8	10,4	-3,9	-1,2	3,4	4,5	-10,7	-5,9
dic.	20,8	7,9	13,0	23,5	18,2	18,8	10,0	2,4	3,2	2,5	-13,1	18,4
2015 gen.	33,8	13,5	20,3	11,0	20,2	20,8	-0,7	7,0	3,5	10,5	0,0	-9,3
feb. <sup>(p)</sup>	-22,1	2,8	-24,8	8,8	9,4	16,5	8,5	1,2	1,7	-2,0	-7,4	6,8
<b>Variazioni percentuali</b>												
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
2014	2,0	1,5	2,3	-0,8	-0,5	0,1	-1,4	-0,3	0,5	11,8	-6,2	4,4
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	1,8
4° trim.	2,0	1,5	2,3	-0,8	-0,5	0,1	-1,4	-0,3	0,5	11,8	-6,2	4,4
2014 set.	-0,5	-0,7	-0,4	-1,9	-1,2	-0,6	-2,0	-0,5	-2,6	8,5	-8,6	1,8
ott.	-0,2	-1,4	0,4	-1,6	-1,1	-0,5	-1,9	-0,4	-2,4	5,8	-7,9	2,5
nov.	0,8	0,6	0,9	-1,4	-0,9	-0,2	-1,7	-0,4	-1,0	8,0	-7,2	2,5
dic.	2,0	1,5	2,3	-0,8	-0,5	0,1	-1,4	-0,3	0,5	11,8	-6,2	4,4
2015 gen.	2,3	1,6	2,6	-0,6	-0,2	0,4	-1,2	-0,1	1,4	19,3	-6,2	3,3
feb. <sup>(p)</sup>	1,8	1,5	2,0	-0,4	-0,1	0,6	-0,7	-0,2	0,8	15,3	-5,5	4,0

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.
- 2) Correzione effettuata per la cancellazione dei prestiti dal bilancio delle FMI a causa della loro cessione o cartolarizzazione.
- 3) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie. Nelle statistiche sui bilanci dell'IFM tali società rientrano tra le società finanziarie diverse dalle istituzioni finanziarie monetarie, dalle imprese di assicurazione e dai fondi pensione.
- 4) 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<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Corretto per cessioni e cartolarizzazioni <sup>4)</sup>				2	7			
	<b>Consistenze</b>									
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
2014	4.282,7	-	1.082,5	724,9	2.475,2	5.199,7	-	562,8	3.860,1	776,8
2014 1° trim.	4.337,6	-	1.056,9	732,8	2.548,0	5.232,2	-	572,3	3.864,2	795,7
2° trim.	4.306,3	-	1.058,1	734,1	2.514,1	5.191,0	-	570,3	3.832,2	788,5
3° trim.	4.288,1	-	1.056,6	726,1	2.505,4	5.194,6	-	567,1	3.843,7	783,8
4° trim.	4.282,7	-	1.082,5	724,9	2.475,2	5.199,7	-	562,8	3.860,1	776,8
2014 set.	4.288,1	-	1.056,6	726,1	2.505,4	5.194,6	-	567,1	3.843,7	783,8
ott.	4.277,4	-	1.053,1	723,9	2.500,5	5.197,3	-	568,8	3.847,9	780,6
nov.	4.271,4	-	1.040,1	734,1	2.497,1	5.194,8	-	566,8	3.848,2	779,8
dic.	4.282,7	-	1.082,5	724,9	2.475,2	5.199,7	-	562,8	3.860,1	776,8
2015 gen.	4.301,1	-	1.087,6	735,7	2.477,8	5.223,6	-	565,5	3.879,9	778,2
feb. <sup>(p)</sup>	4.311,9	-	1.089,6	736,4	2.486,0	5.222,7	-	564,7	3.883,7	774,4
	<b>Transazioni</b>									
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
2014	-59,5	-46,5	-12,8	0,6	-47,4	-14,8	41,2	-4,8	-3,2	-6,8
2014 1° trim.	-25,9	-24,8	-6,6	-6,3	-13,0	7,1	8,5	0,0	7,4	-0,3
2° trim.	-18,7	-7,5	3,3	6,0	-28,1	-35,4	9,3	-2,0	-33,1	-0,3
3° trim.	-18,6	-20,1	-3,1	-7,0	-8,5	8,2	9,6	1,2	13,1	-6,1
4° trim.	3,7	6,0	-6,5	8,0	2,2	5,3	13,8	-4,0	9,4	-0,1
2014 set.	-3,7	-3,9	6,2	-3,9	-6,0	3,8	4,3	1,7	5,2	-3,0
ott.	-2,5	-1,8	-1,8	-0,9	0,2	4,2	5,6	1,9	3,9	-1,6
nov.	-3,9	-2,5	-12,6	10,7	-2,0	-1,2	4,9	-1,5	0,0	0,3
dic.	10,0	10,3	7,9	-1,9	4,0	2,4	3,3	-4,4	5,4	1,3
2015 gen.	-0,7	-0,8	-2,7	5,1	-3,1	7,0	7,5	-0,2	7,8	-0,6
feb. <sup>(p)</sup>	8,5	10,5	2,2	0,6	5,7	1,2	6,2	-0,4	3,8	-2,2
	<b>Variazioni percentuali</b>									
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
2014	-1,4	-1,1	-1,2	0,1	-1,9	-0,3	0,8	-0,8	-0,1	-0,9
2014 1° trim.	-3,1	-3,1	-5,0	-5,0	-1,6	-0,1	0,4	-1,9	0,5	-1,5
2° trim.	-2,3	-2,1	-2,7	-3,3	-1,9	-0,6	0,5	-1,4	-0,4	-1,0
3° trim.	-2,0	-1,8	-1,4	-3,4	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,2	-1,7
4° trim.	-1,4	-1,1	-1,2	0,1	-1,9	-0,3	0,8	-0,8	-0,1	-0,9
2014 set.	-2,0	-1,8	-1,4	-3,4	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,2	-1,7
ott.	-1,9	-1,6	-1,0	-3,4	-1,7	-0,4	0,6	0,1	-0,2	-1,7
nov.	-1,7	-1,4	-1,5	-1,8	-1,7	-0,4	0,7	0,1	-0,3	-1,3
dic.	-1,4	-1,1	-1,2	0,1	-1,9	-0,3	0,8	-0,8	-0,1	-0,9
2015 gen.	-1,2	-0,9	-0,8	1,1	-1,9	-0,1	0,9	-0,8	0,1	-0,7
feb. <sup>(p)</sup>	-0,7	-0,4	0,4	1,0	-1,7	-0,2	1,0	-0,8	0,0	-0,9

