



BANCA CENTRALE EUROPEA
EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 4 / 2015





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico



Numero 4 / 2015

© Banca centrale europea, 2015

Indirizzo

60314 Frankfurt am Main
Germany

Telefono

+49 69 1344 0

Sito internet

www.ecb.europa.eu

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

Traduzione e pubblicazione a cura della Banca d'Italia.

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 2 giugno 2015.

ISSN 2363-3433 (epub)

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-15-004-IT-E (epub)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-15-004-IT-N (online)

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



INDICE

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

Quadro generale	5
1 Contesto esterno	9
2 Andamenti finanziari	14
3 Attività economica	19
4 Prezzi e costi	25
5 Moneta e credito	29
6 Andamento della finanza pubblica	35

RIQUADRI

Riquadro 1	La crescita del ruolo dell'economia indiana	37
Riquadro 2	Andamenti recenti dei corsi azionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti	41
Riquadro 3	Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 28 gennaio al 21 aprile 2015	46
Riquadro 4	Andamenti recenti del conto corrente dei paesi dell'area dell'euro con ampi disavanzi prima della crisi	50
Riquadro 5	Il monitoraggio della trasmissione del tasso di cambio all'inflazione armonizzata	53
Riquadro 6	Finanziamento non bancario delle SNF nell'area dell'euro durante la crisi	56
Riquadro 7	Rapporto del 2015 sull'invecchiamento della popolazione: i costi dell'invecchiamento demografico in Europa	60
Riquadro 8	L'efficacia dell'obiettivo di medio termine per ancorare le politiche di bilancio	65

ARTICOLI

Il ruolo del bilancio della banca centrale nella politica monetaria	69
La sorveglianza dell'FMI sull'area dell'euro e sui suoi paesi membri	89
La previsione dei corsi petroliferi	99

STATISTICHE

SI



QUADRO GENERALE

Il Consiglio direttivo mantiene un orientamento monetario stabile, attuando con fermezza tutte le sue decisioni di politica monetaria. Secondo le intenzioni, gli acquisti nel quadro del Programma di acquisto di attività (PAA) ampliato (per 60 miliardi di euro al mese) saranno effettuati sino alla fine di settembre 2016 e, in ogni caso, finché il Consiglio direttivo non riscontri un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione coerente con il proprio obiettivo di conseguire tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Nel condurre la sua valutazione, il Consiglio direttivo seguirà la propria strategia di politica monetaria e si concentrerà sulle tendenze dell'inflazione guardando oltre le variazioni di qualsiasi segno di quest'ultima se considerate temporanee e senza implicazioni per le prospettive per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

I programmi di acquisto di attività procedono correttamente e sono visibili effetti positivi. Le misure di politica monetaria hanno contribuito a un allentamento generalizzato delle condizioni finanziarie, che rimangono molto accomodanti. Le aspettative di inflazione sono aumentate rispetto ai minimi di metà gennaio e le condizioni di finanziamento a famiglie e imprese hanno continuato a evolvere favorevolmente. Gli effetti di queste misure si stanno propagando nell'economia e contribuiranno ulteriormente a migliorarne le prospettive.

In un contesto di tassi di interesse estremamente bassi, la crescita della moneta e dei prestiti ha continuato a recuperare. In parte come conseguenza del PAA ampliato, gli indicatori monetari sono migliorati ulteriormente e la dinamica del credito ha continuato a rafforzarsi, pur rimanendo modesta. Ad aprile la contrazione dei prestiti alle società non finanziarie (SNF) ha continuato ad attenuarsi e il tasso di crescita dei prestiti alle famiglie ha registrato un lieve aumento. Questi andamenti sono stati sostenuti da un calo significativo dei tassi sui prestiti bancari in gran parte dell'area dell'euro a partire dall'estate del 2014, oltre che dai segnali di miglioramento sia dell'offerta sia della domanda di tali prestiti. Nel complesso, gli andamenti recenti confermano che le misure di politica monetaria della BCE stanno contribuendo a ripristinare il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria e ad allentare le condizioni del credito bancario. L'indagine di aprile 2015 sul credito bancario nell'area dell'euro mostra in effetti che le condizioni più distese per la concessione di prestiti continuano a sostenere un ulteriore rafforzamento della crescita di questi ultimi, in particolare alle imprese. Inoltre la maggiore concorrenza tra banche nel primo trimestre del 2015 ha favorito un allentamento delle condizioni creditizie che è andato di pari passo con una ripresa della domanda di prestiti da parte delle imprese. A ciò si aggiunge il fatto che, come conferma l'indagine sull'accesso al credito delle imprese dell'area dell'euro, il miglioramento delle condizioni nel mercato creditizio riguarda anche le piccole e medie imprese (PMI) e non solo quelle di grandi dimensioni.

Diversi fattori sostengono la graduale ripresa dell'attività economica e del mercato del lavoro nell'area dell'euro. Nel primo trimestre del 2015 la variazione percentuale del PIL in termini reali sul periodo precedente è salita allo 0,4 per cento, dallo 0,3 del quarto trimestre del 2014. I dati indicano che la ripresa economica si è ampliata, un andamento che può essere ricondotto a diversi fattori. Le misure di politica monetaria della BCE stanno contribuendo ad allentare sostanzialmente le condizioni finanziarie generali e agevolano l'accesso al credito, tanto per le PMI quanto per le imprese più grandi. I progressi compiuti nel risanamento dei conti pubblici e nell'attuazione delle riforme strutturali hanno esercitato un impatto favorevole sulla crescita economica. Inoltre il calo dei prezzi del petrolio spinge il reddito disponibile reale e la redditività delle imprese, sostenendo gli investimenti e i consumi privati, mentre l'indebolimento del tasso di cambio dell'euro ha favorito le espor-

tazioni. In linea con l'ampliamento della ripresa, il mercato del lavoro nell'area dell'euro ha continuato a migliorare lievemente, come riflesso da un calo graduale della disoccupazione, che rimane tuttavia elevata sia nell'insieme dell'area dell'euro sia, a livello nazionale, in una pluralità paesi.

In prospettiva, la ripresa dovrebbe ampliarsi ulteriormente. I consumi privati sono stati il principale fattore di sostegno alla crescita e dovrebbero continuare a trarre beneficio dalla maggiore dinamica salariale dovuta all'aumento dell'occupazione e all'impatto favorevole del calo dei prezzi dell'energia sul reddito disponibile reale. Inoltre, nel 2015 si prevede che a sospendere in maniera più rilevante la ripresa siano gli investimenti delle imprese, sorretti dal rafforzamento della domanda interna ed estera, dalla necessità di ammodernare e ricostituire lo stock di capitale obsoleto, dall'orientamento accomodante della politica monetaria e dall'aumento dei margini operativi lordi. L'atteso rafforzamento della ripresa economica mondiale dovrebbe altresì influire positivamente sulla dinamica delle esportazioni. Al contempo è probabile che i necessari aggiustamenti di bilancio in diversi settori e la lentezza a cui procede l'attuazione delle riforme strutturali possano frenare la ripresa dell'attività economica.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2015¹⁾ prevedono una crescita annua del PIL in termini reali pari all'1,5 per cento nel 2015, all'1,9 per cento nel 2016 e al 2,0 per cento nel 2017. Rispetto all'esercizio svolto dagli esperti della BCE a marzo 2015, le proiezioni per il tasso di crescita del PIL in termini reali rimangono sostanzialmente invariate nell'orizzonte previsivo. Il Consiglio direttivo ritiene che i rischi per le prospettive dell'attività economica, pur rimanendo orientati verso il basso, siano divenuti più bilanciati grazie alle proprie decisioni di politica monetaria e agli andamenti dei corsi petroliferi e dei tassi di cambio.

L'inflazione complessiva avrebbe raggiunto un punto di minimo agli inizi dell'anno, al venir meno degli effetti al ribasso derivanti da precedenti cali dei prezzi dell'energia. La stima rapida di Eurostat indica per maggio 2015 un tasso di inflazione misurato sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) pari allo 0,3 per cento, in rialzo dallo 0,0 per cento di aprile e dal minimo di -0,6 per cento di gennaio. La crescita va ricondotta essenzialmente al minor contributo negativo della componente energetica, che a sua volta rispecchia soprattutto la leggera ripresa delle quotazioni in dollari del petrolio amplificata da un ulteriore deprezzamento dell'euro.

I tassi d'inflazione dovrebbero, in base alle proiezioni, aumentare nel prosieguo dell'anno e registrare un incremento ulteriore nel 2016 e nel 2017. Verso la fine di quest'anno il tasso di variazione della componente energetica dovrebbe essere sospinto verso l'alto da effetti base connessi alla caduta dei corsi petroliferi a fine 2014. Inoltre, l'indebolimento del cambio dell'euro eserciterà pressioni al rialzo. Le spinte sui prezzi interni dovrebbero anche rafforzarsi per l'attesa chiusura dell'output gap, risultante in una maggiore dinamica salariale e in più ampi margini di profitto.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2015 prevedono che l'inflazione misurata sullo IAPC si collochi, in

1) Cfr. l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE per giugno 2015* pubblicato sul sito Internet della BCE il 3 giugno 2015.

media d'anno, allo 0,3 per cento nel 2015, all'1,5 per cento nel 2016 e all'1,8 per cento nel 2017. Rispetto all'esercizio condotto in marzo dagli esperti della BCE, le proiezioni per l'inflazione nel 2015 sono state riviste al rialzo e quelle per il 2016 e il 2017 sono rimaste invariate. Le proiezioni sono subordinate alla piena attuazione delle misure di politica monetaria della BCE. Il Consiglio direttivo continuerà a seguire con attenzione i rischi per le prospettive sull'andamento dei prezzi nel medio periodo e in questo contesto si concentrerà in particolare sulla trasmissione delle sue misure di politica monetaria e sull'evoluzione del quadro geopolitico, del tasso di cambio e dei prezzi dell'energia.

Nella riunione del 3 giugno 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. Nella valutazione del Consiglio direttivo, occorre mantenere un orientamento monetario stabile. La piena attuazione di tutte le misure di politica monetaria fornirà il sostegno necessario all'economia dell'area dell'euro e riporterà in modo durevole l'inflazione verso un livello inferiore ma prossimo al 2 per cento nel medio periodo.

I CONTESTO ESTERNO

L'economia mondiale continua a espandersi seguendo un profilo di ripresa disomogeneo. Il calo significativo dei corsi petroliferi dallo scorso anno (malgrado il recente recupero) dovrebbe stimolare l'attività globale. Anche le condizioni di finanziamento continuano a fornire un contributo positivo. I paesi avanzati registrano un miglioramento delle prospettive, in quanto si attenuano gli aspetti negativi del processo di ridimensionamento della leva finanziaria e delle azioni di risanamento dei conti pubblici. Per contro, le condizioni in alcune economie emergenti si sono deteriorate e il commercio mondiale ha rallentato. L'inflazione su scala internazionale è diminuita per la caduta dei prezzi del petrolio e l'ampio margine di capacità produttiva inutilizzata a livello mondiale dovrebbe contenere le pressioni inflazionistiche.

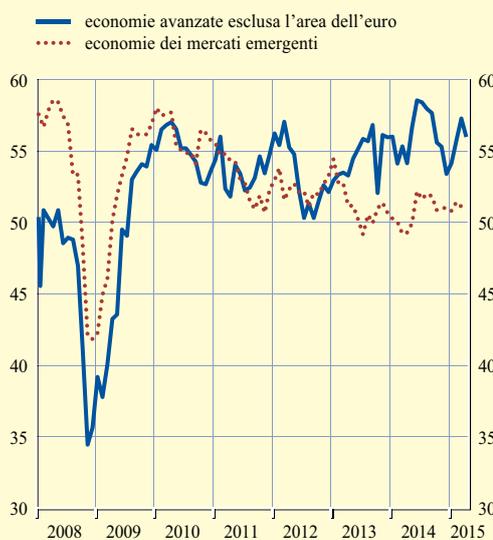
ATTIVITÀ ECONOMICA E COMMERCIO MONDIALE

La crescita mondiale si è attenuata nel primo trimestre del 2015, poiché l'economia globale ha continuato a espandersi seguendo un profilo di ripresa disomogeneo. La crescita nelle economie avanzate è diminuita, in un contesto in cui il perdurante rafforzamento in Giappone è stato controbilanciato dalla dinamica fiacca negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Nei paesi emergenti si è osservata una decelerazione maggiore. La minore espansione degli investimenti, specie nel settore immobiliare, ha pesato sulla crescita in Cina. L'incertezza elevata, il calo di fiducia e l'alto tasso di inflazione frenano altresì l'attività in Brasile e Russia. Alcuni fattori temporanei sono parzialmente responsabili della debole dinamica economica globale agli inizi dell'anno. In particolare, le condizioni meteorologiche avverse e le turbative nell'operatività dei porti della costa occidentale hanno influito negativamente sugli andamenti economici negli Stati Uniti. Al tempo stesso gli indicatori delle indagini congiunturali segnalano la tenuta di fondo dell'economia mondiale, a suggerire che la recente debolezza dell'attività costituisce un fenomeno congiunturale e non un rallentamento più sostanziale (cfr. figura 1).

Nonostante il rialzo recente, i corsi petroliferi rimangono ben al di sotto del massimo di giugno 2014. La ripresa dei prezzi del petrolio rispetto al minimo di metà gennaio 2015 va ricondotta principalmente ai segnali di minore crescita della produzione di petrolio di scisto negli Stati Uniti, che si è riflessa nella diminuzione di piattaforme estrattive. Nel contempo la domanda mondiale di greggio evidenzia un lieve rafforzamento. La crescita dell'offerta mondiale e le scorte di petrolio rimangono tuttavia elevate poiché i paesi dell'OPEC continuano a produrre a livelli superiori all'obiettivo e il mercato è ancora contraddistinto da un'alta

Figura 1 PMI composito del prodotto mondiale

(indice di diffusione)



Fonte: Markit.

Note: l'ultima osservazione si riferisce ad aprile 2015. "Economie dei mercati emergenti" si riferisce a Brasile, Cina, India e Russia; "economie avanzate" si riferisce a Giappone, Stati Uniti e Regno Unito.

volatilità. Stando alla curva dei contratti future, gli operatori hanno previsto un aumento graduale delle quotazioni petrolifere negli anni a venire.

Il calo dei prezzi del petrolio dovrebbe stimolare la domanda mondiale. La caduta delle quotazioni del greggio pesa sulle prospettive dei paesi esportatori a causa dei minori proventi petroliferi, mentre dovrebbe avvantaggiare le economie importatrici grazie all'effetto positivo sul reddito reale delle famiglie. Nel complesso, i minori corsi petroliferi dovrebbero imprimere slancio alla domanda mondiale. Gli indicatori del clima di fiducia dei consumatori sono aumentati nelle economie avanzate a partire dalla metà dello scorso anno (cfr. figura 2).

Le condizioni di finanziamento continuano a sostenere l'economia mondiale. Gli operatori si attendono ancora un inasprimento monetario negli Stati Uniti e nel Regno Unito a ritmi molto gradualmente, mentre la Banca del Giappone si è impegnata a proseguire la politica di allentamento quantitativo. Tendenze disinflazionistiche hanno determinato un allentamento monetario in Cina, in India e in diverse altre economie emergenti. Tra le maggiori economie emergenti, il Brasile è l'unico ad aver innalzato i tassi ufficiali poiché il deprezzamento del cambio ha alimentato spinte inflazionistiche. Il mantenimento di politiche monetarie accomodanti ha continuato ad assicurare condizioni finanziarie distese a livello mondiale. I mercati azionari evidenziano ancora una tenuta generalmente buona e la volatilità resta bassa. I rendimenti sui titoli di stato hanno tuttavia registrato un forte aumento nelle ultime settimane, dopo essere diminuiti nella parte iniziale dell'anno. Benché in gran parte delle economie avanzate siano tuttora prossimi ai livelli osservati a fine 2014, la brusca correzione dei rendimenti ha messo in evidenza il possibile rischio a medio termine di un ulteriore, pronunciato aumento a partire da livelli ancora molto bassi, con conseguenze potenzialmente significative per l'economia mondiale.

Le prospettive nelle economie avanzate migliorano al ridursi degli effetti sfavorevoli che hanno frenato l'attività dallo scoppio della crisi finanziaria. Il processo di ridimensionamento della leva finanziaria nel settore privato ha registrato dei progressi, seppur con ritmi differenti nei vari paesi. Anche le azioni di risanamento dei conti pubblici nelle economie avanzate dovrebbero rallentare rispetto alle fasi iniziali della ripresa. I mercati del lavoro continuano a migliorare, in un contesto in cui l'occupazione registra una crescita robusta in alcuni paesi e i tassi di disoccupazione scendono. Infine, la maggiore disponibilità di finanziamenti esterni, la più solida espansione degli utili e la minore incertezza favoriscono nell'insieme l'ampliamento e il rafforzamento dell'attività di investimento a medio termine.

Le prospettive per le principali economie avanzate sostengono la crescita mondiale. Dopo il rallentamento dell'attività nel primo trimestre, la crescita negli Stati Uniti dovrebbe

Figura 2 Fiducia dei consumatori nei paesi OCSE

(indice, media di lungo termine=100; corretto per l'ampiezza)



Fonte: OCSE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce ad aprile 2015.

aumentare nel resto dell'anno. Il passato apprezzamento del tasso di cambio effettivo del dollaro statunitense agirà da freno sulla crescita delle esportazioni e il calo dei corsi petroliferi peserà sugli investimenti nel settore energetico. Si prevede tuttavia che l'attività economica statunitense tragga beneficio dal rafforzamento della spesa delle famiglie dopo l'impulso ai redditi reali fornito dai ribassi del petrolio, dalle condizioni finanziarie favorevoli e dal perdurante miglioramento del mercato del lavoro e delle abitazioni. L'attività in Giappone sta recuperando dopo il calo che ha fatto seguito all'aumento dell'IVA ad aprile del 2014 e ha registrato una forte espansione nel primo trimestre del 2015. In prospettiva, l'attività dovrebbe rafforzarsi lentamente in un contesto in cui le famiglie beneficiano dell'aumento dei redditi reali conseguente al calo dei corsi petroliferi e le esportazioni avvertono l'impatto positivo del deprezzamento passato dello yen giapponese. L'economia britannica si è indebolita nel primo trimestre del 2015 ma dovrebbe rafforzarsi: il calo dei prezzi dell'energia e l'accelerazione della dinamica salariale sorreggono infatti i consumi privati, mentre gli investimenti delle imprese recuperano grazie all'aumento della domanda e all'allentamento delle condizioni creditizie.

Per contro, le prospettive in alcune grandi economie emergenti sono peggiorate. In Cina sia il rallentamento del mercato delle abitazioni sia il calo della produzione in molti settori dell'industria pesante hanno gravato sulla crescita nel primo trimestre di quest'anno. L'economia dovrebbe beneficiare nel breve periodo della caduta dei corsi petroliferi e del recente allentamento monetario, mentre più a lungo termine si prevede che rallenti in un contesto in cui la classe dirigente affronta le fragilità finanziarie e gli squilibri macroeconomici. Le prospettive per il Brasile si sono deteriorate in quanto la crescita è stata frenata da strozzature dal lato dell'offerta, squilibri interni, inflazione elevata, azioni di risanamento dei conti pubblici e condizioni finanziarie più restrittive. La Russia dovrebbe attraversare una fase di profonda recessione nel 2015. Nonostante il lieve allentamento delle condizioni finanziarie da marzo 2015, i costi di finanziamento restano elevati. L'incertezza è alta e gli indicatori del clima di fiducia delle imprese si collocano su livelli bassi, mentre i minori proventi petroliferi dovrebbero determinare un netto ridimensionamento della spesa pubblica.

In ogni caso, non tutte le economie emergenti evidenziano prospettive deboli: in particolare quelle importatrici nette di petrolio, dovrebbero registrare tassi di espansione ragionevolmente solidi. I paesi dell'Europa centrale e orientale dovrebbero beneficiare del rafforzamento della domanda interna e delle migliori prospettive nell'area dell'euro. Alcune economie emergenti dell'Asia dovrebbero altresì mantenere tassi di espansione robusti, poiché i minori corsi petroliferi influiscono positivamente sul reddito disponibile reale, controbilanciando in parte l'impatto della minore crescita in Cina. Come evidenziato nel Riquadro 1, i progressi nell'attuazione delle riforme strutturali hanno determinato un miglioramento del clima di fiducia in India, che quest'anno dovrebbe registrare il ritmo di crescita più elevato del mondo.

La minore espansione delle economie emergenti ha frenato la crescita del commercio internazionale. Le statistiche sull'interscambio mondiale di beni mostrano un calo dell'1,6 per cento delle importazioni globali in termini di volume nel primo trimestre del 2015 rispetto al trimestre precedente. Anche se il rallentamento ha riflesso in misura sostanziale l'estrema debolezza delle importazioni dalla Cina, che potrebbe in parte rispecchiare la volatilità attorno al Capodanno cinese, la tendenza di fondo sembra indicare un indebolimento degli scambi. Gli indicatori delle indagini congiunturali segnalano altresì prospettive lievemente peggiori

per l'interscambio globale nel breve periodo (cfr. figura 3). A più lungo termine, si prevede un rafforzamento moderato del commercio mondiale. La ripresa riflette la prevista espansione dell'attività globale e l'aspettativa che il recupero ciclico degli investimenti, specie nelle economie avanzate, faccia aumentare il contributo degli scambi alla crescita mondiale. Al tempo stesso fattori strutturali hanno influito sul commercio internazionale negli ultimi anni, poiché le imprese hanno ridotto la complessità e la lunghezza delle rispettive catene di approvvigionamento e di conseguenza le catene produttive mondiali non sostengono più come in passato l'espansione degli scambi a livello globale. È pertanto improbabile che nei prossimi anni l'interscambio internazionale cresca allo stesso ritmo dei decenni scorsi.

Nell'insieme, la ripresa mondiale a breve termine dovrebbe essere meno vigorosa del previsto.

Le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2015 prevedono un graduale incremento della crescita in termini reali del PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) dal 3,4 per cento nel 2015 a poco più del 4 per cento nel 2016 e nel 2017. Il tasso di espansione della domanda estera dell'area dell'euro dovrebbe salire dal 2,2 per cento nel 2015 a circa il 5 per cento entro il 2017. Rispetto all'esercizio di marzo, le aspettative per la crescita e la domanda estera sono state riviste al ribasso riflettendo nel breve periodo le più deboli prospettive in diversi paesi e, più a lungo termine, la minore espansione delle economie emergenti.

I rischi per le prospettive dell'attività e del commercio mondiale restano orientati verso il basso.

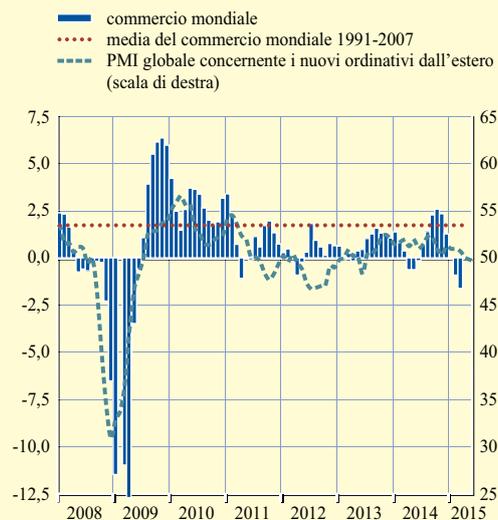
Da un lato l'impatto dei minori corsi petroliferi sulle prospettive per la crescita mondiale potrebbe essere maggiore di quello considerato nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2015. Dall'altro, negli Stati Uniti gli operatori continuano ad attendersi che il ritmo di innalzamento dei tassi di interesse sia inferiore a quello previsto nelle ultime proiezioni del FOMC. Una normalizzazione delle politiche monetarie più rapida rispetto alle attese attuali dei mercati potrebbe far mutare la percezione del rischio. Nei mercati emergenti gli andamenti ciclici e strutturali sfavorevoli che hanno frenato l'attività negli ultimi mesi potrebbero esercitare effetti più forti e prolungati del previsto. In Cina, la robusta espansione del credito e l'alto grado di leva comportano rischi per la stabilità finanziaria. Le prospettive restano gravate anche da rischi geopolitici e uno scenario di nuovo aumento delle tensioni tra la Russia e l'Ucraina avrebbe implicazioni sfavorevoli per la crescita mondiale.

ANDAMENTI DEI PREZZI A LIVELLO INTERNAZIONALE

L'inflazione mondiale rimane bassa, riflettendo il calo dei prezzi dell'energia. Nell'area dell'OCSE l'inflazione al consumo sui dodici mesi, che era diminuita dalla metà dello scorso anno, è rimasta moderata ed è scesa allo 0,4 per cento ad aprile 2015. Nel contempo il tasso

Figura 3 Volume del commercio mondiale di beni

(variazioni percentuali sui tre mesi precedenti; scala di sinistra: contributi in punti percentuali; scala di destra: indice di diffusione)



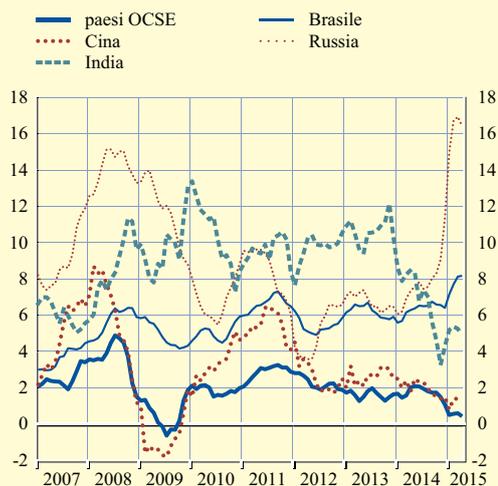
Fonti: Markit, CPB ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce a maggio 2015 per l'indice PMI e a marzo 2015 per il commercio mondiale.

annuale calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è rimasto più stabile, nonostante sia sceso leggermente in aprile, a indicare che le spinte deflazionistiche generali sono rimaste più moderate. Al di fuori dell'OCSE l'inflazione si è mantenuta su livelli modesti in Cina e in India. In Brasile e Russia è invece rimasta elevata, poiché il deprezzamento della valuta locale ha fatto salire i prezzi all'importazione (cfr. figura 4).

In prospettiva l'inflazione mondiale dovrebbe aumentare gradualmente. Si prevede che i precedenti cali dei prezzi delle materie prime contribuiscano a mantenere bassa l'inflazione mondiale nel breve periodo, ma che il venir meno di tali effetti ritardati ne determini poi un aumento. Successivamente, la prevista ripresa dell'attività economica globale dovrebbe ridurre il margine di capacità produttiva inutilizzata. Inoltre, la curva dei prezzi dei contratti future sul petrolio segnala un recupero graduale negli anni a venire, al pari di quella dei prezzi dei future per le materie prime non petrolifere.

Figura 4 Inflazione nei paesi dell'OCSE e in alcuni mercati emergenti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: dati nazionali e OCSE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce ad aprile 2015.

2 ANDAMENTI FINANZIARI

Dopo aver raggiunto minimi storici intorno a metà aprile, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine con rating AAA sono tornati all'inizio giugno sui livelli osservati a gennaio in corrispondenza dell'annuncio del programma ampliato di acquisto di attività (PAA). Tuttavia, in una prospettiva di più lungo periodo la maggior parte dei rendimenti dei titoli di Stato nell'area dell'euro rimangono molto bassi su tutte le scadenze. Altre attività finanziarie sono state fortemente influenzate dal mercato delle obbligazioni sovrane, dal momento che i rendimenti sulle obbligazioni societarie hanno rispecchiato quelli delle obbligazioni sovrane e gli andamenti dei mercati azionari nell'area dell'euro hanno risentito del calo e del successivo aumento dei rendimenti nell'area. Il tasso di cambio effettivo dell'euro è rimasto sostanzialmente stabile negli ultimi mesi.

Dopo aver raggiunto i minimi storici intorno a metà aprile, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine con rating AAA sono tornati all'inizio di giugno sui livelli osservati a gennaio in corrispondenza dell'annuncio del programma ampliato di acquisto di attività. Nella prima metà del periodo in esame, ossia dagli inizi di marzo a metà aprile, si è registrata una ulteriore significativa compressione dei rendimenti all'interno dell'area dell'euro. Durante tale periodo il tasso Eonia a termine a dieci anni è sceso di circa 50 punti base (cfr. figura 5), toccando un nuovo minimo storico dello 0,65 per cento. Nella seconda metà del periodo considerato, ossia dalla metà di aprile agli inizi di giugno, la compressione dei rendimenti è stata più che compensata, considerando che il tasso Eonia a termine a dieci anni è salito a circa 1,7 per cento. Poiché le scadenze brevi sono rimaste ancorate al tasso della BCE sui depositi presso la banca centrale, pari allo 0,20 per cento, l'inclinazione della curva dei rendimenti si è accentuata sensibilmente. Un andamento sostanzialmente simile è stato registrato per i rendimenti dei titoli sovrani tedeschi dal momento che il rendimento delle obbligazioni sovrane tedesche a dieci anni è sceso quasi a zero e quello sui titoli a 30 anni è calato a circa 50 punti base a metà aprile (cfr. figura 6). All'inizio giugno entram-

Figura 5 Curva a termine dell'Eonia

(percentuali in ragione d'anno)

— 2 giugno 2015
... 20 aprile 2015
- - - dopo la riunione del Consiglio direttivo del 5 marzo 2015
— dopo la riunione del Consiglio direttivo del 22 gennaio 2015

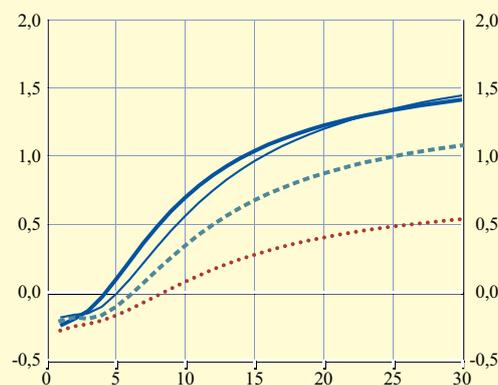


Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Figura 6 Curva dei rendimenti zero coupon per la Germania

(percentuali in ragione d'anno)

— 2 giugno 2015
... 20 aprile 2015
- - - dopo la riunione del Consiglio direttivo del 5 marzo 2015
— dopo la riunione del Consiglio direttivo del 22 gennaio 2015



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

bi i rendimenti sono tornati su livelli simili a quelli osservati a gennaio in corrispondenza dell'annuncio del PAA.

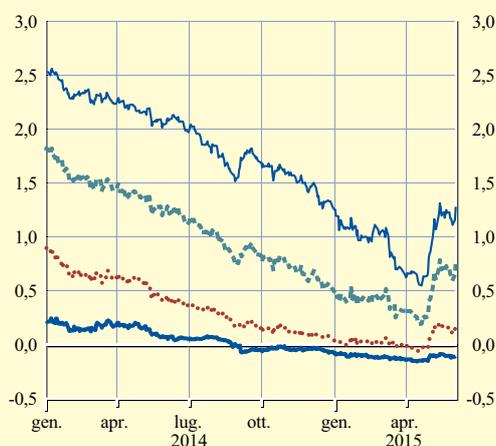
In una prospettiva di più lungo periodo, tuttavia, i rendimenti dei titoli di Stato nell'area dell'euro rimangono in gran parte molto bassi su tutte le scadenze, riflettendo l'orientamento accomodante della politica monetaria della BCE (incluso il Programma di acquisto di attività del settore pubblico, PSPP). Il fatto che il PSPP sia stato previsto dal mercato con ampio anticipo rispetto al suo annuncio ha determinato un significativo aggiustamento dei rendimenti prima dell'inizio degli acquisti, con i tassi degli swap a più lunga scadenza sull'Eonia scesi anche di 50 punti base tra la fine di agosto 2014 e la data dell'annuncio del PSPP in gennaio (cfr. figura 7). La volatilità osservata nei rendimenti dell'area dopo l'inizio degli acquisti nel quadro del PSPP riflette probabilmente un insieme di fattori, fra cui una serie di sorprese positive relative all'economia dell'area nella prima metà del periodo in esame, fattori tecnici di mercato (come le pressioni dal lato dell'offerta e la scarsa liquidità di mercato) e il processo di apprendimento del mercato che si sta adattando ai consistenti acquisti di obbligazioni del settore pubblico da parte dell'Eurosistema. Tra l'inizio degli acquisti nell'ambito del PSPP il 9 marzo e la fine di maggio l'Eurosistema ha sottoscritto obbligazioni del settore pubblico per 147 miliardi di euro con una scadenza media di poco superiore agli otto anni.

La recente volatilità dei rendimenti è stata associata principalmente alla volatilità dei tassi reali. Una scomposizione contabile delle variazioni del tasso swap sull'Eonia a dieci anni mostra che la sua volatilità è dovuta in gran parte alle variazioni del tasso reale, mentre il tasso swap indicizzato all'inflazione si mantiene relativamente stabile (cfr. figura 8). La sezione 4 su prezzi e costi contiene maggiori informazioni sulle aspettative di inflazione.

Figura 7 Tassi swap sull'EONIA

(percentuali in ragione d'anno)

- tasso swap sull'EONIA a due anni
- ... tasso swap sull'EONIA a cinque anni
- - - tasso swap sull'EONIA a dieci anni
- tasso swap sull'EONIA a trenta anni

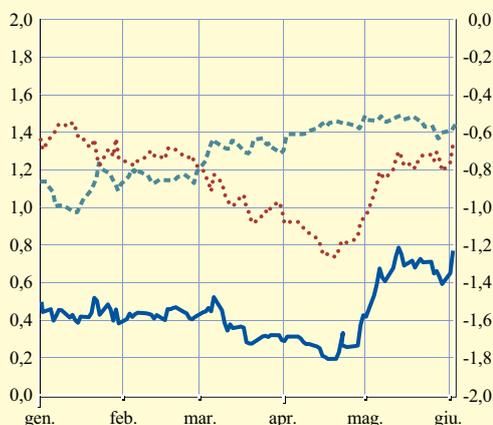


Fonte: Bloomberg.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce al 2 giugno 2015.

Figura 8 Tassi swap a dieci anni reali, nominali e indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro

(percentuali in ragione d'anno)

- tasso swap nominale sull'EONIA a dieci anni (scala di sinistra)
- ... tasso swap indicizzato all'inflazione a dieci anni (scala di sinistra)
- - - tasso swap reale a dieci anni (scala di destra)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Note: il tasso swap reale a dieci anni è ricavato dal tasso swap sull'EONIA a dieci anni e dal tasso swap indicizzato all'inflazione su dieci anni. L'ultima osservazione si riferisce al 2 giugno 2015.

I paesi dell'area dell'euro con merito di credito più basso hanno registrato un ampliamento dei differenziali di rendimento rispetto alla Germania durante il periodo interessato.

Tale ampliamento è stato determinato soprattutto dalle incertezze che circondano l'accesso ai finanziamenti della Grecia e dalla maggiore emissione di titoli di Stato con scadenze più lunghe in alcuni paesi. Il differenziale di rendimento a dieci anni è cresciuto di circa 40 punti base in Spagna e Italia e di circa 60 punti base in Portogallo. Tuttavia, in una prospettiva a più lungo termine, si è osservata una convergenza tra i rendimenti sovrani significativa e relativamente costante all'interno dell'area dell'euro (salvo la Grecia) a partire dagli elevati livelli osservati nel luglio 2012.

Nella maggior parte dei paesi, altre classi di attività acquistate nel quadro del PAA, ossia le obbligazioni garantite e le attività cartolarizzate (asset-backed securities, ABS), hanno rispecchiato gli andamenti dei titoli sovrani con rating elevato.

In alcuni paesi, tuttavia, le obbligazioni garantite e le ABS hanno risentito delle incertezze circa l'accesso ai finanziamenti della Grecia. Di conseguenza, i differenziali sulle obbligazioni garantite e i margini sugli sconti per le ABS nei paesi con merito di credito più basso sono lievemente aumentati durante il periodo in esame.

Gli andamenti delle obbligazioni societarie e delle azioni sono stati trainati da quelli dei mercati delle obbligazioni sovrane.

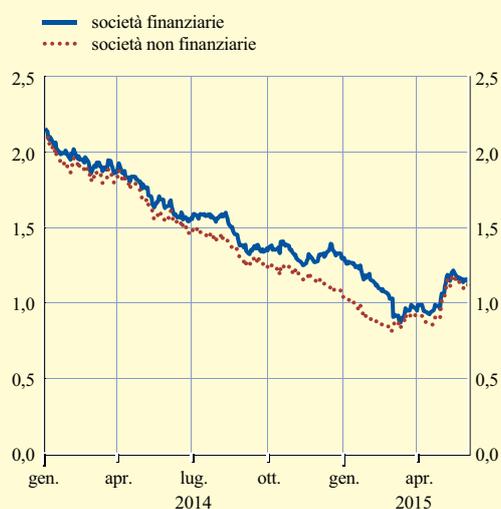
I rendimenti delle obbligazioni societarie (di emittenti sia finanziari sia non finanziari) sono scesi nella prima metà del periodo in esame, per poi aumentare (cfr. figura 9), rispecchiando quindi andamenti nei mercati delle obbligazioni sovrane. Analogamente, i mercati azionari dell'area dell'euro hanno avuto un andamento positivo nella prima metà del periodo interessato, con l'indice generale Euro Stoxx che ha guadagnato circa il 7 per cento a metà aprile. Questa ottima performance ha coinciso con la flessione dei rendimenti sovrani nell'area dell'euro, che ha provocato un calo del costo futuro atteso del finanziamento e un aumento del valore attualizzato degli utili societari futuri attesi. Quando i rendimenti sovrani sono tornati ad aumentare, i rialzi azionari sono stati in buona parte annullati, considerando che l'indice Euro Stoxx è aumentato meno dell'1 per cento nel intero periodo in esame. Nello stesso arco di tempo, l'indice azionario statunitense Standard and Poor's 500 è rimasto pressoché invariato. I rendimenti azionari negli Stati Uniti hanno registrato risultati migliori rispetto a quelli dei mercati azionari nell'area dell'euro in una prospettiva a più lungo termine (cfr. riquadro 2).

Le performance delle azioni finanziarie e di quelle non finanziarie nell'area dell'euro sono rimaste sostanzialmente in linea nel periodo interessato.

Dai primi mesi del 2014 i titoli non finanziari hanno registrato risultati nettamente migliori rispetto alle azioni finanziarie nell'area dell'euro

Figura 9 Rendimenti delle obbligazioni societarie nell'area dell'euro

(percentuali in ragione d'anno)



Fonti: iBoxx e BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce al 2 giugno 2015.

(cfr. figura 10), mentre negli Stati Uniti l'incremento dei corsi delle azioni finanziarie è stato pari a quello dei titoli non finanziari.

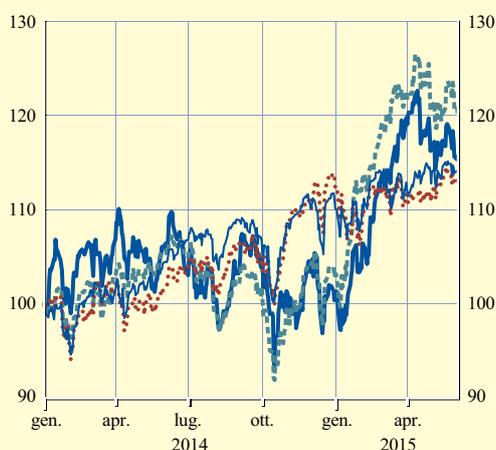
L'Eonia è sceso gradualmente a fronte di un aumento della liquidità in eccesso. L'aumento della liquidità in eccesso a seguito del programma di acquisto di attività (PAA) e l'operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine regolata in marzo hanno indotto un graduale calo dell'Eonia, che è sceso dal -0,06 al -0,12 per cento tra il 5 marzo e il 2 giugno. Il rialzo dell'Eonia solitamente osservato alla fine del mese è stato più contenuto che in passato, con il fixing di fine mese negativo per la prima volta in aprile. Il fixing dell'Euribor a tre mesi è stato negativo per la prima volta il 21 aprile e si è collocato al -0,01 per cento il 2 giugno. Il riquadro 3 esamina più approfonditamente le condizioni di liquidità e le operazioni di politica monetaria.

Il tasso di cambio effettivo dell'euro è rimasto sostanzialmente stabile negli ultimi mesi (cfr. figura 11). Tra gli inizi di marzo e metà aprile l'euro si è complessivamente deprezzato su altre valute principali e ha evidenziato una volatilità lievemente più elevata rispetto ai mesi precedenti, in linea con le mutevoli valutazioni circa le prospettive per i tassi di interesse nell'area dell'euro rispetto ad altre importanti economie. Successivamente, nel periodo fino a metà maggio, l'euro si è fortemente apprezzato sia in termini effettivi sia nei confronti del dollaro statunitense, riguadagnando in parte il terreno perduto, in un contesto caratterizzato dalla riduzione dei differenziali sui rendimenti delle obbligazioni a lungo termine tra gli Stati Uniti e l'area dell'euro. Tuttavia, nella seconda metà di maggio l'euro si è indebolito di nuovo, tornando su livelli simili a quelli dei primi di marzo e portandosi su un livello inferiore dell'8,9 per cento rispetto a quello osservato un anno prima. In termini bilaterali, l'euro si è

Figura 10 Indici dei prezzi azionari delle società finanziarie e non finanziarie

(1° gennaio 2014 = 100)

- società finanziarie dell'area dell'euro
- società finanziarie statunitensi
- - - società non finanziarie dell'area dell'euro
- società non finanziarie statunitensi

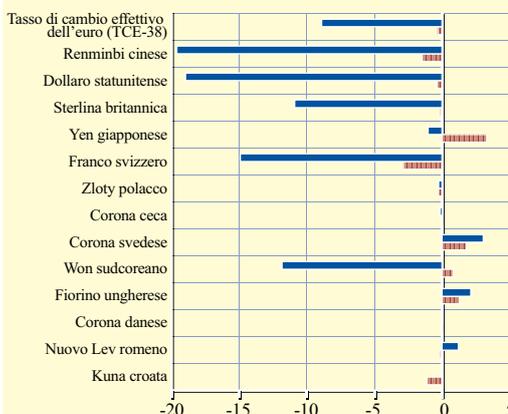


Fonte: Thomson Reuters.
Note: dati ricavati dagli indici di mercato Datastream.
L'ultima osservazione si riferisce al 2 giugno 2015.

Figura 11 Variazioni del tasso di cambio dell'euro rispetto ad alcune valute

(in percentuale)

- dal 2 giugno 2014
- dal 5 marzo 2015



Fonte: BCE.
Note: variazioni percentuali al 2 giugno 2015. Il TCE-38 è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro calcolato rispetto alle divise dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro.

deprezzato dello 0,4 per cento nei confronti del dollaro statunitense nel periodo dai primi di marzo al 2 giugno. L'euro si è altresì deprezzato nei confronti della sterlina britannica, del franco svizzero, del rublo russo e del renminbi cinese. Per contro, la moneta unica si è apprezzata sullo yen giapponese e sulle divise dei paesi esportatori di materie prime, ma anche su diverse valute delle economie emergenti. La corona danese ha continuato a essere scambiata a una quotazione prossima al tasso di cambio centrale nell'ambito dell'AEC II (Accordi europei di cambio).

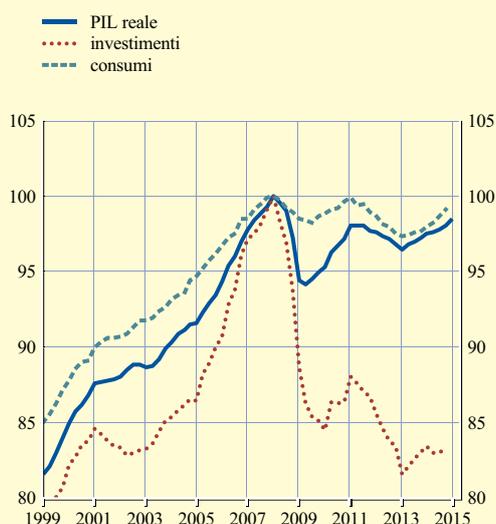
3 ATTIVITÀ ECONOMICA

La ripresa economica dell'area dell'euro ha continuato a mostrare un graduale consolidamento, il mercato del lavoro è migliorato e una serie di fattori ha recentemente fornito un crescente sostegno all'attività dell'area. Il calo dei prezzi del petrolio sta rafforzando il reddito reale disponibile, sostenendo i consumi privati. Il recente deprezzamento del tasso di cambio dell'euro sta favorendo le esportazioni. Il programma ampliato di acquisto di attività (PAA) della BCE dovrebbe contribuire ulteriormente a rendere più favorevoli le condizioni finanziarie complessive e a migliorare l'accesso al credito anche per le piccole e medie imprese (PMI). In prospettiva, nei prossimi trimestri la ripresa ciclica dovrebbe essere più in grado di autoalimentarsi, trainata dalla domanda sia interna sia estera, e la disoccupazione dovrebbe diminuire ulteriormente. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel giugno 2015 prevedono una crescita del PIL reale dell'1,5 per cento nel 2015, dell'1,9 nel 2016 e del 2,0 nel 2017.

La domanda interna si è rafforzata nel primo trimestre del 2015. Nel primo trimestre del 2015 il PIL reale è aumentato dello 0,4 per cento in termini congiunturali, dopo un aumento dello 0,3 nel quarto trimestre del 2014 (cfr. figura 12). Pur in assenza di dati disponibili sulla scomposizione dei conti al momento della pubblicazione del presente bollettino economico, gli indicatori economici e i dati nazionali suggeriscono che la domanda interna sia ancora la principale determinante della crescita nel primo trimestre del 2015. Le esportazioni nette avrebbero fornito un contributo lievemente negativo alla crescita, in particolare a causa della domanda mondiale relativamente debole espressa dai mercati emergenti.

Figura 12 PIL in termini reali, investimenti e consumi dell'area dell'euro

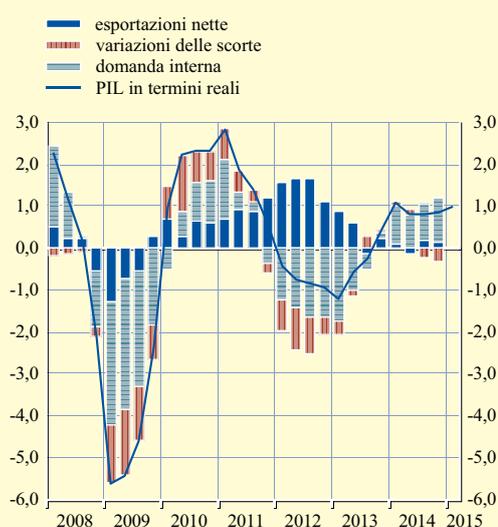
(indice 1° trim. 2008=100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 13 Crescita del PIL in termini reali e sue componenti nell'area dell'euro

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati fino al terzo trimestre 2014 non sono destagionalizzati, né corretti per il numero delle giornate lavorative. La crescita del PIL per il primo trimestre del 2015 è stimata sulla base della stima rapida dell'Eurostat, che è destagionalizzata e tiene conto delle giornate lavorative.

I dati delle indagini segnalano il protrarsi di una ripresa ciclica nel secondo trimestre del 2015. 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 primo trimestre del 2015 e i primi due mesi del secondo. Inoltre, in aprile e maggio entrambi gli indicatori si sono collocati su livelli superiori alle rispettive medie di lungo periodo.

Dagli inizi del 2015 la ripresa ha mantenuto lo slancio e si è estesa tra i paesi dell'area dell'euro. In primo luogo, il prezzo relativamente basso del petrolio, ha contribuito al significativo aumento del reddito disponibile reale delle famiglie. In secondo luogo, la domanda interna beneficerà ancora dei miglioramenti in atto delle condizioni finanziarie, sostenuti dall'orientamento accomodante della politica monetaria, e delle condizioni di offerta del credito, come dimostra l'allentamento sia dei criteri per l'erogazione di credito sia delle condizioni di finanziamento in base all'ultima indagine sul credito bancario per l'area dell'euro. In terzo luogo, si prevede che l'attività nell'area dell'euro sia sostenuta in misura crescente dal graduale rafforzamento della domanda estera e dal deprezzamento dell'euro. In aggiunta, fattori quali gli aggiustamenti di bilancio del settore privato e di quello pubblico, che negli ultimi anni avevano contribuito al prolungato periodo di crescita molto debole del PIL reale, stanno gradualmente invertendo la tendenza ed esercitando un'influenza meno negativa sull'attività economica nell'area dell'euro. Inoltre, il processo di aggiustamento dei mercati immobiliari dovrebbe essersi esaurito in diversi paesi, come segnala l'inversione dell'andamento dei prezzi delle abitazioni. Si stima inoltre che l'accelerazione del PIL nel primo trimestre dell'anno sia stata diffusa tra i diversi paesi dell'area.

Il protrarsi della ripresa economica è corroborato anche dalle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel giugno 2015

¹⁾ Secondo le proiezioni la ripresa economica nell'area dovrebbe consolidarsi gradualmente nei prossimi tre anni, con contributi positivi alla crescita da parte sia della domanda interna sia di quella estera. Le misure di politica monetaria della BCE dovrebbero fornire un sostegno all'attività nel breve e medio periodo, attraverso una serie di canali. Secondo le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel giugno 2015, il PIL reale annuale nell'area dovrebbe aumentare dell'1,5 per cento nel 2015, dell'1,9 nel 2016 e del 2,0 nel 2017 (cfr. figura 14).

I consumi rimangono la principale determinante della crescita e hanno acquisito

Figura 14 PIL in termini reali dell'area dell'euro (incluse le proiezioni)

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



Fonti: Eurostat e l'articolo "Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel giugno 2015" pubblicato sul sito Internet della BCE il 3 giugno 2015.

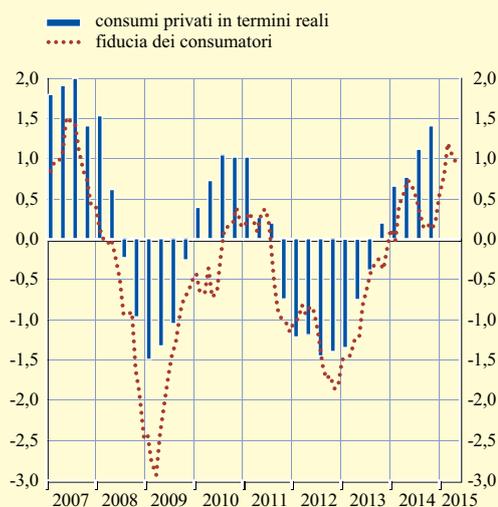
Nota: dati corretti per il numero di giornate lavorative. Gli intervalli di valori delle proiezioni centrali presentano un'ampiezza pari al doppio della media degli scarti, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate negli anni scorsi. La metodologia adottata per il calcolo degli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

1) Cfr. l'articolo "Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel giugno 2015", pubblicato sul sito internet della BCE il 3 giugno del 2015.

maggiore slancio agli inizi del 2015. La crescita dei consumi privati, che è stata la determinante della ripresa economica negli ultimi trimestri, sarebbe ulteriormente aumentata nel primo trimestre del 2015 per effetto del forte incremento del reddito disponibile reale, ascrivibile al calo dei prezzi dell'energia, all'aumento dell'occupazione e all'attenuazione delle misure di consolidamento fiscale. Dopo una crescita trimestrale dello 0,4 per cento nel quarto trimestre del 2014, gli indicatori di breve periodo segnalano un'ulteriore espansione relativamente robusta dei consumi nel primo trimestre del 2015. Ad esempio, nel primo trimestre dell'anno in corso il commercio al dettaglio e le immatricolazioni di autoveicoli nell'area dell'euro hanno registrato un incremento dell'1,1 per cento in termini congiunturali e in aprile il ritmo della crescita è stato simile. I dati delle indagini qualitative suggeriscono una forte e continua evoluzione della spesa per consumi nel secondo trimestre dell'anno. Ad esempio, l'indice della fiducia dei consumatori dell'area dell'euro elaborato dalla Commissione europea, che fornisce un buon indicatore sull'andamento prospettico dei consumi privati, è migliorato sensibilmente nel primo trimestre. L'indicatore, pur essendo diminuito lievemente in aprile e maggio, si colloca ancora sui livelli precedenti la crisi e ben al di sopra della sua media di lungo periodo (cfr. figura 15).

Figura 15 Consumi privati e fiducia dei consumatori nell'area dell'euro

(variazioni percentuali annue; scarti dalla media)



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

In un'ottica futura, ci si attende che la crescita della spesa per consumi privati rimanga il motore principale della ripresa economica. Nel breve termine, i consumi privati dovrebbero beneficiare delle prospettive favorevoli per la crescita del reddito disponibile reale, pur rallentando lievemente per effetto della parziale inversione del calo delle quotazioni energetiche. Successivamente, i redditi salariali dovrebbero aumentare di riflesso alla continua crescita dell'occupazione e all'accelerazione dei redditi nominali per occupato.

La spesa per investimenti è aumentata lievemente negli ultimi trimestri. Dopo la contrazione degli investimenti osservata a metà del 2014 – riconducibile alla debolezza della domanda, alla riduzione della leva finanziaria delle imprese e all'incertezza politica ed economica – gli investimenti fissi lordi nell'area dell'euro sono aumentati debolmente nel quarto trimestre del 2014, a seguito dei crescenti investimenti nelle costruzioni, mentre quelli diversi dalle costruzioni sono rimasti stabili. Nel primo trimestre del 2015 gli investimenti totali nell'area dell'euro sarebbero aumentati moderatamente, sul trimestre precedente, considerando che la produzione industriale di beni di investimento è salita, l'utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero è aumentato in misura significativa e il clima di fiducia nel settore dei beni di investimento è migliorato ulteriormente. Per quanto riguarda gli investimenti nelle costruzioni, la crescita della produzione nelle costruzioni – pur modesta rispetto al quarto trimestre – e gli ulteriori miglioramenti degli indicatori del clima di fiducia segnalano una crescita moderata nel primo trimestre.