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5.5 Contropartite di M3 diverse dal credito a residenti nell'area dell'euro<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	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 <sup>3)</sup>	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali <sup>3)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Consistenze in essere</b>										
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	7.305,0	2.373,3	91,5	2.506,3	2.333,9	1.153,9	124,5	183,8	122,1
2014	263,4	7.180,4	2.252,4	92,0	2.374,2	2.461,8	1.391,7	185,0	184,5	139,8
2014 1° trim.	260,9	7.343,3	2.355,5	91,1	2.472,5	2.424,1	1.256,1	118,5	177,0	116,7
2° trim.	270,3	7.295,3	2.301,8	90,1	2.455,1	2.448,4	1.357,6	135,3	171,3	119,0
3° trim.	249,7	7.332,4	2.278,6	92,4	2.457,0	2.504,3	1.419,5	179,8	163,6	121,7
4° trim.	263,4	7.180,4	2.252,4	92,0	2.374,2	2.461,8	1.391,7	185,0	184,5	139,8
2014 set.	249,7	7.332,4	2.278,6	92,4	2.457,0	2.504,3	1.419,5	179,8	163,6	121,7
ott.	254,3	7.270,4	2.264,8	91,8	2.420,2	2.493,6	1.418,0	170,6	183,1	121,1
nov.	256,4	7.262,5	2.258,4	91,0	2.404,7	2.508,5	1.466,5	187,3	184,4	130,8
dic.	263,4	7.180,4	2.252,4	92,0	2.374,2	2.461,8	1.391,7	185,0	184,5	139,8
2015 gen.	305,6	7.289,4	2.240,9	92,8	2.400,4	2.555,3	1.482,0	225,9	202,8	131,3
feb. <sup>(p)</sup>	264,1	7.305,7	2.263,3	91,7	2.394,8	2.555,9	1.455,7	263,1	225,9	144,5
<b>Transazioni</b>										
2012	-4,9	-115,3	-156,3	-10,2	-106,4	157,6	99,4	28,8	9,4	41,5
2013	-46,0	-88,8	-18,6	-14,3	-137,6	81,6	359,2	-64,7	32,2	43,9
2014	-2,8	-165,6	-120,5	1,8	-154,8	107,9	234,1	-9,5	0,7	17,7
2014 1° trim.	0,1	1,6	-11,7	-0,4	-33,1	46,8	88,0	-6,1	-6,7	-5,4
2° trim.	9,4	-65,1	-54,7	-1,0	-15,8	6,5	83,4	15,7	-5,8	2,3
3° trim.	-20,9	-3,1	-28,3	2,3	-28,5	51,5	27,8	33,4	-7,7	2,6
4° trim.	8,5	-99,1	-25,8	1,0	-77,3	3,1	34,9	-52,5	20,9	18,1
2014 set.	-16,9	-2,1	-13,7	0,6	-12,4	23,4	-6,8	6,8	-8,4	4,7
ott.	2,3	-32,4	-12,4	-0,6	-29,6	10,2	13,8	-13,5	19,5	-0,5
nov.	2,1	-19,6	-6,4	-0,8	-13,6	1,2	47,7	19,4	1,3	9,6
dic.	4,1	-47,1	-7,0	2,4	-34,1	-8,3	-26,7	-58,4	0,1	9,0
2015 gen.	40,0	-23,4	-19,8	-0,2	-14,0	10,6	-7,1	32,3	18,2	-8,5
feb. <sup>(p)</sup>	-41,6	-13,9	-4,0	-1,2	-11,0	2,3	-21,4	40,3	23,1	13,2
<b>Variazioni percentuali</b>										
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	3,5	-	-	10,3	23,5
2014	-1,1	-2,2	-5,1	2,0	-6,1	4,5	-	-	0,4	14,5
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	2,6	-	-	-23,8	-4,5
3° trim.	-11,5	-1,1	-4,7	-1,2	-2,7	4,2	-	-	-17,5	-3,2
4° trim.	-1,1	-2,2	-5,1	2,0	-6,1	4,5	-	-	0,4	14,5
2014 set.	-11,5	-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.	-1,7	-1,9	-5,5	-1,1	-4,8	4,8	-	-	-4,4	-6,6
dic.	-1,1	-2,2	-5,1	2,0	-6,1	4,5	-	-	0,4	14,5
2015 gen.	23,9	-2,5	-5,8	2,6	-6,0	4,2	-	-	22,0	26,4
feb. <sup>(p)</sup>	-2,6	-2,6	-5,7	0,8	-5,9	3,8	-	-	26,8	28,4