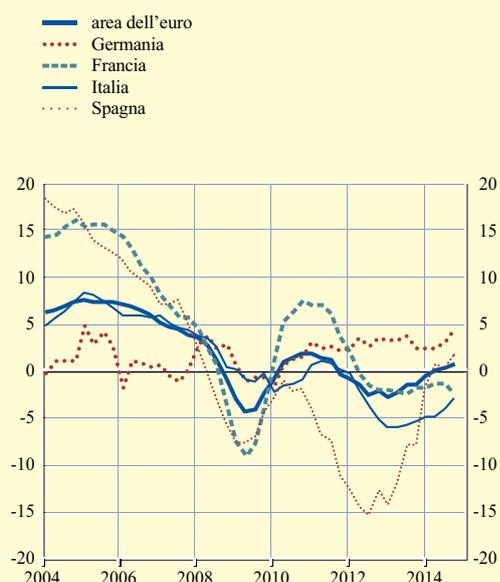
La crescita degli investimenti delle imprese dovrebbe riprendere gradualmente. Sebbene l'indice PMI per il settore dei beni di investimento sia lievemente peggiorato in aprile e maggio, gli investimenti delle imprese dovrebbero assumere crescente rilevanza quale determinante della ripresa nell'area dell'euro, in linea con gli andamenti storici. La graduale ripresa degli investimenti delle imprese sarà sostenuta dal rafforzamento della domanda interna ed estera, dalla necessità di modernizzare e ricostituire il capitale divenuto obsoleto e dall'orientamento accomodante di politica monetaria, rafforzato considerevolmente dalle misure non convenzionali di politica monetaria e in particolar modo dal Programma ampliato di acquisto di attività (PAA).

Nel 2015 dovrebbe prendere avvio una moderata ripresa degli investimenti in costruzioni. Nel 2015, dopo un prolungato periodo di debolezza, si osserverà una ripresa degli investimenti in costruzioni, sostenuta da tassi sui mutui ipotecari molto bassi nella maggior parte dei paesi, dall'allentamento delle condizioni finanziarie e dal crescente aumento del reddito disponibile. Anche gli ulteriori aggiustamenti del mercato immobiliare in alcuni paesi, come indica l'inversione dell'andamento dei prezzi delle abitazioni (cfr. figura 16), sosterranno gli investimenti nell'edilizia residenziale nel tempo.

Si stima che agli inizi del 2015 le esportazioni siano aumentate in misura modesta, in quanto la domanda mondiale è stata meno vigorosa rispetto alle attese. Le esportazioni di beni e servizi dell'area dell'euro sono aumentate dello 0,8 per cento in termini congiunturali nel quarto trimestre del 2014, mentre hanno registrato un rallentamento agli inizi del 2015.

Figura 16 Prezzi degli immobili residenziali

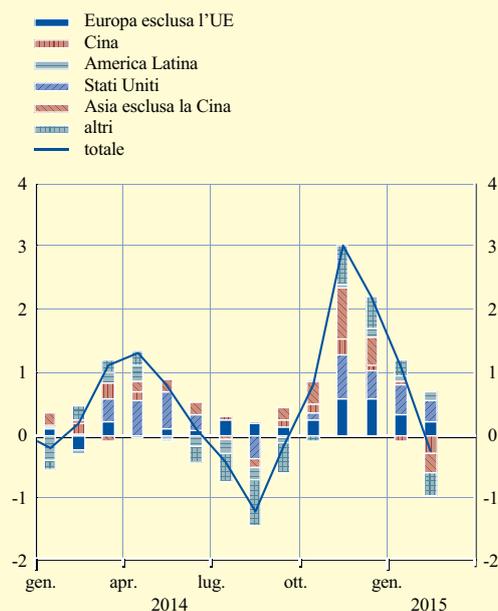
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 17 Volumi delle esportazioni di beni verso l'esterno dell'area dell'euro e principali partner commerciali

(variazioni percentuali sui tre mesi precedenti; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati del primo trimestre del 2015 si riferiscono unicamente ai mesi di gennaio e febbraio.

Nei primi mesi dell'anno in corso le esportazioni verso gli Stati Uniti e l'America Latina si sono rafforzate ulteriormente, mentre quelle verso la Cina e altre economie asiatiche sono rimaste contenute (cfr. figura 17). Gli indicatori disponibili delle indagini segnalano una ripresa delle esportazioni dell'area nel secondo trimestre. Le esportazioni dell'area dovrebbero continuare a crescere nella seconda metà del 2015 e oltre, sostenute da un graduale consolidamento della domanda mondiale e dagli effetti ritardati del deprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro. Tuttavia, si prevede che la dinamica scenda ben al di sotto dei livelli antecedenti la crisi, per effetto sia della ridotta attività mondiale sia della minore elasticità del commercio internazionale alla crescita. Ci si attende che le importazioni dell'area dell'euro crescano ancora nel secondo trimestre del 2015 e si rafforzino ulteriormente nel medio termine, in linea con la ripresa della domanda interna. Le esportazioni nette quindi dovrebbero fornire un contributo lievemente positivo alla crescita del PIL reale sull'orizzonte di proiezione. Il riquadro 4 esamina gli andamenti del conto corrente nei paesi dell'area che presentavano ampi disavanzi prima della crisi.

Ci si attende che la ripresa nell'area dell'euro avvenga in un contesto caratterizzato da un'intonazione sostanzialmente neutra delle politiche di bilancio tra il 2015 e il 2017.

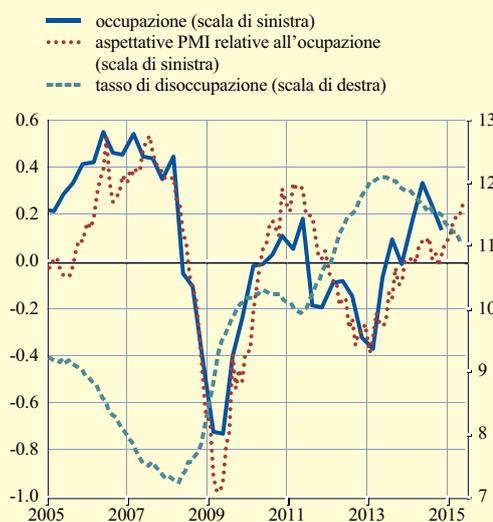
L'orientamento di politica fiscale, misurato come variazione del saldo primario di bilancio corretto per il ciclo, al netto dell'assistenza pubblica a favore del settore finanziario, dovrebbe essere sostanzialmente neutro sull'orizzonte di previsione. La politica fiscale restrittiva degli anni precedenti è stata soprattutto il risultato della continua moderata crescita della spesa pubblica rispetto all'espansione tendenziale del PIL nominale. Questo andamento tendenziale, pur continuando, sarà sostanzialmente compensato tra il 2015 e il 2017 dalla riduzione delle imposte dirette e dei contributi sociali. L'impatto positivo degli stabilizzatori automatici di bilancio sulla domanda interna si attenuerà nel tempo con la ripresa dell'economia.

La situazione del mercato del lavoro nell'area dell'euro continua a migliorare gradualmente.

Il numero di persone occupate (cfr. figura 18) è cresciuto moderatamente, dello 0,1 per cento in termini congiunturali nel quarto trimestre del 2014 (l'ultimo periodo per cui i dati sono disponibili). A livello settoriale, la crescita dell'occupazione è stata trainata dal comparto dei servizi (in particolare dai servizi professionali e da quelli non di mercato). Al contempo, l'occupazione nelle attività di servizi finanziari e assicurativi ha continuato a diminuire, per l'undicesimo trimestre consecutivo. L'occupazione nell'industria al netto delle costruzioni è cresciuta solo moderatamente, mentre il numero di occupati nelle costruzioni è calato notevolmente dopo un temporaneo aumento nel terzo trimestre. Nell'ultimo trimestre del 2014 le ore lavorate totali sono ancora aumentate, più rapidamente rispetto ai trimestri precedenti. I risultati delle indagini suggeriscono un continuo miglioramento dell'occupazione nella

Figura 18 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, Markit ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'indice PMI è espresso come deviazione da 50 divisa per 10.

prima metà del 2015. Anche gli indicatori prospettici segnalano ulteriori miglioramenti delle condizioni del mercato del lavoro.

La disoccupazione ha continuato a scendere gradualmente dagli alti livelli registrati all'inizio del 2015. Il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro è sceso all'11,2 per cento nel primo trimestre del 2015, dall'11,4 per cento nel quarto trimestre del 2014. Inoltre, in aprile il tasso di disoccupazione è calato all'11,1 per cento, il valore più basso dal marzo 2012 ma ancora superiore di quattro punti percentuali rispetto al livello minimo raggiunto prima della crisi. I continui cali del tasso di disoccupazione riguardano tutti i gruppi (uomini e donne) e la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro; tuttavia persistono rilevanti differenze tra gruppi di età e paesi.

Guardando al futuro, i mercati del lavoro dell'area dell'euro dovrebbero migliorare ulteriormente nel breve e nel medio periodo. Si prevede che la crescita dell'occupazione registri una lieve accelerazione nei prossimi trimestri, sulla scia di un consolidamento della ripresa, che dovrebbe portare a un'ulteriore diminuzione del tasso di disoccupazione nell'area dell'euro.

Tuttavia, alcuni fattori continuano a frenare la ripresa dell'attività complessiva. L'indebitamento del settore pubblico è aumentato ancora, benché a un ritmo più lento, e dovrebbe mantenersi su livelli elevati in alcuni paesi. Gli andamenti nei mercati del lavoro, seppur in generale miglioramento, rimarranno condizionati da elevati tassi di disoccupazione strutturale, specie in alcuni paesi particolarmente colpiti dalla crisi. Entrambi questi fattori dovrebbero contribuire a mantenere le pressioni al rialzo sul risparmio a scopo precauzionale da parte delle famiglie. La lenta attuazione delle riforme strutturali continua a gravare sulla crescita in diversi paesi. Inoltre, le prospettive relativamente deboli per la crescita potenziale, il protrarsi delle incertezze circa la situazione della Grecia, oltre alle tensioni geopolitiche esterne all'area dell'euro potrebbero pesare ancora sulla spesa per investimenti.

Pur rimanendo al ribasso, i rischi sulle prospettive economiche nell'area dell'euro sono ora più equilibrati in seguito alle decisioni della BCE in materia di politica monetaria e per effetto degli andamenti dei corsi petroliferi e del tasso di cambio. I rischi al ribasso sulle prospettive dell'attività economica includono un ulteriore aggravamento delle tensioni geopolitiche, un più forte rallentamento delle economie dei mercati emergenti (EME) e un impatto inferiore alle attese delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) e del programma ampliato di acquisto di attività (PAA). Altri rischi al ribasso sulla crescita del PIL reale sono riconducibili a una restrizione monetaria negli Stati Uniti più rapida del previsto, con effetti avversi su alcune economie dei mercati emergenti, e a un rialzo delle quotazioni petrolifere più vigoroso del previsto. Tali rischi al ribasso sono solo in parte compensati dai rischi al rialzo legati a un effetto più marcato del previsto delle riforme strutturali e dei piani di investimento della UE sull'attività economica.

4 PREZZI E COSTI

L'inflazione complessiva ha superato il punto minimo agli inizi del 2015, quando sono venute meno le pressioni al ribasso esercitate dall'inflazione dei beni energetici. Secondo le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel giugno 2015, l'inflazione si collocherebbe allo 0,3 per cento nella media del 2015, per poi salire sensibilmente nel 2016 all'1,5 e all'1,8 nel 2017. L'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe aumentare dallo 0,8 per cento nel 2015 all'1,4 nel 2016 e all'1,7 nel 2017. Il Consiglio direttivo della BCE terrà sotto stretta osservazione i rischi per le prospettive sull'andamento dei prezzi nel medio termine, prestando particolare attenzione alla trasmissione delle misure di politica monetaria, agli sviluppi geopolitici e all'evoluzione dei tassi di cambio e delle quotazioni dei prodotti energetici.

Negli ultimi mesi l'inflazione complessiva nell'area dell'euro ha seguito una traiettoria ascendente. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, in maggio l'inflazione annuale misurata sullo IACP si è riportata in territorio positivo allo 0,3 per cento, da valori nulli in aprile, dopo aver toccato un minimo del -0,6 per cento a gennaio (cfr. figure 19 e 22). Mentre la ripresa osservata a partire da gennaio è per lo più attribuibile alla dinamica meno negativa della componente energetica, a sua volta riconducibile agli aumenti dei corsi petroliferi espressi in euro, l'aumento dell'inflazione fra aprile e maggio riflette l'accelerazione di tutte le principali componenti dello IACP.

L'inflazione armonizzata al netto dei beni energetici e alimentari nell'area dell'euro è salita dallo 0,6 allo 0,9 per cento tra aprile e maggio. Il rialzo in maggio ha riflesso sia l'accelerazione dei prezzi dei servizi sia quella dei beni industriali non energetici, aumentati per il terzo mese consecutivo. Questa misura dell'inflazione di fondo si è mantenuta tra lo 0,6 e l'1,0 per cento dalla fine del 2013. L'inflazione risente ancora delle pressioni al ribasso esercitate da fattori globali, fra cui l'impatto dell'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro fino a maggio 2014 e gli effetti indiretti del calo delle quotazioni del petrolio e di altre materie prime fino agli inizi del 2015. Una volta esauriti questi effetti ritardati, la trasmissione del deprezzamento dell'euro ai prezzi al consumo dei beni non energetici sarà più evidente. Dal lato interno, i bassi livelli dell'inflazione di fondo si spiegano anche con la debolezza che caratterizza ancora la domanda di consumi e la capacità delle imprese di determinare i prezzi, e con l'aggiustamento dei prezzi relativi in alcuni paesi dell'area.

L'impatto del deprezzamento dell'euro sull'inflazione dovrebbe divenire più evidente nei prossimi trimestri. Finora, l'effetto è stato evidente soprattutto sull'andamento dei prezzi all'importazione, ma non ancora sui prezzi alla produzione interni (cfr. figura 20). Il tasso di variazione tendenziale sia dei beni di consumo non alimentari importati sia dei beni intermedi importati è aumentato bruscamente. Tuttavia, i beni di

Figura 19 Inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IACP (incluse proiezioni)

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat, e articolo intitolato "Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel giugno 2015", pubblicato sul sito Internet della BCE il 3 giugno 2015.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce a maggio 2015 (stima preliminare).

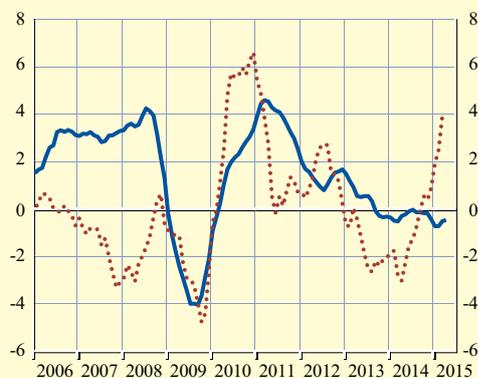
consumo finali importati rappresentano solo una porzione relativamente piccola della componente dei beni dello IAPC; inoltre, i beni intermedi importati si trovano solo ai primi stadi della catena dei prezzi e, agli stadi successivi, i prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari non sono ancora aumentati in maniera evidente. Questo quadro è confermato anche dagli indicatori delle indagini sulle pressioni inflazionistiche. I dati dell'indagine PMI di maggio mostrano che i prezzi degli input stanno salendo, mentre quelli di vendita rimangono sostanzialmente stabili. Una reazione ritardata dell'inflazione misurata sullo IAPC al deprezzamento dell'euro è normale, non solo per effetto della graduale trasmissione attraverso i costi più elevati degli input, ma anche perché l'impatto, sebbene più ritardato, è riconducibile in parte alla maggiore domanda di beni e servizi connessa agli effetti del minore tasso di cambio sull'attività e sul reddito. Nel complesso, ci si attende una graduale trasmissione del deprezzamento del tasso di cambio. Il riquadro 5 esamina più nel dettaglio questo aspetto.

Le pressioni sui prezzi interni sono rimaste finora moderate, principalmente a causa della debolezza della domanda. L'inflazione dei servizi è scesa dall'1,9 per cento agli inizi del 2012 all'1,2 nel dicembre del 2014, e ulteriormente all'1,0 per cento nell'aprile di quest'anno, prima di risalire all'1,3 in maggio. Questa tendenza flettente osservata negli ultimi anni è ascrivibile agli andamenti contenuti dei salari e dei margini di profitto, che sono stati solo in parte compensati dagli aumenti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati. In una prospettiva nazionale, il calo dell'inflazione dei servizi è stato particolarmente pronunciato nei paesi attualmente soggetti a tensioni o che lo sono stati in passato (cfr. figura 21). Ciò potrebbe riflettere, da un lato, una maggiore flessibilità dei salari e dei prezzi dopo l'adozione delle riforme strutturali e, dall'altro lato, la gravità della crisi.

Figura 20 Prezzi alla produzione e all'importazione dei beni industriali nell'area dell'euro, al netto delle costruzioni e dell'energia

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

- indice dei prezzi alla produzione (totale dei beni industriali, al netto di energia e costruzioni)
- prezzi all'importazione dall'esterno dell'area (totale dei beni industriali, al netto di energia e costruzioni)

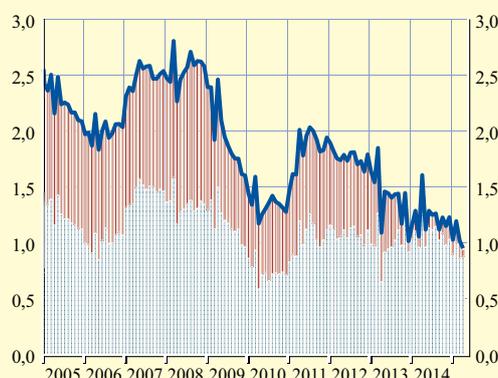


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2015 per i prezzi all'importazione e ad aprile 2015 per i prezzi alla produzione.

Figura 21 L'inflazione dei servizi nei paesi soggetti a tensioni e che sono stati soggetti a tensioni e in altri paesi dell'area dell'euro

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

- inflazione dei servizi nell'area dell'euro
- paesi soggetti e che sono stati soggetti a tensioni
- altri paesi



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2015. I paesi soggetti a tensioni e che sono stati soggetti a tensioni comprendono Irlanda, Grecia, Italia, Cipro, Portogallo e Slovenia.

In prospettiva, l'inflazione armonizzata nell'area dell'euro dovrebbe salire nel corso del 2015 e aumentare ulteriormente nel 2016 e nel 2017.

In base alle informazioni disponibili a metà maggio, le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel giugno 2015 prevedono che l'inflazione si collochi allo 0,3 per cento nella media del 2015, per poi salire all'1,5 nel 2016 e all'1,8 nel 2017. Rispetto all'esercizio previsivo del marzo 2015, le prospettive per l'inflazione sono state riviste al rialzo per il 2015, ma sono rimaste invariate per il 2016 e il 2017. Nei prossimi mesi dovrebbe attestarsi su livelli contenuti, finché gli effetti base al rialzo e l'aumento atteso dei corsi petroliferi impliciti nei contratti future spingeranno verso l'alto l'inflazione complessiva alla fine del 2015. Nel 2016 e 2017 si prevede un ulteriore rialzo, poiché si rafforzeranno le pressioni sui prezzi interni sotto forma di crescita dei salari e dei margini di profitto, per effetto dell'ulteriore riduzione della capacità produttiva inutilizzata e del protrarsi delle pressioni inflazionistiche esterne. Queste ultime riflettono gli effetti ritardati del canale del tasso di cambio e l'inclinazione verso l'alto della curva dei contratti future sul petrolio.

Le prospettive per l'inflazione sono in linea con l'aumento delle aspettative di inflazione, secondo le misure basate sulle indagini e sul mercato, rispetto ai bassi livelli osservati in gennaio.

Le aspettative di inflazione a breve termine, basate sulle indagini e sul mercato, misurate dai tassi swap sull'inflazione, sono recentemente aumentate, in particolare per il 2016 e il 2017. Il fatto che le attese a più lungo termine basate sulle indagini siano aumentate a circa l'1,8 per cento indica che gli analisti professionali sono più fiduciosi che l'inflazione torni su

Figura 22 Misure delle attese di inflazione ricavate dalle indagini

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

- inflazione effettiva misurata sullo IAPC
- previsioni di *Consensus Economics*
- - - - - previsione della *Survey of Professional Forecasters* (2° trim. 2015)

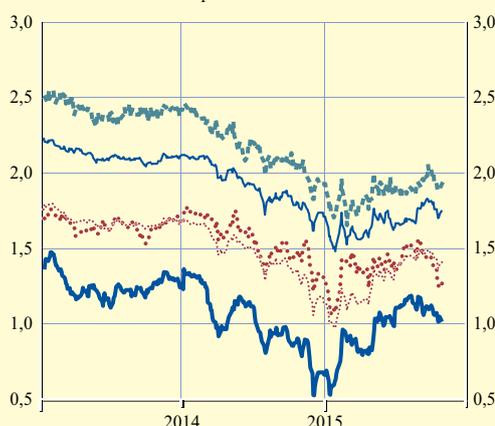


Fonti: Eurostat, Reuters, *Survey of Professional Forecasters* (SPF), elaborazioni della BCE, *Consensus Economics*.
Note: stima rapida per l'IAPC effettiva fino a maggio 2015. I dati della SPF si basano sui risultati dell'indagine del 2° trimestre del 2015. I dati di *Consensus Economics* si basano sulla previsione di maggio 2015 e il 2016 e sulla previsione di aprile 2015 per gli altri anni.

Figura 23 Misure delle attese di inflazione ricavate dal mercato

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

- tasso a 1 anno su un orizzonte di 2 anni
- tasso a 1 anno su un orizzonte di 4 anni
- - - - - tasso a 1 anno su un orizzonte di 9 anni
- tasso a termine a 5 anni su un orizzonte quinquennale ricavato dagli swap sull'inflazione
- tasso a 10 anni ricavato dagli swap indicizzati all'inflazione a pronti



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 1° giugno 2015.

livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine (cfr. figura 22). Inoltre, il tasso swap indicizzato a termine a cinque anni su un orizzonte di cinque anni è risalito da circa l'1,5 per cento in gennaio a circa l'1,8 agli inizi di giugno, mentre il tasso swap indicizzato a pronti a dieci anni sullo stesso periodo è aumentato da meno dell'1 per cento a circa l'1,4 per cento (cfr. figura 23). Una ripresa analoga è stata osservata per altre misure delle aspettative di inflazione basate sul mercato, fra cui i tassi di inflazione di pareggio desunti dai titoli sovrani indicizzati appartenenti a diverse giurisdizioni. Il rimbalzo delle aspettative di inflazione basate sul mercato è stato più pronunciato nell'area dell'euro che negli Stati Uniti e nel Regno Unito, suggerendo che gli operatori di mercato stiano, in qualche misura, riducendo il rischio al ribasso che per qualche tempo è stato incorporato nelle aspettative di inflazione nell'area dell'euro. Nel complesso, ciò ha determinato negli ultimi mesi una notevole riduzione dei rischi di spinte deflazionistiche o dei rischi connessi a effetti di secondo impatto a seguito del recente calo delle quotazioni petrolifere.

In prospettiva, il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato che terrà sotto stretta osservazione i rischi per le prospettive sull'andamento dei prezzi nel medio periodo, prestando particolare attenzione alla trasmissione delle misure di politica monetaria, agli sviluppi geopolitici e all'evoluzione dei tassi di cambio e delle quotazioni dei prodotti energetici.

5 MONETA E CREDITO

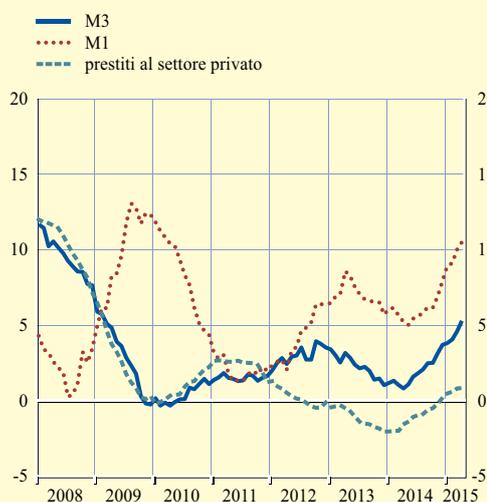
In un contesto di tassi di interesse molto bassi, la crescita della moneta e dei prestiti ha continuato a recuperare. Gli indicatori monetari sono migliorati ulteriormente a seguito del Programma ampliato di acquisto di attività (PAA). Mentre la dinamica del credito è rimasta debole, il tasso di crescita dei prestiti al settore privato ha evidenziato un ulteriore rafforzamento. Nel primo trimestre del 2015 si è osservata un'ulteriore riduzione dei costi della raccolta bancaria. Condizioni di finanziamento meno restrittive stanno continuando a sostenere un'ulteriore recupero dei prestiti, in particolare alle imprese. Inoltre, le differenze tra paesi in termini di tassi attivi praticati dalle banche si sono ulteriormente ridotte. Nel complesso, gli andamenti recenti confermano che le misure adottate dalla BCE stanno contribuendo a ripristinare il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria e ad allentare i criteri per la concessione del credito bancario.

La ripresa della crescita di M3 si è rafforzata. Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è salito al 5,3 per cento ad aprile 2015, in rialzo rispetto al 4,0 per cento nel primo trimestre dell'anno e al minimo dello 0,8 per cento di aprile 2014 (cfr. figura 24). L'accelerazione di M3 va ricondotta principalmente all'aggregato monetario ristretto M1, rispecchiando soprattutto il basso costo opportunità di detenere le componenti più liquide di M3. Un sostegno è stato fornito altresì dalle vendite di titoli del settore pubblico, obbligazioni garantite e titoli derivanti da cartolarizzazioni da parte del settore detentore di moneta nel quadro del Programma ampliato di acquisto di attività (PAA). Di conseguenza la crescita sui dodici mesi di M1 è aumentata ulteriormente e in aprile ha raggiunto il 10,9 per cento, dal 9,0 del primo trimestre. Gli andamenti recenti dell'aggregato monetario ristretto, che è considerato un indicatore anticipatore della crescita economica nell'area dell'euro, sorreggono le prospettive di una protratta ripresa dell'attività.

I detentori di moneta prediligono i depositi overnight. Il contesto di tassi di interesse molto bassi e l'appiattimento della curva dei rendimenti costituiscono per i detentori di moneta un incentivo a investire nei depositi overnight compresi in M3. M1 ha fornito un contributo considerevole alla crescita di M3 in aprile, grazie al forte aumento dei depositi overnight detenuti sia dalle famiglie sia dalle società non finanziarie (SNF) (cfr. figura 25). La preferenza del settore detentore di moneta per le attività più liquide, in particolare i depositi overnight, è indicativa del protratto accumulo di riserve di liquidità. I livelli bassi (e in calo) di remunerazione delle attività monetarie meno liquide hanno contribuito in aprile alla contrazione in atto nei depositi a breve termine diversi da quelli overnight. Inoltre il tasso di crescita degli strumenti negoziabili (M3 meno M2), che hanno un peso relativamente basso all'interno di M3, è aumentato sostanzialmente – all'11,6 per cento – dopo essersi portato in territorio positivo alla fine del quarto trimestre del 2014. L'aumento ha interessato in maniera generalizzata tutte le sue subcomponenti.

Figura 24 M3, M1 e prestiti al settore privato

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

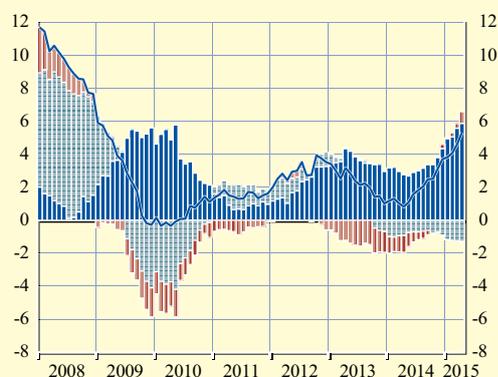


Fonte: BCE.

Figura 25 M3 e sue componenti

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

- M1
- strumenti negoziabili
- altri depositi a breve termine
- M3

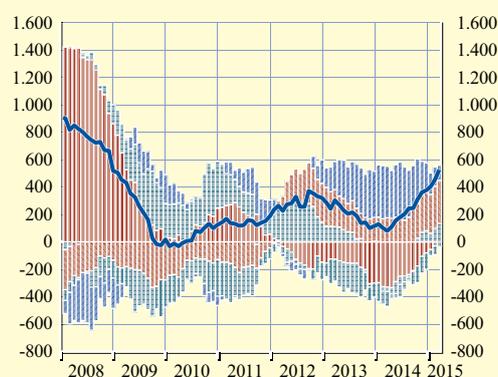


Fonte: BCE.

Figura 26 Contropartite di M3

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

- credito al settore privato (1)
- credito alle amministrazioni pubbliche (2)
- attività nette sull'estero (3)
- passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve) (4)
- altre contropartite (inclusi capitale e riserve) (5)
- M3



Fonte: BCE.

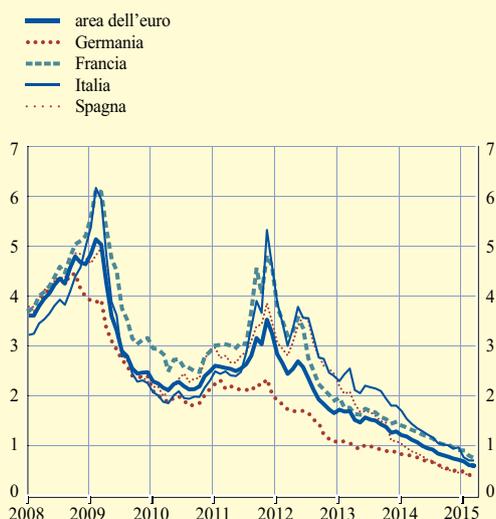
Nota: M3 è riportata solo come riferimento (M3 = 1+2+3-4+5).

Gli effetti di sostituzione dei portafogli sono alla base della crescita dell'aggregato monetario ampio. L'analisi delle contropartite (cfr. figura 26) mostra che la dinamica di M3 è stata determinata soprattutto da ricomposizioni di portafoglio a scapito delle passività finanziarie a più lungo termine e, in misura inferiore, dal minore afflusso in attività nette sull'estero delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM). La ripresa della dinamica del credito ha anch'essa fornito un contributo positivo. 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 e -6,4 per cento, rispettivamente, nel primo trimestre dell'anno e ad aprile 2015 (contro il -4,8 per cento nel quarto trimestre del 2014). Il suo forte contributo alla crescita di M3 riflette in particolare l'appiattimento della curva dei rendimenti. Rispetto al picco di metà 2014, il contributo fornito dalla posizione patrimoniale netta sull'estero delle IFM è notevolmente diminuito nel primo trimestre del 2015. Esso rimane tuttavia positivo, sorretto dal considerevole avanzo di conto corrente. La moderazione rispecchia i crescenti deflussi netti per investimenti di portafoglio in strumenti di debito esteri, i quali hanno superato i maggiori afflussi netti per investimenti di portafoglio in titoli azionari dell'area dell'euro che riflettono il perdurante interesse degli investitori esteri per le azioni dell'area.

Le condizioni di solvibilità e liquidità delle banche dell'area dell'euro sono generalmente robuste. Le banche hanno innalzato i coefficienti patrimoniali, in parte accrescendo le emissioni di titoli azionari, ma anche attraverso il deleveraging e l'irrigidimento delle condizioni di fido (criteri più rigorosi di concessione del credito, aumento dei margini di interesse sui prestiti). L'enfasi posta sull'aggiustamento dei bilanci e i notevoli progressi osservati nei coefficienti patrimoniali delle banche hanno contribuito a creare le condizioni per un miglioramento durevole del canale del credito bancario per la trasmissione della politica monetaria.

Figura 27 Costo composto del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche

(costo composto dei depositi e del finanziamento mediante debito contratto sul mercato degli strumenti non garantiti; percentuali sul periodo corrispondente)

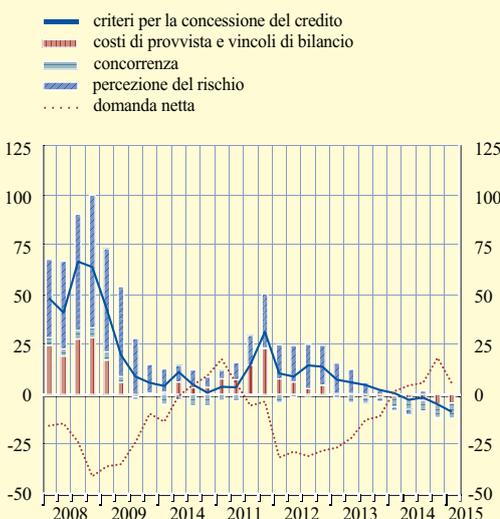


Fonte: BCE, Merrill Lynch Global Index ed elaborazioni della BCE.

Note: media dei tassi sui nuovi depositi e del costo del finanziamento mediante ricorso al debito sul mercato, ponderata per i corrispondenti importi in essere.

Figura 28 Fattori che hanno contribuito a un irrigidimento dei criteri per la concessione di prestiti alle SNF e domanda netta

(percentuali nette medie per categoria)



Fonte: BCE.

Note: Il costo della provvista e i vincoli di bilancio sono medie semplici di "costo relativo alla posizione patrimoniale", "capacità di finanziarsi sul mercato" e "posizione di liquidità"; il rischio percepito corrisponde alla media semplice di "situazione e prospettive per l'attività economica generale", "situazione e prospettive specifiche del settore o dell'impresa/merito di credito del prenditore" e "rischiosità delle garanzie richieste"; la concorrenza è una media semplice di "concorrenza da parte di altre banche", "concorrenza da parte di istituzioni diverse dalle banche" e "concorrenza da finanziamento sul mercato".

I costi della provvista bancaria hanno continuato a ridursi nel primo trimestre del 2015.

Questa riduzione è collegata in misura significativa al PAA. Le condizioni favorevoli a cui le banche possono finanziarsi trovano riscontro nei rendimenti delle obbligazioni bancarie non garantite, che durante il primo trimestre del 2015 sono scesi su livelli storicamente bassi, collocandosi allo 0,8 per cento in marzo. Anche i costi della raccolta tramite depositi si sono ulteriormente ridotti, ma non si osservano ancora segnali di uno spostamento generale in territorio negativo motivato dal valore negativo del tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale. Nel complesso, il costo composto della provvista bancaria evidenzia un calo costante (cfr. figura 27) sullo sfondo dei rimborsi netti di passività finanziarie a più lungo termine da parte delle IFM. In questo contesto l'indagine di aprile 2015 sul credito bancario nell'area dell'euro¹⁾ mostrava per il primo trimestre dell'anno un miglioramento dell'accesso delle banche alla provvista per tutti i principali strumenti di mercato, oltre che per i depositi al dettaglio. Rispetto al trimestre precedente, si sono registrati miglioramenti pronunciati in tutte le categorie principali e specialmente nell'accesso delle banche al mercato dei titoli di debito e alla cartolarizzazione.

Le condizioni di credito più distese continuano a sostenere un ulteriore recupero della crescita dei prestiti, in particolare alle imprese. L'indagine di aprile 2015 sul credito bancario mostra che nel primo trimestre di quest'anno l'accresciuta concorrenza fra le banche ha

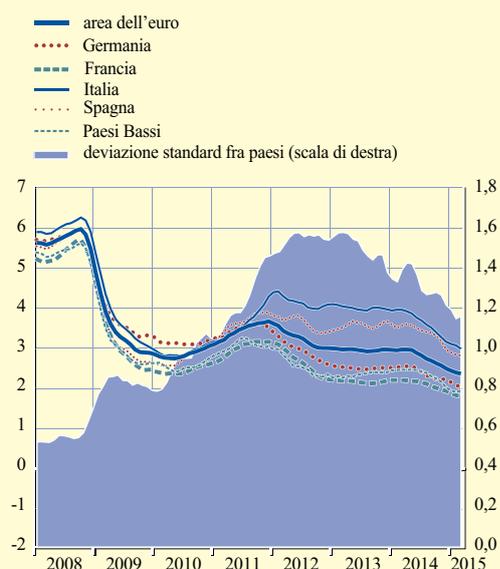
1) Cfr. <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>.

contribuito ad allentare le condizioni di erogazione e che questo ha coinciso con una perdurante crescita della domanda di prestiti da parte delle imprese (cfr. figura 28). Nel trimestre le banche hanno continuato ad allentare i termini e le condizioni sui nuovi prestiti per tutte le categorie, riflettendo principalmente l'ulteriore restringimento dei margini sulla media dei prestiti. Esse hanno allentato i criteri per i prestiti alle società non finanziarie (SNF) e hanno lievemente inasprito su base netta quelli applicati ai prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. Inoltre, come confermato dall'indagine sull'accesso al credito delle imprese, le migliori condizioni del mercato creditizio si applicano anche alle piccole e medie imprese (PMI) e non solo a quelle di grandi dimensioni. Questi andamenti positivi intervengono in un contesto in cui le SNF e in particolare le PMI, utilizzano ancora il finanziamento tramite il mercato con minore frequenza rispetto al credito bancario (cfr. il riquadro 6 *Finanziamento non bancario delle SNF nell'area dell'euro durante la crisi*).

Il calo dei tassi sui prestiti bancari rispecchia l'effetto delle misure non convenzionali della BCE. Dall'introduzione delle misure di allentamento creditizio da parte della BCE a metà 2014 e dall'annuncio del PAA è stato osservato un calo significativo del costo nominale dei prestiti bancari per le SNF e le famiglie. In particolare, da quando nel terzo trimestre del 2014 la BCE ha intensificato gli sforzi in termini di un ulteriore allentamento della politica monetaria, le banche hanno progressivamente trasmesso il miglioramento dei costi della loro provvista sotto forma di una riduzione dei tassi sui prestiti: i costi composti dell'indebitamento di famiglie per l'acquisto di abitazioni ed SNF nell'area dell'euro sono diminuiti rispettivamente di circa 50 e 40 punti base (cfr. figure 29 e 30).

Figura 29 Indicatore composito del costo dei prestiti per le SNF

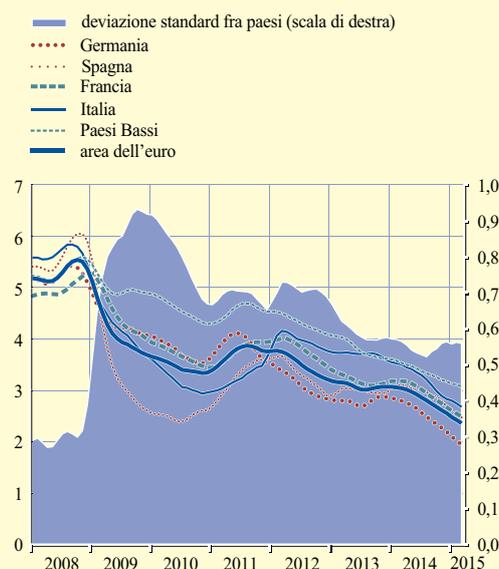
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di tre mesi)



Fonte: BCE.
 Note: l'indicatore del costo dei prestiti è calcolato aggregando i tassi a breve e a lungo termine con una media mobile di 24 mesi dei volumi di nuovi prestiti. La deviazione standard fra paesi è calcolata per una composizione fissa di dodici paesi dell'area dell'euro. Ultima osservazione: marzo 2015.

Figura 30 Indicatore composito del costo dei mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

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



Fonte: BCE.
 Note: l'indicatore del costo dei prestiti è calcolato aggregando i tassi a breve e a lungo termine utilizzando una media mobile di 24 mesi dei volumi di nuovi prestiti. La deviazione standard fra paesi è calcolata per una composizione fissa di dodici paesi dell'area dell'euro. Ultima osservazione: marzo 2015.

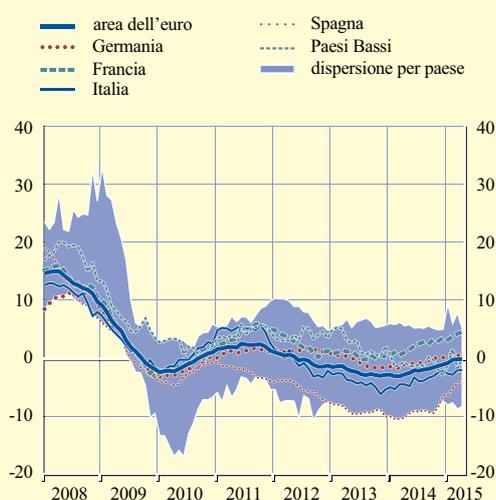
Le divergenze fra i tassi praticati dalle banche sui prestiti nei diversi paesi si sono attenuate ulteriormente. A dispetto di alcuni andamenti incoraggianti delle condizioni di offerta del credito nell'insieme dell'area dell'euro, i criteri di concessione dei prestiti risultano ancora disomogenei a seconda dei paesi e dei settori. A questo riguardo, il pacchetto di misure di allentamento adottato nel giugno del 2014 e il PAA hanno favorito un calo della dispersione dei costi di indebitamento fra paesi. Nei paesi dell'area dell'euro che evidenziano attualmente tassi di crescita annuali più bassi dei prestiti alle SNF, anche le riduzioni dei tassi praticati dalle banche per questa categoria di prestiti sono state particolarmente pronunciate.

La dinamica del credito è rimasta debole, ma la crescita dei prestiti al settore privato ha continuato a rafforzarsi. Il tasso di variazione sui dodici mesi del credito delle IFM al settore privato, corretto per cessioni e cartolarizzazioni, ha continuato a recuperare terreno e ad aprile 2015 ha raggiunto lo 0,8 per cento, un livello superiore allo 0,5 per cento nel primo trimestre dell'anno e al minimo di -2,1 per cento di gennaio 2014. In particolare i prestiti alle SNF hanno continuato a rallentare (cfr. figura 31) e quelli alle famiglie hanno invece accelerato lievemente (cfr. figura 32). Questi andamenti sono stati favoriti dal considerevole abbassamento dei tassi attivi bancari nell'area dell'euro osservato a partire dall'estate del 2014, nonché dai segnali di un miglioramento sia dell'offerta sia della domanda di prestiti bancari. Sebbene la debolezza del clima economico e le condizioni creditizie tese rispetto ai parametri storici continuino a pesare sull'offerta di prestiti in alcune parti dell'area dell'euro, le più recenti indagini sul credito bancario nell'area confermano un graduale allentamento delle tensioni dal lato dell'offerta e segnalano una crescita della domanda di prestiti.

Dopo avere recuperato nel 2014, i flussi complessivi annui di finanziamento esterno alle società non finanziarie si sono stabilizzati nel primo trimestre del 2015. La recente stabi-

Figura 31 Prestiti delle IFM alle SNF in alcuni paesi dell'area dell'euro

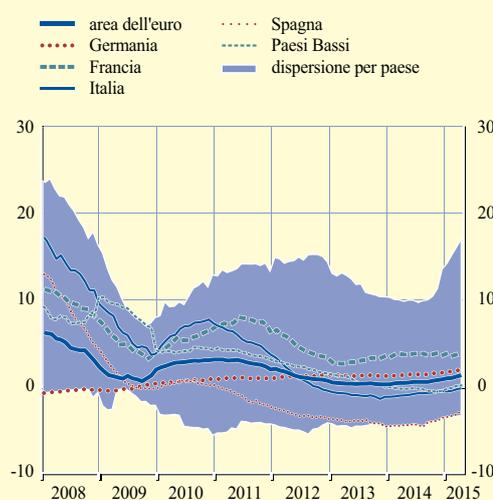
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.
Note: corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni. La dispersione per paese è calcolata come minimo/massimo su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. Ultima osservazione: aprile 2015.

Figura 32 Prestiti delle IFM alle famiglie in alcuni paesi dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.
Note: flussi corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni. La dispersione per paese è calcolata come minimo/massimo su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. Ultima osservazione: aprile 2015.

lizzazione rispecchia soprattutto il calo delle emissioni nette di titoli di debito da parte delle SNF osservata alla fine dell'estate e agli inizi dell'autunno dello scorso anno. Dati mensili recenti mostrano che l'attività di emissione di strumenti di debito è aumentata di nuovo ai primi del 2015 dopo l'annuncio e l'attuazione del Programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP). Il costo nominale complessivo del finanziamento esterno per le SNF dell'area dell'euro ha continuato a diminuire nel primo trimestre del 2015 e si è stabilizzato su livelli bassi in marzo, poiché l'incremento del costo delle emissioni azionarie è stato controbilanciato dalla riduzione di quello dei prestiti bancari a lungo termine. Ad aprile e maggio 2015 il costo del capitale di rischio è rimasto nel complesso stabile sui livelli antecedenti la crisi. Quello dell'emissione di titoli di debito sul mercato è salito in maggio, anche se molto meno dei rendimenti delle obbligazioni sovrane, dopo aver raggiunto livelli storicamente bassi a marzo e aprile 2015.

6 ANDAMENTO DELLA FINANZA PUBBLICA

Se da un lato i saldi nominali migliorano per effetto della ripresa congiunturale e dei minori tassi di interesse, si prevede che il risanamento dei conti pubblici in termini strutturali dovrebbe sostanzialmente arrestarsi nei prossimi anni. Ciò è dovuto in parte all'indebolimento delle prudenti politiche di bilancio adottate in precedenza, in un contesto caratterizzato dall'applicazione flessibile delle regole di bilancio. In prospettiva, saranno necessari interventi di risanamento aggiuntivi per ricondurre l'elevato rapporto tra debito pubblico e PIL su un percorso discendente sostenibile.

Il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche per l'area dell'euro nel suo complesso dovrebbe continuare a migliorare. Secondo le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel giugno 2015, il rapporto fra disavanzo delle amministrazioni pubbliche e PIL per l'area dell'euro nel suo complesso dovrebbe scendere dal 2,4 per cento del PIL nel 2014 all'1,5 nel 2017 (cfr. tavola 1). Il miglioramento dei conti pubblici sarebbe riconducibile all'impatto ciclico della ripresa economica in atto e al calo dei costi di indebitamento. Tuttavia, il saldo strutturale dovrebbe rimanere praticamente invariato fino al 2017, visto che i miglioramenti dal lato della spesa sarebbero sostanzialmente compensati dalla riduzione delle imposte dirette e dei contributi sociali dal lato delle entrate. Rispetto alle proiezioni di marzo 2015, le prospettive per il disavanzo complessivo sono migliorate lievemente per effetto di una revisione al ribasso della spesa per interessi.

Il debito pubblico dovrebbe scendere gradualmente nell'orizzonte previsivo, pur rimanendo su livelli elevati. Si prevede che il rapporto debito pubblico/PIL per l'area dell'euro inizi a calare dal livello massimo del 92,0 per cento del PIL nel 2014 per raggiungere l'88,4 per cento del PIL alla fine del 2017. Il miglioramento delle prospettive per il debito pubblico, benché a un ritmo più contenuto rispetto alle previsioni di marzo, è riconducibile soprattutto all'andamento favorevole del differenziale crescita/tasso d'interesse e al miglioramento dei saldi primari. Tuttavia, il livello previsto del debito rimane elevato, evidenziando la necessità di ulteriori misure di risanamento dei conti pubblici per riportare stabilmente il rapporto debito pubblico/PIL su un percorso discendente. Ciò è particolarmente importante alla luce delle fondamentali sfide di lungo periodo legate all'invecchiamento della popolazione. Secondo l'Ageing Report del 2015 elaborato dal Comitato di politica economica e dalla Commissione

Tavola 1 Evoluzione della finanza pubblica nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
a. Entrate totali	45,9	46,6	46,7	46,4	46,0	45,8
b. Spese totali	49,5	49,4	49,1	48,5	47,9	47,3
di cui:						
c. Spese per interessi	3,0	2,8	2,6	2,4	2,3	2,2
d. Spese primarie (b - c)	46,5	46,6	46,5	46,0	45,5	45,1
Saldo di bilancio (a - b)	-3,6	-2,9	-2,4	-2,1	-1,8	-1,5
Saldo di bilancio primario (a - d)	-0,6	-0,1	0,2	0,4	0,5	0,7
Saldo di bilancio corretto per gli effetti del ciclo	-3,5	-2,2	-1,9	-1,7	-1,7	-1,4
Saldo strutturale di bilancio	-3,2	-2,2	-1,8	-1,7	-1,7	-1,4
Debito lordo	89,1	90,9	92,0	91,5	90,2	88,4
Per memoria: PIL in termini reali (variazione percentuale sui dodici mesi)	-0,8	-0,3	0,9	1,5	1,9	2,0

Fonti: Eurostat, previsioni di giugno 2015 degli esperti dell'Eurosistema.

Note: i dati si riferiscono al settore aggregato delle Amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro, inclusa la Lituania (anche per il periodo antecedente al 2015). I dati sono in linea con quelli riportati nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro degli esperti dell'Eurosistema di giugno 2015. Eventuali discrepanze sono da attribuire ad arrotondamenti.

europea, i costi totali dell'invecchiamento demografico nell'area dell'euro dovrebbero salire di 1,5 punti percentuali del PIL al 28,3 per cento nel 2060, ma in diversi paesi dell'area gli aumenti dovrebbero essere decisamente più elevati (cfr. riquadro 7 per ulteriori informazioni).

Dopo un periodo di ampie misure di risanamento fino al 2013, l'orientamento di politica fiscale dovrebbe rimanere sostanzialmente neutro fino al 2017. In vista dei limitati sforzi di risanamento previsti nell'area dell'euro, gli scostamenti rispetto agli sforzi strutturali previsti dal Patto di stabilità e crescita potrebbero aggravarsi. Nonostante gli sforzi strutturali siano probabilmente insufficienti, secondo le previsioni di primavera dalla Commissione europea tutti i paesi dell'area attualmente soggetti a procedura per disavanzi eccessivi (PDE), ad eccezione della Spagna, sono in linea con la chiusura della PDE entro le scadenze fissate, grazie soprattutto agli effetti del ciclo economico sulla riduzione del disavanzo. Tuttavia, poiché le posizioni strutturali di bilancio non hanno dato segni di miglioramento, sussiste il rischio che si ripetano gli errori commessi nel periodo antecedente la crisi, quando il miglioramento dei saldi complessivi si è dimostrato di natura temporanea. Con il rafforzamento della ripresa congiunturale, sarà importante porre maggiore enfasi sulla sostenibilità del debito e ridare slancio alle misure di risanamento per conseguire gli obiettivi di bilancio di medio termine in tutti i paesi ove permangono ritardi nel risanamento dei conti pubblici (cfr. riquadro 8).



RIQUADRI

RIQUADRO I

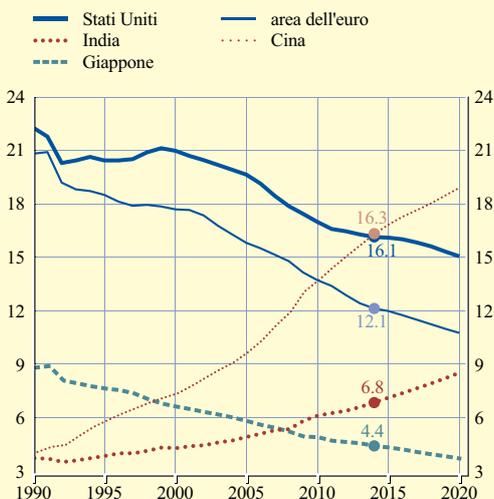
LA CRESCITA DEL RUOLO DELL'ECONOMIA INDIANA

L'India ha gradualmente accresciuto il suo ruolo nell'economia mondiale durante il decennio trascorso. Nel 2014 l'India si collocava già al terzo posto per dimensioni in termini di parità di potere di acquisto (PPA) a livello mondiale, dopo la Cina e gli Stati Uniti. In un contesto in cui molti osservatori si attendono il protrarsi di una espansione sostenuta, il contributo dell'economia indiana alla crescita mondiale – e quindi la sua importanza per le prospettive dell'area dell'euro – potrebbe aumentare ulteriormente. Questo riquadro tenta di contestualizzare gli andamenti recenti sul piano delle politiche in India e valutare le sfide e le prospettive economiche del paese.

L'India già svolge un ruolo importante nell'economia mondiale. Nel 2014 l'India rappresentava il 6,8 per cento del PIL mondiale in termini di PPA (cfr. figura A) e forniva il principale contributo alla crescita globale dopo la Cina (cfr. figura B). Per contro, il ruolo del paese nel commercio e nei mercati finanziari mondiali è stato finora relativamente più contenuto. Nel 2013 l'India costituiva meno del 2 per cento delle esportazioni dell'area dell'euro e appena il 2,5 per cento delle importazioni globali, un livello più in linea con la sua quota del PIL mondiale basata sui tassi di cambio di mercato. Alla fine del 2013 registrava afflussi per investimenti diretti esteri (IDE) inferiori all'1 per cento dello stock globale e deflussi ancora minori (cfr. figura C). Anche l'impatto del paese sui mercati delle materie prime dal lato della domanda è relativamente modesto, se si considera il numero elevato di abitanti. Fino a poco tempo fa il consumo di energia dell'India era ad esempio

Figura A Quote del PIL mondiale

(in percentuale del PIL mondiale)

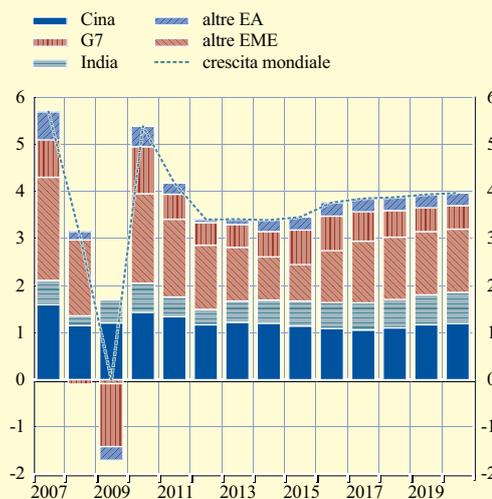


Fonti: FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2015; elaborazioni della BCE.

Note: le quote del PIL si basano sulla valutazione in termini di parità di potere di acquisto del PIL di ciascun paese. Le cifre relative al 2014 sono segnate sul grafico; i dati concernenti gli anni successivi sono proiezioni dell'FMI.

Figura B Contributi alla crescita mondiale

(variazioni percentuali; contributi in punti percentuali)



Fonti: FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2015; elaborazioni della BCE.

Note: per "altre EA" si intendono tutte le economie avanzate non appartenenti al G7. Con "altre EME" si intendono tutte le economie di mercato emergenti tranne India e Cina. I dati per il 2015 e per gli anni successivi sono proiezioni dell'FMI.

inferiore al 5 per cento del totale mondiale, una quota molto inferiore a quella riferita alla Cina (oltre il 20 per cento).

Si ritiene generalmente che quest'anno l'India superi la Cina, collocandosi al primo posto in termini di ritmo di crescita tra le grandi economie mondiali.

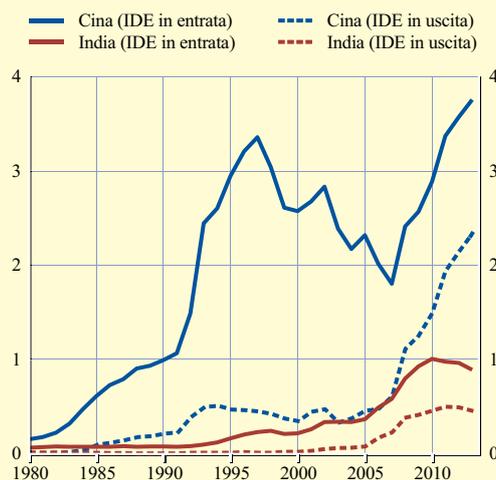
Le prospettive a breve termine dell'India sono migliorate. Tale risultato va ricondotto in particolare alle recenti riforme sul piano delle politiche e al calo dei corsi petroliferi, che hanno aiutato il paese ad affrontare vulnerabilità macroeconomiche di lungo periodo come l'inflazione elevata e gli ampi disavanzi di bilancio e di conto corrente. L'inflazione al consumo è diminuita significativamente negli ultimi trimestri e dovrebbe rimanere inferiore al 6 per cento sino alla fine dell'esercizio finanziario in corso (aprile 2015-marzo 2016). In un contesto di

inflazione decrescente, la Reserve Bank of India ha abbassato il suo tasso di interesse di riferimento due volte (al 7,5 per cento) agli inizi di quest'anno e dovrebbe mantenere un orientamento accomodante per sostenere la crescita. In futuro, il nuovo regime basato su un obiettivo di inflazione esplicito (inflation targeting) potrebbe contribuire ad accrescere la credibilità della politica monetaria indiana. Negli ultimi anni i disavanzi fiscali si sono ridotti: nell'esercizio finanziario più recente il disavanzo di bilancio dell'amministrazione centrale è sceso al 4,1 per cento del PIL, poiché il governo ha colto l'occasione dei più bassi corsi petroliferi per eliminare alcune sovvenzioni al carburante. Anche il disavanzo di conto corrente dell'India è diminuito, dal 4,8 per cento del PIL nel 2012 a circa l'1,4 per cento nell'ultimo esercizio. Le recenti riforme politiche, compresi i piani per investimenti accelerati in infrastrutture pubbliche, avrebbero accresciuto la fiducia di imprese e consumatori nelle prospettive dell'economia. Su questo sfondo, con i dati recenti che stanno a indicare una crescita di fondo più rapida¹⁾, gran parte degli analisti si attende che nei prossimi anni il tasso di espansione dell'economia salga a circa l'8 per cento in India e superi così quello della Cina (cfr. figura D).

Guardando al futuro, il potenziale di crescita dell'India resta elevato poiché il paese continuerà a godere di un grande dividendo demografico. Gli andamenti demografici stanno a indicare che nel 2030 l'India supererà la Cina, diventando il paese più popoloso e con la più grande forza lavoro del mondo. Per allora la popolazione in età lavorativa dell'India sarà composta da oltre un miliardo di individui, una cifra superiore a quella riferita all'insieme di area dell'euro, Stati Uniti e Indonesia (che si collocano rispettiva-

Figura C Quote dello stock mondiale di investimenti diretti esteri (IDE)

(percentuali)



Fonte: UNCTAD.

1) Le serie riviste del PIL, pubblicate dal Central Statistical Office indiano il 30 gennaio e il 9 febbraio di quest'anno, mostrano un rafforzamento significativo della crescita negli ultimi anni. Si ritiene che il ritmo di incremento dell'attività economica in India, dopo la netta moderazione dall'11 per cento nel 2010 al 5,3 per cento nel 2012, sia risalito al 6,4 per cento nel 2013 e al 7,2 per cento nel 2014 (come risultato di revisioni al rialzo rispettivamente pari a 1,7 e 1,1 punti percentuali).

Figura D Proiezioni di crescita per India e Cina

(variazioni percentuali annue)

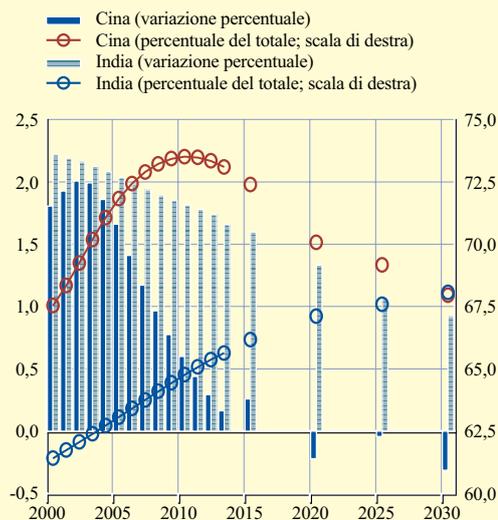


Fonti: FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2015; OCSE, *Interim Economic Assessment*, marzo 2015; Banca asiatica di sviluppo (Asian Development Bank, ADB), *Asian Development Outlook*, marzo 2015; *Consensus Economics*, maggio 2015.

Nota: le previsioni per l'India formulate dall'FMI, dalla Banca asiatica di sviluppo e da Consensus Economics sono riferite all'esercizio finanziario (ad esempio, per 2015 si intende l'esercizio che inizia ad aprile 2015).

Figura E Popolazione in età lavorativa

(variazioni percentuali; percentuale della popolazione totale)



Fonti: Nazioni Unite e Banca mondiale.

Nota: i dati per il 2015 e gli anni successivi sono proiezioni.

mente al terzo, quarto e quinto posto in termini di numero di abitanti). Inoltre, a differenza della Cina, l'India ha una popolazione in età da lavoro (in percentuale del numero totale di abitanti) che si prevede continui ad aumentare (cfr. figura E). Di conseguenza, il contributo della manodopera alla crescita potenziale del paese dovrebbe salire gradualmente nel prossimo decennio. Ad esempio, le proiezioni del Fondo monetario internazionale (FMI) e di Consensus Economics collocano la crescita media del PIL indiano al 7,6 per cento fra il 2015 e il 2020.

Le prospettive per l'India dipendono tuttavia dalla capacità del paese di affrontare una serie di sfide importanti. Le recenti iniziative sul piano delle politiche assunte dal governo sembrano avere accresciuto la fiducia dei mercati e forniscono una base più solida per una gestione macroeconomica stabile, comprendente politiche di bilancio rigorose e un'attenzione particolare sulla stabilità dei prezzi per la banca centrale. Il governo indiano ha anche adottato una serie di misure volte a migliorare il clima di fiducia delle imprese. Ulteriori riforme strutturali miranti ad affrontare gli impedimenti residui alla crescita, compresi provvedimenti intesi a ridurre la burocrazia e a imprimere un'accelerazione agli investimenti in infrastrutture, potrebbero contribuire a sostenere un ritmo di crescita elevato negli anni a venire.

Se l'India realizzerà il suo potenziale, è probabile che assuma una posizione di maggior rilievo nell'economia mondiale. Il rapido ritmo di espansione e l'aumento dell'inci-

denza dell'India sul PIL mondiale rendono probabile un incremento del contributo fornito dal paese alla crescita globale. Le proiezioni più recenti dell'FMI indicano che nel 2018 tale contributo dovrebbe essere addirittura maggiore rispetto all'insieme dei paesi del G7, pur collocandosi ancora al secondo posto dopo quello della Cina (cfr. figura B).

RIQUADRO 2

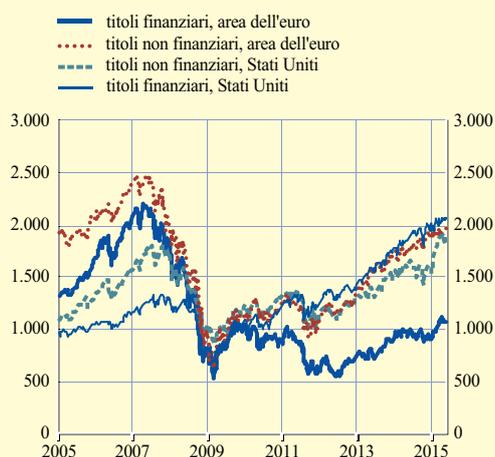
ANDAMENTI RECENTI DEI CORSI AZIONARI NELL'AREA DELL'EURO E NEGLI STATI UNITI

Nonostante i recenti rialzi, i corsi azionari nell'area dell'euro restano leggermente al disotto dei massimi raggiunti prima della crisi finanziaria. A partire da metà 2012 essi hanno progressivamente riguadagnato terreno, sebbene le prospettive di crescita siano state modeste. Questa tendenza rialzista si è temporaneamente interrotta durante la seconda metà del 2014, allorché i timori di una recessione a doppia v hanno depresso i prezzi azionari dell'area (cfr. figura A). Contrariamente a quanto osservato nell'area dell'euro, l'indice generale del mercato azionario negli Stati Uniti si colloca ben al disopra del livello massimo pre-crisi (cfr. figura B).

Sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti le azioni finanziarie hanno segnato una performance chiaramente inferiore a quelle non finanziarie. Una scomposizione settoriale più dettagliata mostra che gli aumenti dei prezzi delle azioni non finanziarie negli Stati Uniti sono stati a un tempo più vigorosi e più diffusi nei vari sottosectori economici rispetto a quelli nell'area dell'euro (cfr. figura B). Ciò si deve soprattutto al fatto che negli Stati Uniti negli ultimi cinque anni il return on equity (RoE) realizzato (una misura della redditività aziendale) è risultato superiore che nell'area dell'euro. In aggiunta, nello stesso

Figura A Corsi azionari negli Stati Uniti e nell'area dell'euro

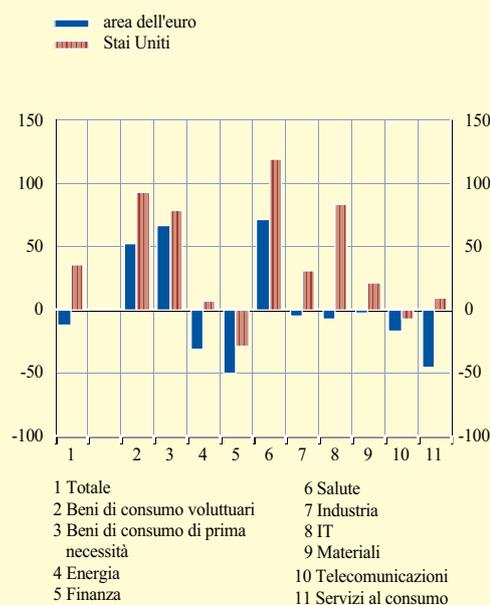
(punti)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Note: i dati si riferiscono agli indici azionari settoriali di Morgan Stanley Capital International. L'ultima osservazione corrisponde al 29 maggio 2015.

Figura B Corsi azionari rispetto al picco pre-crisi del luglio 2007

(valori percentuali)



Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Note: i dati si riferiscono agli indici azionari settoriali di Morgan Stanley Capital International. I corsi azionari statunitensi hanno toccato il picco nell'ottobre del 2007, ma tale picco era solo di poco superiore a quello di luglio dello stesso anno. Per semplicità, il picco del luglio 2007 relativo all'area dell'euro viene utilizzato come data di riferimento. L'ultima osservazione corrisponde al 29 maggio 2015.

periodo gli annunci sugli utili negli Stati Uniti hanno in gran parte dei casi superato le attese, mentre nell'area le hanno generalmente deluse.

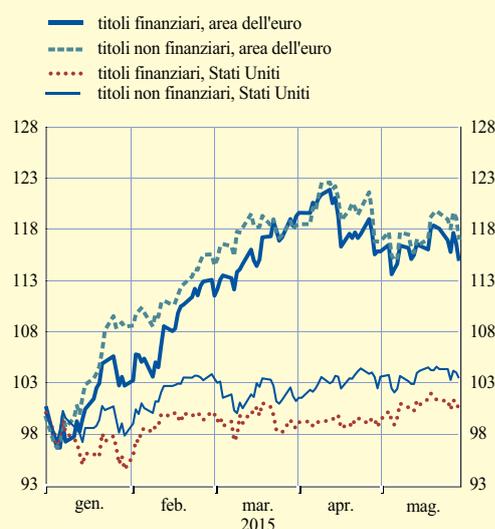
A seguito dell'annuncio del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (PAA ampliato) della BCE nel gennaio 2015, i mercati azionari dell'area hanno segnato un considerevole rialzo. Dall'inizio dell'anno la loro progressione è stata del 17 per cento, e ha interessato i titoli sia finanziari sia non finanziari, nonché diverse giurisdizioni. Ciò contrasta con gli andamenti negli Stati Uniti, dove gli indici azionari sono rimasti ampiamente invariati dall'inizio dell'anno (cfr. figura C).

Dopo l'annuncio dell'APP ampliato è inoltre diminuita la volatilità nei mercati azionari dell'area dell'euro. In precedenza, l'incertezza nei mercati azionari dell'area, misurata dalla volatilità implicita, aveva pesantemente risentito dell'accresciuta avversione al rischio associata alle incertezze politiche in Grecia. Essa era schizzata verso l'alto intorno a metà ottobre, quando in tale paese si erano sviluppate tensioni politiche, e ancora una volta a metà dicembre, allorché era divenuto chiaro che il dibattito nel parlamento ellenico non avrebbe condotto allo sblocco dell'impasse politica (cfr. figura D). Dopo l'annuncio del PAA ampliato, tuttavia, la volatilità è calata.

A partire da metà aprile la volatilità nei mercati azionari dell'area dell'euro è aumentata, sullo sfondo di una maggiore volatilità nei mercati delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro. L'accentuazione della volatilità in questi ultimi mercati a metà aprile rifletteva prevalentemente un forte rialzo dei rendimenti sovrani nel segmento a lungo termine della curva, a sua volta dovuto soprattutto a una correzione tecnica rispetto alla forte flessione registrata a seguito della prima fase di attuazione del PAA ampliato.

Figura C Andamenti dei corsi azionari dopo l'annuncio dell'APP ampliato

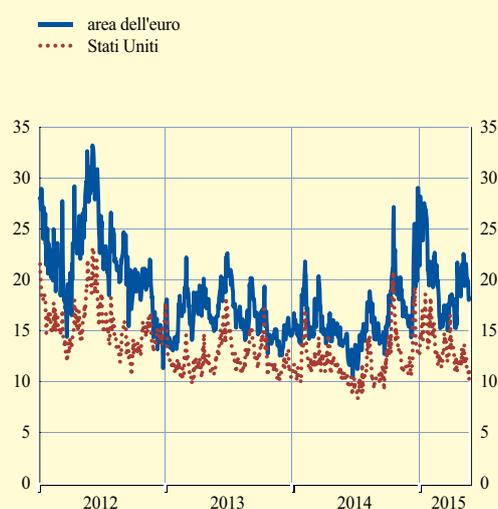
(indice ribassato: gen. 2015 = 100)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'ultima osservazione corrisponde al 29 maggio 2015.

Figura D Volatilità del mercato azionario

(variazioni percentuali)



Fonte: Thomson Reuters.
Nota: l'ultima osservazione corrisponde al 29 maggio 2015.

L'ondata di vendite nei mercati obbligazionari potrebbe inoltre essere stata esacerbata dai comportamenti gregari degli investitori di fronte al peggioramento delle condizioni di liquidità.

È possibile utilizzare un modello di sconto dei dividendi per accertare ulteriormente le determinanti della recente evoluzione dei prezzi azionari. In questo modello il prezzo dell'azione corrisponde al valore di tutti i dividendi futuri (D_t), scontato utilizzando il tasso privo di rischio (r) maggiorato di un compenso per i rischi assunti dagli investitori, ossia il premio per il rischio azionario (equity risk premium, ERP), cosicché:

$$P = E \left\{ \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r+ERP)^t} \right\}$$

Per poter applicare il modello è necessario formulare ipotesi sull'andamento futuro dei dividendi. Sulla scorta del modello proposto da Fuller e Hsia ¹⁾, è possibile ipotizzare che la crescita dei dividendi si sviluppi in tre fasi. Nella prima fase, della durata ipotetica di quattro anni, i dividendi crescono al tasso g_s . La seconda fase è un periodo transitorio (della durata ipotetica di otto anni), in cui la crescita dei dividendi si aggiusta in modo lineare raggiungendo un tasso di crescita allo stato stazionario, g_L , che si ipotizza prevalga durante tutta la terza fase, infinita. Sulla base di queste ipotesi, Fuller e Hsia mostrano che il prezzo di un'azione può essere calcolato approssimativamente come

$$P = D \frac{(1+g_L) + 8(g_s - g_L)}{r + ERP - g_L}$$

Si assume che g_s equivalga alle previsioni di crescita degli utili unitari formulate dagli analisti, mentre g_L è approssimato dal tasso di crescita futuro a lungo termine del PIL segnalato da Consensus Economics ²⁾.

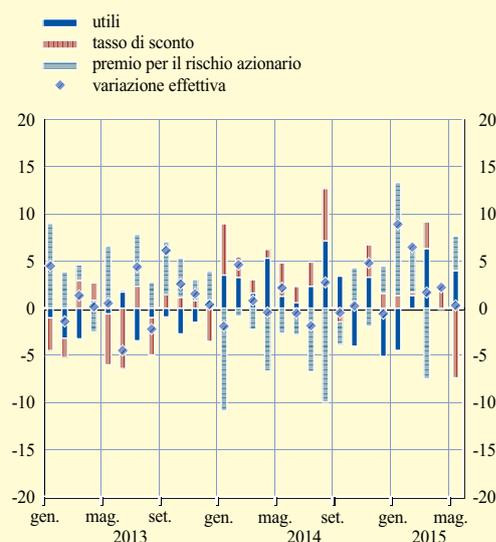
L'aumento dei prezzi azionari nell'area dell'euro registrato nei primi mesi del 2015 è stato trainato principalmente da una maggiore propensione al rischio e da tassi di sconto più bassi. Come evidenziato nelle figure E e F, l'analisi del modello di sconto dei dividendi mostra che per gran parte del 2014 l'impatto positivo sui corsi azionari esercitato dal miglioramento delle aspettative sugli utili e dalla riduzione del fattore di sconto è stato contrastato dalla maggiore avversione al rischio (misurata come aumento del premio per il rischio azionario), che ha pertanto mantenuto i corsi azionari sostanzialmente stabili. Questa situazione si è invertita in gennaio e febbraio del 2015, dopo l'annuncio del PAA ampliato, che ha innescato un calo dell'avversione al rischio e spinto vigorosamente verso l'alto i prezzi azionari. Le stime del modello indicano inoltre che il rialzo dei prezzi azio-

1) Cfr. Fuller, R. J. e Hsia, C., "A Simplified Common Stock Valuation Model", *Financial Analysts Journal*, vol. 40, settembre-ottobre 1984, pagg. 49-56.

2) In questo riquadro g_s è posto pari alle previsioni di crescita degli utili unitari a tre-cinque anni ("a lungo termine") degli analisti I/B/E/S (Institutional Brokers Estimate System). Come tasso privo di rischio, r , viene usato il tasso degli overnight index swap a dieci anni. Dato un livello corrente del prezzo azionario P e un livello dei dividendi D , la formula consente di calcolare il premio per il rischio azionario ERP .

Figura E Scomposizione delle variazioni nei corsi dei titoli azionari delle società non finanziarie dell'area dell'euro in base al modello di sconto dei dividendi

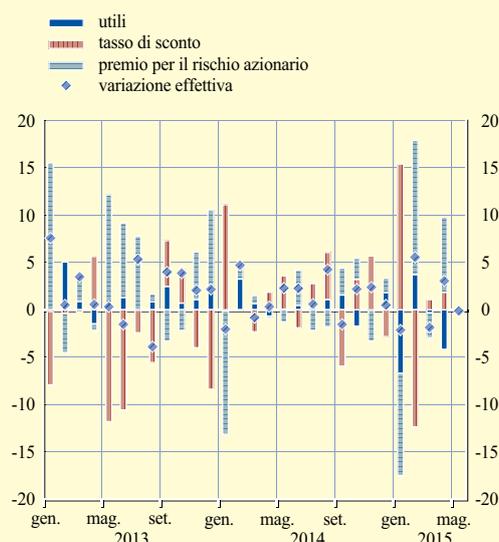
(contributi percentuali e in punti percentuali; variazioni sul mese precedente)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Figura F Scomposizione delle variazioni nei corsi dei titoli azionari delle società non finanziarie degli Stati Uniti in base al modello di sconto dei dividendi

(contributi percentuali e in punti percentuali; variazioni sul mese precedente)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

nari all'inizio dell'anno era collegato almeno in parte al deprezzamento dell'euro e alla debolezza dei corsi petroliferi.

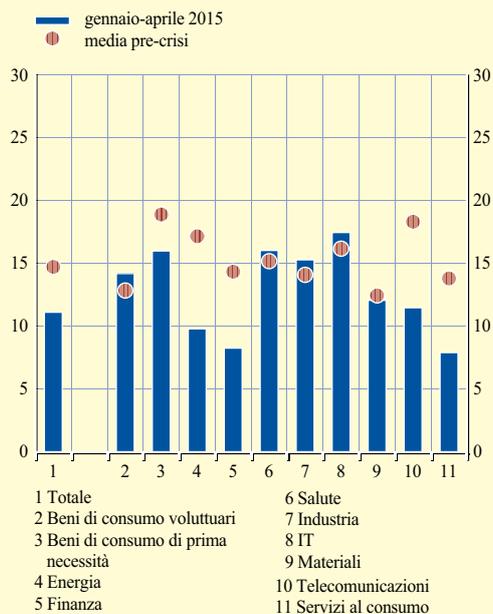
Ciò contrasta con la situazione negli Stati Uniti, dove la debolezza dei dati economici di gennaio si è riflessa in una diminuzione delle attese sugli utili e in un aumento solo lieve dei prezzi azionari (cfr. figura F). L'impatto sui corsi azionari è stato relativamente contenuto poiché la pubblicazione di dati deludenti ha portato a una flessione del tasso di sconto, dovuta al probabile rinvio di un inasprimento della politica monetaria. Il recente episodio di volatilità nei mercati obbligazionari dell'area dell'euro, tradottosi in un aumento del tasso di sconto, trova riscontro nella modesta performance dei mercati azionari dell'area dell'euro nel maggio di quest'anno.

Le prospettive di crescita a lungo termine nell'area dell'euro restano piuttosto contenute e continuano a pesare sull'andamento relativo dei corsi azionari dell'area rispetto a quelli statunitensi. Sebbene i dati macroeconomici pubblicati di recente siano stati migliori del previsto, le prospettive di una ripresa della crescita del prodotto potenziale nell'area restano deboli. Ciò continua a incidere sulle aspettative degli analisti circa la crescita degli utili a lungo termine, e le attese di lungo periodo sul RoE restano ben inferiori a quelle degli Stati Uniti (cfr. figure G e H), nonché al di sotto dei livelli medi pre-crisi.

Nel complesso, malgrado il progressivo rialzo segnato a partire dal 2012, e quello più pronunciato dopo l'annuncio del PAA ampliato, i corsi azionari dell'area dell'euro rimangono su livelli inferiori ai massimi pre-crisi. I rapporti prezzo/utili sono ancora

Figura G RoE atteso su un orizzonte di oltre due anni nell'area dell'euro

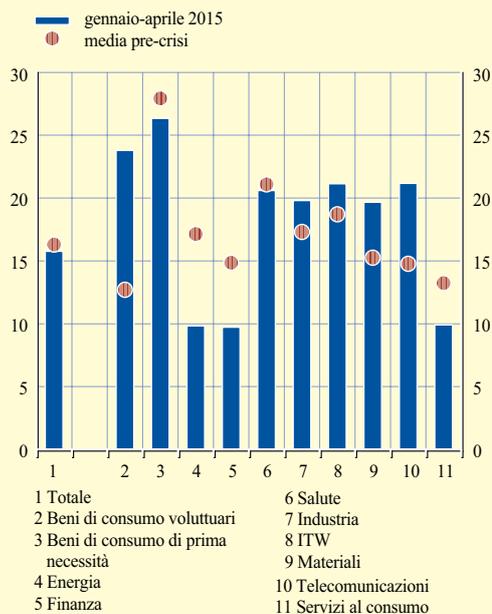
(valori percentuali)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Note: il RoE (return on equity) è calcolato a partire dalle serie sui rapporti prezzo/utigli e prezzo/patrimonio netto relative agli indici di Morgan Stanley Capital International. La media pre-crisi si riferisce al periodo dal gennaio 1999 al giugno 2007.

Figura H RoE atteso su un orizzonte di oltre due anni negli Stati Uniti

(valori percentuali)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Note: il RoE (return on equity) è calcolato a partire dalle serie sui rapporti prezzo/utigli e prezzo/patrimonio netto relative agli indici di Morgan Stanley Capital International. La media pre-crisi si riferisce al periodo dal gennaio 1999 al giugno 2007.

prossimi o inferiori alle medie di lungo periodo in gran parte dei settori. Rispetto agli Stati Uniti, la performance dei mercati azionari dell'area resta inferiore: i timori per le prospettive della crescita potenziale nell'area continuano infatti a deprimere le aspettative sugli utili.

RIQUADRO 3

CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ E OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA NEL PERIODO DAL 28 GENNAIO AL 21 APRILE 2015

Questo riquadro descrive le operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE durante il primo e il secondo periodo di mantenimento delle riserve del 2015, ossia dal 28 gennaio al 10 marzo 2015 e dall'11 marzo al 21 aprile 2015 rispettivamente¹⁾. In questo arco di tempo i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale (ORP), sulle operazioni di rifinanziamento marginale (ORM) e sui depositi presso la banca centrale (DBC) sono rimasti invariati allo 0,05, 0,30 e -0,20 per cento rispettivamente²⁾. Il 25 marzo 2015 è stata regolata la terza operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT), che ha visto l'aggiudicazione di 97,8 miliardi di euro, a fronte degli 82,6 miliardi e 129,8 miliardi di euro della prima e della seconda operazione di questo tipo³⁾. In aggiunta, il 9 marzo 2015 l'Eurosistema ha avviato gli acquisti di titoli del settore pubblico nel quadro del programma ampliato di acquisto di attività (PAA). Quest'ultimo comprende il programma di acquisto di titoli del settore pubblico (PSPP), il terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite (CBPP3) e il programma di acquisto di attività cartolarizzate (ABSPP)⁴⁾.

Fabbisogno di liquidità

Nel periodo in esame il fabbisogno giornaliero di liquidità aggregato del sistema bancario, definito come la somma di fattori autonomi e riserve obbligatorie, è diminuito di 23,5 miliardi di euro rispetto al periodo precedente, ossia dal 12 novembre 2014 al 27 gennaio 2015, collocandosi in media a 582,2 miliardi di euro. Il calo riflette il minore contributo dei fattori autonomi, pari in media a 473,1 miliardi di euro.

La diminuzione dei fattori autonomi ha riflesso l'aumento di quelli di immissione della liquidità. Fra questi, le attività nette sull'estero sono cresciute mediamente di 35,6 miliardi di euro, a 607,6 miliardi, soprattutto di riflesso alle rivalutazioni trimestrali dei portafogli, che sono risultate considerevoli a causa del deprezzamento dell'euro. Le variazioni delle attività nette sull'estero sono state in parte controbilanciate da quelle di altri fattori autonomi.

Per quanto riguarda i fattori di assorbimento della liquidità, il calo dei depositi delle amministrazioni pubbliche ha rallentato il passo, portandosi in media a 66,1 miliardi

1) A partire dal gennaio 2015 la durata dei periodi di mantenimento è stata estesa a sei settimane per farla corrispondere al calendario delle riunioni del Consiglio direttivo. Per maggiori informazioni, cfr. http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140703_1.it.html.

2) Le ORP hanno continuato a essere condotte con procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione degli importi. La stessa procedura è rimasta in vigore per le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre mesi. Il tasso di interesse in ciascuna ORLT è stato fissato pari alla media dei tassi delle ORP condotte nell'arco della durata della ORLT.

3) Per maggiori informazioni sulle prime due OMRLT, cfr. il riquadro *Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 13 agosto all'11 novembre 2014*, in BCE, *Bollettino mensile*, dicembre 2014, pag.35 (consultabile all'indirizzo: <http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-bce/bol-bce-2014/Bollmensile-12-14.pdf>) e il riquadro *Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 12 novembre 2014 al 27 gennaio 2015*, in BCE, *Bollettino economico*, 2, 2015, pag.43 (consultabile all'indirizzo: <http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-eco-bce/2015/bol-eco-2-2015/bolleco-bce-02-15.pdf>).

4) Informazioni dettagliate sul PAA sono disponibili sul sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>).

di euro, contro i 68,3 miliardi del precedente periodo esaminato. A partire dalla riduzione al -0,20 per cento del tasso sui depositi presso la banca centrale nel settembre 2014, i depositi delle amministrazioni pubbliche hanno seguito una costante tendenza al ribasso, dal momento che l'introduzione di un tasso negativo sui depositi presso la banca centrale e l'adozione di nuove linee guida sulla remunerazione dei depositi delle amministrazioni pubbliche⁵⁾ hanno incentivato le tesorerie a ridurre le proprie disponibilità liquide. Tale tendenza, tuttavia, si è invertita nel secondo periodo di mantenimento del 2015, quando il protratto calo dei tassi di mercato ha ridotto le alternative di collocamento a disposizione delle tesorerie e i depositi delle amministrazioni pubbliche sono tornati ad aumentare. Le banconote in circolazione sono aumentate in media di 14,5 miliardi di euro a seguito del consueto incremento della domanda di banconote durante il periodo pasquale, ma anche sotto l'influsso di fattori specifici ad alcuni paesi.

La volatilità dei fattori autonomi è ulteriormente aumentata nel periodo in rassegna.

Tale aumento è principalmente il risultato del cambiamento nelle attività nette sull'estero in vista delle rivalutazioni trimestrali delle attività in valuta estera, ma anche delle variazioni nelle attività nette denominate in euro dovute alla maggiore volatilità dei depositi esteri presso l'Eurosistema. Nel contempo, la volatilità della domanda di banconote è diminuita rispetto al periodo precedente, quando si era temporaneamente accentuata a causa della maggiore domanda di banconote nel periodo natalizio.

L'errore assoluto medio delle previsioni settimanali dei fattori autonomi si è ridotto da 8,7 a 5,4 miliardi di euro, prevalentemente per effetto di una diminuzione degli errori di previsione sui depositi delle amministrazioni pubbliche. Ciò nonostante, è stato comunque difficile anticipare l'andamento delle attività di investimento delle tesorerie in un contesto in cui i tassi a breve termine del mercato monetario si spingevano sempre più in territorio negativo, parallelamente all'aumento della liquidità in eccesso.

Offerta di liquidità

L'ammontare medio della liquidità fornita tramite operazioni di mercato aperto (operazioni d'asta e acquisti in via definitiva) è cresciuto di 13,3 miliardi di euro nel periodo, raggiungendo 771,9 miliardi. Questo aumento si deve a quello (di 48,6 miliardi di euro) mediamente registrato dai portafogli di attività detenute a titolo definitivo, che ha sopravanzato il calo medio (35,3 miliardi di euro) delle aggiudicazioni nelle operazioni d'asta.

La liquidità immessa mediante le operazioni d'asta è diminuita a un livello medio di 511,2 miliardi di euro, rispetto a 546,5 miliardi nel periodo precedente. Il calo è scaturito principalmente dal rimborso anticipato e successivamente dalla scadenza, nel primo periodo di mantenimento, delle due ORLT a tre anni, che hanno drenato liquidità per 182,0 miliardi di euro. Nondimeno, una parte di questo ammontare è stata compensata dalle regolari operazioni di immissione di liquidità, le ORP e le ORLT a tre mesi. In particolare, con la OMRLT di marzo sono stati immessi nel sistema bancario 97,8 miliardi di euro.

5) Consultabili all'indirizzo: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2014_168_r_0015_en_txt.pdf.

Situazione di liquidità dell'Eurosistema

	dal 28 gen. al 21 apr.		dal 12 nov. 2014 al 27 gen. 2015		Secondo periodo di mantenimento		Primo periodo di mantenimento	
Passività – Fabbisogno di liquidità (valori medi in miliardi di euro)								
Fattori di liquidità autonomi	1.601,6	(+4,5)	1.597,1	1.627,1	(+51,1)	1.576,0	(-27,6)	
Banconote in circolazione	1.010,7	(+14,5)	996,2	1.015,9	(+10,6)	1.005,4	(-0,2)	
Depositi delle amministrazioni pubbliche	66,1	(-2,1)	68,3	70,2	(+8,0)	62,1	(-4,2)	
Altri fattori autonomi	524,8	(-7,9)	532,6	541,0	(+32,5)	508,5	(-23,2)	
Strumenti di politica monetaria								
Conti correnti	243,6	(+25,8)	217,8	261,8	(+36,5)	225,3	(-10,9)	
Riserve obbligatorie minime	109,1	(+0,9)	106,3	110,6	(+3,0)	107,5	(+1,3)	
Depositi presso la banca centrale	55,5	(+13,6)	41,9	68,6	(+26,2)	42,4	(-7,9)	
Operazioni di regolazione puntuale finalizzate all'assorbimento di liquidità	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
Attività – Offerta di liquidità (valori medi in miliardi di euro)								
Fattori di liquidità autonomi	1.128,7	(+30,7)	1.098,0	1.162,2	(+66,9)	1.095,3	(-3,4)	
Attività nette sull'estero	607,6	(+35,6)	572,0	625,9	(+36,7)	589,2	(+12,8)	
Attività nette denominate in euro	521,1	(-4,8)	526,0	536,3	(+30,2)	506,0	(-16,1)	
Strumenti di politica monetaria								
Operazioni di mercato aperto	771,9	(+13,3)	758,6	795,6	(+47,3)	748,3	(-43,0)	
Operazioni d'asta offerte	511,2	(-35,3)	546,5	505,0	(-12,6)	517,5	(-55,9)	
ORP	130,7	(+17,4)	113,3	118,9	(-23,7)	142,6	(+23,6)	
Operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
ORLT a tre mesi	96,9	(+53,5)	43,4	108,4	(+23,1)	85,3	(+36,3)	
ORLT a tre anni	38,6	(-197,8)	236,4	0,0	(-77,2)	77,2	(-134,3)	
ORLT mirate	245,1	(+91,6)	153,4	277,7	(+65,2)	212,4	(+18,5)	
Portafogli definitivi	260,7	(+48,6)	212,1	290,6	(+59,8)	230,8	(+12,9)	
Primo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	26,5	(-2,6)	29,0	26,0	(-1,0)	27,0	(-1,8)	
Secondo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	11,9	(-0,9)	12,8	11,5	(-0,8)	12,3	(-0,5)	
Terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	55,4	(+30,4)	25,0	63,6	(+16,3)	47,2	(+16,7)	
Programma per il mercato dei titoli finanziari	141,1	(-3,0)	144,1	140,8	(-0,5)	141,3	(-2,8)	
Programma per l'acquisto di attività cartolarizzate	3,8	(+2,7)	1,2	4,7	(+1,7)	3,0	(+1,3)	
Programma di acquisto di titoli del settore pubblico	22,0	(+22,0)	0,0	44,0	(+44,0)	0,0	(+0,0)	
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,3	(-0,1)	0,4	0,2	(-0,2)	0,4	(-0,1)	
Altre informazioni basate sulla liquidità (valori medi in miliardi di euro)								
Fabbisogno aggregato di liquidità	582,2	(-23,5)	605,7	575,8	(-12,8)	588,6	(-23,0)	
Fattori autonomi	473,1	(-26,3)	499,4	465,2	(-15,7)	481,0	(-24,3)	
Liquidità in eccesso	181,6	(+28,7)	153,0	209,4	(+49,7)	159,8	(-20,0)	
Andamento dei tassi di interesse (valori percentuali)								
ORP	0,05	(+0,00)	0,05	0,05	(+0,00)	0,05	(+0,00)	
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,30	(+0,00)	0,30	0,30	(+0,00)	0,30	(+0,00)	
Depositi presso la banca centrale	-0,20	(+0,00)	-0,20	-0,20	(+0,00)	-0,20	(+0,00)	
Media EONIA	-0,045	(-0,014)	-0,031	-0,061	(-0,033)	-0,029	(+0,019)	

Fonte: BCE.

Nota: dato che tutte le cifre riportate in tabella sono state arrotondate, in alcuni casi il valore indicato come variazione rispetto al periodo precedente non corrisponde alla differenza effettiva tra i valori arrotondati forniti per i due periodi (differenza di 0,1 miliardi di euro).

Infine, la liquidità offerta mediante i portafogli di attività detenute a titolo definitivo è aumentata in media di 48,6 miliardi di euro, sulla scia dell'attuazione del PAA ampliato. L'incremento dell'offerta media di liquidità mediante i singoli programmi PSPP, CBPP3 e ABSPP (22,0, 30,4 e 2,7 miliardi di euro rispettivamente) ha più che compensato il calo riveniente dalla scadenza di alcune obbligazioni nei portafogli del programma per il mercato dei titoli finanziari e dei due precedenti programmi di acquisto di obbligazioni garantite.

Liquidità in eccesso

La liquidità in eccesso è aumentata di 28,7 miliardi di euro, a una media di 181,6 miliardi di euro, con significative differenze fra i due periodi di mantenimento. Nel primo la liquidità in eccesso si è ridotta a un livello medio di 159,8 miliardi di euro, soprattutto a causa della scadenza delle due ORLT a tre anni. In questo periodo di mantenimento la liquidità in eccesso si è collocata all'interno dell'intervallo tra 139,2 e 198,4 miliardi di euro. Per contro, nel secondo periodo di mantenimento la liquidità in eccesso è cresciuta considerevolmente, a una media di 209,4 miliardi di euro, principalmente di riflesso al regolamento della terza OMRLT e agli acquisti obbligazionari nell'ambito del PAA. In questo periodo la liquidità in eccesso si è collocata fra un minimo di 150,6 miliardi e un massimo di addirittura 273,2 miliardi di euro.

Considerato il livello più elevato di liquidità in eccesso, le disponibilità giornaliere di conto corrente sono cresciute considerevolmente rispetto al periodo precedente, di 25,8 miliardi di euro in media, a 243,6 miliardi di euro. Anche il ricorso ai depositi presso la banca centrale è ulteriormente aumentato, da una media di 41,9 miliardi a 55,5 miliardi di euro. Nel periodo in esame il ricorso relativo ai depositi presso la banca centrale è cresciuto marginalmente al 29 per cento delle riserve in eccesso⁶⁾, contro una media del 27 per cento nel periodo precedente.

Andamenti dei tassi di interesse

Il tasso Eonia si è collocato in media a -2,9 punti base e a -6,1 punti base nel primo e nel secondo periodo di mantenimento rispettivamente. La flessione del tasso Eonia riflette la protratta trasmissione della riduzione dei tassi di interesse a breve termine nel settembre 2014, l'aumento graduale della liquidità in eccesso e la crescente accettazione del fatto che il tasso negativo sui depositi presso la banca centrale sia trasmesso alla base dei depositi.

6) Disponibilità media di conto corrente eccedente la riserva obbligatoria.

RIQUADRO 4

ANDAMENTI RECENTI NEL CONTO CORRENTE DEI PAESI DELL'AREA DELL'EURO CON AMPI DISAVANZI PRIMA DELLA CRISI

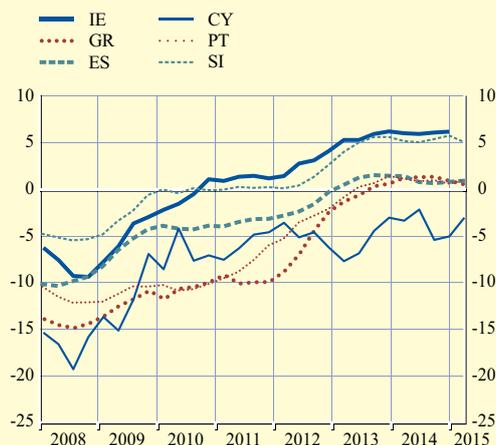
Diversi paesi dell'area dell'euro hanno attraversato una fase di riequilibrio dei conti con l'estero. Negli anni antecedenti la crisi finanziaria mondiale sono stati osservati disavanzi di conto corrente particolarmente ampi in Irlanda, Grecia, Spagna, Cipro, Portogallo e Slovenia¹⁾. Tra il 2008 e il 2013 i saldi correnti di queste economie hanno fatto registrare una correzione significativa e, in gran parte dei casi, sono passati in avanzo. Il presente riquadro analizza in maggiore dettaglio gli andamenti più recenti del conto corrente in questo gruppo di paesi²⁾.

Nel 2014 la correzione del conto corrente nelle economie dell'area dell'euro che registravano ampi disavanzi prima della crisi si è arrestata e, in alcuni casi, ha addirittura registrato una lieve inversione (cfr. figura A). In Irlanda, Grecia e Slovenia il saldo corrente è rimasto sostanzialmente invariato nel 2014, rispetto all'anno precedente. In Spagna e Portogallo è invece lievemente peggiorato in rapporto al PIL, rispettivamente di 0,6 e 0,8 punti percentuali. A Cipro si è avuto un deterioramento più pronunciato (2,0 punti percentuali), che tuttavia è stato in parte riassorbito nel primo trimestre del 2015. Fatta eccezione per Cipro, tutti i paesi in esame hanno continuato a registrare avanzi correnti. Il miglioramento del conto corrente evidenziato fra il 2008 e il 2013 dai paesi con ampi disavanzi prima della crisi è stato quindi in gran parte mantenuto.

Gli andamenti recenti nel conto corrente rispecchiano soprattutto una ripresa delle importazioni trainata dalla domanda che ha controbilanciato la perdurante crescita delle esportazioni. Nel 2014 le esportazioni sono aumentate nella maggioranza dei paesi, e in particolare in Irlanda, sullo sfondo di un rafforzamento della domanda estera (cfr. figura B). Anche le importazioni hanno tuttavia recuperato, dopo la fase di perdurante debolezza, un andamento che può essere in parte spiegato dalla graduale intensificazione della crescita della domanda interna. A Cipro, in Grecia, in Slovenia e – in misura inferiore – in Portogallo si è manifestato altresì il deterioramento sia del conto dei redditi primari sia del conto dei redditi secondari³⁾. A Cipro

Figura A Saldo di conto corrente

(in percentuale del PIL; media di quattro trimestri)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce al primo trimestre del 2015 (per l'Irlanda, al quarto trimestre del 2014).

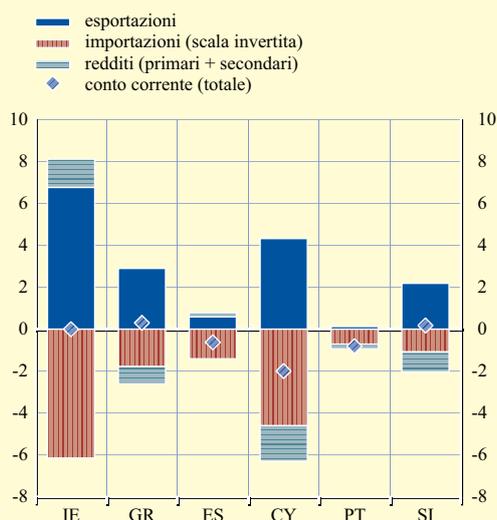
1) Questo riquadro prende in esame i paesi che nel 2008 registravano disavanzi correnti superiori al 4 per cento del PIL e che avevano adottato l'euro prima di tale anno. Al gruppo è stato aggiunto Cipro, poiché ha ricevuto assistenza finanziaria dall'UE e dall'FMI.

2) Per la parte precedente del periodo post-crisi, cfr. i riquadri *I progressi compiuti nel processo di correzione degli squilibri di conto corrente nell'area dell'euro nel 2012* e *In quale misura la correzione delle partite correnti nei paesi dell'area dell'euro sottoposti a tensioni è stata congiunturale o strutturale?* nei numeri, rispettivamente, di luglio 2013 e gennaio 2014 del Bollettino mensile della BCE.

3) Il conto dei redditi primari rileva principalmente i redditi da capitale e da lavoro dipendente, mentre quello dei redditi secondari mostra i trasferimenti correnti (ad esempio, gli introiti provenienti dal bilancio dell'UE).

Figura B Scomposizione della variazione del saldo corrente in rapporto al PIL fra il 2013 e il 2014

(punti percentuali)

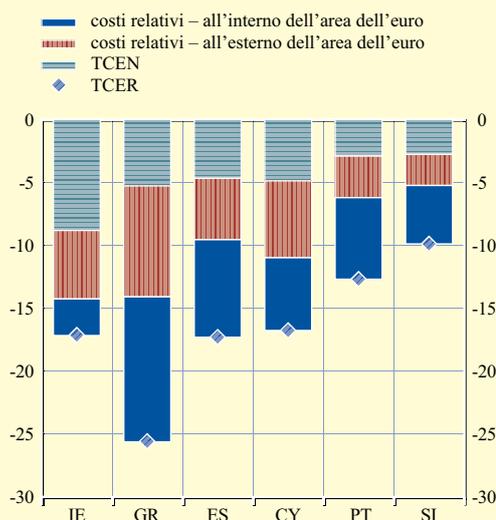


Fonti: BCE ed Eurostat.

Nota: un contributo negativo delle importazioni indica un aumento delle importazioni in percentuale del PIL.

Figura C Composizione della variazione del tasso di cambio effettivo reale nel periodo 2009-2014

(in percentuale; punti percentuali)



Fonte: BCE.

Nota: il grafico mostra il tasso di cambio effettivo reale (TCER), deflazionato con il costo del lavoro per unità di prodotto, rispetto agli altri paesi dell'area dell'euro e al gruppo di valute nell'indice TCE-20. Un calo del TCER corrisponde a un miglioramento della competitività di costo.

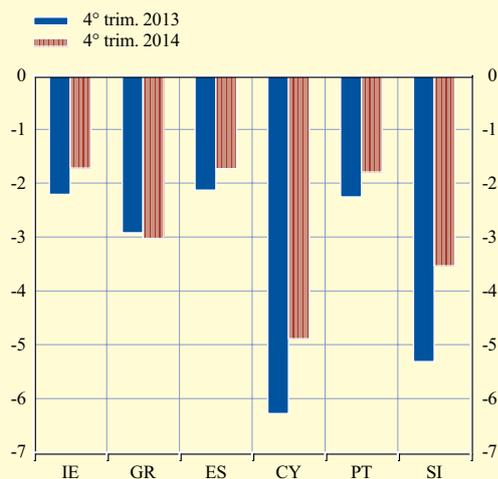
ciò va ricondotto principalmente all'emergere di un disavanzo nel conto dei redditi da investimenti diretti, in Grecia al deterioramento del conto dei redditi secondari e in Slovenia a un generale ampliamento del disavanzo relativo ai redditi da capitale.

Nel periodo 2009-2014 l'impatto al ribasso sul conto corrente esercitato dalla stabilizzazione della domanda interna è stato in parte controbilanciato dal miglioramento durevole dei costi e dei prezzi relativi, oltre che dal calo dei corsi petroliferi. Rispetto al 2009 (quando il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro ha raggiunto il suo massimo), i tassi di cambio effettivi reali dei paesi con ampi disavanzi correnti prima della crisi, deflazionati con il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP), si sono deprezzati del 10-30 per cento (cfr. figura C). Nel caso dell'Irlanda, gran parte del deprezzamento in termini reali dal 2009 è riconducibile al calo del tasso di cambio effettivo nominale; nelle rimanenti economie considerate ha invece rispecchiato soprattutto le correzioni del CLUP rispetto agli altri paesi dell'area dell'euro e al resto del mondo. Fatta eccezione per la Slovenia, i paesi con ampi disavanzi correnti prima della crisi hanno ormai in larga misura riassorbito le perdite in termini di competitività di costo (misurate dal tasso di cambio effettivo reale deflazionato con il CLUP) registrate rispetto all'area dell'euro fra il 1999 e l'inizio della crisi. La trasmissione dal costo del lavoro per unità di prodotto ai prezzi alla produzione e all'esportazione rimane tuttavia incompleta, di riflesso all'esistenza di fattori quali i perduranti ostacoli alla concorrenza nei mercati dei beni e gli aumenti delle imposte indirette.

Nel 2014 il calo dei corsi petroliferi ha altresì sostenuto i saldi correnti nei paesi dell'area dell'euro con ampi disavanzi prima della crisi. I minori prezzi del greggio tendono a ridurre la spesa petrolifera e quindi a migliorare il disavanzo strutturale del commercio di

Figura D Saldo petrolifero

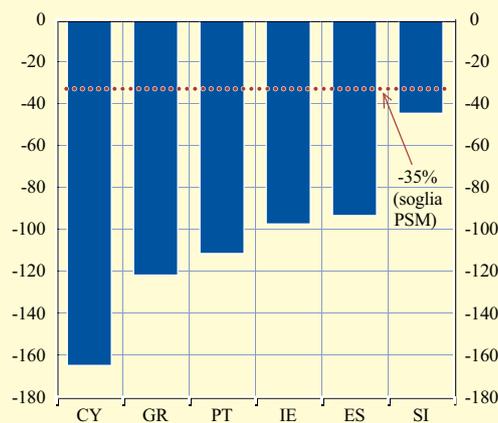
(in percentuale del PIL)



Fonte: Eurostat.
Nota: i dati si riferiscono alla categoria 33 della Classificazione tipo per il commercio internazionale (Standard International Trade Classification, SITC), comprendente il petrolio, i derivati del petrolio e i materiali connessi.

Figura E Posizione patrimoniale netta sull'estero nel 2014

(in percentuale del PIL)



Fonte: Eurostat.
Nota: la linea orizzontale corrisponde alla soglia indicativa del -35 per cento del PIL utilizzata nella procedura per gli squilibri macroeconomici (PSM).

prodotti derivati dal petrolio. Tra l'ultimo trimestre del 2013 e lo stesso periodo del 2014 i saldi petroliferi negativi si sono significativamente ridotti in tutti i paesi tranne la Grecia (cfr. figura D) e gli effetti derivanti dai ribassi del prezzo del petrolio sono stati in parte controbilanciati dalle maggiori importazioni in termini reali di prodotti petroliferi sospinte dalla ripresa della domanda interna⁴⁾. I conseguenti miglioramenti del saldo petrolifero sono stati particolarmente ampi a Cipro e in Slovenia (circa 1,5-2,0 punti percentuali del PIL); essi risultano tuttavia sensibili anche in Irlanda, Spagna e Portogallo (approssimativamente 0,4-0,5 punti percentuali), dove gli effetti positivi esercitati dal calo delle quotazioni petrolifere sul conto corrente sono stati in parte compensati dall'aumento in volume delle importazioni di petrolio e prodotti derivati trainato dalla domanda.

Gli ampi e perduranti squilibri di stock richiedono un riequilibrio durevole dei conti con l'estero. Nonostante le correzioni di flusso osservate negli ultimi anni, i paesi con ampi disavanzi correnti prima della crisi continuano a registrare passività nette sull'estero ben superiori al 35 per cento del PIL. Questa soglia viene utilizzata nel contesto della procedura per gli squilibri macroeconomici al fine di segnalare i potenziali squilibri esterni di stock che accrescono la vulnerabilità di fronte a shock futuri. In gran parte dei paesi esaminati le passività nette sull'estero sono persino superiori, o prossime, al 100 per cento del PIL (cfr. figura E). La riduzione di questi squilibri di stock richiede una combinazione di miglioramenti durevoli del conto corrente e di crescita robusta del PIL in termini nominali nel medio periodo.

4) La Grecia (e, in misura inferiore, il Portogallo) ospita raffinerie ed è quindi al tempo stesso importatrice ed esportatrice di petrolio e prodotti derivati quali i distillati leggeri del petrolio.

RIQUADRO 5

IL MONITORAGGIO DELLA TRASMISSIONE DEL TASSO DI CAMBIO ALL'INFLAZIONE ARMONIZZATA

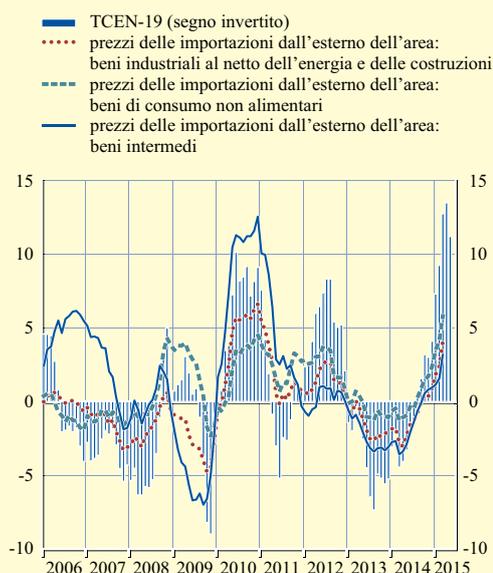
Il deprezzamento dell'euro dalla metà del 2014 ha contribuito in misura rilevante a definire le attuali prospettive di inflazione nell'area dell'euro. In termini effettivi nominali, il tasso di cambio è sceso in maggio di circa il 10 per cento rispetto al dicembre 2014 e di circa il 15 per cento dal marzo 2014, mese a cui risale il picco della precedente fase di apprezzamento. Il presente riquadro esamina i recenti andamenti dei prezzi all'importazione e alla produzione in un contesto in cui le variazioni dei tassi di cambio in genere si trasmettono ai prezzi al consumo finali con ritardo e in misura parziale.

La trasmissione delle variazioni del cambio all'inflazione armonizzata può diffondersi attraverso diversi canali. Prendendo in considerazione la recente fase di deprezzamento dell'euro, il primo canale è costituito dall'impatto diretto sullo IAPC attraverso la catena di vendita al dettaglio, in quanto i beni di consumo finali importati diventano più cari. Il secondo, un canale indiretto, rispecchia il fatto che i maggiori costi dovuti ai rincari degli input importati si trasmettono lungo i vari stadi della produzione interna di beni intermedi e finali. Il terzo, anch'esso un canale indiretto, è associato alle pressioni sui prezzi riconducibili in definitiva all'azione di stimolo che il deprezzamento di una valuta esercita sull'attività economica e sul reddito.