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 <sup>1)2)</sup>

(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 <sup>3)</sup>			
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 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
3° trim.	-2,5	46,6	46,1	12,5	13,1	15,5	0,4	49,1	45,3	10,3	5,3	2,7	23,1	3,7

### 6.2 Rapporto debito pubblico/PIL <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL; consistenze a fine periodo)

	Totale	Strumento finanziario			Detentore			Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta	
		Bancnote, 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	
														IFM
1	2	3	4	5	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 2° trim.	92,7	2,6	16,6	73,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	92,1	2,6	16,5	73,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

### 6.3 Variazione annuale del rapporto debito pubblico/PIL e fattori sottostanti <sup>1)</sup>

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

	Variazione del rapporto debito/ PIL <sup>4)</sup>	Disavanzo (+)/ avanzo (-) primario	Raccordo disavanzo/debito <sup>5)</sup>								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	Bancnote, 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 2° trim.	1,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,1	-0,2	1,3	2,5
3° trim.	1,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,2	-0,2	0,2	1,2	2,7

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<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Vita residua media <sup>3)</sup>	Rendimento nominale medio <sup>4)</sup>						
	Totale	Capitale <sup>5)</sup>		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	Scadenze fino a 1 anno				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2013	16,6	14,5	5,0	2,1	0,5	6,3	3,5	1,7	1,3	3,7	2,8	1,2	1,8
2014	16,2	14,1	5,2	2,1	0,5	6,4	3,1	1,4	0,4	3,5	2,7	0,8	1,6
2014 2° trim.	16,9	14,8	5,5	2,1	0,5	6,4	3,3	1,6	0,7	3,6	2,7	1,1	1,6
3° trim.	17,6	15,5	5,8	2,1	0,5	6,4	3,2	1,5	0,5	3,5	2,7	0,9	1,6
2014 set.	17,6	15,5	5,8	2,1	0,5	6,3	3,2	1,5	0,5	3,5	2,7	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	2,7	0,9	1,7
nov.	16,3	14,2	5,0	2,1	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,9	1,7
dic.	16,2	14,1	5,2	2,1	0,5	6,4	3,1	1,4	0,4	3,5	2,7	0,8	1,6
2015 gen.	15,9	13,8	5,2	2,1	0,5	6,5	3,0	1,4	0,4	3,5	2,7	0,8	1,7
feb.	16,0	13,9	4,5	2,1	0,5	6,5	3,0	1,4	0,4	3,4	2,7	0,7	1,7

## 6.5 Andamenti delle finanze pubbliche nei paesi dell'area dell'euro<sup>6)</sup>

(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 2° trim.	-3,2	0,5	-0,3	-5,3	-2,9	-6,3	-4,2	-3,0	-4,1	
3° trim.	-3,0	0,7	-0,2	-4,7	-2,2	-5,8	-4,4	-3,1	-2,3	
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 2° trim.	108,8	75,3	10,5	117,0	177,5	96,4	95,2	133,8	109,8	
3° trim.	108,2	74,8	10,5	114,8	176,0	96,8	95,3	131,8	104,7	
	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 2° trim.	0,1	-1,1	0,5	-3,3	-3,0	-1,5	-4,8	-12,7	-2,8	-2,7
3° trim.	0,0	-0,6	0,7	-2,5	-2,7	-1,5	-4,3	-13,0	-3,1	-2,7
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 2° trim.	41,0	38,7	23,2	74,6	69,6	82,3	129,5	78,3	55,6	58,9
3° trim.	40,4	38,3	22,9	71,9	69,0	80,7	131,4	78,1	55,4	58,1

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.