Negli ultimi mesi sono aumentati sensibilmente i prezzi all'importazione sia dei beni di consumo sia di quelli intermedi. In marzo la dinamica tendenziale dei prezzi all'importazione dall'esterno dell'area dell'euro per i beni di consumo esclusi gli alimentari, si è collocata al 5,8 per cento (cfr. figura A). Si tratta di un aumento molto più consistente rispetto a quello dei prezzi dei beni importati all'interno dell'area e, poiché negli scorsi mesi l'inflazione degli output nell'economia mondiale ha mostrato un andamento moderato, tali confronti suggeriscono che la ripresa dei prezzi all'importazione dall'esterno dell'area ha riflesso soprattutto il forte impatto al rialzo del deprezzamento dell'euro iniziato nella primavera del 2014. Anche la variazione annuale dei prezzi all'importazione dei beni intermedi è aumentata sensibilmente dalla primavera del 2014. È probabile che l'accelerazione di questi prezzi segnali un forte impatto dei tassi di cambio, dato che i corsi del petrolio e delle materie prime, che svolgono un ruolo rilevante nella produzione dei beni intermedi, hanno mostrato da allora una tendenza al ribasso.

Figura A Prezzi all'importazione dei beni intermedi e di consumo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2015 per il tasso di cambio effettivo nominale e a marzo 2015 per i prezzi all'importazione.

Figura B Prezzi alla produzione dei beni intermedi e di consumo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

- IAPC relativo ai beni industriali non energetici (scala di sinistra)
- indice dei prezzi alla produzione: beni di consumo non alimentari (scala di sinistra)
- indice dei prezzi alla produzione: beni intermedi (scala di destra)

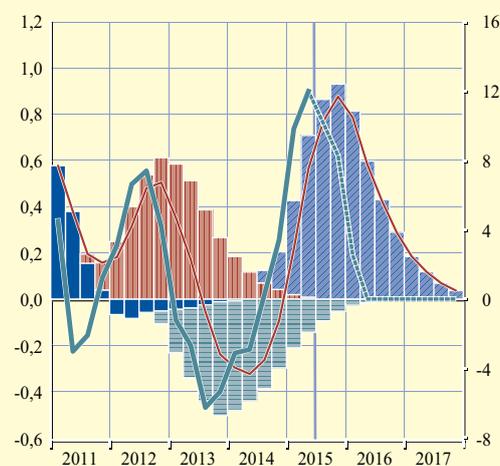


Fonti: elaborazioni dell'Eurostat e della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2015 (maggio 2015 per i beni industriali non energetici dello IAPC).

Figura C Trasmissione dei tassi di cambio all'inflazione armonizzata

(punti percentuali; variazioni percentuali sui dodici mesi)

- precedenti effetti di cambio (scala di sinistra)
- deprezzamento 3° trim. 2011 - 3° trim. 2012 (scala di sinistra)
- apprezzamento 4° trim. 2012 - 1° trim. 2014 (scala di sinistra)
- deprezzamento 2° trim. 2014 - 2° trim. 2015 (scala di sinistra)
- impatto totale (scala di sinistra)
- TCEN-19 (segno invertito, scala di destra)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.
Note: le elaborazioni sono basate su una versione aggiornata del modello presentato nel Working Paper della BCE n. 243. Le ultime osservazioni per il tasso di cambio effettivo nominale (TCEN) si riferiscono al secondo trimestre del 2015. Si ipotizza che il TCEN rimanga su tale livello fino al 2017.

Per contro, nell'industria i prezzi alla produzione per le vendite interne non hanno ancora mostrato segni evidenti di ripresa (cfr. figura B). I prezzi alla produzione dipendono non solo dai corsi degli input importati, ma anche dagli andamenti dei costi interni del lavoro e degli altri input e da come le imprese adattano i loro margini in funzione delle variazioni dei costi. In tale contesto, l'importanza degli input esteri tende a diminuire lungo la filiera produttiva. Di conseguenza, la sensibilità dei prezzi alla produzione alle variazioni dei prezzi degli input importati tende a essere relativamente elevata per i beni intermedi, ma più ritardata e contenuta per quelli al consumo¹⁾. Per il momento, quindi, l'andamento ulteriormente contenuto dei prezzi alla produzione per le vendite nazionali dei beni di consumo è in linea con la consueta trasmissione del tasso di cambio che si instaura nei primi stadi della filiera produttiva e della catena di formazione dei prezzi.

La trasmissione del tasso di cambio all'inflazione armonizzata dovrebbe divenire più evidente nei prossimi trimestri. L'evidenza basata sui modelli indica che possono trascorrere diversi trimestri prima che le variazioni dei cambi abbiano un impatto sull'inflazione. Tale ritardo è dovuto al fatto che occorre del tempo perché i prezzi all'importazione si tra-

1) Cfr. Hahn, E., "The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the euro area", *Working Paper Series*, n. 796, BCE, agosto 2007.

smettano lungo i diversi stadi della filiera produttiva e della catena dei prezzi e affinché emergano le pressioni sui prezzi nell'economia nazionale a causa degli effetti sull'attività e sul reddito connessi alle variazioni dei cambi. Inoltre, si stima che solo il 15 per cento circa dei beni industriali non energetici nel paniere dello IAPC sia costituito da prodotti di consumo direttamente importati. Considerando il ritardo della trasmissione, i movimenti dei tassi di cambio possono determinare la sovrapposizione tra effetti al rialzo e al ribasso. Ad esempio, gli effetti del recente deprezzamento dell'euro si sovrappongono agli effetti disinflazionistici ritardati dell'apprezzamento dell'euro tra la fine del 2012 e la primavera del 2014. Pertanto, in assenza di ulteriori variazioni dei tassi di cambio, il recente deprezzamento avrebbe il suo effetto massimo sull'inflazione solo alla fine del 2015 (cfr. figura C)²⁾.

La trasmissione del deprezzamento dell'euro si è riflessa chiaramente nel forte aumento dei prezzi all'importazione. In linea con la trasmissione normalmente ritardata delle variazioni del cambio, l'impatto sui prezzi alla produzione e al consumo dovrebbe risultare più evidente nei prossimi trimestri. Il ritardo e l'attenuazione di tale impatto nella trasmissione finale ai prezzi al consumo è una caratteristica consueta della filiera produttiva e della catena dei prezzi.

2) Cfr. Hahn, E., "Pass-through of external shocks to euro area inflation", *Working Paper Series*, n. 243, BCE, luglio 2003. Le funzioni di risposta a impulso utilizzate nella figura C sono basate su una versione aggiornata del modello elaborato nello studio summenzionato. Le risposte sono comparabili con quelle di altri modelli per quanto riguarda l'entità e i tempi. Tuttavia, va tenuto presente che la trasmissione in ciascun momento può essere diversa dall'elasticità media a seconda della causa che ha determinato la variazione del tasso di cambio.

FINANZIAMENTO NON BANCARIO DELLE SNF NELL'AREA DELL'EURO DURANTE LA CRISI

La crisi finanziaria ha destato il timore che le società non finanziarie nell'area dell'euro ricorrano in misura eccessiva alle banche per il finanziamento esterno. Ciò è particolarmente vero per le PMI (piccole e medie imprese) e le società a media capitalizzazione (PMI di dimensioni maggiori), che in genere hanno scarso accesso diretto ai mercati dei capitali e confidano sui finanziamenti effettivi erogati dalle banche, in aggiunta al capitale di rischio e ad altre forme di finanziamento non bancario. La stretta dipendenza delle PMI e delle società a media capitalizzazione dai finanziamenti bancari le ha esposte maggiormente alle fragilità post-crisi e all'esigenza di ridurre la leva finanziaria nel settore bancario dell'UE. Il presente riquadro è incentrato sul finanziamento delle società non finanziarie (SNF) in generale e pone a confronto le PMI e le società a media capitalizzazione con le grandi imprese durante la crisi del 2009-2014, attingendo ai risultati dell'indagine condotta dalla Banca centrale europea e della Commissione europea sull'accesso al finanziamento delle imprese (SAFE)¹⁾. In particolare, il riquadro mostra che durante il periodo di crisi le "imprese con vincoli creditizi", ossia quelle che, secondo l'indagine SAFE, avevano limitato accesso ai crediti bancari, hanno fatto ricorso al finanziamento non bancario (crediti commerciali, leasing) più spesso rispetto alle imprese senza restrizioni nell'accesso al credito. Tuttavia, le imprese nei paesi più colpiti dalla crisi avrebbero incontrato maggiori difficoltà per reperire fonti alternative di finanziamento.

L'indagine SAFE consente di calcolare in che percentuali le SNF di varie dimensioni nell'area dell'euro ricorrono a differenti strumenti di finanziamento (cfr. la tavola in basso). Alle imprese interpellate nel quadro dell'indagine viene chiesto se hanno utilizzato una serie di strumenti finanziari nei sei mesi precedenti²⁾. Tali strumenti comprendono fonti interne (autofinanziamento), sovvenzioni/prestiti bancari agevolati, finanziamenti bancari (linee di credito, scoperti di conto corrente, carte di credito e prestiti) e varie forme di finanziamento esterno non bancario, come crediti commerciali, altri prestiti (informali o infragruppo), leasing, titoli di debito, prestiti mezzanini e capitale proprio.

Gli strumenti bancari, come sovvenzioni/prestiti agevolati, scoperti di conto corrente e prestiti bancari, sono utilizzati in misura maggiore rispetto agli strumenti di mercato, come titoli di debito, finanziamenti mezzanini e capitale proprio. Si fa ricorso anche all'autofinanziamento, soprattutto da parte delle grandi imprese (cfr. la tavola). Il leasing, pur essendo lo strumento più sfruttato, almeno dalle imprese di medie e grandi dimensioni, non è necessariamente il più significativo in termini di volume né di sostegno ai nuovi investimenti. Per gran parte degli strumenti emerge con evidenza un profilo: la loro percentuale di utilizzo aumenta con le dimensioni dell'impresa, a conferma che per le grandi aziende l'accesso alle varie fonti di finanziamento è più facile e diversificato. È altresì interessante notare che, tra tutti gli strumenti di finanziamento esterno utilizzati, le micro imprese e quelle piccole prediligono gli strumenti bancari a breve termine, come

1) L'indagine SAFE è consultabile alla pagina: <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>.

2) Per la precedente analisi fondata sulle informazioni desunte dall'indagine SAFE, cfr. la presentazione di O'Toole, C., "SME lifecycle and non-bank financing in Europe: what determines usage?" in occasione del workshop della BCE intitolato "SMEs' access to finance: the role of financial and non-financial intermediaries and capital markets", tenutosi l'11 dicembre 2014.

Tavola Strumenti di finanziamento utilizzati dalle società non finanziarie

(valori medi percentuali sul campione totale nel periodo 2009-2014)

	Micro	Piccole	Medie	Grandi
Autofinanziamento	24	30	38	46
Sovvenzioni/prestiti agevolati	12	16	20	22
Scoperti di conto corrente	38	43	40	42
Prestiti bancari	28	39	43	48
Crediti commerciali	26	30	35	38
Altri prestiti	9	12	19	28
Leasing	19	40	50	56
Titoli di debito	1	1	1	4
Prestiti mezzanini	1	2	4	6
Capitale proprio	4	6	8	9

Fonti: indagine della BCE e della Commissione europea sull'accesso al finanziamento delle imprese.

Note: le dimensioni delle imprese sono definite sulla base del numero di occupati: da uno a nove dipendenti per le micro, da dieci a 49 per le piccole, da 50 a 249 per le medie e almeno 250 per le grandi. "Altri prestiti" sono i prestiti (esclusi i crediti commerciali) concessi da aziende dello stesso gruppo o azionisti, familiari e amici. "Sovvenzioni/prestiti agevolati" indicano il sostegno offerto da enti pubblici sotto forma di garanzie, prestiti a tasso ridotto, ecc. "Scoperti di conto corrente" includono le linee di credito o le carte di credito. "Mezzanini" sono i prestiti subordinati, prestiti partecipativi o simili strumenti di finanziamento.

le linee di credito, gli scoperti di conto corrente e le carte di credito, seguiti dai prestiti bancari, dai crediti commerciali e dal leasing, mentre le medie e grandi imprese ricorrono più frequentemente al leasing, seguito dai prestiti bancari (a lungo e breve termine) e dai crediti commerciali.

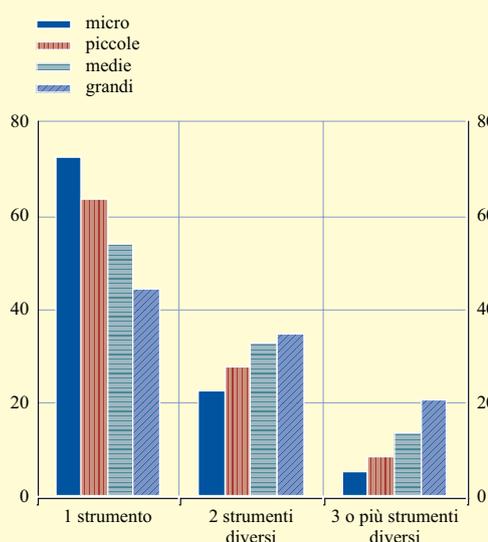
La quota di SNF che utilizzano più di un finanziamento esterno non bancario aumenta con le dimensioni dell'impresa.

Di tutte le imprese che ricorrono al finanziamento esterno non bancario, il 57 per cento ha utilizzato una sola forma di finanziamento, mentre il resto ne ha utilizzate almeno due. Le imprese di dimensioni micro (72 per cento), piccole (64 per cento) e medie (54 per cento) hanno utilizzato prevalentemente uno strumento di finanziamento non bancario (cfr. figura A). Tuttavia, oltre la metà delle grandi imprese (56 per cento) ha fatto ricorso ad almeno due forme di finanziamento non bancario. La differenziazione aumenta con le dimensioni: ad esempio, il 13 per cento delle medie imprese e il 21 per cento delle grandi imprese hanno dichiarato di utilizzare contemporaneamente almeno tre forme di finanziamento esterno non bancario, mentre la percentuale scende al 9 e al 5 per cento rispettivamente per le piccole e micro imprese.

L'analisi econometria fornisce più informazioni sull'uso delle forme di finanzia-

Figura A Quota di SNF che utilizzano diversi strumenti esterni non bancari

(percentuali di risposte sul campione totale nel periodo 2009-2014)



Fonte: indagine della BCE e della Commissione europea sull'accesso al finanziamento delle imprese.

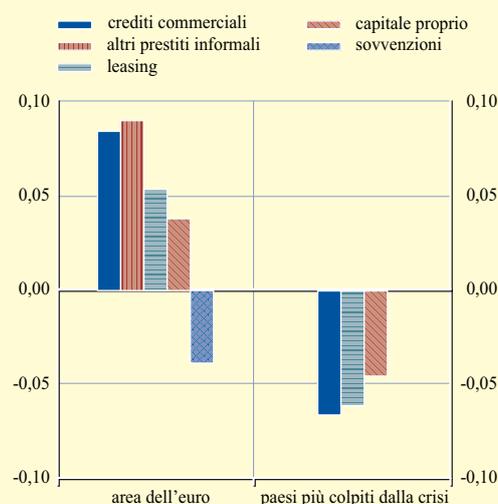
Note: le dimensioni delle imprese sono definite sulla base del numero di occupati: da uno a nove dipendenti per le micro, da dieci a 49 per le piccole, da 50 a 249 per le medie e almeno 250 per le grandi. Gli strumenti di finanziamento non bancario sono: crediti commerciali, altri prestiti, leasing, titoli di debito, prestiti mezzanini e capitale proprio.

mento esterno non bancario durante la crisi. Per analizzare le determinanti del ricorso ai finanziamenti non bancari, una variabile dummy, che assume il valore 1 se l'impresa ha utilizzato una specifica fonte di finanziamento esterno non bancario nei sei mesi precedenti o altrimenti il valore zero, viene regredita su una serie di elementi. Questi ultimi sono fattori specifici alle singole imprese, legati all'evoluzione demografica e alla situazione finanziaria dell'azienda, e fattori connessi al finanziamento bancario, come i costi dei prestiti bancari e gli standard creditizi, e un indicatore dei vincoli alla concessione del credito bancario³⁾. Queste variabili sono particolarmente utili per individuare eventuali rapporti di sostituzione tra le fonti bancarie e quelle non bancarie. Inoltre, vengono prese in considerazione le variabili nazionali correlate all'attività reale (crescita del PIL e tasso di disoccupazione), operando una distinzione tra i paesi meno colpiti dalla crisi (Belgio, Germania, Francia, Paesi Bassi, Austria e Finlandia) e quelli più gravemente colpiti (Irlanda, Grecia, Spagna, Italia e Portogallo).

In generale, le imprese vincolate finanziariamente ricorrono più probabilmente a forme di finanziamento non bancario, come i crediti commerciali e il leasing. La figura B riporta i coefficienti stimati dell'analisi econometrica. Focalizzando l'attenzione sulle imprese con difficoltà di accesso ai prestiti bancari, i risultati mostrano una maggiore propensione a utilizzare i finanziamenti non bancari (crediti commerciali e leasing) rispetto alle imprese senza vincoli al credito (coefficienti positivi nel riquadro di sinistra). Anche il coefficiente sull'uso del capitale proprio è statisticamente significativo e vi sono evidenze che le aziende con difficoltà creditizie utilizzano in misura minore le sovvenzioni, a conferma che le imprese cui sono già stati negati prestiti bancari difficilmente riescono ad accedere ai programmi pubblici volti ad agevolare l'erogazione di tali prestiti. Inoltre, le imprese sottoposte a vincoli finanziari nei paesi più duramente colpiti dalla crisi incontrano maggiori difficoltà nel passare dai prestiti bancari ad altre forme di finanziamento rispetto alle imprese con gli stessi vincoli ma ubicate in altri paesi (coefficienti negativi nel riquadro destro).

Figura B Stima delle SNF vincolate finanziariamente che utilizzano strumenti esterni non bancari

(stime basate su regressioni con i minimi quadrati)¹⁾



Note: la variabile dipendente è una variabile binaria che assume il valore 1 se l'impresa ha utilizzato una specifica forma di finanziamento nei sei mesi precedenti, o altrimenti il valore zero. Il periodo di stima è 2009-2014 per 11 paesi dell'area dell'euro. Sono riportati solo coefficienti statisticamente rilevanti. 1) Le stime sono basate su regressioni con i minimi quadrati ponderati (cfr. il rapporto sui risultati dell'indagine SAFE alla pagina <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html> per una spiegazione delle ponderazioni utilizzate nell'indagine). Le regressioni comprendono effetti fissi per paese-settore ed effetti fissi temporali, con robustezza agli errori. Il numero di osservazioni va da 39.949 per il leasing a 18.242 per il capitale proprio.

3) La variabile dipendente è una variabile categorica che assume il valore 1 se l'impresa ha utilizzato una specifica fonte di finanziamento nei sei mesi precedenti o, diversamente, il valore 0. Le variabili indipendenti controllano dimensioni, età, classi di fatturato, se le imprese sono indipendenti o di proprietà familiare e la loro situazione finanziaria in termini di vendite e redditività, capitale proprio e precedenti creditizi dell'impresa. Tutte le variabili sono ricavate dall'indagine.

Nel complesso, i risultati di questa analisi confermano che le società non finanziarie, specie le PMI, si avvalgono del finanziamento di mercato in misura minore rispetto al finanziamento bancario. I mercati dei capitali, pur essendo un'importante forma alternativa di finanziamento per le società non finanziarie, sono accessibili soprattutto alle grandi imprese con elevato rating creditizio, che generalmente hanno sede nei paesi più grandi con mercati finanziari maggiormente sviluppati. Se le società non finanziarie, specie le PMI, non hanno accesso a fonti alternative di finanziamento, la ridotta erogazione di prestiti bancari può impedire loro di sostenere gli investimenti. Armonizzando le politiche per i mercati finanziari e agevolando il passaggio al finanziamento di mercato, l'iniziativa della Commissione europea per unificare i mercati dei capitali renderà le PMI in Europa più resistenti agli shock dell'offerta di credito bancario e contribuirà a ridurre le difficoltà di accesso ai finanziamenti.

RIQUADRO 7

RAPPORTO DEL 2015 SULL'INVECCHIAMENTO DELLA POPOLAZIONE: I COSTI DELL'INVECCHIAMENTO DEMOGRAFICO IN EUROPA

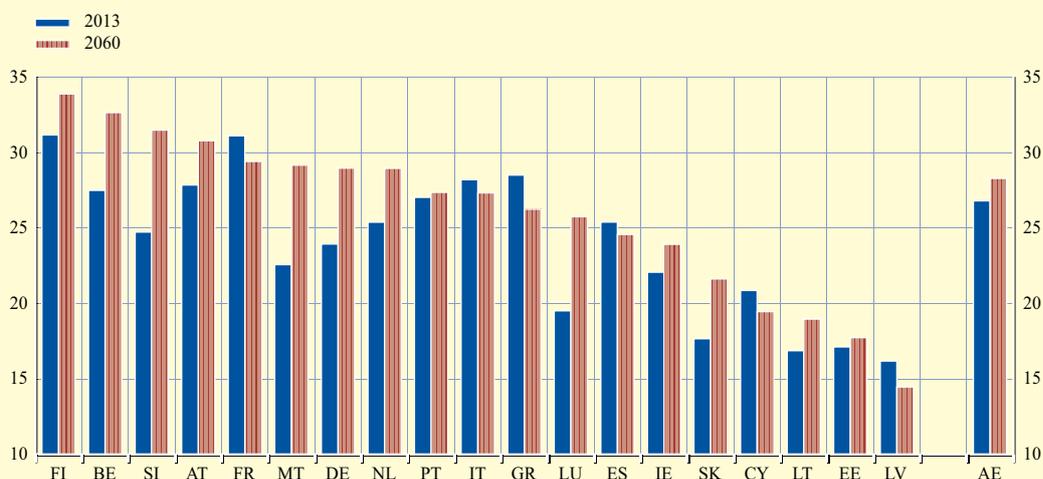
L'Europa deve far fronte a una sfida demografica. Il tasso di dipendenza degli anziani, ossia il rapporto fra le persone di età pari o superiore a 65 anni e quelle in età lavorativa, dovrebbe quasi raddoppiare nell'area dell'euro, passando da circa il 29 per cento attuale a oltre il 50 per cento nel 2060. Se non verranno intraprese le opportune riforme strutturali, l'invecchiamento demografico avrà implicazioni negative per la sostenibilità delle finanze pubbliche, in particolare sul lungo periodo. Inoltre, poiché la forza lavoro dovrebbe ridursi, ci si attende che l'invecchiamento della popolazione freni la crescita del PIL potenziale. A causa del suo impatto negativo sulla sostenibilità fiscale e sulla crescita potenziale, l'invecchiamento demografico assume rilevanza anche per la politica monetaria.

Il presente riquadro riassume e valuta i principali risultati delle proiezioni contenute nel rapporto del 2015 sull'invecchiamento della popolazione (2015 Ageing Report). Il 2015 Ageing Report, pubblicato il 12 maggio 2015, è il più recente dei rapporti redatti ogni tre anni dal Gruppo di lavoro sugli effetti dell'invecchiamento nell'ambito del Comitato di politica economica. Il rapporto fornisce proiezioni di lungo periodo per il 2013-2060 e per tutti i paesi dell'UE sui costi totali connessi all'invecchiamento e sulle relative componenti di spesa, ossia pensioni, sanità, assistenza a lungo termine, istruzione e sussidi di disoccupazione. Le proiezioni sono basate su una metodologia comunemente accettata e su una serie di ipotesi demografiche e macroeconomiche.

I costi totali dell'invecchiamento demografico nell'area dell'euro dovrebbero aumentare nell'orizzonte di proiezione, nonostante la presenza di notevoli differenze tra paesi. Secondo il 2015 Ageing Report, i costi totali dell'invecchiamento nell'area dell'euro dovrebbero aumentare di 1,5 punti percentuali del PIL, ossia dal 26,8 al 28,3 per cento del PIL

Figura A Costi totali dell'invecchiamento demografico

(percentuali del PIL)



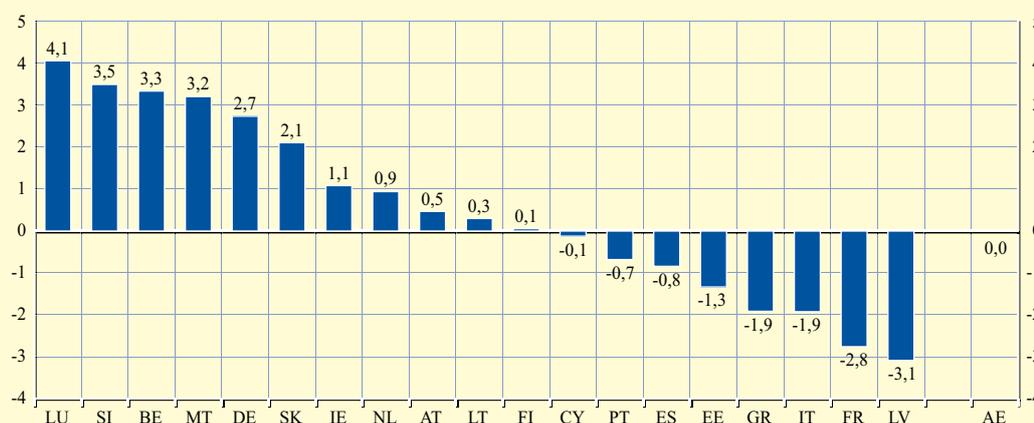
Fonte: 2015 Ageing Report.

tra il 2013 e il 2060 (cfr. figura A). Tuttavia, gli andamenti dei costi connessi all'invecchiamento della popolazione sono molto diversi nei vari paesi. Tali costi dovrebbero aumentare sensibilmente in Slovenia, Lussemburgo, Belgio, Germania e a Malta (di almeno 5 punti percentuali del PIL), ma diminuire in Francia, Italia, Grecia, Spagna, Cipro e Lettonia. Nel 2013 i costi dell'invecchiamento più alti (intorno al 31 per cento del PIL) sono stati rilevati in Finlandia e Francia, nonché in Grecia e Italia (oltre il 28 per cento del PIL per entrambi i paesi). Nel 2060 Finlandia, Belgio e Slovenia dovrebbero essere i paesi dell'area dove il problema dell'invecchiamento demografico sarà più avvertito, considerando che i costi totali supereranno ampiamente il 31 per cento del PIL.

La spesa pensionistica, che è la componente principale dei costi totali dell'invecchiamento demografico¹⁾, dovrebbe mantenersi in media invariata rispetto al PIL sull'orizzonte previsivo. Di fatto, si prevede che nel 2060 la spesa pensionistica nell'area dell'euro torni sul livello del 2013, ossia al 12,3 per cento del PIL (cfr. figura B). La dinamica dei costi pensionistici, tuttavia, è sostanzialmente differente nei vari paesi. Nella maggioranza dei paesi dell'area la spesa pensionistica dovrebbe salire (specie in Lussemburgo, Slovenia, Belgio e a Malta, dove aumenterebbe di oltre 3 punti percentuali del PIL), mentre si prevede che scenda in otto paesi dell'area (Cipro, Portogallo, Spagna, Estonia, Grecia, Italia, Francia e Lituania). Per contro, i costi relativi a sanità e assistenza a lungo termine dovrebbero aumentare in tutti i paesi dell'area.

Figura B Variazioni dei costi pensionistici

(punti percentuali del PIL, 2013-2060)



Fonte: 2015 Ageing Report.

Rispetto al 2012 Ageing Report²⁾, l'aumento previsto dei costi totali connessi all'invecchiamento demografico è stato rivisto sensibilmente al ribasso dal 3,5 all'1,5 per cento del PIL sull'orizzonte previsivo. Le proiezioni dei costi dell'invecchiamento in

1) La spesa pensionistica rappresenta, in media, quasi la metà dei costi totali connessi all'invecchiamento demografico, seguita dalla sanità (un quarto) e dall'istruzione (un quinto), mentre i pesi relativi dell'assistenza a lungo termine e dei sussidi di disoccupazione sono più limitati.

2) Cfr. anche il riquadro *Sfide per le finanze pubbliche derivanti dall'invecchiamento della popolazione: nuove evidenze per l'area dell'euro* nel numero di luglio 2012 del Bollettino mensile della BCE.

Lussemburgo, Francia e Grecia in particolare sono state riviste sostanzialmente al ribasso (di almeno 4,5 punti percentuali del PIL per il periodo 2013-60). Un quadro simile emerge per la variazione dei costi pensionistici, che sono stati rivisti al ribasso di 1,2 punti percentuali del PIL per l'area dell'euro rispetto al rapporto precedente³⁾.

La revisione al ribasso delle proiezioni sui costi pensionistici sarebbe ascrivibile soprattutto alla natura più favorevole delle ipotesi demografiche e macroeconomiche, piuttosto che a vere e proprie riforme. Mentre fino a due terzi delle revisioni sono riconducibili alle ipotesi sottostanti, gli effetti delle nuove riforme pensionistiche sarebbero piuttosto limitati (cfr. figura C)⁴⁾. Le nuove ipotesi demografiche sembrano all'origine di circa un terzo delle revisioni al ribasso della dinamica delle pensioni, come suggerisce, fra l'altro, la brusca revisione al ribasso della variazione del tasso di dipendenza (di quasi 4 punti percentuali tra il 2013 e il 2060) rispetto al rapporto precedente⁵⁾. Questo fattore sarebbe di particolare rilevanza per Lituania, Lettonia, Lussemburgo, Malta e Slovenia. Inoltre, le ipotesi macroeconomiche più favorevoli rispetto al precedente rapporto, in particolare il calo più consistente del tasso di disoccupazione (di 2,4 punti percentuali rispetto al rapporto del 2012), avrebbero fornito un contributo notevole alla revisione al ribasso

Figura C Scomposizione delle revisioni relative alle variazioni dei costi pensionistici

(punti percentuali del PIL; variazioni tra Ageing Report del 2012 e del 2015)



Fonte: 2015 Ageing Report.

Note: le proiezioni del 2012 Ageing Report sono state aggiornate con quelle soggette alla peer-review relative ai paesi dell'area che negli ultimi tre anni hanno attuato le riforme pensionistiche (Belgio, Lettonia, Paesi Bassi, Slovenia e Slovacchia), salvo Spagna e Cipro, di cui sono disponibili per la scomposizione solo i dati risalenti al rapporto del 2012. I dati sono basati sul Sistema europeo di contabilità del 1995 (SEC 95). La scomposizione per la Grecia non è disponibile. "Variazioni delle ipotesi" sono le variazioni dei costi pensionistici imputabili alle diverse ipotesi demografiche e macroeconomiche. "Migliore copertura/modellizzazione" si riferisce alle variazioni dei costi pensionistici dovute a una migliore copertura delle proiezioni relative ai sistemi pensionistici nazionali e/o alle migliori tecniche di modellizzazione.

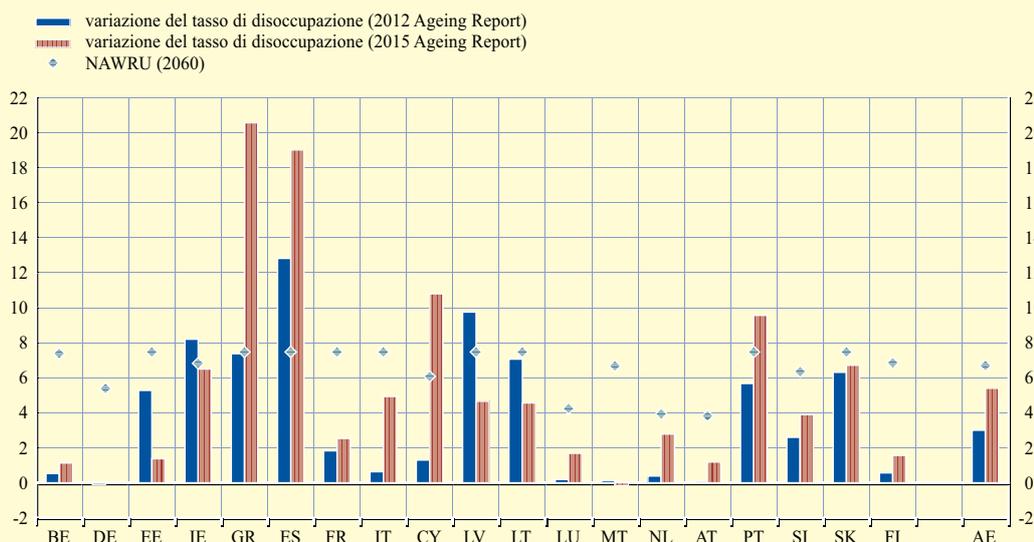
3) I dati pubblicati per il 2012 Ageing Report sono mostrati per lo stesso periodo (2013-2016) e includono l'impatto in diversi paesi (Belgio, Spagna, Cipro, Lettonia, Paesi Bassi, Slovenia e Slovacchia) delle riforme pensionistiche soggette alla peer-review attuate dopo la conclusione del rapporto per il 2012. Pertanto, senza i dati aggiornati nel rapporto per il 2012, la differenza rispetto al precedente rapporto sarebbe stata anche maggiore.

4) Per Cipro e Spagna la figura C mostra una significativa riduzione dei costi pensionistici dovuta alle riforme delle pensioni. A differenza degli altri paesi dell'area dell'euro che hanno introdotto le riforme pensionistiche negli ultimi tre anni (Belgio, Lettonia, Paesi Bassi, Slovenia e Slovacchia), non sono disponibili proiezioni aggiornate, soggette al meccanismo della peer-review, per Cipro e Spagna riguardo alla scomposizione mostrata nella figura C.

5) Le ipotesi demografiche sono basate sulle proiezioni demografiche EUROPOP2013, pubblicate da Eurostat nell'aprile 2014.

Figura D Variazioni del tasso di disoccupazione

(valori percentuali, 2013-2060)



Fonte: 2015 Ageing Report.

Note: una variazione di segno positivo del tasso di disoccupazione indica un calo della disoccupazione tra il 2013 e il 2060. I valori riportati dal 2012 Ageing Report sono ricalcolati per il periodo 2013-2060. I rombi indicano il livello del tasso di disoccupazione con crescita salariale costante (non-accelerating wage rate of unemployment, NAWRU) nel 2060 (livello massimo al 7,5 per cento).

delle proiezioni pensionistiche (cfr. figura D). L'effetto del mercato del lavoro è particolarmente pronunciato per Spagna, Italia, Cipro, Grecia e Portogallo.

Le nuove proiezioni sui costi dell'invecchiamento demografico in vari paesi sono soggette a significativi rischi negativi perché poggiano su ipotesi macroeconomiche favorevoli. In particolare, l'ipotesi che la crescita della produttività totale dei fattori (PTF), scesa sensibilmente durante la crisi, riprenda a salire a un tasso dell'1 per cento sul lungo periodo appare ottimistica per diversi paesi in assenza di sostanziali riforme che favoriscano la crescita. Ciò vale anche in prospettiva storica. Durante il periodo 1999-2012, la PTF è aumentata in media di circa lo 0,7 per cento, registrando tassi di crescita nettamente inferiori in Belgio, Spagna, Italia, Cipro, Lussemburgo e Portogallo (cfr. figura E). Inoltre, l'ipotesi che il tasso di disoccupazione nell'UE converga verso il basso su una media di lungo periodo non superiore al 7,5 per cento nel 2060 (il tasso medio di disoccupazione nell'area dell'euro si collocherebbe al 6,7 per cento nel 2060) è plausibile solo se verranno introdotte importanti riforme del mercato del lavoro. Il calo della disoccupazione ipotizzato nel rapporto è particolarmente rilevante per Grecia, Spagna, Cipro e Portogallo (almeno 10 punti percentuali tra il 2013 e il 2060) (cfr. figura D). Con tali ipotesi, soggette a un elevato grado di incertezza, l'Ageing Report si discosta dalle consuete proiezioni (prudenziali) formulate in base alle ipotesi di "invarianza delle politiche". Di fatto, se tali ipotesi non dovessero concretizzarsi secondo le attese, i costi dell'invecchiamento demografico sarebbero sostanzialmente più elevati per i paesi interessati.

Vi sono anche rischi connessi all'inversione delle riforme pensionistiche adottate. Il rapporto ipotizza che tutte le riforme pensionistiche approvate negli ultimi anni trovino

Figura E Variazioni della crescita della produttività totale dei fattori

(variazioni percentuali tra le medie dei periodi 1999-2012 e 2013-2060)



Fonti: 2015 Ageing Report ed Eurostat.

Note: variazioni del tasso di crescita della PTF tra le medie storiche (1999-2012) e le medie delle proiezioni (2013-2060). Le frecce blu indicano un rallentamento della PTF rispetto alle medie storiche, mentre le frecce rosse indicano un'accelerazione della PTF rispetto alle medie storiche.

piena attuazione. Tuttavia, non è possibile escludere un'inversione delle passate riforme, come lasciano intendere le recenti discussioni avviate in alcuni paesi.

Nel complesso, nonostante le proiezioni sui costi dell'invecchiamento siano più favorevoli per diversi paesi, sono necessari ulteriori sforzi di riforma per ridurre l'aumento di tali costi. Le nuove proiezioni sui costi dell'invecchiamento per diversi paesi sono soggette a rischi negativi, perché dipendono da ipotesi molto ottimistiche sugli andamenti della produttività e del mercato del lavoro. In assenza di riforme che riducano la disoccupazione strutturale e stimolino la crescita potenziale, i costi dell'invecchiamento saranno sostanzialmente più elevati in questi paesi. Pertanto, sarebbe fuorviante interpretare le nuove proiezioni sui costi dell'invecchiamento come un'indicazione che gli sforzi di riforma dei paesi siano meno urgenti.

RIQUADRO 8

L'EFFICACIA DELL'OBIETTIVO DI MEDIO TERMINE PER ANCORARE LE POLITICHE DI BILANCIO

Alla fine di aprile 2015 tutti i paesi dell'area dell'euro non soggetti a un programma di assistenza finanziaria dell'UE/FMI hanno dovuto sottoporre i rispettivi aggiornamenti del programma di stabilità al Consiglio Ecofin e alla Commissione europea. In linea con il meccanismo preventivo del Patto di stabilità e crescita (PSC), tali aggiornamenti delineano le strategie di bilancio delle amministrazioni pubbliche per l'anno in corso e almeno per il triennio successivo. Essi inoltre specificano gli obiettivi di bilancio a medio termine (OMT) e i progressi previsti per il loro conseguimento. Basandosi su una valutazione dei programmi di stabilità, il Consiglio europeo approverà il 25 e 26 giugno le raccomandazioni relative alle politiche fiscali specifiche per i paesi. Tali raccomandazioni terranno conto della comunicazione della Commissione del gennaio 2015 relativa alla flessibilità nell'ambito del PSC¹⁾, che fornisce nuove indicazioni sullo sforzo di risanamento delle finanze pubbliche necessario per conseguire gli OMT. In tale contesto, il presente riquadro esamina l'efficacia dell'OMT per ancorare le politiche fiscali nel quadro del meccanismo preventivo del PSC.

L'obiettivo di bilancio a medio termine è il pilastro del meccanismo preventivo del PSC. L'OMT è stato introdotto con la riforma del PSC nel 2005 e riflette gli obiettivi di bilancio delle amministrazioni pubbliche nel medio termine. L'OMT è definito in termini strutturali, ossia viene corretto per l'impatto della congiuntura economica e delle misure temporanee²⁾. Gli OMT sono soggetti a regolari aggiornamenti ogni tre anni per riflettere le più recenti stime sui costi economici e di bilancio dell'invecchiamento demografico, che vengono riportate nell'Ageing Report³⁾, anch'esso pubblicato ogni tre anni. Il meccanismo preventivo del PSC richiede che i paesi compiano ogni anno gli opportuni progressi verso il proprio OMT e, una volta conseguito l'obiettivo, mantengano tale saldo di bilancio strutturale. In particolare, il PSC prevede una correzione strutturale del parametro di riferimento dello 0,5 per cento del PIL per conseguire l'OMT, maggiore nelle fasi di congiuntura economica favorevole e inferiore nelle fasi di congiuntura negativa. Allo stesso tempo, il meccanismo preventivo consente di deviare temporaneamente dall'OMT di un paese, o dal percorso di aggiustamento adottato per raggiungerlo, per tenere conto dell'attuazione di importanti riforme strutturali che hanno effetti diretti positivi e duraturi sui conti pubblici, purché il paese torni a perseguire l'OMT entro i termini previsti dal programma di stabilità.

Per quanto riguarda il conseguimento degli OMT i risultati ottenuti sono scarsi. Anche se gli OMT sono parte del quadro fiscale dell'UE oramai da dieci anni, gran parte dei paesi non hanno raggiunto tali obiettivi in alcun anno durante tale orizzonte temporale. Inoltre, i paesi dell'area dell'euro hanno regolarmente rinviato le scadenze per il loro conseguimento, facendo degli OMT un "obiettivo che si sposta nel tempo" piuttosto che un'ancora

1) Per maggiori informazioni cfr. il riquadro *Flessibilità nell'ambito del Patto di stabilità e crescita* nel numero 1/2015 di questo Bollettino.

2) L'OMT è fissato dagli Stati membri in base a circostanze specifiche dei singoli paesi. L'OMT deve rispettare dei valori minimi e soddisfare tre scopi: a) gli Stati membri mantengono un margine di sicurezza rispetto al valore di riferimento per il disavanzo pari al 3 per cento del PIL durante le fasi di rallentamento del ciclo economico, in linea con il Trattato di Maastricht; b) il rapporto debito/PIL degli Stati membri è sostenibile tenendo conto degli effetti economici e di bilancio dell'invecchiamento demografico; c) agli Stati membri è consentito un certo margine per le manovre di bilancio, in particolare per tutelare gli investimenti pubblici.

3) Cfr. anche il riquadro 7 *Rapporto del 2015 sull'invecchiamento della popolazione: i costi dell'invecchiamento demografico in Europa* in questo numero del Bollettino.

per la programmazione di bilancio. Di conseguenza, l'area dell'euro ha affrontato la crisi finanziaria con un consistente disavanzo strutturale⁴⁾, che ha limitato la portata delle politiche anticicliche e ha impedito il libero funzionamento degli stabilizzatori automatici.

Gli scarsi risultati ottenuti in materia di osservanza dell'OMT dovevano essere affrontati nel quadro di una riforma significativa della governance di bilancio nell'UE. In considerazione della mancata osservanza dei requisiti di sforzo strutturale previsti dal meccanismo preventivo del PSC, nel 2011 le riforme note come six-pack⁵⁾ lo hanno ulteriormente rafforzato introducendo uno "scostamento significativo" dal percorso di aggiustamento verso l'OMT che da ultimo può comportare l'imposizione di sanzioni finanziarie. Nel 2012 il Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione economica e monetaria (Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union, TSCG) ha reso più ambiziosi gli OMT: i paesi firmatari dell'area dell'euro si impegnano a OMT non inferiori a -0,5 per cento del PIL (rispetto a non meno di -1 per cento del PIL come era in precedenza), salvo il loro livello del debito sia nettamente al di sotto del 60 per cento del PIL e i rischi per la sostenibilità a lungo termine siano bassi. Inoltre nel 2013 la Commissione, dando seguito al TSCG⁶⁾, ha presentato il cosiddetto quadro temporale per la convergenza, ossia il periodo di tempo per il conseguimento dell'OMT entro un dato anno da parte di ciascun paese. Il meccanismo correttivo previsto dal TSCG, che dovrebbe attivarsi automaticamente a livello nazionale in caso di uno "scostamento significativo" dall'OMT o dal percorso di aggiustamento verso di esso, dovrebbe assicurare la rapida convergenza dei paesi verso i rispettivi OMT.

Tuttavia, le evidenze disponibili suggeriscono che l'osservanza degli OMT non è migliorata significativamente negli ultimi anni (cfr. figura). In particolare, le scadenze degli OMT fissate nei programmi di stabilità del 2015 sono per un gran numero di paesi posticipate rispetto a quelle stabilite dal quadro temporale per la convergenza del 2013. La comunicazione della Commissione sulla flessibilità nell'ambito del PSC pubblicata all'inizio dell'anno potrebbe comportare un rallentamento dei progressi compiuti dai paesi verso gli OMT⁷⁾. Essa ha chiarito ma anche ampliato la flessibilità del PSC per quanto riguarda l'applicazione della normativa in tre aree fondamentali: a) condizioni congiunturali, b) riforme strutturali e c) investimenti delle amministrazioni pubbliche. Se la loro azione è conforme alla clausola sulle riforme strutturali e sugli investimenti, i paesi possono deviare dal percorso di aggiustamento verso il proprio OMT⁸⁾. Ad esempio, nell'aggiornamento dei programmi di stabilità del 2015 l'Italia e la Lettonia hanno richiesto l'applicazione della clausola delle riforme strutturali per il 2016⁹⁾. Alla Lettonia non è stato consentito di deviare

4) Il saldo strutturale è determinato anche dall'output gap non osservabile, che in genere è soggetto ad ampie revisioni nel tempo. L'output gap avrebbe evidenziato una distorsione negativa in tempo reale dell'ordine dell'1 per cento del PIL nel periodo 2003-2013, che comporta anche una sovrastima del saldo strutturale in tempo reale. Cfr. anche Kamps, C., Leiner-Killinger, N., Sondermann, D., De Stefani, R. e Ruffer, R., "The identification of fiscal and macroeconomic imbalances – unexploited synergies under the strengthened EU governance framework", *Occasional Paper Series*, n. 157, BCE, novembre 2014.

5) Cinque regolamenti e una direttiva riguardanti la sorveglianza dei conti pubblici e la vigilanza macroeconomica nell'UE.

6) Le scadenze relative al conseguimento degli OMT sono state fissate sulla base dei piani di bilancio a medio termine presentati nell'aggiornamento del 2013 ai programmi di stabilità e convergenza e in linea con il PSC. Cfr. Commissione europea "Report on public finances in EMU 2013", Part 1, Annex 1, *European economy*, n. 4, Bruxelles, 2013.

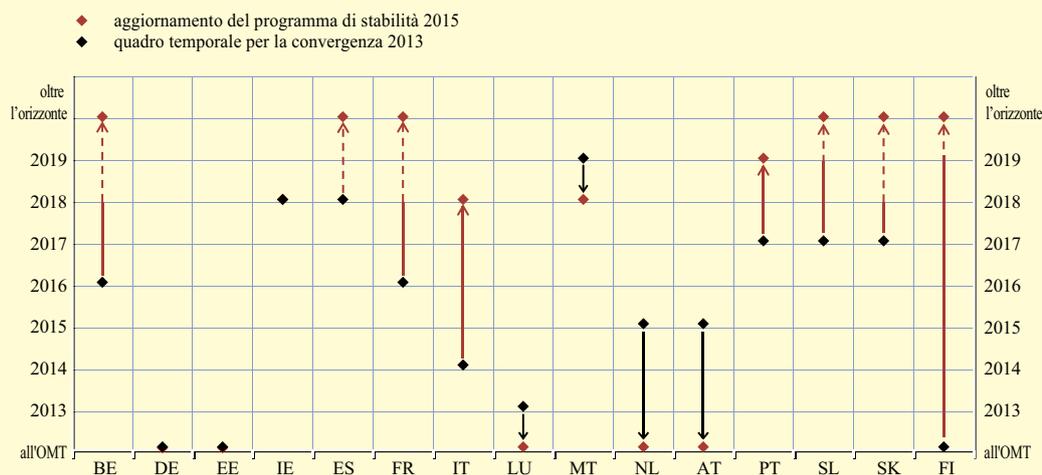
7) Il 13 gennaio 2015 la Commissione europea ha pubblicato la comunicazione *Sfruttare al meglio la flessibilità consentita dalle norme vigenti nel Patto di stabilità e crescita* consultabile alla pagina Internet http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/2015-01-13_communication_sgp_flexibility_guidelines_en.pdf

8) Per ulteriori dettagli cfr. il riquadro *Flessibilità nell'ambito del Patto di stabilità e crescita*, op. cit.

9) Nel suo programma di convergenza 2015 la Romania ha proposto l'applicazione della clausola delle riforme strutturali ma la richiesta non è stata ancora accettata in mancanza di informazioni sufficientemente dettagliate.

Anno di conseguimento dell'OMT come raccomanda il quadro temporale per la convergenza 2013 e come si evince dai programmi di stabilità 2015

(ricalcolati dalla Commissione europea)



Fonti: aggiornamenti dei programmi di stabilità del 2015, documenti di lavoro dei servizi della Commissione europea. Note: la figura pone a confronto le scadenze che il "quadro temporale per la convergenza" ha fissato nel 2013 per il raggiungimento degli OMT con l'anno del rispettivo conseguimento secondo quanto previsto dagli aggiornamenti dei programmi di stabilità del 2015. Gli anni di conseguimento degli OMT sono basati sui saldi strutturali delineati nei programmi di stabilità, secondo i ricalcoli effettuati dalla Commissione adottando una metodologia comunemente accettata e considerando un margine di ottemperanza dello 0,25 per cento. Di conseguenza, l'anno di conseguimento dell'OMT previsto dal programma di stabilità può non corrispondere all'anno in cui l'OMT dovrebbe essere raggiunto secondo i calcoli della Commissione. Ad esempio, il Portogallo ha in programma di raggiungere l'OMT già nel 2016, l'Italia e la Slovacchia nel 2017, la Francia nel 2018 e la Spagna nel 2019. Per gli OMT il cui conseguimento è previsto "oltre l'orizzonte" non sono disponibili saldi strutturali ricalcolati. "Oltre l'orizzonte" indica un quadro temporale oltre l'anno finale stabilito nel programma di stabilità del 2015, ossia il 2018 per Belgio, Spagna, Francia e Slovacchia, e il 2019 per la Finlandia. La linea punteggiata rappresenta quindi il periodo oltre l'orizzonte del programma. Per l'Irlanda la scadenza non è mutata.

dall'obiettivo per l'assenza di un sufficiente margine di sicurezza rispetto al valore del deficit del 3 per cento. Nel caso dell'Italia, la Commissione europea ha consentito di deviare temporaneamente dello 0,4 per cento del PIL dalla correzione richiesta per raggiungere l'OMT nel 2016, dopo che la correzione richiesta era stata nulla nel 2014 e ridotta nel 2015 in virtù del mutato trattamento delle condizioni cicliche applicato dalla Commissione rispettivamente nella primavera del 2014 e nel gennaio 2015. La Lituania ha richiesto l'applicazione della clausola della riforma pensionistica, che sarà ammissibile una volta che l'Eurostat abbia confermato la natura sistemica della riforma. Altri paesi, ad esempio la Slovacchia, possono trarre beneficio dalla clausola delle condizioni cicliche, visto che gli aggiustamenti richiesti sono stati ridotti.

Se esercitata in eccesso, la flessibilità del PSC può determinare ulteriori deviazioni significative e durature dal percorso di aggiustamento verso l'OMT, aggravando eventualmente i rischi relativi alla sostenibilità del debito. È fondamentale, quindi, evitare la "sindrome dell'obiettivo che si sposta nel tempo" di cui ha sofferto il meccanismo preventivo del PSC prima della crisi. Se i paesi dell'area dell'euro non riusciranno a ricostituire tempestivamente risorse di bilancio di riserva, saranno impreparati a fronte degli shock economici, proprio nel momento in cui la stabilizzazione fiscale è più necessaria. L'attuale contesto caratterizzato da una vigorosa ripresa economica e da favorevoli condizioni finanziarie dovrebbe essere sfruttato per procedere più speditamente verso gli OMT e rafforzare la solidità delle economie dell'area.

IL RUOLO DEL BILANCIO DELLA BANCA CENTRALE NELLA POLITICA MONETARIA



Questo articolo esamina l'utilizzo del bilancio della banca centrale come strumento di politica monetaria, concentrandosi in particolare sull'esperienza della Banca centrale europea (BCE) ma facendo riferimento anche a quella di altre autorità monetarie. Dalla crisi finanziaria iniziata nel 2007-08 le banche centrali hanno usato i propri bilanci per effettuare una serie di interventi che ne hanno modificato in varia misura dimensioni e composizione. Tali interventi includono le operazioni intese a fornire rassicurazioni sulla disponibilità di finanziamenti (funding reassurance) alle controparti, misure di allentamento creditizio volte a consentire o migliorare la trasmissione dell'orientamento monetario in presenza di disfunzioni nei mercati e acquisti di ingenti quantitativi di titoli miranti ad allentare ulteriormente l'orientamento della politica monetaria quando i tassi di interesse nominali a breve termine si trovano sul loro limite inferiore effettivo.

La BCE ha perseguito il suo mandato di mantenere la stabilità dei prezzi avvalendosi di tutte queste misure, compreso l'acquisto di ingenti quantitativi di titoli del settore pubblico nel quadro del programma ampliato di acquisti di attività introdotto agli inizi di quest'anno. Nell'utilizzo del bilancio dell'Eurosistema essa è quindi passata da un approccio relativamente passivo, nel quale l'offerta di liquidità è determinata dalle esigenze delle controparti dell'Eurosistema, a una gestione più attiva delle dimensioni e della composizione delle attività iscritte in bilancio per assicurare il grado appropriato di accomodamento monetario.

I INTRODUZIONE

Con i programmi di acquisti di attività, la Banca centrale europea (BCE) ha inaugurato un utilizzo più attivo del bilancio dell'Eurosistema nel perseguire il suo mandato di stabilità dei prezzi. A settembre e novembre 2014 la BCE ha iniziato ad acquistare rispettivamente obbligazioni garantite e titoli derivanti da cartolarizzazioni (Asset-Backed Securities, ABS). A gennaio 2015 ha deciso di effettuare anche acquisti sul mercato secondario di obbligazioni emesse dal settore pubblico nei paesi dell'area dell'euro. Tali acquisti sono un ulteriore esempio di come la BCE è intervenuta sulle dimensioni e la composizione del bilancio dell'Eurosistema come strumento per perseguire il suo mandato di stabilità dei prezzi.

Durante la crisi le banche centrali in tutto il mondo si sono spinte oltre i tradizionali assetti operativi per utilizzare i rispettivi bilanci come strumento di politica monetaria. Le autorità monetarie hanno fatto ricorso ai loro bilanci quando le carenze di liquidità e le disfunzioni dei mercati derivanti dagli elevati premi di liquidità e per il rischio di credito hanno impedito la trasmissione dell'orientamento monetario desiderato e quando si è reso necessario un ulteriore allentamento in presenza di tassi di interesse nominali a breve termine al limite inferiore effettivo. La calibrazione esplicita e attiva delle dimensioni e della composizione del bilancio della banca centrale come strumento di politica monetaria costituisce per molti versi una novità: di fatto negli assetti operativi contemporanei delle banche centrali, nonostante le differenze in termini di strutture economiche e finanziarie e tradizioni di banca centrale nelle varie giurisdizioni, le autorità monetarie perseguono principalmente il loro mandato definendo un obiettivo operativo per un tasso di interesse a breve termine. In questi assetti operativi, il bilancio della banca centrale svolge un ruolo secondario.

Questo articolo esamina il ruolo del bilancio di una banca centrale quale strumento di politica monetaria¹⁾, concentrandosi in particolare sulle politiche della BCE. La seconda

1) Il bilancio della banca centrale è un prospetto contabile che registra le attività e le passività risultanti dagli strumenti di politica monetaria e da fattori autonomi (ad esempio, i depositi delle amministrazioni pubbliche e le banconote). Per strumenti di politica monetaria si intendono i contratti finanziari che la banca centrale stipula nel perseguimento delle proprie finalità. Sono le diverse tipologie di contratti finanziari, per importi nominali differenti, che presentano implicazioni per i prezzi di mercato e per l'economia e non tanto per il bilancio della banca centrale. Questo articolo segue tuttavia la prassi consolidata e considera il bilancio della banca centrale come uno strumento di politica monetaria.

sezione passa in rassegna i diversi modi in cui le autorità monetarie utilizzano i propri bilanci, la terza si concentra sull'esperienza nell'area dell'euro e un riquadro descrive gli andamenti recenti del bilancio dell'Eurosistema. Infine, la quarta sezione conclude.

2 IL BILANCIO DELLA BANCA CENTRALE COME STRUMENTO DI POLITICA MONETARIA

2.1 IL BILANCIO DELLA BANCA CENTRALE: DA ELEMENTO SECONDARIO A STRUMENTO DI POLITICA MONETARIA

La politica monetaria cerca di influenzare le condizioni finanziarie e macroeconomiche generali per raggiungere gli obiettivi assegnati alla banca centrale nel suo mandato. Tale risultato viene perseguito modificando l'orientamento monetario e questo è il contributo che la politica monetaria fornisce agli andamenti economici, finanziari e monetari.

In tempi “normali” l'orientamento della politica monetaria è segnalato dal prezzo delle riserve di banca centrale. In gran parte degli attuali assetti operativi delle banche centrali l'orientamento monetario è molto spesso rivelato dal prezzo al quale le banche possono negoziare attività di riserva della banca centrale nel mercato interbancario, che è a sua volta influenzato dal prezzo al quale le banche centrali mettono tali riserve a disposizione delle banche. In questi assetti operativi, la banca centrale introduce riserve nel sistema bancario in base alla domanda delle banche per portare il tasso di interesse interbancario verso un livello coerente con l'orientamento monetario desiderato.

Di conseguenza, in tempi “normali” la composizione e le dimensioni del bilancio della banca centrale contengono informazioni limitate sul grado di accomodamento monetario fornito. Le dimensioni del bilancio risultano in modo passivo dall'esigenza di portare il tasso o i tassi di interesse a breve termine in linea con l'orientamento desiderato. La quantità di passività – oltre che di attività – e quindi le dimensioni del bilancio dipendono in larga misura dalla domanda di fondi da parte delle controparti della banca centrale, che è a sua volta determinata dal fabbisogno di liquidità del sistema bancario. In altri termini la banca centrale deve fornire, in modo inelastico, la quantità di riserve richiesta dal sistema bancario per controllare il tasso di interesse a breve termine. La composizione delle attività e delle passività in bilancio riflette le caratteristiche istituzionali della gestione della liquidità di banca centrale, tra cui le politiche in materia di garanzie e le modalità di immissione e di assorbimento di liquidità. In breve, quando lo strumento della politica monetaria è rappresentato dal tasso di interesse a breve termine, le dimensioni e la composizione del bilancio della banca centrale non forniscono informazioni in merito all'orientamento monetario²⁾.

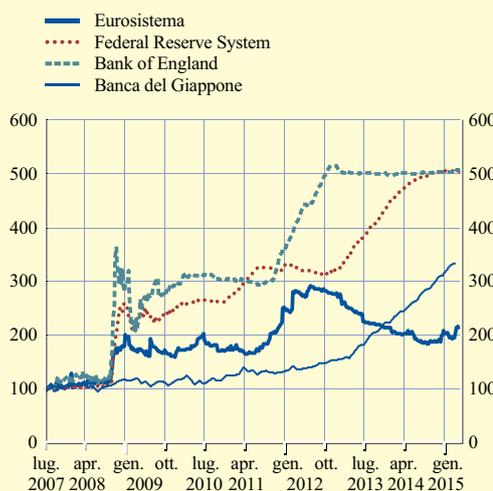
Con la crisi finanziaria le banche centrali hanno iniziato a utilizzare i loro bilanci in modi diversi, a volte nuovi – almeno nel contesto contemporaneo – e altre volte in linea con i compiti e le prassi tradizionali di banca centrale. Poste di fronte alle tensioni e ai rischi connessi alla crisi finanziaria, le banche centrali hanno adottato una o più delle seguenti misure:

2) Ciò non vale per le banche centrali con assetti operativi che comportano un certo grado di gestione attiva del tasso di cambio. In questi casi sia le dimensioni complessive del lato dell'attivo sia la composizione delle attività e delle passività possono fornire informazioni sull'orientamento monetario desiderato.

- aumento dell'offerta di liquidità al rispettivo sistema bancario in modo elastico, vale a dire assicurando un adeguamento alla maggiore domanda di liquidità da parte delle banche, e modifica delle modalità di tale offerta per fornire rassicurazioni sulla disponibilità di finanziamenti (funding reassurance), in alcuni casi concedendo anche prestiti a termine;
- varo di operazioni di prestito diretto al settore privato non bancario o acquisto di attività del settore privato;
- avvio di acquisti di ingenti quantitativi di titoli del settore pubblico a media e lunga scadenza o di strumenti con garanzie pubbliche;
- offerta di indicazioni verbali esplicite in merito all'evoluzione futura della politica monetaria, comprese indicazioni riguardo all'utilizzo futuro del bilancio della banca centrale al verificarsi di circostanze specifiche.

Figura 1 | I bilanci delle banche centrali dopo l'insorgere della crisi: attività totali

(indice: 1° sem. 2007 = 100)



Fonti: BCE, Federal Reserve System, Bank of England e Banca del Giappone.

Tutte queste azioni comportano, seppur in misura variabile, un aumento delle dimensioni del bilancio della banca centrale e una modifica della sua composizione (cfr. figura 1). Occorre tuttavia cautela nel mettere a confronto sia i bilanci bancari delle banche centrali di giurisdizioni diverse sia quelli di una stessa banca centrale nel tempo. Come discusso in questo articolo, un'unità di liquidità esercita effetti economici molto diversi a seconda non solo delle strutture finanziarie e delle procedure operative di banca centrale vigenti ma anche dell'utilizzo che viene fatto del bilancio della banca centrale, vale a dire del suo impiego come strumento per affrontare esigenze specifiche di politica monetaria.

Il maggiore ricorso ai bilanci delle banche centrali nasce da tre ragioni principali: (1) la necessità di reagire alle tensioni finanziarie e gestire le crisi finanziarie, in linea con la funzione tradizionale svolta dalle banche centrali come fonte ultima di funding reassurance al sistema bancario; (2) l'esigenza di assicurare o migliorare la trasmissione dell'orientamento monetario desiderato in presenza di disfunzioni nei mercati; (3) la necessità di fornire stimoli monetari addizionali, vale a dire di realizzare un ulteriore allentamento monetario, esercitando pressioni al ribasso sui tassi di interesse a lungo termine quando i tassi di interesse nominali a breve termine sono stati già portati al loro limite inferiore effettivo. In linea di principio questi tre obiettivi sono complementari, mentre in pratica potrebbero essere strettamente connessi. In ogni caso, le misure attuate nel perseguimento di uno qualunque degli obiettivi indicati possono avere implicazioni molto simili per l'orientamento della politica monetaria. Si può ad esempio considerare che gli interventi volti a rafforzare il meccanismo di trasmissione accrescono il grado di accomodamento monetario comprimendo il differenziale tra il costo del finanziamento sul mercato e i tassi di interesse privi di rischio e migliorando quindi la trasmissione dell'orientamento.

Questo articolo distingue nel prosieguo dell'analisi tra utilizzi "passivi" e "attivi" del bilancio della banca centrale e definisce "politiche di bilancio contingenti"³⁾ gli annunci in merito a possibili misure di bilancio future. L'offerta interamente elastica di liquidità di banca centrale alle controparti come risposta a un aumento della domanda indotto da tensioni finanziarie viene considerata in questo articolo un utilizzo passivo del bilancio della banca centrale. La classificazione appare appropriata dato che, in questi casi, le conseguenze per il bilancio dell'autorità monetaria dipendono esclusivamente dalla domanda di credito di banca centrale proveniente dalle controparti. Le politiche di bilancio attive includono invece misure di banca centrale che tentano deliberatamente di orientare le condizioni economiche influenzando sui prezzi di mercato di determinati strumenti finanziari. L'articolo individua due tipologie di politiche attive: le misure di "allentamento creditizio", interventi mirati volti a influire sui differenziali di credito modificando la composizione del bilancio della banca centrale per migliorare la trasmissione dell'orientamento monetario desiderato; gli acquisti di ingenti quantitativi di attività (spesso definiti "allentamento quantitativo"), intesi ad abbassare i tassi di interesse a lungo termine quando quelli nominali a breve termine hanno raggiunto il loro limite inferiore effettivo aumentando le dimensioni del bilancio con l'obiettivo ultimo di ottenere un pervasivo allentamento monetario. Infine, le politiche di bilancio contingenti consistono in un impegno da parte della banca centrale a utilizzare il proprio bilancio in determinati modi ove si realizzino circostanze specifiche.

2.2 LE POLITICHE DI BILANCIO PASSIVE: L'IMMISSIONE DI LIQUIDITÀ COME FONTE SISTEMICA DI FUNDING REASSURANCE IN RISPOSTA ALLE TENSIONI FINANZIARIE

Le tensioni finanziarie fanno aumentare la domanda di liquidità, che la banca centrale soddisfa per tentare di arrestare il processo potenzialmente destabilizzante di riduzione del grado di leva che altrimenti ne conseguirebbe. Nei periodi di tensioni sistemiche il funzionamento dell'intermediazione finanziaria privata viene compromesso. In particolare, la capacità del mercato interbancario di (re)distribuire in modo efficiente i fondi della banca centrale tra le controparti si riduce o viene interamente a mancare per la frammentazione del mercato e l'accumulo precauzionale di liquidità. In questi casi la banca centrale può dover fornire riserve superiori a quelle sufficienti a soddisfare il fabbisogno di liquidità "normale" derivante dai "fattori autonomi" (ad esempio, dalla domanda di banconote) e, se del caso, dagli obblighi di riserva, per due motivi principali: in primo luogo per stabilizzare il sistema bancario conformemente al ruolo tradizionale svolto dalla banca centrale quale fonte ultima di funding reassurance e in secondo luogo per evitare che i tassi di interesse a breve termine salgano al di sopra dei livelli coerenti con l'orientamento monetario desiderato.

Molte banche centrali hanno attuato queste politiche nel quadro della risposta alla crisi finanziaria del 2007-08, in particolare durante la turbolenza finanziaria che ha fatto seguito al tracollo di Lehman Brothers a settembre 2008. Per alleviare le gravi tensioni nel

3) Esistono molte tassonomie diverse per l'utilizzo del bilancio da parte delle banche centrali. Bernanke e Reinhart (Bernanke, B. e V. Reinhart, "Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates", *American Economic Review*, vol. 94, n. 2, 2004, pagg. 85-90) distinguono tra le politiche che influiscono sulle dimensioni del bilancio della banca centrale e quelle che incidono sulla composizione del lato delle attività. Borio e Disyatat (Borio, C. e P. Disyatat, "Unconventional Monetary Policies: An Appraisal", *BIS Papers*, n. 292, 2009) sottolineano l'effetto sul bilancio del settore privato, che costituisce un'immagine speculare dell'impatto sul bilancio della banca centrale. Altre possibilità includono: la tipologia di rischio per il bilancio della banca centrale derivante dagli interventi di quest'ultima (cfr. Goodfriend, M., "Central Banking in the Credit Turmoil: An Assessment of Federal Reserve Practice", *Journal of Monetary Economics*, vol. 58, n. 1, 2011, pagg. 1-12.); la sede dell'intervento della banca centrale, vale a dire il mercato destinatario; lo scopo dell'intervento, cioè la tipologia di imperfezione del mercato affrontata dalla banca centrale, e di conseguenza la funzione che la banca assume in virtù del proprio intervento (ad esempio, di market-maker di ultima istanza); i canali di trasmissione delle politiche della banca centrale.

mercato monetario interbancario, le banche centrali hanno effettuato una serie di operazioni nella loro veste di fonte ultima di funding reassurance e hanno così fornito liquidità ai rispettivi settori bancari. Questa tipologia di intervento di banca centrale è stata volta a ridurre i differenziali nel mercato interbancario, ma ha altresì contribuito a migliorare il funzionamento complessivo del mercato e a ripristinare la fiducia nell'economia. Di fatto, stabilizzando i tassi di interesse a breve termine attorno al livello dell'obiettivo operativo, è stato evitato un inasprimento monetario ingiustificato⁴.

La banca centrale può anche mettere a disposizione liquidità a più lungo termine per fornire funding reassurance al sistema bancario. Le tensioni finanziarie possono interessare non solo il mercato delle riserve di banca centrale - il mercato overnight - ma anche quello dei finanziamenti a termine che comprende il mercato monetario a termine e il mercato delle obbligazioni bancarie non garantite. In risposta ai malfunzionamenti, le banche centrali hanno prolungato la scadenza dei loro interventi di liquidità oltre gli orizzonti "tradizionali". Questa liquidità a più lungo termine offre alle controparti i fondi necessari per allineare le scadenze della provvista con quelle di alcune loro attività (offrendo funding reassurance). Ciò assicura le banche contro i rischi di durata finanziaria e di rinnovo e arresta quindi i processi di riduzione troppo rapida del grado di leva. Di conseguenza, gli effetti di fiducia nei mercati finanziari possono essere amplificati. È altresì possibile che si producano importanti effetti di segnalazione, in quanto questa misura attesta la determinazione della banca centrale a fornire un sostegno di liquidità e a garantire condizioni "normali" anche nei mercati dei finanziamenti a termine. L'offerta di funding reassurance alle controparti della banca centrale può essere integrata modificando altre modalità di immissione della liquidità, ad esempio ampliando la gamma di garanzie stanziabili. La BCE è altresì passata nelle sue operazioni di immissione di liquidità ad aste a tasso fisso e con piena aggiudicazione dell'importo, una formula che resterà in vigore almeno fino a dicembre 2016.

L'offerta di finanziamenti a termine associa il sostegno di liquidità all'allentamento creditizio. Offrendo liquidità a più lunga scadenza, la banca centrale influisce sulle condizioni nei mercati dei finanziamenti a termine. Rispetto alla situazione che si sarebbe venuta a creare in assenza di interventi, questo riduce i costi della provvista bancaria e i differenziali di credito e si traduce in un allentamento delle condizioni finanziarie per i mutuatari finali nell'economia, salvaguardando la trasmissione dell'orientamento monetario desiderato. Pertanto, questo aspetto dell'offerta di liquidità presenta altresì una dimensione di allentamento creditizio.

L'accomodamento della maggiore domanda di liquidità da parte del sistema bancario e l'offerta di finanziamenti a termine fanno aumentare le dimensioni del bilancio della banca centrale. Quando le tensioni finanziarie determinano una crescita della domanda di riserve da parte delle controparti, la banca centrale deve soddisfare tale domanda oppure rinunciare al raggiungimento del suo obiettivo operativo, rendendo meno chiara la segnalazione dell'orientamento monetario. Le tensioni nei mercati della provvista possono a loro volta interferire con la trasmissione dell'orientamento desiderato. In entrambi i casi, il necessario aumento dell'offerta di liquidità da parte della banca centrale fa crescere le attività della stessa: l'autorità monetaria "porta l'intermediazione nel proprio bilancio"⁵.

- 4) Le linee di swap in valuta tra banche centrali, che accrescono anche le dimensioni del bilancio della banca centrale, andrebbero altresì inserite nel contesto della funding reassurance: offrendo liquidità in valuta al sistema bancario, la banca centrale allenta le pressioni dal lato della provvista, in questo caso per le attività denominate in valuta.
- 5) La controparte dal lato delle attività delle neocostituite riserve dal lato delle passività è rappresentata dal credito concesso alle controparti della banca centrale (se la politica monetaria è attuata ad esempio attraverso operazioni pronti contro termine) oppure dai titoli detenuti (se la politica monetaria è condotta ad esempio per il tramite di vendite e acquisti definitivi di titoli di Stato sul mercato aperto).

La portata limitata degli interventi a sostegno della liquidità può richiedere un utilizzo più attivo del bilancio della banca centrale. L'efficacia complessiva delle politiche di assistenza alla liquidità dipende interamente dalle decisioni delle controparti in merito alla possibilità di mutuare fondi e all'entità del finanziamento eventualmente richiesto. Esse possono bastare a garantire il buon funzionamento del mercato ed evitare che le tensioni finanziarie si trasmettano all'economia, ma offrono alla banca centrale un controllo solo limitato sulle condizioni monetarie generali. In particolare, possono alla fine risultare insufficienti a evitare l'abbassamento della leva finanziaria delle banche e il conseguente effetto di freno sull'economia derivante da condizioni creditizie restrittive. In questi casi la banca centrale può dover esercitare un controllo più attivo sul suo bilancio. Molte banche centrali importanti, compresa la BCE, hanno effettuato la transizione da politiche di bilancio passive a politiche attive negli ultimi anni, anche se a ritmi diversi, in un contesto in cui le condizioni economiche richiedevano un controllo sempre più stretto sul bilancio per indirizzare in modo efficace l'orientamento monetario.

2.3 DALLE POLITICHE DI BILANCIO PASSIVE A QUELLE ATTIVE: L'ALLENAMENTO CREDITIZIO

In alcuni casi l'offerta elastica di liquidità al sistema bancario può non essere sufficiente a porre rimedio al malfunzionamento dell'intermediazione finanziaria privata. La liquidità di banca centrale, per quanto ampia, è di solito disponibile solo a un sottoinsieme di operatori (vale a dire, alle controparti della banca centrale) e anche questi potrebbero essere riluttanti a privarsi della loro liquidità per entrare in mercati compromessi nelle fasi di maggiore avversione al rischio. In tali circostanze possono rendersi necessari interventi diretti della banca centrale per migliorare il funzionamento di mercati o segmenti di mercato considerati essenziali per il finanziamento dell'economia reale.

Nel quadro delle politiche di allentamento creditizio, la banca centrale può determinare in modo più attivo la composizione delle attività nel suo bilancio per influire sui differenziali di mercato che in particolare ostacolano il meccanismo di trasmissione. Negli interventi della banca centrale volti a realizzare un allentamento creditizio, la composizione del lato dell'attivo del bilancio è di primaria importanza poiché riflette l'intenzione dell'autorità monetaria di allentare le condizioni in determinati mercati⁶⁾. A questo scopo l'autorità monetaria fa un uso più attivo del suo bilancio per migliorare l'intermediazione finanziaria privata o sostituirsi alla stessa, oltre che per consentire o rafforzare la trasmissione del grado di accomodamento desiderato. In questo senso le politiche di allentamento creditizio si prefiggono soprattutto di migliorare le condizioni di finanziamento per il settore privato non finanziario, un risultato che viene raggiunto modificando i differenziali pagati da particolari prenditori e in particolari mercati e quindi agevolando la trasmissione dell'orientamento monetario desiderato in presenza di disfunzioni del mercato.

L'allentamento creditizio può essere attuato per il tramite di una gamma eterogenea di interventi di banca centrale. Le misure adottate dalla banca centrale dipendono dalle caratteristiche specifiche del malfunzionamento e dalle idiosincrasie dei mercati destinatari, oltre

6) In caso di "allentamento creditizio puro", la banca centrale finanzia l'acquisto delle attività in questione con la vendita di altre attività. Questo modifica la composizione del lato dell'attivo del bilancio, ma ne lascia invariate le dimensioni. L'esempio più rilevante di politica di allentamento creditizio puro è probabilmente rappresentato dal programma di allungamento delle scadenze (Maturity Extension Program, MEP) della Federal Reserve, nel quale sono stati acquistati titoli del Tesoro a più lungo termine in cambio degli analoghi strumenti a breve scadenza.

che più in generale dalla struttura finanziaria dell'economia e dagli strumenti a disposizione della banca. L'allentamento creditizio può quindi essere perseguito in vari modi: fornendo liquidità agli operatori del mercato finanziario al di fuori dell'insieme consueto delle controparti della banca centrale; offrendo liquidità – o garanzie – a fronte di titoli generalmente non accettati nelle operazioni di politica monetaria⁷⁾; effettuando acquisti definitivi di attività. Pertanto, a seconda delle circostanze, gli interventi di allentamento creditizio possono – come indicato in precedenza – presentare molti elementi in comune con le operazioni passive di sostegno alla liquidità⁸⁾ oppure essere più attivi nel senso che la stessa banca centrale calibra la composizione ed eventualmente anche le dimensioni delle proprie attività.

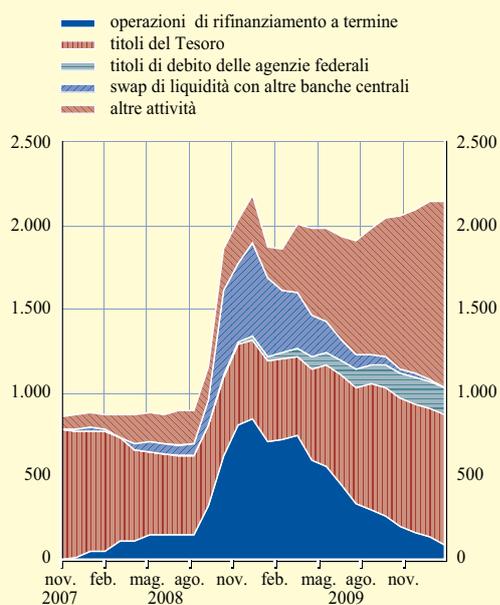
Le operazioni mirate di rifinanziamento, come quelle varate dalla Bank of England e dalla BCE, si configurano anch'esse come misure di allentamento creditizio ma presentano molti elementi in comune con gli interventi di finanziamento a termine. La Bank of England a luglio 2012 e la BCE a settembre 2014 hanno istituito dei programmi mirati volti a promuovere i prestiti bancari al settore privato non finanziario per migliorare la trasmissione della politica monetaria⁹⁾. Queste operazioni di rifinanziamento mirate si distinguono dalle misure analizzate finora in quanto, stabilendo un nesso tra le condizioni di offerta dei finanziamenti a lungo termine e i prestiti erogati dalle banche, contengono incentivi espliciti per le banche ad aumentare l'offerta di credito. In sostanza, esse sono misure di allentamento creditizio poiché si prefiggono di abbassare i costi del debito per l'economia reale e quindi di rafforzare il meccanismo di trasmissione, in questo caso allentando le condizioni di provvista delle banche. Al tempo stesso presentano molte analogie con gli interventi passivi di finanziamento a termine, in particolare con l'offerta di credito di banca centrale a lungo termine e con la modulazione dei volumi di prestiti concessi mediante tali operazioni in base alla domanda delle controparti.

Non è necessario né sufficiente che i tassi di interesse nominali a breve termine abbiano raggiunto il loro limite inferiore perché l'allentamento creditizio eserciti effetti positivi sull'economia. Piuttosto, l'utilità di queste politiche dipende dall'importanza che i mercati destinatari rivestono per le condizioni di finanziamento del settore privato non finanziario e dal grado di malfunzionamento degli stessi. Ad esempio, in risposta alle tensioni nei mercati creditizi, la Federal Reserve statunitense ha istituito vari programmi che forniscono liquidità temporanea a importanti segmenti di mercato (cfr. i “programmi di finanziamento a termine” nella figura 2)¹⁰⁾. Essi hanno contribuito in misura fondamentale a ripristinare il funzionamento dei mercati quando i tassi di interesse nominali a breve termine erano ben al di sopra del loro limite inferiore, come attesta ad esempio il rapido restringimento dei differenziali nel mercato della carta commerciale dopo gli interventi della Federal Reserve nel quadro della

- 7) In questi casi si ritiene a volte che le banche centrali abbiano agito come “market-maker di ultima istanza” (cfr. ad esempio Tucker, P., “The repertoire of official sector interventions in the financial system: last resort lending, market-making, and capital”, intervento tenuto in occasione della Conferenza internazionale 2009 della Banca del Giappone dal titolo Financial System and Monetary Policy: Implementation, maggio 2009).
- 8) Un modo per distinguere gli interventi di allentamento creditizio dalle operazioni di sostegno alla liquidità consiste nel tenere a mente il fatto che i primi comportano interventi diretti in segmenti di mercato “non convenzionali”, vale a dire operazioni che – in virtù della controparte o della classe di attività interessata – esulano dal modus operandi consueto della banca centrale, mentre i secondi riguardano esclusivamente le controparti tradizionali della banca centrale.
- 9) Per maggiori dettagli, cfr. Churm, R., A. Radia, J. Leake, S. Srinivasan e R. Whisker, “The Funding for Lending Scheme”, Bank of England Quarterly Bulletin, 4° trim. 2012 e il riquadro L'operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine condotta nel settembre del 2014 nel numero del dicembre 2014 del Bollettino mensile BCE.
- 10) Questi programmi sono per lo più costituiti nell'offerta di liquidità a termine mediante prestiti garantiti alle controparti della Federal Reserve o ad altri operatori di mercato. Essi rappresentano quindi interventi “ibridi”, a metà tra il finanziamento a termine e l'allentamento creditizio.

Figura 2 Una scomposizione del bilancio semplificato della Federal Reserve statunitense: attività

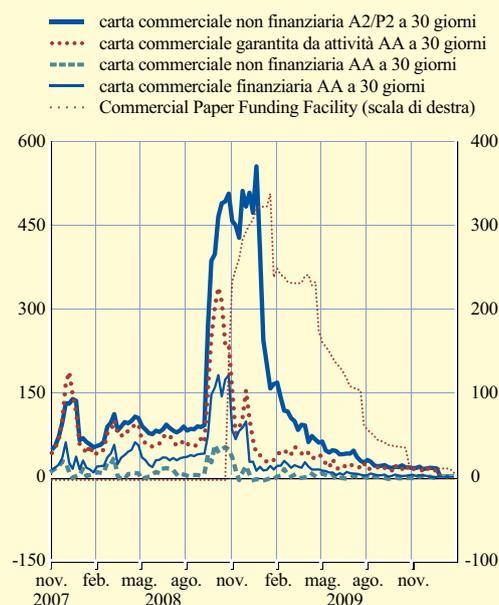
(miliardi di dollari statunitensi)



Fonte: Federal Reserve System statunitense.
Nota: i programmi di finanziamento a termine includono la Primary Dealer Credit Facility (PDCF), la Term Securities Lending Facility (TSLF), l'Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF), la Commercial Paper Funding Facility (CPFF), la Money Market Investor Funding Facility (MMIFF) e la Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF).

Figura 3 I differenziali nel mercato della carta commerciale e gli interventi della Federal Reserve statunitense

(differenziali in punti base della carta commerciale rispetto all'OIS a un mese; miliardi di dollari statunitensi)



Fonti: Federal Reserve Board statunitense e Curdia e Woodford (2011), Working Paper.
Nota: i dati per la Commercial Paper Funding Facility si riferiscono agli importi in essere.

Commercial Paper Funding Facility (cfr. figura 3). È tuttavia probabile che gli effetti positivi degli interventi di allentamento creditizio per l'economia siano ancora maggiori quando i tassi di interesse nominali a breve termine hanno raggiunto il loro limite inferiore¹¹⁾.

La trasmissione delle politiche di allentamento creditizio avviene mediante traslazione diretta e, se in associazione a una sostanziale creazione di liquidità, attraverso effetti di ribilanciamento del portafoglio. Le misure di allentamento creditizio si rivolgono a segmenti di mercato strettamente collegati alle condizioni di finanziamento del settore privato non finanziario. Il collegamento può essere diretto (ad esempio, nel caso delle misure di allentamento delle condizioni nei mercati della carta commerciale) oppure indiretto, quando l'operato della banca centrale influisce sui prezzi di mercato delle attività che a loro volta incidono sul prezzo del credito sottostante (come avviene per gli interventi nei mercati dei titoli emessi a seguito di cartolarizzazioni di prestiti a famiglie o imprese). Esempi rilevanti del secondo caso sono rappresentati dagli acquisti di mutui cartolarizzati (Mortgage-Backed Securities, MBS) da parte della Federal Reserve e dagli acquisti di ABS e obbligazioni ga-

11) Cfr. Curdia, V. e M. Woodford, "The Central-Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 58, n. 1, 2011, pagg. 54-79; Gertler, M. e P. Karadi, "A Model of Unconventional Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 58, n. 1, 2011, pagg. 17-34.

rantite da parte della BCE. Quando la domanda fa salire i prezzi di queste attività, le banche reagiscono agli incentivi di mercato creando più titoli negoziabili e quindi più prestiti da stanziare in garanzia e questo aumenta il volume e abbassa il prezzo del credito per i prenditori finali. Inoltre, poiché questi interventi sono stati finanziati mediante la creazione di riserve di banca centrale, la liquidità generata ha avuto ricadute positive sugli altri mercati e titoli. Tali effetti di ribilanciamento del portafoglio sono analizzati in maggiore dettaglio nella prossima sezione.

L'allentamento creditizio può quindi esercitare anche un impatto "quantitativo" sul bilancio della banca centrale e rendere difficile nella pratica la netta distinzione tra le misure di allentamento delle condizioni del credito e le politiche "quantitative", poiché le prime sono state di norma finanziate con la creazione di riserve di banca centrale (ad esempio con gli acquisti di MBS negli Stati Uniti e le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine, il programma di acquisti di ABS e il terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite nell'area dell'euro). Gli interventi non sterilizzati di allentamento creditizio, se condotti su scala sufficientemente ampia, possono di fatto produrre effetti macroeconomici significativi. Gli acquisti di MBS da parte della Federal Reserve statunitense hanno ad esempio favorito il drastico restringimento dei differenziali e il ripristino del buon funzionamento del mercato, la loro conseguenza ultima è stata la stabilizzazione del mercato statunitense delle abitazioni con i concomitanti benefici macroeconomici¹²⁾.

2.4 LE POLITICHE DI BILANCIO ATTIVE: INGENTI ACQUISTI DI ATTIVITÀ CON I TASSI DI INTERESSE NOMINALI A BREVE TERMINE AL LORO LIMITE INFERIORE

Con i tassi di interesse nominali a breve termine al loro limite inferiore, le banche centrali hanno effettuato ingenti acquisti di attività per ottenere un ulteriore allentamento monetario. Sebbene le politiche di allentamento creditizio producano anche un allentamento monetario, l'allentamento delle condizioni in particolari mercati può da solo risultare insufficiente a conseguire il grado di accomodamento di cui ha bisogno la banca centrale per assolvere il suo mandato. Può rendersi invece necessario uno strumento concepito per ottenere in modo attendibile un ampio allentamento delle condizioni finanziarie. Le banche centrali hanno perseguito questo obiettivo effettuando ingenti acquisti di attività, che si ritiene influiscano sui prezzi di mercato degli strumenti finanziari attraverso due vie principali¹³⁾: il canale di ribilanciamento del portafoglio (poiché la liquidità generata attraverso gli acquisti di attività viene usata dagli investitori per procedere a ricomposizioni dei portafogli, con ricadute che influiscono sui prezzi in una moltitudine di segmenti di mercato non interessati dagli interventi della banca centrale) e quello di segnalazione (per cui l'espansione del bilancio costituisce anche un segnale del profilo futuro del tasso di riferimento e quindi dell'indirizzo futuro della politica monetaria). Attraverso questo secondo canale, le attese di un allentamento della politica monetaria in futuro rendono più espansivo l'orientamento corrente.

Il canale di ribilanciamento del portafoglio si basa sulla sostituibilità imperfetta delle attività nei portafogli del settore privato. In presenza di una segmentazione tra i diversi

12) Cfr. ad esempio Krishnamurthy, A. e A. Vissing-Jorgensen, "The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy", *Brookings Papers on Economic Activity*, autunno 2011, pagg. 215-287; Walentin, K., "Business Cycle Implications of Mortgage Spreads", *Journal of Monetary Economics*, vol. 67, 2014, pagg. 62-77.

13) Questo articolo considera soltanto la trasmissione degli ingenti acquisti di attività ai prezzi di mercato degli strumenti finanziari. Per una disamina della trasmissione dei prezzi delle attività alla spesa, cfr. ad esempio Bowdler, C. e A. Radia, "Unconventional Monetary Policy: the Assessment", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 28, n. 4, 2012, pagg. 603-621.

mercati, dovuta ad esempio alla sostituibilità imperfetta delle attività e ai limiti all'arbitraggio, le variazioni dell'offerta netta di un titolo nel mercato influiscono sul prezzo dello stesso e, in potenza, di quelli sostanzialmente simili. Ad esempio, gli investitori in titoli di Stato potrebbero voler rimanere in particolari segmenti della curva dei rendimenti per motivi istituzionali o di altra natura. Gli acquisti della banca centrale che creano una scarsità relativa, ad esempio, di obbligazioni a lungo termine fanno salire i prezzi e abbassare i rendimenti. In aggiunta, gli investitori cercheranno di riequilibrare i propri portafogli riducendo la componente "liquida" (riserve di banca centrale) e aumentando quella rappresentata da attività più rischiose. Per stimolare questa reazione degli investitori, le caratteristiche di rischio (vale a dire in termini di rischio di liquidità, di durata finanziaria o di credito) delle attività acquistate dall'autorità monetaria devono essere sufficientemente diverse da quelle delle riserve di banca centrale. Ad esempio, gli acquisti di titoli di Stato liquidi e privi di rischio contro riserve effettuati dalla banca centrale possono essere efficaci solo se eliminano il rischio di durata finanziaria dai portafogli degli investitori e devono quindi essere costituiti da strumenti con vita residua lunga. In questo modo un'espansione del bilancio della banca centrale può fornire un accomodamento ulteriore abbassando i rendimenti a lungo termine e aumentando i prezzi di un'ampia serie di attività, il che si traduce in un allentamento delle condizioni finanziarie.

Il canale di ribilanciamento del portafoglio è funzione dell'entità degli interventi della banca centrale. In linea di principio, il canale di ribilanciamento del portafoglio non è collegato ad acquisti di classi di attività specifiche. Esso enfatizza piuttosto l'importanza della quantità dei titoli per la formazione dei prezzi delle attività¹⁴). Ciò avviene perché, contrariamente agli interventi mirati di banca centrale che hanno un impatto immediato sulle condizioni creditizie per l'effetto di traslazione diretta esaminato in precedenza, il canale di ribilanciamento del portafoglio è meno diretto: esso richiede un processo di propagazione tale per cui la liquidità generata viene trasferita da un mercato all'altro prima di influire su prezzi che sono strettamente connessi alle condizioni generali del credito. Pertanto, il raggiungimento di effetti macroeconomici significativi – l'allentamento monetario – richiede acquisti su scala sostanziale.

Questo spiega in parte le dimensioni di alcuni programmi di acquisti di attività, oltre che la scelta dei titoli di Stato quale attività primaria. I mercati dei titoli di Stato, oltre a svolgere un ruolo fondamentale nella definizione dei prezzi di un'ampia serie di attività nell'economia, hanno di norma dimensioni sufficienti a consentire alle banche centrali di acquistare i volumi necessari per ottenere un generale allentamento delle condizioni finanziarie. A titolo di esempio la Federal Reserve statunitense, la Banca del Giappone e la Bank of England detenevano fra il 22 e il 30 per cento delle consistenze di titoli di debito dei rispettivi emittenti sovrani al culmine dei loro programmi di acquisto (cfr. figura 4). In tale contesto, quindi, le dimensioni del lato delle attività nel bilancio della banca centrale diventano una misura indiretta dell' "intensità di utilizzo" del canale di ribilanciamento del portafoglio e del conseguente allentamento generalizzato delle condizioni finanziarie.

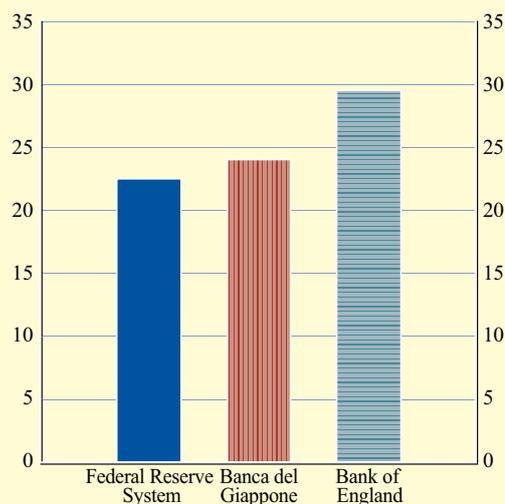
Gli acquisti di attività possono altresì permettere alla banca centrale di inviare un segnale in merito all'orientamento futuro della politica monetaria. La banca centrale può voler agire in questo senso per fornire uno stimolo aggiuntivo oppure per allineare meglio le

14) Cfr. ad esempio Bauer, M. e G. Rudebusch, "The Signalling Channel for Federal Reserve Bond Purchases", *International Journal of Central Banking*, vol. 10, settembre 2014, pagg. 233-289.

aspettative degli operatori con l'orientamento monetario da essa desiderato. In particolare, potrebbe voler indicare l'intenzione di mantenere bassi i tassi di interesse in futuro per sottolineare l'impegno ad assolvere il proprio mandato. L'acquisto di ingenti quantitativi di strumenti, quali i titoli di Stato a lungo termine, in cambio di riserve di banca centrale sostituisce le attività aventi durata finanziaria lunga nei portafogli degli operatori economici con fondi liquidi. Questo può convincere i mercati circa il fatto che l'espansione della liquidità sarà durevole e ciò influirebbe a sua volta sulla determinazione dei prezzi dei contratti a termine. In altre parole, il ritiro degli ingenti quantitativi di liquidità generati attraverso gli acquisti di attività nel breve periodo potrebbe avere conseguenze sfavorevoli per il funzionamento del mercato monetario e la stabilità finanziaria e ciò fa sì che la banca centrale sia restia a dare l'impressione di un cambiamento di rotta. Facendo seguire alle parole i fatti, la banca centrale sottolinea l'impegno a perseguire il suo obiettivo. In questo senso, l'impegno a utilizzare il bilancio può essere visto anche come un rafforzamento delle indicazioni prospettiche (forward guidance) in merito ai tassi di interesse di riferimento fornite da alcune banche centrali ¹⁵⁾.

Figura 4 Disponibilità delle banche centrali in titoli di Stato

(in percentuale delle consistenze totali di debito pubblico interno)



Fonti: per gli Stati Uniti, Federal Reserve System e Tesoro statunitense; per il Regno Unito, Bank of England e Debt Management Office; per il Giappone, Banca del Giappone e Ministero delle finanze.

Note: i dati si riferiscono ai titoli di debito del settore pubblico con scadenza minima di 12 mesi. Le date di riferimento sono gli ultimi trimestri di acquisti effettivi (terzo trimestre del 2013 per la Bank of England, terzo trimestre del 2014 per il Federal Reserve System e quarto trimestre del 2014 per la Banca del Giappone).

Per avere successo, la segnalazione attraverso il bilancio richiede una componente sia quantitativa sia temporale. L'utilizzo del bilancio per dar prova del proprio impegno risulta efficace solo quando un'inversione di rotta sarebbe sufficientemente costosa. In questo senso, un'espansione del bilancio può costituire una misura indiretta del costo che la banca centrale dovrebbe sostenere se venisse meno al suo impegno di mantenere i tassi di riferimento su livelli bassi. Tuttavia, poiché la segnalazione si basa sulle azioni future della banca centrale, le dimensioni non sono l'unico modo per affermare l'impegno e anche la componente temporale assume rilevanza. Le intenzioni della banca centrale possono essere quindi segnalate altresì mediante: 1) la scadenza delle operazioni di immissione di liquidità (ad esempio delle operazioni di rifinanziamento a lungo termine a tre anni della BCE); 2) la scadenza residua delle attività acquistate, poiché la più lunga durata finanziaria del portafoglio obbligazionario comporta un maggior rischio di tasso di interesse e quindi un costo potenzialmente più elevato in caso di rinuncia all'impegno di mantenimento dei tassi di interesse su livelli bassi; 3) la durata del periodo di utilizzo delle operazioni o di determinate

15) Di fatto, la teoria prevalente dei prezzi delle attività sta a indicare che gli acquisti di attività da parte della banca centrale sono inefficaci quando i tassi di interesse si trovano al limite inferiore e solo le indicazioni prospettiche (forward guidance) possono fornire uno stimolo monetario. Cfr. Eggertson, G. e M. Woodford, "The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy", Brookings Papers on Economic Activity, vol. 34, n. 1, 2003, pagg. 139-211.

modalità operative (per esempio, l'attuale impegno della BCE ad offrire liquidità attraverso aste a tasso fisso e con piena aggiudicazione degli importi fino a dicembre 2016). In breve, la segnalazione comporta informazioni sugli utilizzi correnti e futuri del bilancio. A titolo di esempio, la Federal Reserve si è focalizzata sul cambiamento delle attese degli operatori riguardo all'intero profilo delle disponibilità di titoli a più lunga scadenza da essa detenuti¹⁶.

2.5 POLITICHE DI BILANCIO CONTINGENTI

La banca centrale può altresì impegnarsi a utilizzare il proprio bilancio ove si manifestino circostanze specifiche. Questo utilizzo condizionato del bilancio costituisce di fatto un meccanismo di segnalazione. Un esempio rilevante di politica di bilancio contingente è rappresentato dalle operazioni definitive monetarie (ODM) della BCE. Nel caso delle ODM la BCE si è impegnata a intervenire nei mercati dei titoli di Stato per affrontare le distorsioni derivanti dalla presenza di rischi ingiustificati di ridenominazione valutaria al fine di rafforzare il meccanismo di trasmissione¹⁷. Più in generale, tuttavia, le politiche di bilancio contingenti sono state utilizzate dalle banche centrali per fornire informazioni sulla durata dei programmi di acquisti soggetti a condizionalità. Due esempi prominenti di quest'ultimo utilizzo della comunicazione attraverso politiche di bilancio contingenti sono rappresentati dal cosiddetto annuncio LSAP-3 della Federal Reserve a settembre 2012 e dalla comunicazione con cui la BCE ha chiarito che, secondo le intenzioni, gli acquisti nel quadro del programma ampliato di attività "saranno effettuati sino alla fine di settembre 2016 e in ogni caso finché non riscontremo un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione, coerente con il nostro obiettivo di riportare i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine". Lo scenario che innescherebbe tale utilizzo del bilancio della banca centrale è rappresentato di norma dalle condizioni macroeconomiche correnti e future (ad esempio in termini di prospettive per l'inflazione) in relazione alle finalità della banca centrale.

3 IL BILANCIO DELL'EUROSISTEMA

Dagli inizi della crisi la BCE ha adottato diverse misure non convenzionali che hanno modificato sia le dimensioni sia la composizione del bilancio dell'Eurosistema nel perseguimento della stabilità dei prezzi. Nel periodo recente la natura di queste misure è cambiata e somiglia in parte a quella degli interventi delle altre banche centrali principali. Le dimensioni e la composizione del bilancio dell'Eurosistema si sono evolute nel tempo sulla base dello scopo della politica monetaria e delle tipologie di strumento utilizzate.

Nelle fasi iniziali della crisi la politica monetaria si è concentrata sul mantenimento dei tassi di interesse a brevissimo termine in linea con l'orientamento monetario desiderato attraverso misure di sostegno alla liquidità. Con lo scoppio delle tensioni nei mercati monetari, la BCE ha fornito un sostanziale sostegno di liquidità al sistema bancario dell'area dell'euro. In linea con la definizione classica del ruolo della banca centrale quale fonte ultima di funding reinsurance, il sostegno di liquidità a breve termine è stato volto a evitare che

16) Yellen, J., "Challenges Confronting Monetary Policy", intervento tenuto alla 2013 National Association for Business Economics Policy Conference, Washington DC., 4 marzo 2013.

17) Negli assetti di politica monetaria che comportano almeno in qualche misura una gestione attiva del tasso di cambio, l'impegno della banca centrale a intervenire nei mercati valutari può anch'esso costituire una politica di bilancio contingente. L'impegno riguarda l'acquisto o la vendita di valuta estera e la contingenza è di solito connessa al raggiungimento di determinati livelli da parte della moneta locale nei mercati valutari.

le turbolenze dell'attività nel mercato monetario si propagassero ulteriormente, creando le condizioni per un panico bancario generalizzato e per una fase di abbassamento disordinato della leva finanziaria. Alla fine questo aveva lo scopo di assicurare una trasmissione efficiente delle modifiche nelle condizioni del mercato monetario alle altre variabili finanziarie (di riflesso al ruolo preponderante svolto dall'intermediazione bancaria nel sistema finanziario dell'area dell'euro) e, di conseguenza, all'economia reale e all'inflazione.

Tra queste misure figurano le operazioni di immissione di liquidità a diversa scadenza e l'utilizzo di aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi nelle operazioni di rifinanziamento. La BCE ha accresciuto sia le dimensioni sia i parametri delle sue operazioni di immissione di liquidità, in particolare dopo l'acuirsi della crisi a seguito del fallimento di Lehman Brothers a settembre 2008. Più in particolare, ha iniziato a fornire finanziamenti illimitati alle banche conducendo le proprie operazioni di rifinanziamento mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi, il che soddisfa interamente la domanda delle banche di liquidità di banca centrale contro garanzie adeguate¹⁸⁾. Di riflesso alla maggiore domanda di liquidità e all'utilizzo della procedura con piena aggiudicazione degli importi, che ha accresciuto il ruolo di intermediazione dell'Eurosistema, vi è stata una graduale espansione passiva del bilancio dell'Eurosistema (cfr. il riquadro).

Durante la crisi la BCE ha fatto ricorso a una serie di misure principalmente basate sul settore bancario per migliorare il flusso di credito. Per contrastare le tensioni in particolari mercati del debito del settore pubblico e privato, che ostacolavano la trasmissione della politica monetaria, sono state adottate diverse misure più mirate volte a sostenere le condizioni finanziarie e il funzionamento di questi mercati. L'obiettivo principale era migliorare la trasmissione di un determinato orientamento di politica monetaria, come espresso dai tassi di interesse di riferimento e dai tassi del mercato monetario a brevissimo termine, mediante il ricorso a una serie di misure che hanno sostenuto l'offerta di credito all'economia reale. Tra queste figuravano le operazioni di finanziamento a lungo termine e un utilizzo più attivo del bilancio dell'Eurosistema per raggiungere segmenti specifici del settore pubblico e privato.

Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre anni sono state introdotte per fornire funding reassurance¹⁹⁾. Le due ORLT condotte a dicembre 2011 e febbraio 2012 hanno fornito funding reassurance alle banche per un periodo di tempo significativo quando il rifinanziamento attraverso le consuete fonti della provvista bancaria era potenzialmente compromesso. Pur costituendo in linea di principio una misura di sostegno di liquidità, esse sono riuscite ad arrestare il processo di riduzione eccessivamente rapida del grado di leva finanziaria e quindi hanno sostenuto l'offerta di credito all'economia reale. Con una partecipazione delle banche corrispondente a 521 milioni di euro in termini netti, il bilancio dell'Eurosistema è aumentato notevolmente e la scadenza delle sue attività si è allungata (cfr. il riquadro).

18) Si noti che la BCE ha modificato il proprio sistema delle garanzie in diverse occasioni per assicurare un accesso adeguato delle controparti alle proprie operazioni di finanziamento. Inoltre, per affrontare l'esigenza delle banche dell'area dell'euro di finanziare le loro attività denominate in valuta, l'Eurosistema ha offerto liquidità in valuta estera e in particolare in dollari statunitensi.

19) Tra gli studi empirici pertinenti figurano Peersman, G., "Macroeconomic effects of unconventional monetary policy in the euro area", Working Paper Series, n. 1397, BCE, 2011; Lenza, M., H. Pill e L. Reichlin, "Monetary Policy in Exceptional Times", Economic Policy, vol. 25, pagg. 295-339; Gambacorta, L., B. Hofmann e G. Peersman, "The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy at the Zero Lower Bound: A Cross-Country Analysis", Journal of Money, Credit and Banking, 46(4), pagg. 615-642.

ANDAMENTI RECENTI DEL BILANCIO DELL'EUROSISTEMA

Le dimensioni e la composizione del bilancio dell'Eurosistema sono cambiate notevolmente negli ultimi anni come conseguenza delle operazioni non convenzionali di politica monetaria. Questo riquadro offre informazioni sugli andamenti del bilancio dell'Eurosistema osservati dalla seconda metà del 2011 dal punto di vista delle operazioni di mercato¹⁾.

Andamenti dal lato delle attività del bilancio dell'Eurosistema

Gli strumenti di politica monetaria e i portafogli di investimento sono le principali voci dal lato delle attività. Gli strumenti di politica monetaria includono le operazioni pronti contro termine (PcT) a breve e lunga scadenza, le operazioni di rifinanziamento marginale e le operazioni di acquisto definitivo, mentre i portafogli di investimento comprendono attività sia domestiche sia sull'estero. I portafogli di investimento dell'Eurosistema non sono utilizzati nell'attuazione della politica monetaria, a eccezione delle riserve in valuta estera della BCE che sono disponibili per eventuali interventi sui mercati valutari, e sono sottoposti a limitazioni decise dalla BCE in termini ad esempio di dimensioni massime per assicurare che non interferiscano con l'attuazione della politica monetaria unica. In aggiunta, l'Eurosistema ha delle regole che limitano le operazioni aventi per oggetto le attività di riserva in valuta estera non condotte per l'attuazione delle politiche, al fine di assicurarne la coerenza con le politiche monetarie e del cambio dell'Unione²⁾.

Gli strumenti di politica monetaria costituiscono le determinanti principali delle recenti variazioni significative nelle dimensioni e nella composizione del bilancio dell'Eurosistema. In particolare, a seguito delle due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre anni condotte a dicembre 2011 e febbraio 2012, le dimensioni del bilancio sono aumentate in misura significativa. Tra i primi del 2013 e settembre 2014 sono diminuite progressivamente come conseguenza dell'opzione offerta alle banche di rimborsare le tre ORLT a tre anni su base settimanale. Il miglioramento delle condizioni della provvista bancaria ha ridotto la necessità per le banche di detenere riserve di liquidità. Da settembre 2014 le dimensioni del bilancio hanno smesso di ridursi e hanno ripreso ad aumentare per l'introduzione delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) e dei programmi di acquisti di attività, vale a dire il terzo Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite (Covered Bond Purchase Programme, CBPP3), il Programma di acquisto di titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione (Asset-Backed Securities Purchase Programme, ABSPP) e il Programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP). Al tempo stesso i portafogli di investimento sono rimasti relativamente stabili, con qualche fluttuazione delle attività nette sull'estero dovuta principalmente a effetti di cambio.

Per condurre efficacemente la politica monetaria e alleviare le restrizioni sulla disponibilità di garanzie alle controparti ammesse, l'Eurosistema ha modificato e ampliato i criteri di idoneità per le attività stanziabili in garanzia nelle sue operazioni di credito³⁾. Al tempo

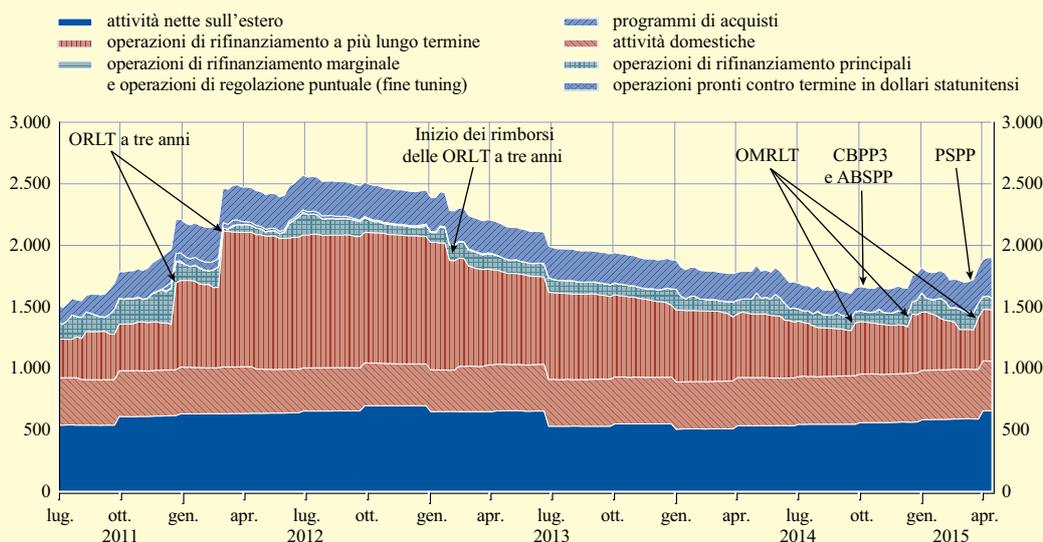
1) Informazioni sugli andamenti precedenti del bilancio dell'Eurosistema sono ad esempio contenute negli articoli *Impatto e graduale rientro delle misure non convenzionali della BCE ed Evoluzione recente del bilancio dell'Eurosistema*, del *Federal Reserve System* e della Banca del Giappone pubblicati rispettivamente nel numero di luglio 2011 e ottobre 2009 del Bollettino mensile BCE.

2) Cfr. l'articolo 31 del Protocollo sullo Statuto del sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea.

3) Informazioni dettagliate sono contenute ad esempio nell'articolo *Il sistema delle garanzie dell'Eurosistema durante la crisi* nel numero di luglio 2013 del Bollettino mensile BCE.

Figura A Una scomposizione del bilancio semplificato dell'Eurosistema: attività

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

stesso ha continuato a verificare periodicamente le misure di controllo dei rischi per assicurarsi che il suo bilancio rimanesse protetto. Queste misure includono l'obbligo per le controparti di conferire garanzie adeguate, la fissazione giornaliera del prezzo delle garanzie stanziate e l'applicazione di adeguati scarti di garanzia e riduzioni di valore⁴⁾.

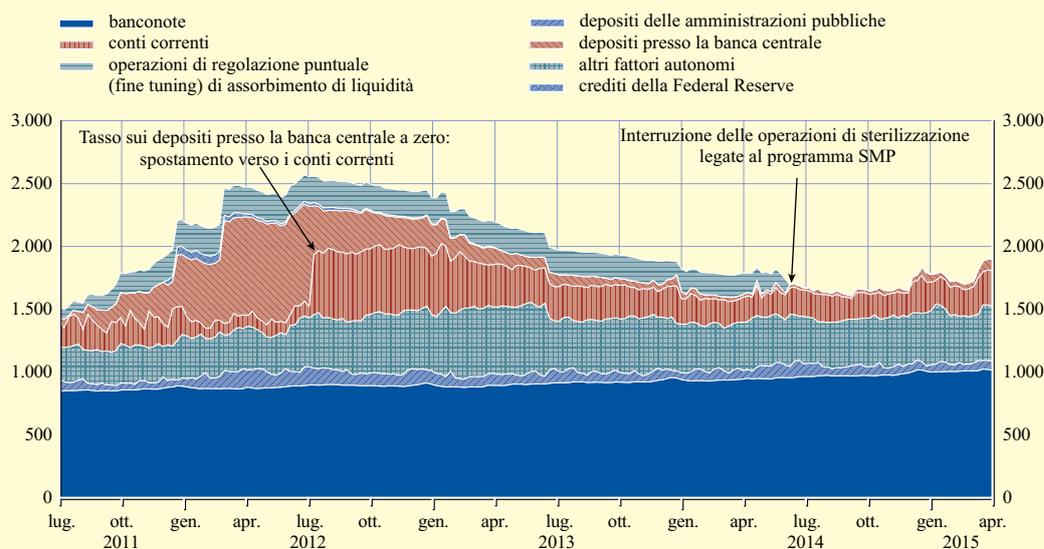
Andamenti dal lato delle passività del bilancio dell'Eurosistema

Dal lato delle passività, le due voci principali sono costituite dagli strumenti di politica monetaria e dai fattori autonomi. Gli strumenti di politica monetaria includono i conti correnti, i depositi presso la banca centrale e gli altri strumenti di assorbimento della liquidità. I depositi presso la banca centrale sono aumentati sostanzialmente dopo il varo delle due ORLT a tre anni. L'aumento va ricondotto alle necessità di finanziamento e alla domanda di liquidità a scopi precauzionali da parte delle controparti. Dopo che la BCE ha abbassato il tasso sui depositi presso la banca centrale portandolo a zero a luglio 2012, la liquidità delle controparti è stata parzialmente spostata dai depositi ai conti correnti in quanto la remunerazione sui depositi era identica a quella offerta sulle giacenze in conto corrente che eccedono la riserva obbligatoria. Per quanto concerne gli altri strumenti di assorbimento della liquidità, la liquidità offerta mediante il Programma per i mercati dei titoli finanziari (Securities Markets Programme, SMP) è stata interamente sterilizzata attraverso operazioni settimanali di assorbimento della liquidità fino a giugno 2014 in modo da evitare che l'SMP influisse sulle condizioni della liquidità di banca centrale. L'Eurosistema ha in bilancio passività in valuta, poiché le operazioni di immissione di liquidità in dollari statunitensi sono state attuate attraverso accordi di swap con la Federal Reserve degli Stati Uniti.

4) Cfr. l'Indirizzo della Banca centrale europea del 19 dicembre 2014 sull'attuazione del quadro di riferimento della politica monetaria dell'Eurosistema (rifusione) (BCE/2014/60).

Figura B Una scomposizione del bilancio semplificato dell'Eurosistema: passività

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

I fattori autonomi includono le banconote in circolazione, i depositi delle amministrazioni pubbliche e poste residue sulle quali le banche centrali hanno un controllo scarso o nullo. I depositi delle amministrazioni pubbliche sono diminuiti nel periodo recente dopo l'introduzione del tasso negativo sui depositi presso la banca centrale a giugno 2014 e l'applicazione dello stesso anche all'ammontare dei depositi delle amministrazioni pubbliche presso l'Eurosistema eccedente una determinata soglia⁵⁾.

5) Cfr. l'Indirizzo della Banca centrale europea del 5 giugno 2014 che modifica l'Indirizzo BCE/2014/9 sulla gestione di attività e passività nazionali da parte delle banche centrali nazionali (BCE/2014/22).

La BCE ha inoltre effettuato acquisti definitivi rivolti a segmenti di mercato malfunzionanti che ostacolavano la trasmissione della politica monetaria, utilizzando in modo più attivo il proprio bilancio. Data l'importanza delle obbligazioni garantite come fonte rilevante di fondi utilizzati dalle banche in molte parti dell'area dell'euro per rifinanziare i prestiti al settore pubblico e privato, a giugno 2009 la BCE ha iniziato a effettuare acquisti di questi strumenti denominati in euro nell'ambito del primo e del secondo Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite (Covered Bond Purchase Programme, CBPP1 e CBPP2). Analogamente, quando sono emerse tensioni nei mercati dei titoli di Stato dell'area dell'euro, che svolgono un ruolo importante nella definizione del prezzo delle altre attività finanziarie e dei prestiti all'economia reale, e la trasmissione dell'orientamento monetario della BCE è stata di conseguenza ostacolata, la BCE ha acquistato obbligazioni pubbliche nel contesto del Programma di acquisto di titoli obbligazionari (Securities Markets Programme, SMP)²⁰⁾. Gli acquisti effettuati nell'ambito del programma SMP hanno raggiunto un totale cumulato di 220

20) La natura mirata della misura (volta a riparare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, più che a modificare l'orientamento monetario) è stata sottolineata dalla piena sterilizzazione della liquidità immessa tramite il programma SMP.

miliardi di euro e quelli realizzati con il CBPP1 e il CBPP2 sono stati rispettivamente pari a 60 e 16 miliardi di euro.

Ad agosto 2012 la BCE ha inoltre annunciato l'intenzione di acquistare titoli di Stato nei mercati secondari ove fossero soddisfatte determinate condizioni- una politica di bilancio contingente. Essa ha potuto affrontare gravi distorsioni in questi mercati, derivanti in particolare dai timori circa la reversibilità dell'euro, utilizzando le ODM²¹⁾. Questo programma impegna la BCE a ricorrere al bilancio dell'Eurosistema per superare tali distorsioni ove siano soddisfatte determinate condizioni²²⁾.

Sullo sfondo della dinamica moderata dell'inflazione e di una crescita debole della moneta e del credito, nel 2014 la BCE ha introdotto ulteriori politiche di allentamento creditizio volte a migliorare il meccanismo di trasmissione. La ripresa modesta iniziata nel 2013 non si è rafforzata come era stato previsto in un primo momento. La crescita della moneta è rimasta contenuta e il credito ha continuato a ridursi, anche se il ritmo della contrazione si è gradualmente attenuato. Su questo sfondo, a giugno e settembre 2014 la BCE ha annunciato l'avvio delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) e degli acquisti di ABS e obbligazioni garantite e al tempo stesso ha portato i tassi di interesse di riferimento al loro limite inferiore. Questo pacchetto di misure è stato volto a migliorare la trasmissione della politica monetaria e a imprimere a quest'ultima un orientamento ancora più accomodante. In particolare, abbassando il costo medio del finanziamento per famiglie e imprese fino a livelli più in linea con l'indirizzo monetario desiderato, le misure hanno avuto lo scopo di sostenere i prestiti all'economia reale.

Le OMRLT sono state condotte per sostenere l'erogazione di prestiti bancari a favore del settore privato non finanziario (esclusi i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni)²³⁾. Le OMRLT hanno offerto, a termini e condizioni interessanti, finanziamenti di lungo periodo con una scadenza massima di quattro anni al momento della loro introduzione a tutte le banche che rispettavano determinati valori di riferimento con riguardo all'attività di prestito all'economia reale. La scelta di questa misura ha riflesso la predominanza del finanziamento di tipo bancario nell'economia dell'area dell'euro e la rilevanza della debolezza dei prestiti bancari quale fattore di ostacolo alla ripresa. Fornendo incentivi alle banche per la concessione di credito all'economia reale, le OMRLT sono state intese a migliorare la trasmissione della politica monetaria. Il miglioramento delle condizioni della provvista bancaria dovrebbe contribuire ad allentare le condizioni creditizie e stimolare l'erogazione di credito²⁴⁾.

Gli acquisti nell'ambito del terzo Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite (Covered Bond Purchase Programme, CBPP3) e del Programma di acquisto di titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione (ABS Purchase Programme, ABSPP) sono iniziati rispettivamente a ottobre e novembre 2014. Essi hanno ulteriormente migliorato il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria e sostenuto

21) Per maggiori dettagli, cfr. il comunicato stampa sulle caratteristiche tecniche delle operazioni definitive monetarie pubblicato dalla BCE il 6 settembre 2012.

22) La BCE ha anche fornito indicazioni prospettiche (forward guidance) a partire da luglio 2013, come discusso nell'articolo La forward guidance della BCE pubblicato nel numero dell'aprile 2014 del Bollettino mensile BCE.

23) Cfr. il comunicato stampa sulle misure volte a migliorare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria pubblicato dalla BCE il 5 giugno 2014.

24) Il differenziale sulle operazioni di rifinanziamento principali, inizialmente fissato a 10 punti base, è stato ridotto a zero a gennaio 2015 per le sei operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) all'epoca rimaste.

l'offerta di credito all'economia reale. Gli acquisti nei mercati degli ABS e delle obbligazioni garantite rispecchiano il ruolo svolto da questi strumenti nell'agevolare nuovi flussi creditizi verso l'economia. In particolare, esiste uno stretto legame tra i differenziali di tasso di interesse applicati alla negoziazione di tali strumenti e i tassi sui prestiti bancari sottostanti. Ciò dovrebbe quindi contribuire ad abbassare i tassi di interesse sui titoli acquistati (attraverso l'effetto di prezzo) e questo dovrebbe trasmettersi ai tassi sui sottostanti prestiti al settore privato (attraverso l'effetto di trasmissione), migliorando le condizioni di credito e offrendo alle banche il margine di manovra necessario per erogare maggiori prestiti.

Queste misure di allentamento creditizio sono state integrate da un orientamento di bilancio quantitativo, che ha rappresentato un cambiamento importante nella comunicazione della politica monetaria della BCE. Aggiungere un'indicazione della quantità di acquisti nella comunicazione della BCE è stato ritenuto essenziale alla luce dell'ulteriore peggioramento delle prospettive per l'inflazione. L'incertezza sugli acquisti delle attività quale strumento volto a imprimere un indirizzo maggiormente espansivo alla politica monetaria è intrinsecamente maggiore di quella riguardante le variazioni dei tassi di interesse. Nei programmi di acquisto di ABS e obbligazioni garantite ciascuna unità acquistata ha un potenziale di trasmissione elevato, dato il malfunzionamento di entrambi i mercati, ma gli effetti precisi sono difficili da anticipare. Tali acquisti abbassano il costo della provvista per le banche e questo dovrebbe trasmettersi al costo dei finanziamenti alle famiglie e alle società non finanziarie che ricorrono al credito bancario, generando altresì ricadute macroeconomiche più ampie se l'immissione di liquidità è consistente. Aggiungendo una dimensione quantitativa alla sua comunicazione, la BCE ha segnalato che un volume rilevante di acquisti era essenziale per poter produrre un effetto macroeconomico significativo.

Dopo un ulteriore deterioramento delle prospettive di inflazione, e in un contesto in cui le misure di allentamento creditizio non fornivano il grado di accomodamento necessario, a gennaio 2015 la BCE ha deciso di acquistare titoli del settore pubblico. Il Programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP) prevede acquisti sul mercato secondario di obbligazioni di qualità elevata (investment grade) emesse da amministrazioni dei paesi dell'area dell'euro, agenzie situate nell'area dell'euro o istituzioni sovranazionali. Esso fa parte, assieme al CBPP3 e all'ABSPP, del Programma ampliato di acquisto di attività. Gli acquisti nell'ambito del Programma ampliato, che sono iniziati a marzo 2015 e ammontano a 60 miliardi di euro al mese ²⁵⁾, dovrebbero proseguire sino alla fine di settembre 2016 e in ogni caso finché non sarà riscontrato un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione coerente con l'obiettivo di conseguire tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. A maggio 2015 gli acquisti di titoli del settore pubblico rappresentavano meno del 2 per cento del debito pubblico totale in essere dell'area dell'euro.

Le misure non convenzionali adottate a partire da giugno 2014, che hanno compreso sia i provvedimenti di allentamento creditizio sia gli acquisti di ingenti quantitativi di attività per imprimere un indirizzo ancora più accomodante alla politica monetaria in un momento in cui i tassi di riferimento sono vincolati dal limite inferiore, completano il passaggio da una politica di bilancio passiva a una attiva. Gli acquisti di titoli del settore pubblico si baseranno principalmente sull'effetto di ribilanciamento dei portafogli e sull'ef-

25) Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro Il programma ampliato di acquisto di attività del Consiglio direttivo nel numero di gennaio 2015 del Bollettino economico BCE.

fetto di segnalazione. Entrambi gli effetti hanno un aspetto quantitativo, ma la segnalazione attraverso il bilancio dipende per la sua efficacia anche dal fattore tempo. L'entità significativa degli acquisti mensili, assieme alla fissazione di una scadenza che potrebbe essere posticipata ove richiesto per il raggiungimento di una stabilità durevole dei prezzi, dovrebbe assicurare un contributo significativo all'impulso monetario, come riflesso nell'espansione del bilancio dell'Eurosistema.

L'indicatore ultimo del successo dei programmi e delle operazioni recenti è rappresentato dal raggiungimento di tassi di inflazione inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. Benché sia prematuro valutare il pieno contributo di questi programmi e operazioni a tale obiettivo, dati i ritardi temporali nella trasmissione dell'accomodamento monetario, vari indicatori tempestivi delle condizioni di finanziamento e del clima di fiducia hanno mostrato segnali positivi. Le condizioni finanziarie generali avevano già iniziato a migliorare ben prima dell'annuncio del programma ampliato di acquisto di attività, in quanto gli operatori avevano anticipato l'introduzione dello stesso dopo che il Consiglio direttivo aveva annunciato la sua disponibilità ad adottare misure aggiuntive se necessario. I rendimenti delle obbligazioni nell'area dell'euro sono scesi da dicembre 2014 per tutti gli strumenti, le scadenze e gli emittenti e in molti casi hanno toccato nuovi minimi storici. Data la lieve tendenza ascendente delle aspettative di inflazione a medio termine, i tassi di interesse reali sono diminuiti ulteriormente. I differenziali sulle obbligazioni societarie investment grade hanno continuato a diminuire e i corsi azionari sono significativamente aumentati. Riflettendo in parte l'ulteriore differenziazione fra gli andamenti dei tassi sui titoli di Stato nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, il cambio dell'euro si è sensibilmente indebolito.

Gli andamenti favorevoli nei mercati finanziari hanno iniziato a trasmettersi all'economia reale. Il minor costo della provvista bancaria viene gradualmente trasmesso al costo del finanziamento esterno per il settore privato non finanziario, grazie anche alla valutazione approfondita dei bilanci delle principali banche dell'area dell'euro condotta nel 2014 in preparazione del Meccanismo di vigilanza unico. I rendimenti sulle obbligazioni bancarie non garantite sono scesi su minimi storici nel quarto trimestre del 2014. A questo si è accompagnato un calo sostanziale dei tassi compositi sui prestiti bancari alle famiglie e alle società non finanziarie. Il costo nominale del finanziamento esterno non bancario per le società non finanziarie dell'area dell'euro ha continuato a scendere nel quarto trimestre del 2014 e nei primi mesi del 2015 come conseguenza dell'ulteriore diminuzione del costo sia del capitale di rischio sia del debito contratto sul mercato.

4 CONCLUSIONI

Negli ultimi anni il bilancio della banca centrale – in termini di dimensioni e composizione – si è affermato come strumento flessibile di politica monetaria. Dagli inizi della crisi finanziaria mondiale le autorità monetarie si sono spinte sempre più oltre le loro procedure operative tradizionali per utilizzare in modo crescente il loro bilancio come strumento di politica monetaria. Per molte giurisdizioni, l'utilizzo del bilancio della banca centrale è passato nel tempo dall'offerta reattiva, o passiva, di liquidità su richiesta con possibilità limitate di influenza sulle condizioni finanziarie generali a un approccio attivo, o controllato, volto a incidere su queste ultime. Quindi, oltre che per consentire alle autorità monetarie di svolgere il loro ruolo tradizionale di fonte ultima di funding reassurance come risposta alle tensioni finanziarie, il bilancio della banca centrale è stato impiegato anche per affrontare le disfunzioni

nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria e per allentare l'orientamento monetario in presenza di tassi di interesse nominali a breve termine al limite inferiore effettivo. In breve, il bilancio della banca centrale ha dimostrato la sua efficacia quale strumento flessibile per affrontare una serie di esigenze relative alle politiche monetarie.

Tuttavia, data la grande flessibilità del bilancio della banca centrale quale strumento di politica monetaria, è necessaria un'importante precisazione: un'unità di liquidità può esercitare effetti molto diversi in una stessa giurisdizione in momenti differenti oppure in giurisdizioni differenti nello stesso momento. In una determinata economia l'autorità monetaria può utilizzare il bilancio per ottenere effetti diversi nel tempo, a seconda delle circostanze, come è di fatto avvenuto negli anni recenti. Inoltre, le differenze nelle strutture economiche e finanziarie - oltre che nelle procedure operative - richiederanno tipologie di intervento diverse nelle varie economie in termini di dimensione e composizione del bilancio. Tali considerazioni rendono sconsigliabile operare raffronti troppo semplicistici tra i bilanci delle banche centrali.

Negli ultimi anni la BCE ha fatto ampio ricorso al bilancio dell'Eurosistema nel perseguimento del suo mandato di mantenere la stabilità dei prezzi. L'utilizzo del bilancio dell'Eurosistema ha seguito una traiettoria simile a quella osservata in altre giurisdizioni. La maggiore offerta di liquidità nelle fasi iniziali della crisi finanziaria (attraverso un'espansione degli importi aggiudicati nelle operazioni di rifinanziamento) è stata seguita dall'offerta di prestiti a termine e di funding reassurance (attraverso le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine condotte mediante asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi) e successivamente da misure volte a rafforzare l'effetto di trasmissione (SMP, OMRLT, CBPP1 e CBPP2). La BCE ha varato di recente un ulteriore programma per l'acquisto di obbligazioni garantite e nuovi programmi concernenti gli ABS e i titoli del settore pubblico. Tali programmi intendono migliorare la trasmissione all'economia reale e fornire un generale allentamento ulteriore della politica monetaria in presenza di tassi di interesse nominali a breve termine al loro limite inferiore effettivo.

Gli acquisti definitivi di attività segnalano la determinazione della BCE a raggiungere il suo obiettivo primario, migliorando gli effetti di segnalazione e producendo effetti di ribilanciamento del portafoglio che si trasmettono a tutte le attività. Ciò dovrebbe contribuire a rafforzare la crescita del credito e dell'economia e, in ultima istanza, determinare un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione coerente con l'obiettivo di conseguire tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine.

LA SORVEGLIANZA DELL’FMI SULL’AREA DELL’EURO E SUI SUOI PAESI MEMBRI

L’attività di sorveglianza svolta dall’FMI consiste nel monitoraggio delle politiche economiche e finanziarie dei suoi paesi membri e dell’economia mondiale, nonché nell’individuazione dei potenziali rischi per la stabilità, e nell’offerta di raccomandazioni sui necessari aggiustamenti delle politiche economiche. Negli ultimi anni il Fondo ha potenziato significativamente la sorveglianza in generale, compresa quella sull’area dell’euro e sui paesi che ne fanno parte. Ha provveduto a colmare le lacune messe in luce dalla crisi nei mercati finanziari internazionali e in alcuni paesi dell’area dell’euro attraverso diverse nuove iniziative e il rafforzamento delle prassi in ambiti chiave. Queste modifiche sono il risultato della riflessione critica portata avanti dal Fondo, culminata nel riesame dell’attività di sorveglianza dell’FMI del 2011. Allo stesso tempo, vi è ancora spazio per migliorare ulteriormente la sorveglianza dell’FMI e introdurre altre modifiche per renderla più efficace e maggiormente adatta alle circostanze delle singole economie, non da ultimo in considerazione dei significativi cambiamenti apportati di recente al quadro di riferimento delle politiche all’interno della stessa UE/area dell’euro.

Questo articolo intende fare il punto dell’attività di sorveglianza dell’FMI sull’area dell’euro e sui suoi paesi membri a seguito dei cambiamenti apportati di recente. Nel fare ciò, esamina anche l’interazione fra il quadro di riferimento per la sorveglianza dell’UE e quello dell’FMI, per l’area dell’euro. Essendo incentrato sulla normale attività di sorveglianza dell’FMI, l’articolo non si occupa della sorveglianza condotta dal Fondo nell’ambito dei programmi di assistenza finanziaria.

I INTRODUZIONE

Negli ultimi anni l’FMI ha intrapreso una serie di iniziative per rafforzare il quadro di riferimento e gli strumenti della sua attività di sorveglianza. A tal fine sono stati fondamentali i consueti riesami triennali della sorveglianza (Triennial Surveillance Review, TSR) da esso condotti. Particolarmente importante è stata la revisione del 2011, la prima di ampio respiro dopo l’inizio della crisi finanziaria internazionale¹⁾. Essa ha permesso di stabilire le priorità chiave che lo staff dell’FMI ha da allora cercato di rendere operative, ossia: 1) interconnessione; 2) valutazione dei rischi; 3) stabilità finanziaria; 4) stabilità esterna e 5) capacità di indirizzo sulle scelte di politica economica dei singoli paesi (traction). Nel 2012 sono inoltre state aggiornate le fondamenta giuridiche dell’attività di sorveglianza con l’adozione della decisione in materia di sorveglianza integrata (Integrated Surveillance Decision, ISD), che consente all’FMI di valutare tutte le politiche rilevanti ai fini della stabilità interna ed esterna di un paese membro e di tenere conto di tutte le ripercussioni verso l’interno e verso l’esterno e delle interazioni fra le politiche dei diversi paesi. L’adozione della Strategia di sorveglianza finanziaria ha parimenti rappresentato un importante passo per migliorare l’individuazione dei rischi e l’analisi delle politiche nel settore finanziario, nonché per promuovere una visione integrata dei rischi connessi con i prodotti e gli strumenti di tale settore.

La più recente TSR è stata condotta dall’FMI nel 2014²⁾ e si è articolata intorno a tre obiettivi: 1) integrare e approfondire l’analisi dei rischi e delle ripercussioni internazionali;

- 1) La TSR del 2011 riflette anche i risultati del rapporto “IMF Performance in the Run-Up to the Global Economic and Financial Crisis” (2011) redatto dall’Independent Evaluation Office dell’FMI.
- 2) Fondo monetario internazionale (FMI), “2014 Triennial Surveillance Review: Overview Paper”, FMI, Washington, D.C.

2) offrire indicazioni maggiormente competenti e su misura in materia di policy;
3) ottenere un maggiore impatto. Relativamente al primo obiettivo, la revisione ha messo in luce come vi fosse ancora un margine significativo per valutare le sinergie fra la sorveglianza bilaterale e quella multilaterale. Lo staff dell’FMI ha inoltre rilevato l’esigenza di approfondire la comprensione della geografia dei rischi e dei meccanismi di propagazione fra settori. Per quanto concerne il secondo obiettivo, si è sottolineata l’importanza di adattare le indicazioni di policy alle circostanze specifiche dei singoli paesi. Al fine di migliorare tali indicazioni, inoltre, lo staff del Fondo ha ritenuto opportuno continuare ad affinare le conoscenze dell’FMI in materia di politiche macroprudenziali e di evidenziare le implicazioni delle riforme strutturali critiche a livello macro, in linea con il proprio mandato. In merito al terzo obiettivo, infine, si è rilevata l’esigenza di una comunicazione più trasparente e maggiormente orientata al cliente.

Sulla scorta di un recente rapporto elaborato dalla Task Force per le questioni relative all’FMI del Comitato per le relazioni internazionali del Sistema europeo di banche centrali³⁾, questo articolo esamina come sia cambiata la sorveglianza dell’FMI sull’area dell’euro e sugli Stati membri dopo la TSR fondamentale del 2011. La sezione 2 descrive il quadro di riferimento dell’FMI per le indagini presso l’area dell’euro e i paesi che ne fanno parte, e analizza come esso interagisca con il quadro della sorveglianza proprio dell’UE/area dell’euro, anch’esso oggetto di riforme significative nel recente passato. La sezione 3 passa in rassegna i risultati dell’attività di sorveglianza condotta dopo la crisi dal Fondo sull’area dell’euro e sui paesi suoi membri negli ambiti prioritari summenzionati. Essa tratta altresì delle implicazioni dell’unione bancaria europea per la sorveglianza dell’FMI. La sezione 4 analizza le specificità della sorveglianza dell’FMI sulle politiche dell’UEM e la sezione 5 presenta alcune considerazioni conclusive.

2 IL QUADRO DI RIFERIMENTO DELLA SORVEGLIANZA DELL’FMI SULL’AREA DELL’EURO E SUI PAESI MEMBRI

2.1 NUOVO ASSETTO GIURIDICO

Con l’adozione della decisione in materia di sorveglianza integrata nel 2012 è stato istituito un nuovo assetto giuridico per la sorveglianza dell’FMI. Le fondamenta giuridiche sono specificate all’articolo IV dello Statuto del Fondo, che distingue fra sorveglianza bilaterale e multilaterale⁴⁾. La ISD ha aggiornato il quadro di riferimento della sorveglianza consentendo all’FMI di rapportarsi in maniera più efficace con i paesi membri relativamente alle politiche economiche e finanziarie nazionali e di utilizzare le consultazioni bilaterali ai sensi dell’articolo IV anche come strumento della sorveglianza multilaterale. In particolare, la ISD consente all’FMI di discutere con i suoi membri l’intera gamma delle possibili ripercussioni delle loro politiche nazionali allorché queste ultime possono avere un impatto significativo sulla stabilità internazionale.

3) Task Force sulle questioni relative all’FMI del Comitato per le relazioni internazionali del Sistema europeo di banche centrali, “IMF Surveillance in Europe”, *Occasional Paper Series*, n. 158, BCE, Francoforte sul Meno, gennaio 2015.

4) L’articolo IV, sezione 1, stabilisce che ciascuno Stato membro “si impegna a collaborare con il Fondo e con gli altri stati membri per garantire un regime di cambi ordinato e promuovere un sistema stabile di tassi di cambio”. Il Fondo è incaricato di sorvegliare sull’osservanza dei rispettivi obblighi da parte di ciascuno Stato membro ed esamina con particolare attenzione le politiche di cambio. La sezione 3(a) stabilisce che il Fondo “sorveglia il sistema monetario internazionale per assicurarne l’efficace funzionamento” e fornisce la base per la sorveglianza multilaterale del Fondo.

Sebbene la ISD getti anche le basi per una migliore sorveglianza sulle unioni monetarie, il paragrafo relativo alle unioni valutarie non ha subito modifiche di rilievo rispetto alla Decisione sulla sorveglianza bilaterale sulle politiche dei paesi membri del 2007.

Il testo è stato migliorato ponendo maggiore enfasi sulla necessità di garantire non soltanto la stabilità di bilancia dei pagamenti dell'unione, ma anche la sua stabilità interna. La ISD è stata utilmente tradotta in linee guida operative per la sorveglianza sulle unioni valutarie, che esortano espressamente lo staff dell'FMI a valutare in che misura le politiche economiche e finanziarie a livello di unione valutaria (politica di cambio, politica monetaria, politica di bilancio e politiche per il settore finanziario) contribuiscano a promuovere la stabilità interna e di bilancia di pagamenti dell'unione, nonché la stabilità internazionale. Benché le strutture decisionali dell'UE/UEM siano state rafforzate, questa base giuridica risente ancora del fatto che l'adesione all'FMI avviene a livello dei singoli paesi. Come già la Decisione del 2007, la ISD menziona in maniera esplicita che i membri delle unioni valutarie restano soggetti a tutti gli obblighi specificati nell'articolo IV, sezione 1, e di conseguenza ogni membro è responsabile per le politiche condotte per suo conto dalle istituzioni dell'unione (cfr. ISD, paragrafo 8). Ciò rispecchia il fatto che i paesi stessi mantengono tutti i diritti e gli obblighi derivanti dall'adesione all'FMI nonostante l'assetto istituzionale e di governance nel caso dell'area dell'euro sia diverso, nella misura in cui esiste una banca centrale indipendente e, in alcune aree di policy, il processo decisionale è congiunto. Nessuna delle istituzioni o dei consessi europei è membro dell'FMI, e la loro cooperazione con il Fondo non è obbligatoria. La Banca centrale europea ha ricevuto lo status di osservatore con la Decisione dell'FMI n. 11875-99/1 del 21 dicembre 1998 e di conseguenza è autorizzata a prendere parte alle riunioni del consiglio di amministrazione dell'FMI dedicate ad argomenti specifici o a temi pertinenti al mandato della BCE⁵⁾.

2.2 L'ATTIVITÀ DI SORVEGLIANZA IN PRATICA: SORVEGLIANZA BILATERALE, REGIONALE E MULTILATERALE

L'FMI effettua consultazioni con i singoli paesi dell'area dell'euro (da cui scaturiscono rapporti sui singoli paesi e sulle loro politiche), nonché con le autorità che rappresentano l'area dell'euro nel suo insieme (per la redazione di un rapporto sulle politiche dell'area dell'euro). Conduce inoltre un programma di valutazione del settore finanziario (Financial Sector Assessment Programme, FSAP) con cadenza quinquennale per i paesi dell'area dell'euro che presentano sistemi finanziari sistemici⁶⁾ e su richiesta per gli altri paesi dell'area dell'euro. Nel marzo 2013 è stato inoltre ultimato il primo FSAP per l'area dell'euro.

Le modalità di conduzione della sorveglianza all'interno dell'area dell'euro sono state formalizzate al momento dell'introduzione dell'euro⁷⁾. Per i singoli paesi dell'area non vi sono stati cambiamenti nelle consultazioni annuali ai sensi dell'articolo IV dello Statuto. Non essendo membro dell'FMI, l'area dell'euro nel suo insieme non ha diritto a una consultazione ai sensi dell'articolo IV. Tuttavia, con cadenza semestrale lo staff del Fondo ha uno scambio di vedute con quello della BCE, della Commissione europea e di altre istituzioni e organismi europei e stila un rapporto annuale sulle politiche dell'area dell'euro per integrare e inquadrare meglio le consultazioni ai sensi dell'articolo IV con i singoli paesi dell'area dell'euro (e non viceversa). Pertanto, in pratica la sorveglianza sull'area dell'euro segue due binari,

5) Se da un lato la BCE gode dello status di osservatore alle riunioni del Consiglio di amministrazione dell'FMI, dall'altro sia la BCE sia la Commissione europea godono dello status di osservatore presso il Comitato monetario e finanziario internazionale.

6) Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Italia, Irlanda, Lussemburgo, Paesi Bassi e Spagna.

7) Decisione dell'FMI n. 12846-(98/125) e Decisione dell'FMI n. 12899-(02/119), emendata dalla Decisione dell'FMI n. 14062-(08/15).

e prevede un esercizio di sorveglianza separato per l'unione, coordinato con la sorveglianza sui singoli Stati ai sensi dell'articolo IV. Ciò dà luogo a consultazioni con i 19 singoli paesi membri dell'area, nonché a una consultazione sulle politiche della BCE e della Commissione europea, che portano alla stesura di un totale di 20 rapporti annuali. In aggiunta, nell'ambito della sorveglianza multilaterale, l'FMI analizza gli andamenti nell'area dell'euro nelle pubblicazioni World Economic Outlook (WEO), Global Financial Stability Report (GFSR) e Fiscal Monitor. Il Fondo produce inoltre con periodicità annuale rapporti sulle ripercussioni internazionali (Spillover Reports, dal 2011) e sul settore esterno (External Sector Reports, dal 2012), che contengono un'analisi relativa all'area dell'euro, oltre a quelle relative ai principali paesi dell'area.

2.3 I QUADRI DI RIFERIMENTO PER LA SORVEGLIANZA DELL'UE/AREA DELL'EURO E DELL'FMI: POTENZIALI TENSIONI E SINERGIE

La recente crisi ha indotto anche una serie di riforme successive del quadro di riferimento per la sorveglianza dell'UE e dell'area dell'euro. Sono stati posti in essere nuovi sistemi di sorveglianza sulle politiche fiscali ed economiche degli Stati membri dell'UE, nonché una nuova architettura di supervisione finanziaria riguardante soprattutto i paesi dell'area dell'euro⁸⁾. È stato inoltre stabilito un preciso calendario nell'ambito del semestre europeo, in base al quale le raccomandazioni di policy vengono formulate a livello europeo e successivamente recepite a livello nazionale.

Il quadro di sorveglianza rafforzato dell'UE non ha comportato finora cambiamenti specifici nella conduzione della sorveglianza dell'FMI sugli Stati membri dell'UE/paesi dell'area dell'euro, sebbene tale possibilità potrebbe essere presa in considerazione. Da un lato, l'interazione fra il quadro di sorveglianza rafforzato dell'UE e quello dell'FMI potrebbe comportare in futuro sfide specifiche sia per gli Stati membri dell'UE/paesi dell'area dell'euro, sia per l'FMI. In primo luogo, poiché la governance economica è sempre più spesso esercitata a livelli diversi (nazionale, nazionale congiunto, di area dell'euro e di UE), sono cambiate le modalità di definizione delle politiche per i paesi dell'area dell'euro. Ciò richiede che l'FMI internalizzi adeguatamente i nuovi processi dell'UE/area dell'euro nella propria attività di sorveglianza, e potrebbe complicare tale attività o addirittura creare rischi di incongruenza fra le valutazioni contenute nei rapporti nazionali e in quello sull'area dell'euro. In secondo luogo, i due quadri di riferimento per la sorveglianza differiscono in termini di portata, oggetto, meccanismi di esecuzione e traction. L'attività di sorveglianza dell'FMI sui paesi è un processo costante, ma culmina nel rapporto annuale ai sensi dell'articolo IV, un esercizio annuo di natura cooperativa; il Fondo può far leva sulla forza dei suoi argomenti, la pressione reciproca fra paesi e talvolta il potenziale impatto sui mercati finanziari. Al confronto, la sorveglianza dell'UE è un processo continuo con periodici incontri formali, incorporato nel semestre europeo, che prevede il monitoraggio dell'attuazione nel secondo semestre dell'anno e procedure giuridicamente vincolanti per affrontare gli squilibri di bilancio e macroeconomici. In aggiunta, la sua copertura negli ambiti delle politiche strutturali è più estesa.

La sorveglianza dell'FMI si traduce di norma in orientamenti di policy più strategici e generali rispetto alle raccomandazioni dettagliate e specifiche ai singoli paesi che l'UE

8) Cfr. ad esempio l'articolo *Un patto di bilancio per un'Unione economica e monetaria rafforzata* nel numero di maggio 2012 del Bollettino mensile BCE e il riquadro intitolato *I due regolamenti per rafforzare la governance economica nell'area dell'euro* nel numero di aprile 2013 del *Bollettino mensile BCE*. Per quanto riguarda l'unione bancaria, cfr. *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2014.

formula nel quadro del calendario di sorveglianza. Potrebbero quindi insorgere complicazioni laddove, a causa di divergenze di vedute sull'efficacia di certi strumenti di policy in determinate circostanze, venissero formulate raccomandazioni contrastanti. In aggiunta, le indicazioni dell'FMI potrebbero non essere sempre rigorosamente in linea con le regole vigenti nell'UE laddove queste ultime siano considerate carenti dallo staff dell'FMI; i singoli Stati membri dell'UE/paesi dell'area dell'euro, tuttavia, potrebbero non essere giuridicamente nella posizione di poter ignorare tali regole e seguire invece le indicazioni dell'FMI. Dall'altro lato, i quadri di riferimento per la sorveglianza dell'FMI e dell'UE possono altresì rafforzarsi vicendevolmente. Di fatto, l'FMI può svolgere una funzione inestimabile di esperto esterno indipendente e di fiducia. Il Fondo dispone di una preziosa e amplissima gamma di competenze ed esperienze che spaziano su paesi e periodi diversi, e si avvale di un approccio determinato anzitutto e soprattutto dall'analisi economica, meno soggetto a vincoli istituzionali. Pertanto, esso può avere un ruolo importante nell'offrire un punto di vista esterno, supplementare rispetto a quello interno europeo. Le raccomandazioni dell'FMI possono fornire ai paesi dell'area dell'euro l'impeto per deliberare e perseguire collettivamente, ove opportuno, la modifica delle politiche nazionali o comuni.

3 L'ATTUAZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO PER LA SORVEGLIANZA DELL'FMI

Nel complesso, l'FMI ha fatto progressi meritevoli nell'attuazione del nuovo quadro di riferimento per la sorveglianza, sia in generale, sia nell'area dell'euro, ma vi sono ancora margini di miglioramento. Sulla base dei rapporti sui paesi dell'area dell'euro stilati ai sensi dell'articolo IV nel 2013 e nel 2014, in questa sezione si esamina se l'FMI abbia efficacemente attuato le modifiche del suo quadro di riferimento per la sorveglianza relativamente a quattro delle cinque aree prioritarie individuate nella TSR del 2011 per l'area dell'euro: 1) interconnessione; 2) valutazione dei rischi; 3) stabilità finanziaria e 4) traction. Si tratta inoltre delle implicazioni dell'unione bancaria europea per la sorveglianza dell'FMI sull'area dell'euro e sui paesi che ne fanno parte.

3.1 INTERCONNESSIONE

3.1.1 NESSI ECONOMICI E FINANZIARI

La sorveglianza nazionale sui singoli paesi dell'area dell'euro può oggi avvalersi di maggiori informazioni tratte dalla sorveglianza regionale. Le analisi nei rapporti nazionali ai sensi dell'articolo IV e in quelli relativi alla valutazione della stabilità dei sistemi finanziari (Financial System Stability Assessment, FSSA) sono sistematicamente aggiornate e inquadrare dai principali andamenti economici e finanziari interni all'intera area dell'euro.

Nei rapporti multilaterali come il WEO e il GFSR, capitoli o sezioni tematiche forniscono generalmente analisi approfondite di questioni specifiche come ad esempio il nesso fra sistema bancario, imprese e soggetti sovrani. Tuttavia, nei rapporti passati, l'individuazione delle vulnerabilità e delle sfide chiave per l'area dell'euro si è incentrata principalmente su un insieme ristretto di paesi, e la trattazione degli andamenti si è limitata all'interazione fra paesi "core" e paesi "sotto stress".

Potrebbe essere utile, inoltre, valutare l'opportunità di rafforzare l'analisi delle ripercussioni internazionali per capire meglio l'impatto degli shock e delle decisioni di policy sulla scorta dei rapporti sui singoli paesi. Ciò potrebbe voler dire andare oltre l'attuale sunto

generale delle ripercussioni all'interno dell'area dell'euro, e integrare meglio l'analisi condotta ai fini della sorveglianza sui paesi all'interno delle pubblicazioni relative alla sorveglianza sull'unione monetaria. Prendendo ad esempio i recenti Spillover Reports, si potrebbe considerare di offrire un'analisi più approfondita delle ripercussioni verso l'interno, oltre a quella degli shock negativi che sono il più delle volte oggetto dei rapporti sui singoli paesi.

3.1.2 NESSI FRA POLITICHE

Sono stati fatti passi avanti nel trattamento dell'interconnessione fra le politiche all'interno dell'area dell'euro. Ad esempio, le indicazioni di policy indirizzate ai paesi sembrano essere più strettamente collegate ai principali andamenti economici e finanziari nell'area dell'euro e tenere maggiormente conto del quadro di politica economica e finanziaria dell'area. Lo staff del Fondo effettua oggi una chiara distinzione fra politiche di competenza delle autorità europee (come la politica monetaria), quelle di responsabilità dei governi nazionali (come le riforme strutturali a sostegno della competitività) e quelle rientranti in determinati meccanismi dell'UE (ad esempio il Patto di stabilità e crescita, PSC). Analogamente, le indicazioni di policy sulle questioni finanziarie tengono conto degli andamenti nell'UE/area dell'euro e a livello nazionale nel contesto di una profonda trasformazione dell'architettura di vigilanza europea.

La mappatura dei principali nessi fra le politiche dei paesi dell'area dell'euro è effettivamente importante. Essa può concretizzarsi in una discussione più approfondita con le autorità circa le conseguenze della partecipazione all'area dell'euro sulle vulnerabilità e le opzioni di policy, compresi ad esempio il caso della politica monetaria dell'area dell'euro, che deve far fronte a condizioni macroeconomiche diverse nei vari paesi, e quello delle politiche macroprudenziali nazionali all'interno dell'area. Potrebbero inoltre essere messi in parallelo i risultati della Procedura per gli squilibri macroeconomici dell'UE con quelli della valutazione degli squilibri interni ed esterni all'area dell'euro condotta dallo stesso FMI. Fatto salvo l'obiettivo della stabilità interna, le opzioni di policy suggerite alle autorità potrebbero essere corredate da informazioni sulle ripercussioni che potrebbero avere sull'esterno.

Potrebbe essere utile offrire raccomandazioni di policy più decise e formulate in modo più chiaro per quanto riguarda le riforme strutturali critiche da un punto di vista macro, in linea con il mandato del Fondo in quest'ambito, comprendenti una stima del loro impatto. Le discussioni su tali questioni dovrebbero essere più sistematiche nel caso siano di importanza critica per il saldo con l'estero di un paese, una situazione che spesso caratterizza i paesi che partecipano a un'unione monetaria. Queste raccomandazioni potrebbero inoltre fondarsi su un'analisi su più paesi. Il Fondo potrebbe avvalersi più efficacemente delle indicazioni di altre organizzazioni, in particolare l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico. Potrebbe inoltre cercare di quantificare gli effetti delle riforme strutturali in termini di impatto sulla crescita economica e, per quanto possibile, sui saldi sia interni sia esterni dell'area dell'euro, riconoscendo al tempo stesso le difficoltà degli esercizi di questo tipo (non da ultimo, i vincoli statistici, tecnici e di risorse). Ciò costituirebbe una prosecuzione del lavoro che l'FMI ha già avviato nel contesto delle Strategie di crescita del G20.

3.2 VALUTAZIONE DEI RISCHI

In seguito alla crisi le discussioni sui rischi hanno assunto un ruolo più preminente nella sorveglianza sull'area dell'euro; i rischi relativi allo scenario di base sono stati analizzati per tutti i paesi membri, e le matrici di valutazione dei rischi inserite in gran parte dei

rapporti. Evidenziando i canali di trasmissione e assegnando una probabilità al manifestarsi dei rischi e al loro impatto potenziale, questi rapporti hanno contribuito a orientare meglio l'attività di sorveglianza. Inoltre, essi trattavano in gran parte dei casi anche delle implicazioni e delle risposte di policy.

Una valutazione dei rischi realmente utile pone adeguata enfasi sulle limitazioni/criticità dell'analisi (in termini di metodologia e vincoli statistici) e tiene conto degli eventuali effetti indesiderati che la sua comunicazione può comportare per i mercati, specialmente nel caso in cui sia destinata ad avere un forte impatto mediatico. Fatte queste premesse, se da un lato potrebbe essere utile che il Fondo cercasse di individuare precocemente tutti i rischi pertinenti, dall'altro andrebbe esercitata la dovuta cautela per evitare che la comunicazione rafforzasse in maniera prociclica le tendenze in paesi che potrebbero già essere in difficoltà. Potrebbe inoltre essere sviluppato il ruolo strutturale di tali valutazioni, migliorando la comunicazione sugli scenari di rischio di medio periodo.

3.3 STABILITÀ FINANZIARIA

L'ampio spazio dedicato alle questioni di stabilità finanziaria nei rapporti relativi ai paesi dell'area dell'euro mostra che l'FMI sta facendo progressi nel superare i punti deboli in quest'ambito. I rischi per il sistema finanziario e le vulnerabilità di fondo sono considerati in tutti i rapporti redatti ai sensi dell'articolo IV per i paesi dell'area dell'euro, che nella maggior parte dei casi coprono anche i nessi macrofinanziari e transfrontalieri. L'analisi e la trattazione di tali nessi, tuttavia, variano a seconda dei rapporti, e a questo riguardo vi è spazio per un'elaborazione e miglioramenti ulteriori. In termini di politiche per la stabilità finanziaria, tutti i rapporti individuavano misure da approntare e in oltre la metà dei casi si basavano o facevano quantomeno riferimento alle precedenti raccomandazioni degli FSAP. Il primo FSAP per l'intera UE ha rappresentato una pietra miliare. Esso analizzava come le istituzioni sovranazionali dell'UE/UEM interagiscono con quelle nazionali e formulava "raccomandazioni altamente prioritarie" per ovviare ai rischi transfrontalieri e migliorare il quadro di stabilità finanziaria del Mercato unico. Il rapporto conteneva inoltre una sezione sugli insegnamenti tratti dagli FSAP nazionali, che forniva una panoramica dei rischi e delle vulnerabilità principali individuati nell'ambito degli FSAP nazionali relativi ai paesi dell'UE. Alcune raccomandazioni, ad esempio quelle sull'unione bancaria, hanno fornito elementi importanti per l'effettiva definizione delle politiche. Ciò nonostante, le raccomandazioni di policy potrebbero essere verosimilmente migliorate attraverso indicazioni più specifiche sulle questioni attinenti la stabilità/il settore finanziario, compresi ad esempio gli accordi di cooperazione transfrontaliera o la riduzione delle barriere fra paesi. Per citare un esempio, nell'FSAP per l'UE del 2013 lo staff dell'FMI formulava argomentazioni coerenti a favore dell'adozione di un approccio sovranazionale nei dispositivi di governance al fine di contrastare i nazionalismi e prevenire la frammentazione all'interno dell'UE. Nell'ottica del proseguimento dei lavori sull'unione dei mercati dei capitali nell'UE, si aprono nuove opportunità per la formulazione di raccomandazioni di policy da parte dell'FMI in quest'ambito.

L'istituzione di un'unione bancaria in Europa e la conseguente redistribuzione delle responsabilità negli ambiti della vigilanza microprudenziale e macroprudenziale hanno già cominciato ad avere implicazioni per la conduzione della sorveglianza dell'FMI sul settore finanziario degli Stati membri dell'UE. Ciò vale sia per le consultazioni ai sensi dell'articolo IV sia per gli FSAP per i paesi dell'area dell'euro. Per poter rimanere efficaci e pertinenti, la sorveglianza e le indicazioni dell'FMI dovranno riflettere appieno i nuovi assetti

di conduzione delle politiche e le rispettive competenze a livello di Stati membri dell'UE, area dell'euro e Unione europea. Per quanto riguarda la sorveglianza ai sensi dell'articolo IV sui paesi dell'area dell'euro, l'unione bancaria comporta che venga consultata la BCE, considerate le sue nuove funzioni nelle aree della vigilanza microprudenziale e macroprudenziale. Per quanto riguarda invece gli FSAP per i paesi dell'area dell'euro, sarà necessaria una stretta cooperazione fra l'FMI e le autorità nazionali e dell'area dell'euro nel valutare la vigilanza, i rischi e gli interventi di risoluzione. L'assegnazione di nuove responsabilità di policy potrebbe inoltre rendere necessario riesaminare la decisione riguardante lo status di osservatore della BCE presso l'FMI. In aggiunta, conformemente con la Decisione del Fondo sulla sorveglianza integrata, occorrerà prestare la dovuta attenzione a collegare strettamente le valutazioni effettuate nel corso delle attività di sorveglianza bilaterale/regionale con quelle condotte nell'ambito della sorveglianza multilaterale.

3.4 TRACTION

Vi è accordo generale sulla necessità che, affinché la sorveglianza dell'FMI sia efficace e pertinente, il Fondo si assicuri di disporre di un'adeguata traction nel ruolo di consulente di fiducia. La nota di indirizzo del 2012 per lo staff del Fondo sulle consultazioni di sorveglianza ai sensi dell'articolo IV considera che la traction abbia due dimensioni: la prima dipende dalla misura in cui le autorità collaborano con il Fondo riguardo alla sua analisi e alle sue raccomandazioni, la seconda dalla misura in cui le indicazioni del Fondo trovano applicazione nell'azione di policy. La traction, tuttavia, deve altresì essere valutata alla luce del ruolo del Fondo di consulente fra i tanti; in altre parole, le autorità non sono obbligate a tradurre le indicazioni del Fondo in azioni di policy. Pertanto, la traction dipende da un'analisi di elevata qualità, dall'imparzialità, dalla trasparenza e da una comunicazione efficace.

Il Fondo ha intrapreso di recente varie iniziative per accrescere la traction delle sue indicazioni all'interno dell'area dell'euro. Si tratta di un compito particolarmente oneroso, non da ultimo a causa delle problematiche poste dall'architettura dell'unione monetaria. Per quanto riguarda le autorità nazionali e sovranazionali, si è concentrato in particolare sulle questioni di cruciale interesse per le autorità e sul seguito dato alle indicazioni formulate in precedenza. Ad esempio, i temi macrosociali sono stati trattati in varia misura in pressoché tutti i rapporti per l'area dell'euro e i singoli paesi membri, ponendo un'enfasi considerevole sugli andamenti e le riforme del mercato del lavoro, considerato il loro importante ruolo macro. In molti casi, lo staff del Fondo ha esaminato le indicazioni suggerite in precedenza e la risposta data a tali indicazioni dalle autorità nazionali ma questo esercizio non ha di norma valutato la qualità e la rilevanza dell'analisi e delle raccomandazioni dell'FMI stesso. Una novità degna di nota sono le sezioni "Point and Counterpoint to the Staff's Views" inserite in alcuni rapporti, dove lo staff del Fondo avanza una serie di potenziali obiezioni alla diagnosi e alle raccomandazioni formulate e offre una risposta. Questa novità potrebbe essere utilmente applicata a tutti i rapporti ai sensi dell'articolo IV sui paesi dell'area dell'euro. In vena analoga, potrebbe inoltre essere utile inserire un riquadro sulla qualità delle indicazioni passate dell'FMI (compresa una disamina degli eventuali cambiamenti di opinione del Fondo) e sul seguito che vi hanno dato le autorità. Attraverso l'analisi, nei rapporti successivi, del seguito dato alle raccomandazioni sarebbe possibile assicurare continuità e coerenza, accrescendo così ulteriormente la traction.

La reattività delle autorità ai suggerimenti dell'FMI potrebbe dipendere anche dalla scelta dei tempi. Per questo motivo, nel caso dell'area dell'euro potrebbe essere utile sincronizzare meglio la formulazione delle raccomandazioni di policy del Fondo con il ciclo di

conduzione delle politiche dell’UE/area dell’euro, il che consentirebbe di integrare in maniera più efficace tali raccomandazioni nel processo decisionale dell’UE/area dell’euro. I rapporti di sorveglianza dell’FMI sui singoli Stati membri dell’UE potrebbero quindi trovare un impiego più fruttuoso nell’ambito dei processi di sorveglianza sui paesi condotti a livello europeo.

4 LA SORVELGIANZA DELL’FMI SULL’ASSETTO DI POLICY DELL’UEM

Negli anni recenti la sorveglianza dell’FMI sull’assetto di policy dell’area dell’euro è migliorata. Il rapporto del 2011 sulle politiche dell’area dell’euro è un buon esempio a questo riguardo, avendo esplorato le caratteristiche di questo assetto che hanno favorito la crisi del debito sovrano dell’area dell’euro. Rapporti più recenti sono stati utili nel collegare i diversi elementi di tale assetto (ad esempio, il rapporto del 2012 sulle politiche dell’area dell’euro metteva in relazione l’unione bancaria con l’integrazione fiscale e il consolidamento delle finanze pubbliche nell’ambito del PSC). Il rapporto del 2013 sulle politiche dell’area dell’euro richiamava l’attenzione sui rischi potenziali (probabilità e impatto atteso) e raccomandava di modificare alcuni aspetti dell’assetto in modo innovativo, chiaro e utile attraverso una “matrice di valutazione dei rischi”. I rapporti effettuavano inoltre un’utile distinzione fra i progressi relativi nelle diverse aree dell’assetto di policy dell’UE e dell’area dell’euro.

La stabilità e i risultati dell’area dell’euro e dei suoi membri dipendono su una buona governance, un aspetto che l’FMI ha cercato specificamente di esaminare. La governance dell’UE/area dell’euro, ossia la definizione e il funzionamento dell’assetto delle politiche dell’UEM, sta continuando a spostarsi progressivamente da una conduzione delle politiche a livello nazionale verso una conduzione più condivisa o centralizzata. L’FMI ha utilmente trattato della governance nel 2011, ad esempio, quando i rapporti del suo staff hanno inciso sul dibattito in merito al rafforzamento del quadro di riferimento dell’UE per le politiche di bilancio, fornendo ad esempio un’analisi critica dell’efficacia del PSC e dei suoi meccanismi di sorveglianza, decisione e applicazione (come il problema del voto a maggioranza qualificata in seno al Consiglio). Questo tipo di indicazioni è utile e potrebbe essere ulteriormente migliorato, ad esempio approfondendo alcuni aspetti, come la sorveglianza interna all’area dell’euro, sulla scorta del materiale che lo staff dell’FMI ha elaborato sull’unione fiscale e l’unione bancaria; verificando, nei rapporti successivi, il seguito dato alle raccomandazioni per assicurare continuità e coerenza dei messaggi del Fondo; tenendo in debita considerazione il quadro di riferimento per le politiche di riforma, compresi i punti di vista sul rapporto appropriato fra competenze a livello europeo e competenze a livello nazionale.

Il formato attuale delle consultazioni con l’area dell’euro dà luogo a una sorveglianza su due binari (quello delle politiche sovranazionali e quello delle politiche nazionali), avente interlocutori distinti e priva di un rapporto unico e completo sull’area dell’euro⁹⁾. La collaborazione multilaterale con le autorità competenti è un elemento essenziale della sorveglianza sull’area dell’euro. A questo scopo, è divenuta ormai prassi consolidata che nella revisione delle politiche dell’area dell’euro l’FMI interagisca con il gruppo di lavoro dell’Eurogruppo e con l’Eurogruppo stesso. Ciò avviene alla fine del processo di

9) Vi sono inoltre messaggi contrastanti su quali organismi l’FMI ritenga essere “autorità dell’area dell’euro”. I rapporti sulle politiche dell’area dell’euro si riferiscono esplicitamente alle “autorità” composte da BCE e Commissione europea, ma viene menzionato anche un gruppo molto maggiore, comprendente l’Autorità bancaria europea, il Consiglio europeo per il rischio sistemico, il Meccanismo di stabilità europeo e il Consiglio europeo, l’Eurogruppo e il Gruppo di lavoro dell’Eurogruppo.

consultazione, e si concretizza pertanto più in una presentazione dei risultati anziché in una consultazione di contributo alla sostanza dell'esercizio di sorveglianza. Come nel caso della sorveglianza nazionale, potrebbe essere utile coinvolgere le autorità a livello di gruppo di lavoro dell'Eurogruppo in una fase più precoce del processo di consultazione, incentrandosi sul funzionamento dell'area dell'euro nel suo complesso, una misura che potrebbe contribuire ad accrescere la traction.

5 CONCLUSIONI

L'FMI ha significativamente migliorato la sua attività di sorveglianza sull'area dell'euro e i paesi che ne fanno parte conformemente alle indicazioni fornite nell'importante riesame triennale della sorveglianza condotto nel 2011. Nel complesso, i messaggi contenuti nelle varie pubblicazioni della sorveglianza sono divenuti più coerenti e mirati. Per i paesi dell'area dell'euro la sorveglianza a livello bilaterale e quella a livello di intera area sono oggi maggiormente integrate, e le analisi a entrambi questi livelli si avvalgono degli esercizi multilaterali quali gli External Sector Reports e gli Spillover Reports. Per tutti i paesi dell'area vi è inoltre una migliore integrazione fra i rapporti ai sensi dell'articolo IV e i FSAP nazionali. Inoltre, in quasi tutti i rapporti ai sensi dell'articolo IV vengono utilizzate matrici di valutazione dei rischi che evidenziano i rischi, i canali di trasmissione e le opzioni sul piano delle politiche. Il monitoraggio del seguito dato alle raccomandazioni passate è migliorato grazie all'introduzione, in gran parte dei rapporti nazionali ai sensi dell'articolo IV, di riquadri dedicati a partire al 2012. Infine, il Fondo si è attivamente adoperato per formulare suggerimenti sull'architettura istituzionale dell'UEM, esortando a una maggiore integrazione finanziaria e fiscale in tutti gli ultimi rapporti sull'area dell'euro e consigliando la creazione di un'unione bancaria europea. Nondimeno, restano margini di miglioramento ulteriore nella sorveglianza sull'area dell'euro e sui paesi suoi membri. Vanno ancora compiuti passi avanti per dare piena attuazione alle raccomandazioni della TSR del 2011 e per rendere la sorveglianza dell'FMI più efficace e adatta alle circostanze specifiche delle singole economie, non da ultimo considerati i cambiamenti significativi intervenuti di recente nel quadro di riferimento per la sorveglianza all'interno della stessa UE/area dell'euro.

e la modesta crescita della domanda di greggio. Da allora, le quotazioni petrolifere sono aumentate di circa il 40 per cento, principalmente a causa di alcuni segnali circa un possibile rallentamento dell'offerta statunitense e delle aspettative di una maggiore domanda di greggio. Tuttavia, le prospettive a breve termine rimangono caratterizzate da elevata incertezza.

La qualità previsiva delle proiezioni in termini di accuratezza o scostamento dipende soprattutto dalla capacità di anticipare l'andamento futuro dei corsi petroliferi. Nelle proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE, così come in quelle di numerose altre banche centrali e organizzazioni internazionali, i prezzi sui mercati dei contratti future sono utilizzati come ipotesi tecniche per riflettere le aspettative sugli andamenti futuri delle quotazioni petrolifere¹⁾. Tuttavia, queste ipotesi basate sui contratti future sono state all'origine di rilevanti errori di previsione dei corsi petroliferi. Verifiche delle proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE hanno mostrato che lo scostamento delle proiezioni sullo IAPC a partire dal 1999 sarebbe stato sensibilmente inferiore se le variazioni dei corsi petroliferi fossero state anticipate meglio. Di fatto, la sottostima dell'inflazione armonizzata nell'area dell'euro in questo periodo è riconducibile in buona parte a tale causa.

In tale contesto, il presente articolo esamina le difficoltà generali incontrate nelle previsioni dei corsi petroliferi (sezione 2), analizza le caratteristiche previsionali dei contratti future sul petrolio (sezione 3), traccia un quadro dei metodi alternativi di previsione (sezione 4) e presenta un metodo di combinazione delle previsioni per i prezzi del Brent elaborato di recente (sezione 5).

2 LA DIFFICOLTÀ DI PREVEDERE I CORSI PETROLIFERI

Anche se i prezzi del petrolio sono in qualche misura prevedibili, è difficile formulare previsioni accurate su di essi. Questi prezzi sono prevedibili poiché il petrolio è una materia prima fisica, i cui corsi sono determinati in ampia misura dai fondamentali del mercato petrolifero e in particolare dall'attività economica mondiale. Tuttavia, individuare uno strumento preciso che consenta di prevedere i prezzi del greggio è complicato dal fatto che l'andamento del mercato petrolifero di norma varia sensibilmente nel tempo. La presente sezione analizza i fattori che determinano l'evoluzione dei corsi petroliferi e illustra le difficoltà incontrate nel prevedere i prezzi del petrolio a causa delle loro variazioni nel tempo.

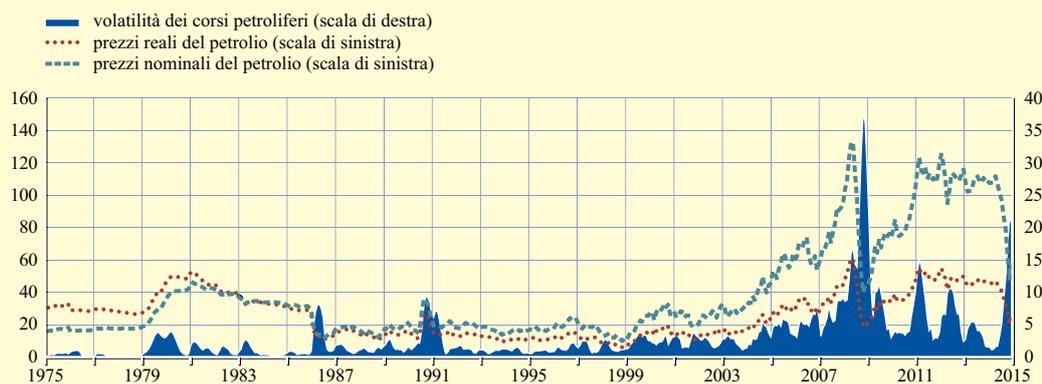
A seconda del fattore determinante, i corsi petroliferi possono mostrare andamenti molto diversi nel tempo. I prezzi del greggio hanno registrato ampie variazioni nel tempo, oscillando tra livelli stabili, tendenti al rialzo e in brusca contrazione (cfr. figura 2). Le oscillazioni più marcate di tali prezzi sono state determinate principalmente dalle variazioni dell'offerta, della domanda e delle scorte di greggio. In una prospettiva storica, i principali shock petroliferi negli anni settanta e ottanta sono stati causati da gravi disturbi dal lato dell'offerta²⁾. Dopo essere rimasti sostanzialmente stabili per gran parte degli anni novanta, i prezzi del petrolio sono aumentati sensibilmente a partire dal 2003 a causa della forte espansione dell'attività mondiale sospinta dalle economie di mercato emergenti, in particolare dalla Cina.

1) Si utilizzano i prezzi del greggio di qualità Brent perché sono i principali benchmark dei prezzi mondiali per il greggio leggero (dato che i prezzi del Brent sono utilizzati per la maggioranza del greggio scambiato a livello internazionale). Inoltre, il greggio di qualità Brent è destinato prevalentemente ai mercati europei e quindi coglie bene la dinamica dei corsi petroliferi rilevante per l'area dell'euro, mentre il West Texas Intermediate (WTI) riflette meglio il mercato statunitense.

2) Cfr., ad esempio, Hamilton, J.D., "Causes and Consequences of the Oil Shock of 2007-08", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 40 (1), 2009, pagg. 215-283.

Figura 2 Evoluzione storica dei prezzi nominali e reali del Brent

(in dollari statunitensi per barile; IPC statunitense come deflatore, 1982-1984 = 100 (scala di sinistra), una deviazione standard (scala di destra))



Fonti: Energy Information Administration e Federal Reserve Economic Data.

Note: dati mensili; il prezzo del Brent in dollari al barile è stato ricostruito all'indietro con il tasso di crescita del costo di acquisizione della raffineria del greggio importato fino al maggio 1987 e deflazionato utilizzando l'indice dei prezzi al consumo degli Stati Uniti. La volatilità dei corsi petroliferi è misurata come la deviazione standard sui precedenti sei mesi del prezzo nominale del petrolio.

Questo aumento dei corsi petroliferi determinato dalla domanda si è esaurito solo nel 2008 per effetto della crisi finanziaria mondiale, che in pochi mesi ha portato a una contrazione dei prezzi del petrolio di circa il 70 per cento, poiché la flessione dell'attività economica mondiale ha provocato un brusco rallentamento della crescita della domanda di petrolio, specie nelle economie avanzate. Dopo una rapida ripresa a partire dal 2009, le quotazioni petrolifere sono rimaste sostanzialmente stabili per circa quattro anni a causa del rallentamento della crescita della domanda di greggio e dell'aumento della produzione di petrolio da scisti in Nord America, che sono stati in gran parte controbilanciati dai timori sull'offerta connessi alle tensioni geopolitiche in Medio Oriente e, in qualche misura, in Russia. Allo stesso tempo, il continuo miglioramento dell'efficienza energetica e la progressiva sostituzione con altre fonti di energia hanno contribuito a limitare la crescita della domanda di petrolio. Più di recente, i prezzi del greggio sono diminuiti bruscamente perché il forte incremento della produzione di petrolio da scisti in Nord America e il rallentamento della crescita della domanda di petrolio, specialmente in Cina, hanno determinato un eccesso di offerta sui mercati petroliferi. I mercati hanno rivisto le prospettive per il mercato del petrolio alla luce dell'attenuazione dei rischi geopolitici, in quanto l'acuirsi dell'incertezza geopolitica nei principali paesi produttori di petrolio non ha influito sull'offerta mondiale di petrolio.

Nonostante l'eccesso di offerta di petrolio sul mercato, l'OPEC ha deciso di non ridurre la produzione di petrolio nella riunione del novembre 2014. Storicamente, l'Arabia Saudita ha agito come "ago della bilancia" sul mercato del petrolio, riducendo la produzione per stabilizzare i corsi del greggio quando questi ultimi scendono e aumentandola quando i prezzi salgono³⁾. Il cambiamento di strategia in novembre ha accentuato il calo dei corsi petroliferi, in quanto il mancato intervento dell'Arabia Saudita è stato interpretato come una manovra per mantenere quote di mercato a fronte dell'aumentata produzione di petrolio da scisti in Nord America.

3) Tuttavia, in alcune circostanze, come nel 1986, l'Arabia Saudita ha deciso di non ridurre la produzione petrolifera perché tale strategia era ritenuta controproducente in un contesto caratterizzato da rallentamento della domanda, scarsa disciplina nell'ambito del cartello e forte crescita della produzione nei paesi non OPEC.

In sintesi, è evidente che gli andamenti del mercato petrolifero possono presentare differenze sostanziali nel tempo in base al fattore predominante alla base delle oscillazioni dei corsi petroliferi. Oltre che dai movimenti dell'offerta e della domanda di petrolio, la dinamica dei corsi petroliferi risente in misura decisiva anche del livello delle scorte di greggio e delle variazioni di tale livello.

Inoltre, la volatilità dei prezzi del petrolio sembrerebbe aumentata nel tempo (cfr. figura 2). Evidenze empiriche dimostrano che le variazioni dell'elasticità di prezzo della domanda e dell'offerta di petrolio creano periodi di elevata volatilità dei corsi petroliferi⁴⁾. Secondo altri studi questa maggiore volatilità è dovuta in parte all'accresciuto utilizzo del petrolio come attività finanziaria. La gestione attiva delle attività relative ai corsi petroliferi sui mercati dei future dai primi anni 2000, nota anche come finanziarizzazione del mercato del petrolio, avrebbe indotto le quotazioni petrolifere a reagire più prontamente ai dati macroeconomici che sono riflessi nei prezzi di attività quali le azioni e nei tassi di cambio⁵⁾.

Il cambiamento della dinamica del mercato petrolifero e l'accresciuta volatilità dei prezzi del greggio hanno diverse implicazioni per le previsioni sui prezzi del petrolio. In primo luogo, essendo il petrolio una materia prima fisica il cui prezzo è determinato in ampia misura dai fondamentali economici, l'inclusione dei dati relativi a queste determinanti economiche consente di prevedere con maggiore accuratezza i prezzi del petrolio. Tuttavia, le limitazioni dei dati, ad esempio sulle variazioni delle scorte mondiali di greggio, rendono più difficile cogliere con precisione le variazioni dei fondamentali del mercato petrolifero⁶⁾. Inoltre, poiché il greggio è utilizzato in misura crescente anche come attività finanziaria, i prezzi a pronti del petrolio riflettono più rapidamente le variazioni del contesto macroeconomico. Ciò potrebbe acuire la volatilità dei prezzi del greggio nel breve periodo, rendendone più difficile la previsione su tali orizzonti. In secondo luogo, poiché la dinamica del mercato petrolifero tende a variare sensibilmente nel tempo (a seconda del fattore determinante), potrebbe evidenziarsi una forte instabilità della qualità previsiva di un singolo metodo che coglie solo un andamento specifico dei corsi petroliferi. Di conseguenza, combinando previsioni differenti, ciascuna delle quali in grado di cogliere un andamento particolare dei prezzi del greggio, si potrebbe far fronte al problema delle variazioni nel tempo della qualità previsiva dei singoli modelli legate all'evoluzione del mercato petrolifero. Le sezioni seguenti esaminano i limiti delle previsioni dei corsi petroliferi basate sui contratti future ed effettuate con metodi alternativi, mentre la sezione 5 analizza più in dettaglio un metodo di combinazione delle previsioni per i corsi del Brent.

3 I CONTRATTI FUTURE QUALE RIFLESSO DELL'EVOLUZIONE ATTESA DEI CORSI PETROLIFERI

I prezzi dei contratti future sul petrolio sono spesso utilizzati come scenario di base per le ipotesi sui corsi petroliferi nelle proiezioni economiche. Sono inseriti, ad esempio, nelle

4) Cfr., ad esempio, Baumeister, C. e Peersman, G., "The role of time-varying price elasticities in accounting for volatility changes in the crude oil market", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 28(7), 2013, pagg. 1087-1109.

5) Cfr., ad esempio, Fratzscher, M., Schneider, D. e Van Robays, I., "Oil prices, exchange rates and asset prices", *Working Paper Series*, n. 1689, BCE, 2014.

6) Nel 2011 il G20 ha riconosciuto l'importanza della trasparenza nel mercato petrolifero per la crescita economica mondiale e ha offerto il suo sostegno al miglioramento della disponibilità dei dati relativi a produzione, consumo, raffinazione e livelli di scorte nel contesto della Joint Oil Data Initiative.

Tavola 1 Errori medi di previsione per i prezzi del petrolio

(dal 1° trim. 2005 al 4° trim. 2014)

	Errore medio assoluto	Radice dell'errore quadratico medio	Scostamento
Quattro trimestri in avanti	16,9	24,3	-1,6
Otto trimestri in avanti	19,9	24,4	-6,9

Fonte: elaborazioni della BCE.

proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE e nelle proiezioni di diverse altre banche centrali e istituzioni internazionali. I contratti future sono utilizzati come scenario di base per le ipotesi sui prezzi del greggio soprattutto perché forniscono un metodo semplice e trasparente che è facile da comunicare.

Tuttavia, le ipotesi sui prezzi del petrolio basate sui contratti future sono all'origine di rilevanti errori previsivi. La tavola 1 mostra l'errore medio assoluto (MAE) e la radice dell'errore quadratico medio (RMSE) delle ipotesi sottostanti le proiezioni formulate dall'Eurosistema e dalla BCE per i prezzi nominali del petrolio su orizzonti di quattro e di otto trimestri nel periodo tra il 2005 e il 2014. Il MAE suggerisce che nella media del periodo le proiezioni su quattro e otto trimestri si sono scostate rispettivamente di circa il 17 e il 20 per cento. I valori più elevati della RMSE indicano che il MAE cela forti variazioni della qualità previsiva delle proiezioni nel tempo. Questi errori esercitano un impatto significativo sulle proiezioni relative all'inflazione. L'impatto stimato di un rincaro del 10 per cento dei corsi petroliferi sull'inflazione armonizzata, pur essendo caratterizzato da incertezza, sarebbe di 0,2-0,3 punti percentuali nel primo anno dopo lo shock, e di altri 0,1-0,2 punti percentuali nel secondo anno. Tale impatto dipende dal livello delle quotazioni petrolifere ed è più rilevante quando i prezzi del greggio sono a un livello elevato⁷⁾. Inoltre, i contratti future presentano uno scostamento negativo (cfr. la terza colonna della tavola 1), segno che i corsi petroliferi risultano in media più elevati di quanto lascerebbero intendere i prezzi dei contratti future.

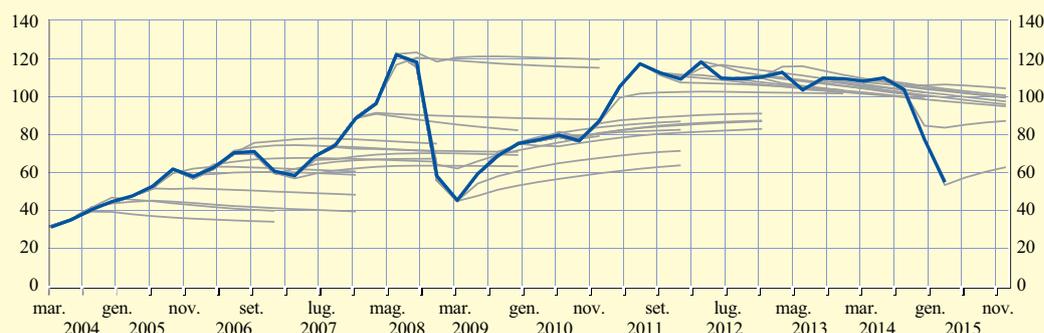
Il motivo principale dei rilevanti errori di previsione dei contratti future è legato alla curva dei future generalmente piatta e con andamento discendente perché il petrolio per sua natura specifica è una materia prima fisica e immagazzinabile. Di conseguenza, il divario tra i prezzi dei future e i prezzi a pronti, che determina l'inclinazione della curva dei future, aumenta con il tasso privo di rischio⁸⁾, il premio per il rischio e i costi di immagazzinamento, mentre diminuisce con il rendimento di convenienza. Mentre i primi due elementi sono presenti in ogni attività scambiata sul mercato a pronti e su quello dei future, gli altri due sono tipici del petrolio in quanto materia prima immagazzinabile le cui scorte sono limitate. Il rendimento di convenienza è il profitto derivante dal possesso di scorte e tende a essere più consistente delle altre componenti che determinano il divario tra i prezzi dei future e quelli a pronti. Pertanto, i prezzi a pronti sono di solito più elevati rispetto a quelli dei contratti future, delineando una curva ad andamento discendente denominata anche *backwardation*. Il motivo è che in presenza di condizioni tese nel mercato petrolifero, la domanda di scorte a pronti è elevata, determinando un innalzamento dei prezzi a pronti rispetto a quelli dei future. Tuttavia, la curva dei future può anche seguire un andamento ascendente, una situazione che viene denominata *contango*.

7) Cfr. "Energy markets and the euro area macroeconomy", *Occasional Paper Series*, n.113, BCE, giugno 2010.

8) Il tasso privo di rischio è il costo opportunità di acquistare una determinata attività.

Figura 3 Prezzi spot e future del greggio di qualità Brent

(dollari statunitensi al barile)



Fonte: Bloomberg.

Nota: le linee grigie rappresentano le singole previsioni.

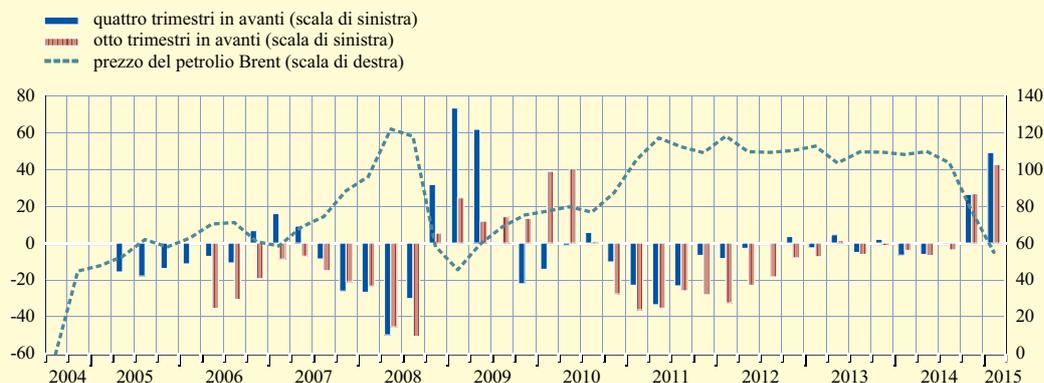
Tale situazione si è verificata sia nel recente passato per effetto di un'abbondante offerta di petrolio combinata con un elevato livello di scorte, sia prima e dopo la recessione mondiale (cfr. figura 3). Tuttavia, dal 1999 la curva dei future ha seguito un andamento discendente per circa il 70 per cento del tempo.

Oltre a seguire un andamento in genere discendente, la curva dei contratti future è di norma piuttosto piatta per effetto dell'arbitraggio tra i prezzi a pronti e quelli dei future.

I contratti future pertanto tendono a prevedere piuttosto bene i corsi petroliferi nei periodi di stabilità dei prezzi, mentre gli errori previsivi sono rilevanti quando i prezzi del greggio sono più volatili. La figura 4 mostra che per il 2012 e il 2013 i contratti future su orizzonti di quattro e otto trimestri hanno fornito proiezioni piuttosto accurate, considerando che i corsi petroliferi si sono mantenuti relativamente stabili. Tuttavia, gli errori previsivi sono stati rilevanti nei periodi di calo e aumento delle quotazioni petrolifere, come in prossimità della crisi finanziaria mondiale e durante la recente flessione dei prezzi del greggio.

Figura 4 Errori di previsione dei contratti future

(dollari statunitensi al barile)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Nel complesso, i prezzi dei future sul petrolio riflettono in maniera imperfetta le aspettative di mercato perché le opportunità di arbitraggio determinano il profilo piuttosto piatto della curva dei future e il rendimento di convenienza di norma delinea una curva dei future con andamento discendente. Nessuna di tali caratteristiche è in rapporto diretto con le aspettative di mercato sui futuri andamenti dei corsi petroliferi. Anche se le variazioni dell'inclinazione della curva dei future possono fornire alcune informazioni sulle aspettative di mercato circa le condizioni correnti e attese dei fondamentali del petrolio dal lato della domanda e dell'offerta, nel complesso la curva dei contratti future non si è dimostrata un buon previsore dei corsi petroliferi.

4 APPROCCI ALTERNATIVI ALLA PREVISIONE DEI CORSI PETROLIFERI

La letteratura sulle previsioni dei corsi petroliferi è cresciuta rapidamente negli ultimi anni, anche per sopperire alle carenze delle previsioni basate sui contratti future. Questi approcci alternativi alle previsioni possono essere suddivisi in tre ampie categorie: a) approcci basati sul mercato e di natura statistica; b) approcci fondati sulla teoria economica; e c) combinazioni di modelli previsionali. Questa sezione analizza brevemente alcuni modelli per ciascuna di tali categorie.

In primo luogo, gli indici basati sul mercato o i metodi statistici hanno il vantaggio di essere strumenti previsivi semplici e trasparenti, ma la loro capacità previsiva non è uniformemente superiore a quella di altri metodi. Per quanto concerne le previsioni basate sul mercato, un'alternativa ai contratti future è costituita dai future “corretti per il rischio”, con cui si cerca di correggere lo scostamento negativo delle previsioni basate sui future incorporando un premio per il rischio. Tale premio, che incide sul differenziale tra i prezzi dei future e i prezzi a pronti, varia nel tempo ed è legato al ciclo economico. I contratti future corretti per il rischio hanno dimostrato una qualità previsiva superiore a quella dei future, in particolare su orizzonti superiori a sei mesi⁹⁾. Quanto agli altri approcci statistici, i metodi alternativi di previsione dei corsi petroliferi comprendono il modello random walk (che ipotizza un prezzo del petrolio in futuro pari a quello corrente), il random walk con drift (che ipotizza un determinato tasso di crescita per i corsi petroliferi), e semplici modelli autoregressivi a media mobile. Tuttavia, nessuno di questi approcci semplici ha una capacità previsiva superiore a quella di altri metodi, come le previsioni basate sui future, che risulti “robusta” su vari orizzonti previsivi e nel tempo.

In secondo luogo, i modelli previsionali che includono i dati sulle determinanti economiche forniscono previsioni più accurate rispetto agli approcci semplici. Questi modelli sono basati sull'osservazione che i corsi petroliferi sono determinati in ampia misura dagli andamenti delle variabili economiche come la domanda e l'offerta di petrolio, l'espansione economica mondiale e i tassi di interesse. Pertanto, nella misura in cui tali variabili economiche contengono informazioni sui futuri andamenti del prezzo del greggio, la loro inclusione nei modelli consente di migliorare le previsioni dei corsi petroliferi. Esistono diversi possibili approcci previsivi basati sulla teoria economica, che vanno dalle semplici regressioni a modelli più complessi con molteplici variabili.

Ad esempio, aggiungendo i dati riguardanti le materie prime non petrolifere, l'offerta di greggio e l'attività economica mondiale, migliora l'accuratezza delle previsioni dei corsi pe-

9) Cfr. Pagano, P. e Pisani, M., “Risk-Adjusted Forecasts of Oil Prices”, *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 9(1), 2009.

troliferi su determinati orizzonti previsivi e periodi di tempo. Considerando che le variazioni dei prezzi delle materie prime non petrolifere riflettono gli andamenti della domanda mondiale di materie prime, è possibile prevedere i corsi petroliferi nel breve periodo utilizzando la recente dinamica dei prezzi delle materie non petrolifere. In letteratura sono stati analizzati, oltre a numerosi altri approcci¹⁰⁾, anche semplici regressioni che pongono in relazione le previsioni dei corsi petroliferi e le variazioni del tasso di interesse privo di rischio e dei tassi di cambio dei principali paesi esportatori di materie prime. Pur essendo parametrizzati in misura maggiore, i modelli autoregressivi vettoriali (VAR) che includono i dati riguardanti la produzione petrolifera, le scorte e l'attività economica mondiale hanno dimostrato di prevedere con maggiore precisione i corsi petroliferi rispetto al random walk o ai contratti future su determinati periodi di tempo, soprattutto nel breve termine. Utilizzando le tecniche bayesiane per stimare il modello VAR è possibile migliorare ulteriormente l'accuratezza previsiva di queste proiezioni basate sui modelli VAR¹¹⁾. Infine, anche i modelli strutturali del mercato petrolifero possono essere utili nelle previsioni dei corsi petroliferi. Ad esempio, è stato dimostrato che un modello di equilibrio generale costituito da regioni esportatrici e importatrici di petrolio che modella la dinamica dei corsi petroliferi sul lungo periodo può migliorare le previsioni rispetto ai contratti future nelle fasi di rincaro del petrolio, grazie, fra l'altro, all'inclusione nel modello di una struttura dettagliata del lato dell'offerta del mercato petrolifero e all'ipotesi che i corsi petroliferi seguano un trend¹²⁾.

Tuttavia, il problema generale dei singoli metodi di previsione è che la loro capacità previsiva tende a essere molto instabile nel tempo dati i frequenti cambiamenti del mercato petrolifero. Come già indicato nella sezione 2, ciò avviene perché diversi modelli colgono solo un andamento specifico dei corsi petroliferi su un particolare orizzonte temporale, e la dinamica dei prezzi del greggio tende a variare considerevolmente nel tempo a seconda del fattore determinante. Ad esempio, i modelli VAR che includono i dati relativi all'attività economica e ai fondamentali del mercato petrolifero tendono a fornire previsioni accurate sui movimenti dei corsi petroliferi di breve periodo che sono determinati dalle variazioni dell'attività economica mondiale. Tuttavia, tale precisione viene rapidamente meno quando entrano in gioco altri fattori più rilevanti e su orizzonti previsivi più lunghi.

Riunendo proiezioni elaborate con approcci differenti, le combinazioni di modelli previsionali offrono previsioni più accurate che sono anche maggiormente stabili nel tempo. Questi modelli previsionali sono basati sul riconoscimento che la qualità previsiva dei singoli metodi è instabile. Nella letteratura sulle combinazioni di previsioni è ben nota l'utilità di combinare singole previsioni che hanno diverse proprietà previsive per formulare una proiezione che mostri maggiore "robustezza" rispetto ai break strutturali nella variabile da prevedere¹³⁾. Alla luce dei frequenti cambiamenti del mercato petrolifero, una combinazione di modelli previsionali ha dimostrato una buona capacità previsiva sui corsi petroliferi¹⁴⁾.

10) Per una panoramica, cfr. Alquist, R., Kilian, L. e Vigfusson, R.J., "Forecasting the Price of Oil", in Elliott, G. e Timmermann, A. (ed.), *Handbook of Economic Forecasting*, vol. 2, 2013, pagg. 427-507.

11) Cfr. Kilian, L. e Baumeister, C., "Real-Time Forecasts of the Real Price of Oil", *Journal of Business & Economic Statistics*, vol. 30(2), aprile 2012, pagg. 326-336.

12) Cfr. Nakov, A. e Nuño, G., "Saudi Arabia and the Oil Market", *The Economic Journal*, vol. 132, 2013, pagg. 1333-1362, e Manescu, C. e Van Robays, I., "Forecasting the Brent oil price: addressing time-variation in forecast performance", *Working Paper Series*, n. 1735, BCE, 2014.

13) Cfr., ad esempio, Timmermann, A., "Forecast Combinations", *Handbook of Economic Forecasting*, vol. 1, 2006, pagg. 135-196.

14) Per i prezzi del petrolio WTI, cfr. ad esempio Baumeister, C., Kilian, L. e Lee, T.K., "Are there gains from pooling real-time oil price forecasts?", *Energy Economics*, vol. 46, dicembre 2014, pagg. 33-43. Per le quotazioni del petrolio Brent, cfr. Manescu, C. e Van Robays, I., "Forecasting the Brent oil price: addressing time-variation in forecast performance", *Working Paper Series*, n. 1735, BCE, 2014.

5 UNA COMBINAZIONE DI PREVISIONI PER I CORSI DEL BRENT

Questa sezione presenta una combinazione di previsioni che è stata elaborata di recente dalla BCE per prevedere i corsi del Brent e ne analizza la capacità previsiva nel contesto delle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE.

Questa combinazione di modelli ¹⁵⁾ è concepita come una media equamente ponderata delle singole proiezioni generate: a) dai contratti future, che rappresentano l'attuale scenario di base nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema e della BCE; b) dai future "corretti per il rischio", che forniscono un modello statistico volto a correggere l'errore previsivo dei contratti future inserendo un premio per il rischio variabile nel tempo legato all'attività economica statunitense; c) da un modello VAR bayesiano (BVAR), ossia un modello empirico basato sui dati riguardanti i fondamentali del mercato petrolifero (produzione e scorte di petrolio) e l'attività economica mondiale; e d) da un modello dinamico e stocastico di equilibrio generale (DSGE), ossia un modello teorico della dinamica di lungo periodo del mercato petrolifero (che include dati sulla produzione petrolifera a livello mondiale e in Arabia Saudita e sull'attività economica mondiale), basato sull'ipotesi che i corsi petroliferi seguano un trend.

I vantaggi di questa specifica combinazione risultano evidenti in un esercizio di valutazione in tempo reale e out-of-sample che segue il sistema adottato dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE per le proiezioni macroeconomiche (cfr. il riquadro 1 per le informazioni dettagliate sulla struttura dell'esercizio di valutazione). I risultati dimostrano che anche adottando il sistema delle proiezioni, la combinazione di quattro modelli previsionali migliora l'accuratezza delle previsioni rispetto ai contratti future, ne riduce lo scostamento negativo delle previsioni e, allo stesso tempo, assicura una maggiore "robustezza" della capacità previsiva nel tempo, giustificando il ricorso alla combinazione di modelli in alternativa alle previsioni dei corsi petroliferi basate sui contratti future. Inoltre, come già menzionato nella sezione precedente, la capacità previsiva dei singoli modelli può essere alquanto diversa a seconda dell'andamento dei corsi petroliferi, per cui essa viene esaminata non solo nel complesso del periodo 1995-2014, ma anche rispetto ai sottoperiodi (cfr. tavola 2).

15) La combinazione di modelli è basata sui risultati di Manescu, C. e Van Robays, I., "Forecasting the Brent oil price: addressing time-variation in forecast performance", *Working Paper Series*, n. 1735, BCE, 2014.

Riquadro 1

LA STRUTTURA DELL'ESERCIZIO DI VALUTAZIONE DELLA CAPACITÀ PREVISIVA

Il presente riquadro presenta una panoramica sulle modalità con cui viene valutata la capacità previsiva dei diversi modelli e della combinazione di modelli ¹⁾.

La valutazione è incentrata sui corsi petroliferi in termini reali espressi in dollari ed è condotta in tempo reale e out-of-sample, alle date di chiusura dell'aggiornamento delle proiezioni utilizzando i dati relativi al periodo dal primo trimestre del 1995 all'ultimo trimestre del 2014 ²⁾. Per la stima

1) La combinazione di modelli e i differenti modelli che sono inclusi nella combinazione sono quelli proposti da Manescu, C. e Van Robays, I., "Forecasting the Brent oil price: addressing time-variation in forecast performance", *Working Paper Series*, n. 1735, BCE, 2014.

2) Le date di chiusura dell'aggiornamento prima del novembre 1998 sono state generate artificialmente in base all'andamento delle date successive.

dei parametri del modello BVAR sono stati utilizzati i dati a partire dal gennaio 1973. Se i dati mensili non sono disponibili per tutto il campione di stima, o lo sono ma in ritardo, le serie sono ricostruite all'indietro (backcast) o stimate per il periodo in corso (nowcast) con un approccio molto simile a quello adottato da Baumeister e Kilian³⁾. Per i future corretti per il rischio, sono stati utilizzati i dati mensili sui contratti future dal gennaio 1990⁴⁾. Tutti modelli sono stati nuovamente stimati ad ogni data nel periodo di valutazione, salvo per il modello DSGE, i cui parametri sono stati calibrati⁵⁾. La valutazione viene condotta sulle previsioni trimestrali (fino a undici trimestri) ottenute aggregando le previsioni mensili. Si utilizzano i prezzi del petrolio in termini reali piuttosto che nominali per due motivi. In primo luogo, due dei modelli inclusi nella combinazione, ossia il BVAR e il DSGE, già producono previsioni dei prezzi reali del greggio⁶⁾. In secondo luogo, in pratica, considerando la volatilità dei corsi petroliferi e quella dell'inflazione, la differenza tra le previsioni incentrate sui prezzi reali e quelle incentrate sui prezzi nominali non dovrebbe essere rilevante⁷⁾. Sono stati adottati due criteri per quantificare la valutazione, ossia l'errore quadratico medio di previsione (MSPE) e lo scostamento delle previsioni, e la valutazione è stata condotta su differenti sottocampioni in modo da stimare anche la stabilità della qualità previsiva nel tempo. Il MSPE è una misura comunemente usata della capacità previsiva. Inoltre, è importante che i responsabili delle politiche economiche siano consapevoli dell'entità dello scostamento intrinseco nelle proiezioni e della probabilità di compiere rilevanti errori di previsione.

- 3) Baumeister, C. e Kilian, L., "Real-Time Forecasts of the Real Price of Oil", *Journal of Business & Economic Statistics*, vol. 30(2), aprile 2012, pagg. 326-336.
- 4) Per i contratti future con scadenze più lunghe, il campione è persino più ridotto, a seconda della disponibilità dei dati. Ove possibile, le serie di dati sono state ricostruite all'indietro sulla base dei tassi di crescita dei future sul greggio WTI con scadenza corrispondente.
- 5) I parametri del DSGE sono calibrati utilizzando i dati disponibili per il periodo dal 1973 al 2009. I parametri calibrati riguardano gli andamenti di lungo periodo e i rapporti basati sulla teoria economica che non dovrebbero variare di frequente nel tempo.
- 6) Le previsioni dei prezzi del petrolio in termini nominali aumenterebbero l'incertezza dei parametri e forse peggiorerebbero la capacità previsiva di questi due modelli. Poiché i modelli basati sui future e sui future corretti per il rischio attingono alle previsioni dei prezzi nominali del petrolio, l'approccio adottato per questa valutazione consiste nel deflazionare tali proiezioni con l'IPC atteso negli Stati Uniti, che è previsto utilizzando la media mobile a tre mesi.
- 7) Quando la valutazione delle previsioni viene condotta nuovamente utilizzando i prezzi del petrolio in termini nominali, la combinazione di quattro modelli fornisce risultati sostanzialmente identici.

La capacità previsiva del BVAR eccelle nei periodi in cui i corsi petroliferi sono stabili e crescono moderatamente. Nel periodo dal 1995 al 2001, quando i corsi petroliferi sono rimasti nel complesso stabili inizialmente per poi aumentare tra il 1999 e il 2001, il BVAR è stato più accurato rispetto ai contratti future sugli orizzonti di previsione a breve e a lungo termine, mentre gli altri modelli sono risultati più precisi dei contratti future solo in casi eccezionali. I miglioramenti rispetto al modello basato sui contratti future hanno raggiunto il 24 per cento, ma non sempre hanno avuto rilevanza statistica.

Tra i modelli inclusi nella combinazione, il DSGE mostra un'ottima capacità previsiva nei periodi in cui i prezzi del petrolio crescono. Ad esempio, per il periodo 2002-2007 gli altri tre modelli utilizzati nella combinazione hanno prodotto risultati previsivi sostanzialmente migliori rispetto ai contratti future in base al criterio dell'errore previsivo quadratico medio (MSPE), evidenziando gli svantaggi delle previsioni basate sui future in quanto la loro curva segue un andamento generalmente discendente. Tra questi tre modelli, tuttavia, il DSGE ottiene i risultati migliori, con un miglioramento del 24 per cento su un orizzonte di quattro trimestri, del 51 per cento su otto trimestri e del 67 per cento su undici trimestri (cfr. tavola 2, riquadro B). Tutti questi miglioramenti sono statisticamente rilevanti. L'efficacia del modello DSGE in questo periodo è dovuta in parte all'ipotesi che i corsi petroliferi seguano un trend. Tuttavia, ciò va a compensare i risultati previsivi molto scarsi del modello DSGE negli altri sottoperiodi.

Tavola 2 Errori quadratici medi delle previsioni dei prezzi reali del petrolio rispetto ai contratti future

Riquadro A								
Orizzonte temporale scelto (trimestri)	1995-2014				1995-2001			
	Future corretti	BVAR	DSGE	Combinazione di quattro modelli	Future corretti	BVAR	DSGE	Combinazione di quattro modelli
1	1,01	1,19	1,88 *	1,18 *	0,99	0,94	1,37	1,02
2	1,03	1,06	1,33	1,04	1,07	0,82	1,47	0,96
4	0,95	0,92	0,93	0,89 *	1,11	0,88 *	1,63	0,87
8	0,78	0,98	0,95	0,76 *	1,27	1,08	3,27 *	0,84
11	0,90	0,90	0,78	0,69 *	1,26	0,76	3,88 *	0,58 *

Riquadro B								
Orizzonte temporale scelto (trimestri)	2002-2007				2008-2014			
	Future corretti	BVAR	DSGE	Combinazione di quattro modelli	Future corretti	BVAR	DSGE	Combinazione di quattro modelli
1	1,02	1,00	1,19	0,99	1,00	1,27	2,15 *	1,26 *
2	0,94	0,94	0,83	0,87 *	1,04	1,11	1,43	1,09 *
4	0,81	0,82 *	0,76 *	0,82 *	1,02	0,99	0,95	0,94
8	0,88	0,73 *	0,49 *	0,72 *	0,50	1,36 *	1,15 *	0,82 *
11	1,11	0,66 *	0,33 *	0,70 *	0,25	1,58 *	1,11	0,69

Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: la tavola mostra gli errori quadratici medi delle previsioni (MSPE) rispetto ai contratti future per gli altri modelli: future corretti per il rischio ("future corretti"), BVAR, DSGE e la combinazione di quattro modelli previsionali (quest'ultima in blu). Un valore inferiore a uno segnala che la capacità previsiva del metodo è superiore a quella dei contratti future nel periodo indicato in cima a ciascuna sezione della tavola. I numeri in grassetto indicano un miglioramento rispetto ai future. * indica che i risultati sono statisticamente rilevanti in base ad almeno uno dei seguenti test: Diebold Mariano, White e Hansen.

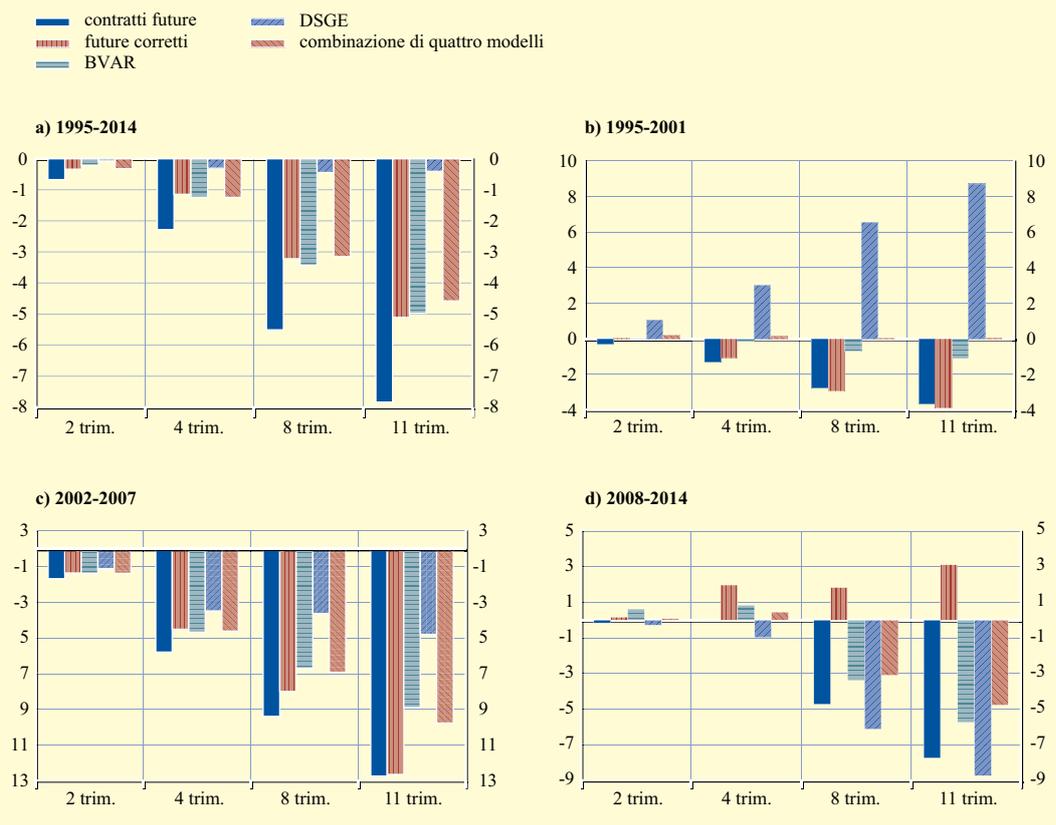
Durante il più recente periodo 2008-2014, quando i corsi petroliferi dopo l'elevata volatilità iniziale si sono stabilizzati, il modello dei future corretti per il rischio è stato molto efficace nelle previsioni su orizzonti temporali più lunghi, mentre i contratti future sono risultati validi su orizzonti più brevi. A partire dal secondo anno, il modello dei future corretti per il rischio ha mostrato una qualità previsiva chiaramente superiore a quella dei future. Inoltre, il miglioramento del MSPE è stato molto marcato: il 50 per cento su un orizzonte di otto trimestri e del 75 per cento su undici trimestri¹⁶⁾. Durante questo periodo i contratti future si sarebbero comportati in maniera soddisfacente su orizzonti temporali più brevi, come dimostrano i valori del MSPE (cfr. tavola 2, riquadro B). Tale valutazione trova conferma anche nel basso scostamento delle previsioni, quasi nullo, in questo particolare periodo e su questi determinati orizzonti.

Tutti i modelli inclusi nella combinazione hanno registrato un miglioramento rispetto allo scostamento di previsione sensibilmente negativo dei contratti future, che è dovuto principalmente alla situazione di backwardation tipica della curva dei future sul petrolio. Ciò sembra valere in particolare per il modello DSGE, che presenta in media uno scostamento delle previsioni intorno allo zero su tutto il periodo di valutazione (cfr. figura 5). Tale risultato, tuttavia, va interpretato con cautela, dato che cela un elevato scostamento positivo

16) Va notato che, per questo periodo, le dimensioni del campione di stima (che per il modello dei future corretti per il rischio inizia solo dal gennaio 1990) sono nettamente maggiori, fino a 156 osservazioni, il doppio rispetto al campione stimato per il periodo 1995-2001. Per un modello che è basato principalmente sui minimi quadrati ordinari ciò consente di ottenere risultati caratterizzati da maggiore consistenza e "robustezza".

Figura 5 Scostamento delle previsioni dei prezzi reali del petrolio su determinati orizzonti temporali

(dollari statunitensi al barile deflazionati dall'IPC statunitense)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra lo scostamento, ossia l'errore medio di previsione, per i vari modelli (contratti future, future corretti per il rischio, BVAR, DSGE e la combinazione di quattro modelli previsionali) per il campione principale e differenti sottocampioni su determinati orizzonti previsionali (due, quattro, otto e undici trimestri in avanti).

nel periodo dal 1995 al 2001 compensato da un ampio scostamento negativo nei periodi successivi. Ciononostante, nei periodi in cui i prezzi del petrolio sono aumentati, ossia dal 2002 al 2007, il DSGE ha registrato lo scostamento minimo. Come indicato anche dal MSPE, il BVAR presenta lo scostamento minimo quando i prezzi del greggio sono stabili e aumentano a livello locale, mentre per il modello dei future corretti per il rischio lo scostamento è minimo nei periodi caratterizzati da riduzione e stabilità delle quotazioni petrolifere, ma solo su orizzonti temporali più lunghi, ossia da sette a undici trimestri.

È evidente quindi che i vari modelli hanno comportamenti soddisfacenti in determinati periodi e su orizzonti specifici. Pertanto, alla luce di queste chiare differenze, la combinazione di modelli presenta notevoli vantaggi in termini di accuratezza previsiva, sia nel tempo sia su vari orizzonti temporali. In tutto il periodo dal 1995 al 2014 la combinazione di quattro modelli è stata più precisa rispetto ai contratti future dell'11, 24 e 31 per cento su orizzonti rispettivamente di quattro, otto e undici trimestri (cfr. tavola 2). Allo stesso tempo, ha ridotto lo scostamento negativo delle previsioni dei future del 46, 43 e 42 per cento su orizzonti rispettivamente di quattro, otto e undici trimestri. Le differenze sono tutte statisticamente rilevanti, segno che la combinazione è nettamente più efficace dei future su orizzonti temporali più lunghi, che

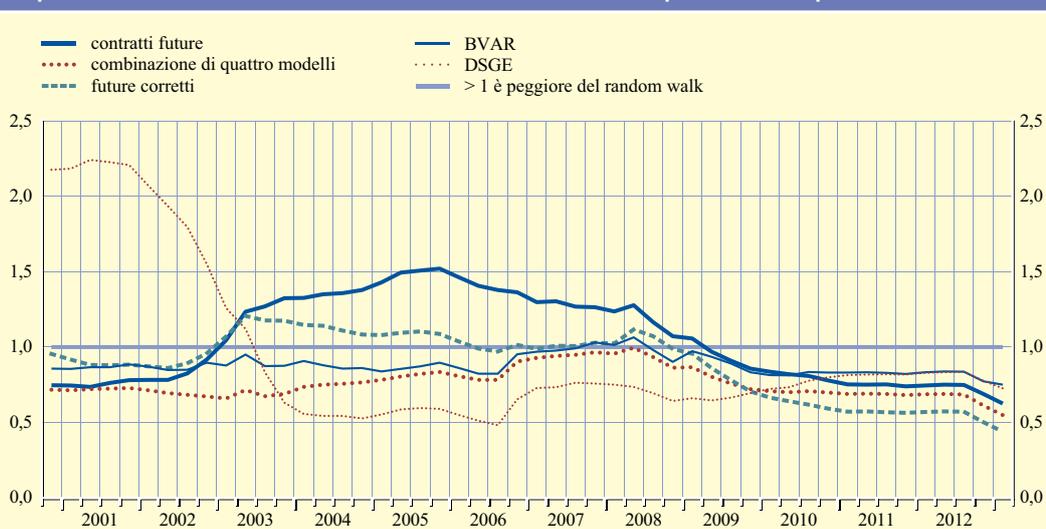
sono anche più rilevanti per la politica monetaria. Di fatto, la capacità previsiva della combinazione non è superiore a quella dei contratti future solo sul primo e sul secondo trimestre. In particolare, dal terzo trimestre la combinazione di quattro modelli dà risultati previsivi migliori non solo rispetto ai contratti future ma anche rispetto a tutti gli altri modelli che include.

Inoltre, la capacità previsiva della combinazione di quattro modelli rimane molto stabile nel tempo. Ad esempio, in tutti i sottocampioni valutati, la combinazione mostra una qualità previsiva superiore a quella dei contratti future oltre il primo e/o il secondo trimestre. Inoltre, la combinazione ottiene risultati previsivi migliori anche rispetto agli altri tre modelli in gran parte dei casi, con due eccezioni rilevanti: in primo luogo, il modello DSGE quando i prezzi del greggio mostrano un andamento al rialzo e, in secondo luogo, il modello dei future corretti per il rischio sull'orizzonte a sei trimestri, nei periodi di volatilità dei corsi petroliferi. I vantaggi offerti da quest'ultimo, tuttavia, non sono statisticamente rilevanti (cfr. figura 6).

Nel complesso, la combinazione di singole proiezioni presenta diversi vantaggi rispetto ai contratti future per la previsione dei corsi petroliferi. La combinazione di quattro modelli produce previsioni dei corsi petroliferi più precise rispetto a quelle dei contratti future, specie su orizzonti temporali più lunghi, di maggior rilievo per la politica monetaria, e contribuisce a evitare rilevanti errori di previsione. Allo stesso tempo, la combinazione di quattro modelli ha lo svantaggio di essere uno strumento di previsione più complesso rispetto ai contratti future.

In generale, la combinazione di quattro modelli si rivela uno strumento utile per la previsione dei corsi petroliferi. La combinazione, essendo basata su modelli che contengono dati sui fondamentali del mercato petrolifero, offre una copertura contro i rischi connessi alle forti variazioni dei corsi petroliferi che sono riconducibili ai fondamentali del mercato petrolifero, analogamente al modo in cui la diversificazione dei portafogli pone al riparo dai rischi dei singoli investimenti. Queste forti oscillazioni in genere sono colte in misura minore dai contratti future perché presentano un profilo relativamente piatto.

Figura 6 Capacità previsiva della combinazione di quattro modelli e dei sottostanti modelli in periodi caratterizzati da differenti dinamiche del mercato petrolifero rispetto al random walk



Fonte: elaborazioni della BCE.

Nota: MSPE su intervallo mobile di sei anni dei diversi modelli in base alla previsione sei trimestri in avanti rispetto alla previsione random walk.

6 CONCLUSIONI

Poiché i corsi petroliferi hanno seguito andamenti molto diversi nel tempo, è difficile prevederli con precisione adottando uno specifico metodo di previsione. I prezzi dei contratti future per il petrolio, adottati per le previsioni dei corsi petroliferi da numerose istituzioni, inclusa la BCE, presentano il vantaggio di essere uno strumento semplice e trasparente. Tuttavia, contrariamente all'opinione diffusa, i contratti future riflettono solo in maniera imperfetta le aspettative di mercato e in genere presentano un profilo piatto con andamento discendente che determina ampi errori di previsione nei periodi in cui i prezzi del greggio sono volatili o crescono costantemente. A sua volta, ciò può portare a commettere rilevanti errori nelle previsioni sull'inflazione.

I modelli di previsione dei corsi petroliferi che includono informazioni sui fondamentali economici sono più precisi rispetto ai modelli semplici di riferimento, anche se la loro capacità previsiva tende a essere molto instabile nel tempo. Poiché le oscillazioni dei prezzi del greggio sono in ampia misura riconducibili alle variazioni dei fondamentali del mercato petrolifero e dell'attività economica mondiale, è stato dimostrato che l'inclusione di informazioni relative a queste variabili può migliorare le previsioni sui corsi petroliferi nei periodi in cui la qualità previsiva dei future non è adeguata. Un problema di buona parte degli approcci previsivi, tuttavia, è rappresentato dal fatto che essi colgono solo un andamento specifico dei corsi petroliferi su determinati orizzonti previsivi. Pertanto, la loro precisione potrebbe rivelarsi molto instabile nel tempo e su diversi orizzonti previsivi.

Una combinazione di previsioni che riunisca singole proiezioni aventi caratteristiche previsionali differenti può essere più accurata rispetto a un singolo metodo di previsione e al contempo generare una proiezione che ha una qualità previsiva più stabile nel tempo. Questo articolo ha mostrato che una combinazione di quattro modelli elaborata recentemente dalla BCE migliora l'accuratezza delle previsioni sui corsi petroliferi rispetto a quelle basate sui contratti future e ad altre singole proiezioni e sembra fornire una migliore copertura contro i rilevanti errori di previsione commessi in concomitanza con i cambiamenti nella dinamica dei corsi petroliferi. Allo stesso tempo, utilizzare i contratti future come scenario di base ha il vantaggio di fornire uno strumento trasparente e semplice di facile comunicazione al pubblico.

Pertanto nel contesto delle proiezioni macroeconomiche formulate dall'Eurosistema e dalla BCE è opportuno effettuare un controllo incrociato tra le previsioni basate sui contratti future e le proiezioni basate su questa combinazione di quattro modelli per valutare i rischi che caratterizzano lo scenario di base.



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:

La spiegazione dei termini e delle abbreviazioni è riportata nel glossario statistico della BCE:

<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>

<http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/act2a.en.html>

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 2 giugno 2015.

I. CONTESTO ESTERNO

1.1 Principali partner commerciali, PIL e CPI

	PIL ¹⁾ (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						Per memoria: area dell'euro ²⁾ (IAPC)
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Memo item: area dell'euro	Paesi OCSE		Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	
							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	3,3	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	-1,8	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	-0,5	1,9	0,2	1,8	1,9	1,8	1,5	3,3	2,0	0,4
4° trim.	0,8	0,5	0,6	0,3	1,5	0,3	1,4	1,8	1,2	0,9	2,5	1,5	0,2
2015 1° trim.	.	-0,2	0,3	0,6	1,3	0,4	0,6	1,7	-0,1	0,1	2,3	1,2	-0,3
2014 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.	-	-	-	-	-	-	0,6	1,7	-0,1	0,0	2,3	1,4	-0,1
apr.	-	-	-	-	-	-	0,4	1,6	-0,2	-0,1	0,6	1,5	0,0
mag. ³⁾	-	-	-	-	-	-	0,3

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

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

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

3) 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 ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (EONIA)	Depositi a 1 mese (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (EURIBOR)	Depositi a 6 mesi (EURIBOR)	Depositi a 12 mesi (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2012	0,23	0,33	0,57	0,83	1,11	0,43	0,19
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2014 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 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
apr.	-0,07	-0,03	0,00	0,07	0,18	0,28	0,10
mag.	-0,11	-0,05	-0,01	0,06	0,17	0,28	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 ^{1),2)}					Area dell'euro ^{1),2)}	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro ^{1),2)}			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,72	1,76	1,61	1,48	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2014 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 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
apr.	-0,28	-0,26	-0,21	0,03	0,42	0,68	1,81	1,39	-0,22	-0,08	0,46	1,05
mag.	-0,24	-0,25	-0,23	0,06	0,61	0,85	1,87	1,32	-0,25	-0,14	0,68	1,46

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	Petroliero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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 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
apr.	383,3	3.733,8	798,2	275,7	678,6	331,0	204,9	535,7	394,2	299,5	395,0	861,4	2.094,9	19.767,9
mag.	373,4	3.617,9	765,0	268,9	662,1	326,5	199,3	522,4	389,5	294,0	389,2	827,6	2.111,9	19.974,2

Fonte: BCE

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Elaborazioni della BCE basate su dati forniti da Euro MTS e i rating da Fitch Ratings.

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

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Credito a carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo 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	13	14	15	16
2014 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	1,58	7,08	17,02	5,06	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.	0,20	0,82	0,98	1,53	7,07	17,00	5,21	6,23	6,63	2,79	2,07	2,47	2,33	2,50	2,54	2,38
mar. ⁴⁾	0,18	0,80	0,90	1,38	7,08	17,00	5,15	6,03	6,39	2,73	2,10	2,45	2,28	2,42	2,52	2,30

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

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto 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		13	14
2014 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	3,96	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	3,78	3,87	3,42	2,38	2,84	2,61	1,73	2,18	2,25	2,49
dic.	0,24	0,43	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	3,77	3,84	2,98	2,32	2,82	2,04	1,66	2,04	2,14	2,43
feb.	0,22	0,35	1,09	3,37	3,55	3,71	3,12	2,24	2,70	2,37	1,52	1,99	2,13	2,34
mar. ⁴⁾	0,21	0,33	1,14	3,33	3,45	3,65	3,12	2,16	2,69	2,31	1,62	2,10	1,99	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 ⁵⁾						
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche			
			Società finanziarie		Società non finanziarie	Amministrazione centrale			Altre amministrazioni pubbliche	Società finanziarie		Società non finanziarie	Amministrazione centrale	Altre amministrazioni pubbliche
			diverse dalle IFM	SVF ⁶⁾						diverse dalle IFM	SVF ⁶⁾			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
a breve termine														
2012	1.417	573	146	.	75	558	65	702	490	37	.	52	103	21
2013	1.238	468	122	.	67	529	53	507	314	30	.	44	99	21
2014	1.247	481	119	.	58	538	50	401	211	34	.	39	93	25
2014 ott.	1.307	495	135	.	73	564	41	331	139	29	.	37	102	25
nov.	1.295	488	136	.	69	557	45	292	127	30	.	28	87	20
dic.	1.247	481	119	.	58	538	50	319	168	24	.	27	66	34
2015 gen.	1.310	523	125	.	66	543	54	358	167	28	.	33	94	36
feb.	1.324	532	133	.	70	534	56	336	146	37	.	30	83	39
mar.	1.348	535	134	.	71	543	66	358	147	45	.	35	89	42
a lungo termine														
2012	15.233	4.823	3.184	.	842	5.758	626	256	99	45	.	16	84	12
2013	15.152	4.414	3.120	.	921	6.069	627	223	71	39	.	16	89	9
2014	15.179	4.046	3.209	.	995	6.286	643	219	65	43	.	16	85	10
2014 ott.	15.159	4.075	3.184	.	983	6.268	650	210	45	40	.	15	102	8
nov.	15.198	4.059	3.188	.	988	6.314	649	201	61	46	.	14	73	6
dic.	15.179	4.046	3.209	.	995	6.286	643	131	42	38	.	11	29	10
2015 gen.	15.282	4.064	3.255	.	1.004	6.316	642	261	80	48	.	8	113	13
feb.	15.324	4.041	3.263	.	1.018	6.356	646	207	64	21	.	18	86	17
mar.	15.422	4.030	3.315	.	1.033	6.399	644	285	84	62	.	17	112	10

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 ¹⁾							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Consistenze											
2012	16.649,8	5.396,3	3.330,1	.	916,8	6.316,1	690,4	4.597,1	404,7	617,9	3.574,6
2013	16.389,7	4.882,2	3.242,3	.	987,6	6.597,8	679,8	5.638,0	569,1	751,0	4.317,9
2014	16.425,7	4.527,0	3.328,3	.	1.053,7	6.823,7	693,0	5.949,0	591,0	787,8	4.570,2
2014 ott.	16.466,0	4.569,6	3.318,8	.	1.055,9	6.831,2	690,5	5.764,8	611,6	764,4	4.388,8
nov.	16.493,4	4.546,9	3.323,8	.	1.057,7	6.871,3	693,8	6.042,0	628,4	798,0	4.615,7
dic.	16.425,7	4.527,0	3.328,3	.	1.053,7	6.823,7	693,0	5.949,0	591,0	787,8	4.570,2
2015 gen.	16.591,8	4.586,3	3.380,3	.	1.070,5	6.859,1	695,5	6.422,8	573,0	836,0	5.013,9
feb.	16.647,9	4.573,1	3.395,6	.	1.087,3	6.890,5	701,4	6.855,5	650,5	899,6	5.305,4
mar.	16.770,1	4.564,6	3.449,7	.	1.104,1	6.941,5	710,1	7.055,7	688,9	933,3	5.433,5
Tasso di crescita											
2012	1,3	-1,8	0,1	.	14,4	2,5	6,1	0,9	4,9	2,0	0,4
2013	-1,3	-8,9	-2,9	.	8,1	4,5	-1,1	0,9	7,2	0,2	0,3
2014	-0,7	-8,2	0,6	.	5,1	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8
2014 ott.	-0,7	-8,2	0,4	.	5,1	3,3	1,7	1,6	6,9	1,6	0,9
nov.	-1,0	-8,5	0,1	.	4,6	2,9	1,4	1,6	7,1	1,7	0,8
dic.	-0,7	-8,2	0,6	.	5,1	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8
2015 gen.	-0,7	-8,3	1,1	.	3,1	3,2	1,8	1,5	6,9	1,5	0,7
feb.	-0,9	-8,1	1,1	.	4,5	2,4	0,7	1,4	6,8	1,2	0,7
mar.	-0,1	-7,5	3,0	.	5,4	2,6	1,8	1,5	6,8	1,4	0,8

2.8 Tassi di cambio effettivi ²⁾

(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 ³⁾	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
2012	97,9	95,8	93,1	89,5	99,2	92,2	107,2	93,2
2013	101,7	99,2	96,6	92,8	101,9	94,9	112,2	96,5
2014	102,3	98,9	96,5	93,0	99,5	95,7	114,8	97,0
2014 2° trim.	103,9	100,5	98,0	94,4	101,0	97,1	116,2	98,2
3° trim.	101,7	98,2	95,9	92,3	98,5	95,1	113,8	95,9
4° trim.	99,6	96,1	94,2	90,5	96,6	93,0	112,6	94,5
2015 1° trim.	93,7	90,4	89,5	.	.	.	106,9	89,3
2014 dic.	99,7	96,0	94,3	-	-	-	113,4	94,9
2015 gen.	95,9	92,4	91,1	-	-	-	109,3	91,3
feb.	94,0	90,7	89,9	-	-	-	107,4	89,7
mar.	91,4	88,2	87,5	-	-	-	104,2	87,0
apr.	90,5	87,3	87,0	-	-	-	102,8	85,7
mag.	92,3	89,0	88,9	-	-	-	105,1	87,5
<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2015 mag.	-2,0	-2,0	-2,2	-	-	-	-2,2	-2,0
<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2015 mag.	-11,2	-11,3	-9,3	-	-	-	-9,5	-10,9

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

2.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese	Kuna croata	Corona Ceca	Corona danese	Fiorino ungherese	Yen giapponese	Zloty polacco	Sterlina britannica	Leu romeno	Corona svedese	Franco svizzero	Dollaro statunitense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	8,105	7,522	25,149	7,444	289,249	102,492	4,185	0,811	4,4593	8,704	1,205	1,285
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2014 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 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
apr.	6,686	7,590	27,439	7,466	299,429	128,935	4,018	0,721	4,4155	9,325	1,038	1,078
mag.	6,916	7,559	27,397	7,461	306,327	134,748	4,081	0,721	4,4477	9,304	1,039	1,115
<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2015 mag.	3,4	-0,4	-0,2	-0,1	2,3	4,5	1,6	0,0	0,7	-0,2	0,1	3,4
<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2015 mag.	-19,3	-0,5	-0,1	0,0	0,6	-3,6	-2,4	-11,5	0,5	3,0	-14,9	-18,8

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

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

	Totale ¹⁾			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	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 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.	86,6	11,2	75,4	70,1	65,0	92,1	-1,0	10,5	-88,1	-52,9	2,1	-
2015 1° trim.	313,6	318,3	-4,7	27,2	64,9	71,2	92,4	30,1	179,3	161,0	5,8	-
2014 ott.	14,9	-26,9	41,8	27,7	23,5	10,3	-37,1	6,4	-29,6	-13,3	0,2	-
nov.	185,2	110,8	74,3	54,8	27,9	54,7	34,5	1,3	73,7	48,4	0,7	-
dic.	-113,5	-72,8	-40,7	-12,4	13,6	27,1	1,6	2,8	-132,2	-88,0	1,1	-
2015 gen.	252,0	268,9	-16,9	14,1	8,5	8,4	40,1	10,0	218,3	220,3	1,2	-
feb.	79,5	62,1	17,4	34,8	33,1	44,7	37,0	9,7	-13,8	-8,0	4,2	-
mar.	-18,0	-12,7	-5,2	-21,6	23,3	18,0	15,3	10,4	-25,2	-51,3	0,4	-
<i>transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2015 mar.	808,2	566,3	241,9	158,7	173,1	438,7	304,2	75,9	127,9	89,0	7,0	-
<i>transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2015 mar.	8,0	5,6	2,4	1,6	1,7	4,3	3,0	0,8	1,3	0,9	0,1	-

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 ¹⁾

(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 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
2015 1° trim.	0,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente: punti percentuali</i>												
2014 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	-	-
2015 1° trim.	0,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica ¹⁾

(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	8.851,5	152,1	1.729,9	471,5	1.676,2	409,3	439,4	1.014,9	925,0	1.718,1	315,0	994,0
2013	8.923,5	156,1	1.739,7	462,1	1.684,6	403,0	440,1	1.031,9	938,7	1.748,3	319,0	1.007,1
2014	9.075,9	147,4	1.764,2	464,3	1.712,7	406,6	455,2	1.055,4	960,8	1.783,3	326,1	1.035,0
2014 1° trim.	2.260,7	38,1	439,2	117,5	425,9	101,6	113,2	262,0	238,1	444,2	80,9	255,5
2° trim.	2.262,4	37,5	440,5	115,5	426,0	101,5	114,5	263,1	239,0	443,8	80,9	259,5
3° trim.	2.273,1	36,2	442,7	115,1	429,2	101,7	114,3	264,4	240,7	446,9	81,8	260,1
4° trim.	2.283,8	35,7	444,8	116,7	432,2	101,9	113,4	265,7	243,1	448,1	82,3	262,0
<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	1,0	0,0	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	0,7	0,1	-0,9	0,5	0,5	0,3	0,3	0,5	0,0	0,7	-0,3
4° trim.	0,2	-2,0	0,0	1,0	0,5	0,0	-0,1	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	0,0	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
variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2012	-2,4	-2,6	-4,5	-1,0	-2,5	-0,1	-4,9	-3,7	-1,6	-1,3	-1,5	-5,0	-11,0
2013	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,8	-3,2	-0,1	-0,8	-0,9	-0,6	-0,9	-4,4
2014	0,8	1,7	1,2	1,8	2,6	-5,5	1,7	3,3	1,3	0,3	2,4	0,4	3,7
2014 2° trim.	0,8	1,6	1,4	0,9	3,3	-5,3	3,0	3,6	1,4	1,1	2,0	-0,3	3,9
3° trim.	0,5	1,1	0,5	1,4	1,9	-3,4	-1,1	2,3	0,8	-0,3	2,0	-0,5	4,1
4° trim.	0,3	1,0	-0,4	0,9	2,6	-3,1	-0,6	2,8	2,1	0,7	3,2	1,4	1,6
2015 1° trim.	1,5	1,1	-0,1	0,6	2,7	4,4	-0,5	0,9	2,3	1,0	3,4	2,3	9,0
2014 nov.	-0,5	0,3	-0,7	-0,8	3,0	-5,3	0,1	1,4	1,4	-0,2	2,8	0,3	0,3
dic.	0,8	1,5	0,2	2,0	1,6	-1,9	-2,1	3,0	3,2	2,1	4,0	2,7	0,0
2015 gen.	0,7	0,3	-0,1	0,2	0,8	2,7	0,7	0,5	2,5	2,0	3,1	2,9	11,0
feb.	1,9	1,2	-0,2	1,2	2,4	7,0	-3,5	0,4	2,6	0,9	3,9	3,3	8,1
mar.	1,8	1,7	0,0	0,3	4,8	3,8	-2,7	1,8	1,7	0,1	3,2	0,8	8,2
apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,2	1,1	3,3	3,2	6,5
variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2014 nov.	0,2	0,3	0,1	-0,1	0,4	-0,2	-0,3	-1,3	0,6	0,3	1,0	0,2	-2,5
dic.	0,6	0,6	1,2	1,2	-0,6	0,9	0,4	2,4	0,5	0,3	0,5	1,8	5,5
2015 gen.	-0,1	-0,5	-0,1	-0,4	-0,3	1,2	1,0	-2,2	0,3	0,8	0,4	1,0	2,0
feb.	1,0	1,0	0,2	0,7	1,6	1,0	-1,6	-0,2	0,1	-0,7	0,7	-0,8	-0,2
mar.	-0,3	-0,1	-0,3	-0,9	2,0	-1,7	0,8	1,2	-0,6	-0,6	-0,5	-1,4	-0,8
apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,7	1,3	0,3	0,6	1,1

3.4 Occupazione ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Per status occupazionale			Per settore di attività									
	Totale	Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amm. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale.	Attività artistiche di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
percentuale sul totale delle persone occupate													
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
variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
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
Ore lavorate													
percentuale sul totale delle ore lavorate													
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
variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
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
Ore lavorate per persona occupata													
variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
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 ¹⁾	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Disoccupazione											Tasso di posti vacanti ²⁾
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
in perc. del totale nel 2013														
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	159,225	3,9	18,195	11,4	5,3	14,634	10,1	3,561	23,6	9,761	11,3	8,434	11,5	1,6
2013	159,341	4,3	19,222	12,0	5,9	15,625	10,7	3,597	24,3	10,301	11,9	8,921	12,1	1,5
2014	159,534	4,3	18,613	11,6	6,0	15,206	10,4	3,408	23,7	9,903	11,5	8,711	11,8	1,7
2014 2°trim.	159,296	4,4	18,647	11,6	6,0	15,222	10,4	3,425	23,8	9,938	11,5	8,709	11,8	1,7
3°trim.	159,680	4,2	18,531	11,6	5,8	15,142	10,4	3,389	23,6	9,808	11,3	8,723	11,8	1,6
4°trim.	160,186	4,3	18,380	11,4	6,0	15,072	10,3	3,308	23,2	9,737	11,3	8,643	11,7	1,8
2014 1°trim.	.	.	18,035	11,2	.	14,810	10,1	3,224	22,7	9,573	11,1	8,462	11,4	.
2014 nov.	-	-	18,441	11,5	-	15,110	10,3	3,330	23,3	9,762	11,3	8,679	11,7	-
dic.	-	-	18,241	11,4	-	14,973	10,2	3,268	22,9	9,672	11,2	8,569	11,6	-
2015 gen.	-	-	18,117	11,3	-	14,874	10,2	3,244	22,8	9,635	11,1	8,482	11,4	-
feb.	-	-	18,011	11,2	-	14,791	10,1	3,219	22,7	9,554	11,0	8,457	11,4	-
mar.	-	-	17,976	11,2	-	14,766	10,1	3,210	22,6	9,530	11,0	8,446	11,4	-
apr.	-	-	17,846	11,1	-	14,678	10,0	3,168	22,3	9,431	10,9	8,415	11,3	-

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.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2013	100,2	-6,1	80,9	-12,7	-13,8	-8,7	6,6	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2012	90,5	-11,6	78,9	-22,1	-27,7	-15,0	-6,5	86,5	46,2	46,3	47,6	47,2
2013	93,8	-9,1	78,7	-18,6	-29,2	-12,2	-5,4	87,1	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,6	-3,9	80,4	-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	80,2	-7,7	-29,9	-1,8	5,1	87,6	52,4	54,5	53,1	53,4
3°trim.	101,2	-4,6	80,4	-9,9	-27,3	-3,9	4,5	87,7	50,9	51,6	53,2	52,8
4°trim.	100,9	-4,5	80,8	-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	81,0	-6,3	-24,9	-1,6	5,6	88,1	51,4	52,6	53,6	53,3
2014 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	-0,8	6,1	-	52,2	53,6	54,2	54,0
apr.	103,8	-3,2	81,1	-4,6	-25,5	-0,8	7,0	88,4	52,0	53,4	54,1	53,9
mag.	103,8	-3,0	-	-5,5	-25,0	1,4	7,8	-	52,2	53,3	53,8	53,6

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) ¹⁾	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto ²⁾	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto ³⁾	Tasso di risparmio (netto)	Tasso di indebitamento ⁴⁾	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto)		Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto netto		Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2011	13,0	97,9	-0,1	1,9	1,8	0,5	1,1	33,6	3,6	.	3,1	9,7	2,0
2012	12,7	97,7	-1,7	1,8	-4,1	0,7	-2,2	31,0	1,6	133,9	1,0	-5,9	0,9
2013	12,9	96,3	-0,4	1,6	-4,0	0,4	-2,2	30,6	1,6	132,6	2,4	-2,9	1,5
2014 1° trim.	12,8	95,7	0,3	1,4	2,9	1,9	-0,9	31,1	2,2	132,7	2,1	3,6	1,2
2° trim.	12,7	95,7	0,3	1,4	-0,3	3,0	-0,1	30,9	1,8	134,1	2,3	1,5	1,4
3° trim.	12,7	95,2	1,4	1,6	-0,8	2,7	0,4	31,5	2,0	133,6	1,7	2,1	1,0
4° trim.	12,7	95,1	1,5	1,8	-0,3	2,6	1,0	32,2	2,7	133,4	1,6	1,7	1,0

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

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

	Conto corrente										Conto Capitale ⁵⁾		
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014 2° trim.	831,4	785,2	46,1	486,8	430,6	170,2	153,0	151,8	142,2	22,6	59,5	7,6	3,3
3° trim.	834,6	777,9	56,7	489,4	427,6	174,3	157,5	147,4	138,1	23,5	54,6	6,8	2,5
4° trim.	842,3	777,1	65,2	503,5	428,3	175,5	163,6	140,4	125,1	22,9	60,1	12,7	5,1
2015 1° trim.	853,1	776,6	76,5	502,0	427,4	179,1	163,6	146,1	125,7	25,8	60,0	7,6	4,8
2014 ott.	281,5	258,2	23,3	168,3	143,0	58,0	53,6	47,3	42,6	7,9	19,0	3,3	1,2
nov.	280,8	259,6	21,2	166,9	143,2	58,9	54,7	47,5	40,9	7,6	20,8	3,7	1,2
dic.	280,0	259,3	20,7	168,3	142,1	58,6	55,3	45,6	41,6	7,5	20,3	5,8	2,7
2015 gen.	286,2	255,7	30,5	165,8	139,8	60,1	54,9	51,6	40,9	8,6	20,0	2,0	1,6
feb.	284,6	257,3	27,3	168,1	141,1	59,4	54,6	48,8	41,7	8,4	20,0	1,7	1,3
mar.	282,3	263,7	18,6	168,1	146,5	59,6	54,1	45,7	43,1	8,9	20,0	3,8	1,9
transazioni cumulate su 12 mesi													
2015 mar.	3.361,3	3.116,8	244,5	1.981,7	1.713,9	699,1	637,6	585,7	531,0	94,9	234,2	34,7	15,7
transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL													
2015 mar.	33,2	30,8	2,4	19,6	16,9	6,9	6,3	5,8	5,2	0,9	2,3	0,3	0,2

3.9 Commercio di beni con l'estero dell'area dell'euro⁶⁾: in valore e in volume per categoria di prodotti⁷⁾

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Per memoria: industria manifatturiera	Importazioni (c.i.f.)				
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi		Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2014 2° trim.	0,6	0,2	481,5	234,8	96,1	138,0	395,0	437,7	271,2	61,0	98,9	281,1	78,4
3° trim.	2,9	0,4	486,1	236,1	96,7	139,4	397,7	439,4	269,8	61,8	100,7	287,2	73,1
4° trim.	4,4	-0,2	497,8	236,9	101,9	144,7	409,0	434,6	260,0	62,8	102,0	292,2	64,2
2015 1° trim.	5,1	0,4	503,1	.	.	.	418,2	439,6	.	.	.	308,4	.
2014 ott.	4,3	-0,1	165,8	79,5	33,9	48,1	135,4	146,1	88,9	21,2	34,0	97,1	22,8
nov.	1,0	-1,8	166,6	79,3	34,0	48,8	136,1	145,8	86,6	21,1	33,8	96,4	21,0
dic.	8,3	1,4	165,3	78,1	34,0	47,8	137,5	142,7	84,5	20,5	34,3	98,6	20,4
2015 gen.	-0,6	-5,8	163,6	78,2	33,7	47,4	135,4	142,5	82,5	22,0	34,6	99,7	18,2
feb.	4,3	-0,2	168,3	80,3	34,7	49,4	140,7	145,7	84,9	22,6	35,3	103,5	18,0
mar.	10,9	7,2	171,1	.	.	.	142,1	151,4	.	.	.	105,2	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2014 2° trim.	0,7	2,3	114,8	113,2	114,1	117,2	115,5	101,5	101,6	98,7	102,8	103,7	93,2
3° trim.	1,1	2,0	114,5	112,6	114,2	116,3	114,7	101,4	101,1	99,9	102,7	104,4	88,3
4° trim.	2,9	1,6	117,0	113,3	118,7	120,8	116,7	101,7	101,5	97,8	101,5	103,8	93,5
2015 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2014 ott.	2,3	0,9	116,8	113,5	119,6	119,9	116,3	101,0	101,4	98,4	101,6	103,4	89,8
nov.	-0,7	-1,0	117,4	113,5	118,9	122,2	116,4	102,2	100,6	100,7	100,5	103,1	89,6
dic.	7,4	5,2	117,0	112,8	117,8	120,3	117,5	102,0	102,4	94,4	102,4	104,7	101,2
2015 gen.	-2,0	-0,9	115,6	112,6	116,8	119,0	114,8	103,4	103,3	101,1	101,5	104,6	110,9
feb.	1,5	3,0	117,4	114,7	119,5	121,3	118,5	103,2	104,2	100,0	101,7	106,2	103,7
mar.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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) ¹⁾

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati		
	Indice: 2005 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
		Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici												
in perc. del totale nel 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	-1,1	-0,1	-0,3	0,3	0,3	2,2	
3° trim.	117,7	0,4	0,8	-0,3	1,2	0,1	0,2	0,2	0,0	-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	0,0	-3,0	0,2	-0,1	1,7	
2015 1° trim.	116,8	-0,3	0,7	-1,4	1,1	-0,3	0,2	0,5	0,0	-4,2	0,2	-0,5	1,2	
2014 dic.	117,7	-0,2	0,7	-1,2	1,2	-0,3	0,1	-0,3	0,0	-3,3	0,0	-0,4	1,6	
2015 gen.	115,9	-0,6	0,6	-1,8	1,0	-0,3	0,0	0,3	0,0	-3,2	0,0	-0,9	1,3	
feb.	116,6	-0,3	0,7	-1,4	1,2	0,3	0,2	0,6	0,0	1,6	0,3	-0,5	1,2	
mar.	117,9	-0,1	0,6	-0,9	1,0	0,2	0,1	-0,1	0,0	1,7	0,0	-0,3	1,1	
apr.	118,2	0,0	0,6	-0,7	1,0	0,1	0,1	0,4	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,9	
mag. ²⁾	118,5	0,3	0,9	-	1,3	0,3	0,0	0,3	0,1	0,8	0,3	-	-	

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi	Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari	
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici						Di locazione
in perc. del totale nel 2015	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	1,7	1,5	2,4	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	-2,3	-0,1	-7,7	1,3	1,3	1,4	-1,9	1,3	1,2
2014 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	1,2
feb.	0,5	0,5	0,4	-2,4	-0,1	-7,9	1,3	1,3	1,5	-1,9	1,6	1,3
mar.	0,6	0,6	0,7	-1,7	0,0	-6,0	1,2	1,2	1,4	-1,7	1,1	1,3
apr.	1,0	0,7	1,3	-1,6	0,1	-5,8	1,2	1,3	0,7	-1,2	1,2	1,2
mag. ²⁾	1,2	0,6	2,1	-	0,3	-5,0	-	-	-	-	-	-

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 ³⁾	Prezzi degli immobili residenziali ³⁾⁴⁾	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ³⁾⁴⁾	
	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	13		
2012	108,7	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	3,5	0,9	6,6	1,5	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	-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	1,0		
2014 2° trim.	107,1	-1,1	-0,3	-0,2	-1,2	0,3	0,5	0,4	0,3	-3,1	0,2	0,6		
3° trim.	106,8	-1,4	-0,6	-0,1	-0,6	0,5	-0,1	-0,5	0,3	-4,5	0,4	1,7		
4° trim.	106,0	-1,9	-1,6	-0,3	-0,7	0,6	-0,6	-1,2	0,2	-5,8	0,2	2,5		
2015 1° trim.	104,5	-2,9	-2,7	-0,7	-1,5	0,7	-0,8	-1,3	0,2	-8,5	-	-		
2014 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	-0,4	-1,0	0,6	-0,7	-1,4	0,2	-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	-0,7	-1,7	0,7	-0,8	-1,4	0,3	-8,1	-	-		
mar.	104,9	-2,3	-2,0	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,2	0,2	-6,8	-	-		
apr.	104,8	-2,2	-1,9	-0,5	-1,0	0,8	-0,9	-1,4	0,1	-6,4	-	-		

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 ¹⁾								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2010 = 100)	Totale	Domanda interna			Esportazioni ²⁾	Importazioni ²⁾	Ponderati in base alle importazioni ³⁾			Ponderati in base all'utilizzo ³⁾				
			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	-7,2	0,2	-10,5	-3,1	5,8	-9,1
2013	103,7	1,3	0,9	1,1	1,3	0,4	-0,3	-1,3	81,7	-9,0	-13,4	-6,9	-8,3	-10,1	-6,9
2014	104,7	0,9	0,6	0,6	0,8	0,4	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,6	-12,1	-4,6	0,7	-8,7
2014 2° trim.	104,5	0,8	0,6	0,7	0,6	0,4	-0,8	-1,5	79,9	-7,8	-1,2	-11,1	-4,6	1,1	-9,1
3° trim.	104,8	1,0	0,6	0,5	1,0	0,5	-0,5	-1,4	78,0	-6,2	-1,7	-8,3	-2,1	0,2	-3,8
4° trim.	105,0	0,9	0,4	0,3	0,8	0,6	-0,5	-1,9	61,5	-5,5	6,2	-10,8	1,3	9,3	-4,7
2015 1° trim.	-	-	-	-	-	-	-	-	49,0	-0,4	8,7	-4,9	5,6	11,6	0,7
2014 dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,3	-5,5	8,7	-12,0	2,9	14,3	-5,6
2015 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	42,8	-1,3	13,6	-8,2	5,7	16,8	-2,5
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	52,0	-0,8	8,4	-5,4	4,7	10,5	0,1
mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	52,4	1,0	4,6	-1,0	6,2	7,9	4,7
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,6	-1,4	3,4	-4,0	4,9	7,8	2,4
mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	58,9	-2,1	0,9	-3,7	2,6	3,7	1,7

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.	-5,5	-0,7	1,4	-17,0	-2,4	45,8	52,5	48,8	47,6
2014 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.	-4,6	0,6	2,4	-16,3	-3,8	50,7	54,2	49,7	48,6
apr.	-2,7	2,8	2,3	-17,7	-2,0	52,4	53,6	50,1	48,9
mag.	-0,5	2,3	2,5	-14,1	-0,7	56,0	55,4	50,0	49,3

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 lavoro¹⁾

(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	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
Costo del lavoro per unità di prodotto												
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	1,7	0,4	1,5	1,2	2,3	-2,0	1,1	1,6	1,9
2014	104,8	1,0	-2,6	1,4	0,2	0,6	3,0	0,7	0,2	2,2	1,2	1,1
2014 1° trim.	104,3	0,7	-3,8	0,6	-0,5	0,3	3,0	0,6	0,2	1,4	1,1	0,4
2° trim.	104,6	1,0	-3,5	1,1	-0,1	0,8	2,8	1,0	0,0	2,6	0,9	1,3
3° trim.	105,1	1,2	-3,1	1,2	0,7	0,9	2,9	0,6	0,2	2,6	1,2	1,1
4° trim.	105,4	1,3	0,8	2,5	0,5	0,6	2,9	0,6	0,4	2,0	1,4	1,6
Redditi per occupato												
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
Produttività del lavoro per occupato												
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	1,0	0,9	-0,1	-0,1	-0,3	1,7	0,0	0,1	-0,4
2014	101,8	0,3	2,7	0,7	1,3	0,5	-1,0	0,8	0,6	-0,7	0,1	0,2
2014 1° trim.	102,1	0,9	3,4	1,9	3,4	1,2	-0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	1,3
2° trim.	101,9	0,2	3,7	0,7	1,5	0,3	-1,1	1,0	0,5	-1,2	0,1	0,0
3° trim.	101,8	0,1	4,0	0,6	-0,3	0,1	-1,3	1,0	1,2	-0,9	0,0	0,1
4° trim.	102,0	0,0	-0,3	-0,2	0,6	0,4	-1,2	1,1	0,6	-0,7	0,0	-0,8
Redditi per ora lavorata												
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
Produttività per ora lavorata												
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	1,0	2,0	0,3	0,0	0,1	2,4	0,6	0,4	0,2
2014	103,4	0,2	2,1	0,2	0,9	0,6	-1,0	1,1	1,1	-0,6	-0,1	0,6
2014 1° trim.	103,5	0,3	2,6	0,6	1,5	0,8	-0,7	0,0	0,5	0,1	-0,4	1,7
2° trim.	103,5	0,4	3,4	1,0	1,6	0,5	-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	1,7	1,9	-0,8	0,1	0,7
4° trim.	103,3	-0,2	-1,9	-0,9	0,0	0,3	-1,3	2,0	0,4	-0,8	-0,2	-0,4

4.6 Indicatori del costo del lavoro¹⁾

(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 ²⁾
			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	2,1	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 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
2015 1° trim.							1,5

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 monetari¹⁾

(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			7	8	9	10	11		
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine						Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari		Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni
1	2	3	4	5	6	8	9	10	11			
	Consistenze											
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	4.948,4	5.915,7	1.605,6	2.129,6	3.735,2	9.650,9	122,2	427,4	106,2	655,8	10.306,6
2014 2° trim.	931,5	4.627,3	5.558,9	1.671,1	2.131,2	3.802,3	9.361,2	129,7	409,3	65,6	604,5	9.965,7
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	4.948,4	5.915,7	1.605,6	2.129,6	3.735,2	9.650,9	122,2	427,4	106,2	655,8	10.306,6
2015 1° trim.	993,7	5.174,3	6.168,0	1.529,2	2.133,5	3.662,7	9.830,7	125,9	436,5	91,0	653,4	10.484,1
2014 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	634,5	10.206,7
dic.	967,3	4.948,4	5.915,7	1.605,6	2.129,6	3.735,2	9.650,9	122,2	427,4	106,2	655,8	10.306,6
2015 gen.	984,8	5.057,3	6.042,1	1.580,5	2.120,7	3.701,2	9.743,3	119,5	438,6	102,4	660,6	10.403,9
feb.	992,4	5.106,6	6.099,0	1.536,0	2.123,4	3.659,4	9.758,5	132,4	443,1	103,1	678,6	10.437,1
mar.	993,7	5.174,3	6.168,0	1.529,2	2.133,5	3.662,7	9.830,7	125,9	436,5	91,0	653,4	10.484,1
apr. ^(p)	1.003,3	5.189,1	6.192,4	1.517,4	2.151,0	3.668,3	9.860,7	134,0	450,7	101,1	685,8	10.546,6
	Transazioni											
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	427,4	-92,7	3,5	-89,2	338,1	0,8	10,8	13,2	24,7	362,9
2014 2° trim.	6,7	61,7	68,5	2,3	5,8	8,1	76,6	12,4	-4,3	-7,6	0,5	77,1
3° trim.	16,7	109,1	125,7	-27,1	5,1	-22,0	103,8	-8,1	10,0	3,4	-5,3	109,1
4° trim.	19,1	125,2	144,4	-41,8	-9,1	-50,9	93,5	-0,5	11,1	19,1	29,7	123,2
2015 1° trim.	25,2	190,0	215,2	-63,9	4,7	-59,2	156,0	2,4	4,9	-16,5	-9,1	146,9
2014 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	-14,2	-10,5	-24,7	-1,1	-6,3	-4,6	16,8	5,8	4,6
2015 gen.	16,4	81,9	98,3	-35,0	-8,3	-43,3	55,0	-3,5	7,1	-4,9	-1,3	53,7
feb.	7,6	47,6	55,2	-19,2	2,7	-16,5	38,7	12,8	4,4	1,8	19,0	57,7
mar.	1,3	60,4	61,7	-9,7	10,3	0,7	62,4	-6,9	-6,6	-13,3	-26,8	35,6
apr. ^(p)	9,6	36,4	46,0	-9,3	3,8	-5,5	40,5	8,5	14,2	11,0	33,6	74,1
	Variazioni percentuali											
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	-5,5	0,2	-2,3	3,7	0,7	2,6	19,3	4,0	3,7
2014 2° trim.	5,6	5,4	5,4	-4,6	0,5	-1,8	2,4	5,1	-7,5	-28,8	-8,7	1,6
3° trim.	6,0	6,2	6,2	-3,9	0,3	-1,5	3,0	9,7	-1,1	-26,8	-4,1	2,5
4° trim.	6,4	8,2	7,9	-5,5	0,2	-2,3	3,7	0,7	2,6	19,3	4,0	3,7
2015 1° trim.	7,3	10,6	10,0	-7,8	0,3	-3,3	4,6	5,2	5,3	3,3	4,4	4,6
2014 nov.	5,9	7,1	6,9	-4,5	0,4	-1,8	3,3	6,8	3,7	-17,7	0,6	3,1
dic.	6,4	8,2	7,9	-5,5	0,2	-2,3	3,7	0,7	2,6	19,3	4,0	3,7
2015 gen.	7,7	9,2	8,9	-6,7	-0,1	-3,0	4,0	-4,7	1,3	11,1	1,0	3,8
feb.	7,9	9,4	9,1	-7,3	0,0	-3,2	4,1	0,5	3,4	14,6	3,8	4,1
mar.	7,3	10,6	10,0	-7,8	0,3	-3,3	4,6	5,2	5,3	3,3	4,4	4,6
apr. ^(p)	8,2	11,0	10,5	-8,2	0,5	-3,3	4,9	9,9	8,9	35,5	11,6	5,3

Fonte: BCE.

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

5.2 Depositi di M3¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ²⁾	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche ⁴⁾
	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
Consistenze													
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	1.813,5	1.329,3	368,3	96,4	19,5	5.556,7	2.753,3	810,6	1.989,9	2,8	886,2	218,5	330,8
2014 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.	1.813,5	1.329,3	368,3	96,4	19,5	5.556,7	2.753,3	810,6	1.989,9	2,8	886,2	218,5	330,8
2015 1° trim.	1.847,0	1.392,6	340,4	99,0	14,9	5.598,3	2.843,8	761,7	1.988,8	3,9	953,5	225,1	339,0
2014 nov.	1.815,9	1.319,9	382,1	100,9	13,1	5.552,8	2.730,7	827,2	1.990,1	4,8	839,4	211,3	324,5
dic.	1.813,5	1.329,3	368,3	96,4	19,5	5.556,7	2.753,3	810,6	1.989,9	2,8	886,2	218,5	330,8
2015 gen.	1.853,5	1.379,5	366,3	96,4	11,4	5.565,6	2.786,5	795,4	1.979,9	3,8	886,7	228,3	343,9
feb.	1.851,9	1.393,7	347,1	97,2	13,9	5.566,5	2.810,2	771,1	1.980,9	4,3	906,0	224,4	349,6
mar.	1.847,0	1.392,6	340,4	99,0	14,9	5.598,3	2.843,8	761,7	1.988,8	3,9	953,5	225,1	339,0
apr. ^(p)	1.843,7	1.387,3	332,6	112,9	10,9	5.609,2	2.857,6	756,0	1.991,9	3,7	963,1	230,2	345,3
Transazioni													
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	68,0	89,9	-25,6	1,2	2,5	140,2	209,0	-65,7	-1,4	-1,7	46,1	5,8	20,9
2014 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.	6,4	15,9	-12,2	-1,4	4,0	25,9	67,5	-33,1	-6,6	-2,0	56,0	-8,7	-5,8
2015 1° trim.	29,7	49,2	-17,2	2,6	-4,9	39,3	81,5	-43,3	-0,1	1,1	50,4	5,1	8,7
2014 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.	-20,0	-20,2	-3,3	-2,8	6,3	4,8	23,6	-15,3	-1,6	-1,9	11,2	-11,5	-2,7
2015 gen.	27,2	39,7	-4,2	-0,1	-8,3	-3,5	25,3	-20,6	-9,3	1,0	-11,0	9,0	13,5
feb.	11,8	13,4	-5,0	0,8	2,5	12,1	23,4	-12,7	1,0	0,4	18,4	-4,3	5,8
mar.	-9,2	-3,9	-8,0	1,8	0,9	30,7	32,8	-9,9	8,2	-0,4	43,0	0,4	-10,7
apr. ^(p)	0,9	9,6	-6,7	2,0	-3,9	12,6	16,9	-5,2	1,2	-0,3	14,0	5,4	6,4
Variazioni percentuali													
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	3,9	7,5	-6,3	1,3	14,5	2,6	8,2	-7,5	-0,1	-37,2	5,5	3,2	7,0
2014 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.	3,9	7,5	-6,3	1,3	14,5	2,6	8,2	-7,5	-0,1	-37,2	5,5	3,2	7,0
2015 1° trim.	4,6	9,5	-10,0	3,5	-5,7	2,8	9,7	-11,2	0,1	-31,0	14,6	-0,7	5,2
2014 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.	3,9	7,5	-6,3	1,3	14,5	2,6	8,2	-7,5	-0,1	-37,2	5,5	3,2	7,0
2015 gen.	4,9	10,0	-8,1	1,5	-34,8	2,5	8,6	-9,2	-0,2	-20,8	5,7	0,5	8,9
feb.	4,8	9,9	-8,9	1,4	-21,9	2,5	8,9	-10,3	-0,2	-25,5	7,9	-0,9	8,0
mar.	4,6	9,5	-10,0	3,5	-5,7	2,8	9,7	-11,2	0,1	-31,0	14,6	-0,7	5,2
apr. ^(p)	4,3	9,8	-11,5	5,5	-37,8	2,9	9,9	-11,5	0,1	-35,3	16,0	1,6	7,8

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 ¹⁾

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								
	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 ²⁾	A società non finanziarie ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾			A imprese di assicurazione e fondi pensione
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
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	3.608,0	1.131,4	2.476,6	12.564,8	10.513,1	-	4.279,7	5.200,6	904,7	128,1	1.276,6	775,1
2014 2° trim.	3.449,1	1.101,7	2.347,4	12.588,4	10.464,8	-	4.306,3	5.191,0	868,5	99,0	1.317,4	806,3
3° trim.	3.508,9	1.102,2	2.406,7	12.561,8	10.444,8	-	4.288,1	5.194,6	858,8	103,3	1.307,0	810,1
4° trim.	3.608,0	1.131,4	2.476,6	12.564,8	10.513,1	-	4.279,7	5.200,6	904,7	128,1	1.276,6	775,1
2015 1° trim.	3.672,8	1.153,2	2.519,6	12.679,5	10.615,8	-	4.310,2	5.234,8	936,1	134,6	1.275,5	788,3
2014 nov.	3.538,2	1.108,8	2.429,4	12.534,0	10.431,0	-	4.271,1	5.194,9	857,5	107,4	1.291,8	811,2
dic.	3.608,0	1.131,4	2.476,6	12.564,8	10.513,1	-	4.279,7	5.200,6	904,7	128,1	1.276,6	775,1
2015 gen.	3.652,4	1.148,7	2.503,7	12.635,3	10.582,4	-	4.301,2	5.223,2	919,2	138,9	1.277,1	775,8
feb.	3.637,8	1.146,5	2.491,3	12.652,6	10.590,7	-	4.313,1	5.222,2	918,4	137,1	1.271,2	790,6
mar.	3.672,8	1.153,2	2.519,6	12.679,5	10.615,8	-	4.310,2	5.234,8	936,1	134,6	1.275,5	788,3
apr. ^(p)	3.698,7	1.151,8	2.546,9	12.654,5	10.607,8	-	4.302,1	5.234,7	934,0	137,1	1.264,3	782,4
Transazioni												
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	72,6	16,3	56,3	-103,7	-50,9	18,7	-59,8	-13,7	11,1	11,6	-88,1	35,3
2014 2° trim.	-27,2	-10,3	-16,9	-50,1	-47,4	9,2	-18,7	-35,4	8,5	-1,7	-12,5	9,7
3° trim.	40,4	-1,4	41,8	-18,9	-10,6	-10,8	-18,6	8,2	-4,4	4,2	-14,1	5,7
4° trim.	46,5	12,8	33,7	5,5	23,3	33,8	3,4	6,4	6,8	6,6	-34,7	17,0
2015 1° trim.	38,5	21,6	16,9	35,8	45,1	52,3	8,7	19,7	10,7	6,0	-1,8	-7,5
2014 nov.	4,6	11,2	-6,6	-13,9	2,8	10,3	-3,9	-1,3	3,5	4,5	-10,7	-5,9
dic.	23,2	8,0	15,3	24,7	24,2	25,0	10,0	3,3	8,4	2,5	-17,0	17,5
2015 gen.	32,2	13,5	18,7	9,8	16,3	16,9	1,7	5,6	-1,5	10,5	2,3	-8,8
feb.	-20,6	2,7	-23,3	9,0	8,1	15,3	10,2	1,3	-1,5	-1,9	-7,1	8,0
mar.	26,9	5,4	21,6	17,0	20,7	20,2	-3,2	12,8	13,7	-2,6	3,1	-6,8
apr. ^(p)	36,7	-1,2	37,9	-6,3	8,9	18,9	0,2	4,4	1,7	2,6	-9,5	-5,8
Variazioni percentuali												
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	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-6,5	4,4
2014 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	-2,5	8,5	-8,6	1,8
4° trim.	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-6,5	4,4
2015 1° trim.	2,8	2,0	3,2	-0,2	0,1	0,8	-0,6	0,0	2,2	14,1	-4,7	3,0
2014 nov.	0,8	0,6	0,9	-1,4	-0,9	-0,2	-1,7	-0,4	-1,0	8,0	-7,2	2,6
dic.	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-6,5	4,4
2015 gen.	2,3	1,6	2,6	-0,6	-0,2	0,5	-1,1	-0,1	1,4	19,3	-6,3	3,3
feb.	1,9	1,5	2,0	-0,4	-0,1	0,6	-0,6	-0,2	0,5	15,4	-5,6	4,2
mar.	2,8	2,0	3,2	-0,2	0,1	0,8	-0,6	0,0	2,2	14,1	-4,7	3,0
apr. ^(p)	3,8	2,4	4,5	0,0	0,0	0,8	-0,4	0,0	0,3	17,2	-2,2	2,8

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'euro¹⁾

(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 ²⁾					Famiglie ³⁾				
	Totale	Corretto per cessioni e cartolarizzazioni ⁴⁾	Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale	Corretto per cessioni e cartolarizzazioni ⁴⁾	Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1					2					6	7	8	9	10
Consistenze										
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	4.279,7	-	1.081,0	724,6	2.474,2	5.200,6	-	563,2	3.861,3	776,1
2014 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	-	1.056,5	726,1	2.505,4	5.194,6	-	567,1	3.843,7	783,8
4° trim.	4.279,7	-	1.081,0	724,6	2.474,2	5.200,6	-	563,2	3.861,3	776,1
2015 1° trim.	4.310,2	-	1.089,9	738,9	2.481,5	5.234,8	-	567,9	3.891,7	775,3
2014 nov.	4.271,1	-	1.040,0	734,0	2.497,0	5.194,9	-	566,6	3.848,3	780,0
dic.	4.279,7	-	1.081,0	724,6	2.474,2	5.200,6	-	563,2	3.861,3	776,1
2015 gen.	4.301,2	-	1.087,4	735,5	2.478,3	5.223,2	-	566,2	3.879,7	777,3
feb.	4.313,1	-	1.090,4	734,8	2.487,9	5.222,2	-	565,3	3.883,4	773,6
mar.	4.310,2	-	1.089,9	738,9	2.481,5	5.234,8	-	567,9	3.891,7	775,3
apr. ^(p)	4.302,1	-	1.089,9	737,1	2.475,0	5.234,7	-	566,7	3.894,8	773,2
Transazioni										
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	-59,8	-46,6	-13,8	0,7	-46,8	-13,7	42,3	-3,0	-2,0	-8,7
2014 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	9,5	1,2	13,1	-6,1
4° trim.	3,4	5,8	-7,4	8,1	2,7	6,4	14,9	-2,2	10,6	-1,9
2015 1° trim.	8,7	11,7	-0,4	8,1	1,0	19,7	23,9	2,5	17,5	-0,3
2014 nov.	-3,9	-2,5	-12,6	10,7	-2,0	-1,3	4,8	-1,6	0,0	0,3
dic.	10,0	10,4	7,0	-1,7	4,7	3,3	4,2	-2,5	6,5	-0,7
2015 gen.	1,7	1,6	-1,7	5,3	-1,9	5,6	6,2	0,1	6,3	-0,7
feb.	10,2	12,3	3,1	-1,1	8,1	1,3	6,3	-0,6	3,8	-1,8
mar.	-3,2	-2,2	-1,8	3,8	-5,3	12,8	11,5	3,0	7,5	2,3
apr. ^(p)	0,2	1,6	3,3	-0,4	-2,7	4,4	13,0	-1,0	6,3	-0,9
Variazioni percentuali										
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	-1,3	0,1	-1,8	-0,3	0,8	-0,5	-0,1	-1,1
2014 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	-1,3	0,1	-1,8	-0,3	0,8	-0,5	-0,1	-1,1
2015 1° trim.	-0,6	-0,2	-0,7	2,1	-1,3	0,0	1,1	-0,1	0,2	-1,1
2014 nov.	-1,7	-1,4	-1,5	-1,8	-1,7	-0,4	0,7	0,1	-0,2	-1,3
dic.	-1,4	-1,1	-1,3	0,1	-1,8	-0,3	0,8	-0,5	-0,1	-1,1
2015 gen.	-1,1	-0,8	-0,8	1,1	-1,9	-0,1	0,9	-0,4	0,1	-1,0
feb.	-0,6	-0,3	0,5	0,8	-1,5	-0,2	1,0	-0,5	0,0	-1,1
mar.	-0,6	-0,2	-0,7	2,1	-1,3	0,0	1,1	-0,1	0,2	-1,1
apr. ^(p)	-0,4	-0,1	0,3	1,2	-1,2	0,0	1,3	-0,1	0,1	-0,8

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) 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'euro¹⁾

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

	Passività delle IFM						Attività delle IFM			
	Detenuti dalle amministrazioni centrali ²⁾	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro					Attività nette sull'estero	Altre		
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni	Capitali e riserve		Totale	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali ³⁾	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Consistenze in essere										
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	262,1	7.178,7	2.253,2	92,0	2.375,3	2.458,3	1.390,7	183,9	184,5	139,8
2014 2° trim.	270,3	7.295,3	2.301,8	90,1	2.455,1	2.448,4	1.346,1	147,7	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.	262,1	7.178,7	2.253,2	92,0	2.375,3	2.458,3	1.390,7	183,9	184,5	139,8
2015 1° trim.	287,6	7.322,2	2.259,8	90,5	2.394,7	2.577,1	1.504,3	237,2	234,7	159,1
2014 nov.	258,7	7.263,2	2.258,3	91,0	2.404,7	2.509,2	1.466,5	189,8	184,4	130,8
dic.	262,1	7.178,7	2.253,2	92,0	2.375,3	2.458,3	1.390,7	183,9	184,5	139,8
2015 gen.	306,0	7.293,1	2.245,5	92,8	2.402,6	2.552,2	1.481,6	233,7	203,3	133,3
feb.	262,9	7.303,0	2.263,4	91,6	2.396,3	2.551,7	1.447,7	265,0	226,3	144,5
mar.	287,6	7.322,2	2.259,8	90,5	2.394,7	2.577,1	1.504,3	237,2	234,7	159,1
apr. ^(p)	260,2	7.235,3	2.237,3	88,5	2.354,6	2.554,9	1.447,8	241,1	206,3	132,1
Transazioni										
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	-6,9	-161,8	-119,7	1,8	-154,7	110,8	244,2	-19,0	0,7	17,7
2014 2° trim.	9,4	-65,1	-54,7	-1,0	-15,8	6,5	75,0	23,8	-5,8	2,3
3° trim.	-20,9	-3,1	-28,3	2,3	-28,5	51,5	38,4	25,3	-7,7	2,6
4° trim.	4,4	-95,3	-25,1	1,0	-77,3	6,1	35,9	-55,5	20,9	18,1
2015 1° trim.	22,2	-47,4	-30,7	-2,5	-47,5	33,3	-6,3	53,8	50,1	19,3
2014 nov.	1,7	-19,5	-6,4	-0,8	-13,6	1,3	47,9	19,0	1,3	9,6
dic.	0,4	-43,9	-6,2	2,4	-34,1	-6,1	-26,1	-60,7	0,1	9,0
2015 gen.	40,6	-12,0	-16,1	-0,2	-12,7	17,1	-5,9	46,2	18,8	-6,5
feb.	-43,1	-17,9	-8,5	-1,2	-12,0	3,7	-24,8	33,1	23,0	11,3
mar.	24,7	-17,5	-6,1	-1,1	-22,8	12,5	24,4	-25,5	8,3	14,6
apr. ^(p)	-27,4	-38,8	-20,1	-2,0	-19,9	3,1	-26,8	4,3	-28,3	-27,0
Variazioni percentuali										
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	-2,7	-2,2	-5,1	2,0	-6,1	4,7	-	-	0,4	14,5
2014 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.	-2,7	-2,2	-5,1	2,0	-6,1	4,7	-	-	0,4	14,5
2015 1° trim.	5,6	-2,9	-5,9	-0,3	-6,8	4,0	-	-	32,5	36,3
2014 nov.	-1,9	-1,9	-5,5	-1,1	-4,8	4,9	-	-	-4,4	-6,6
dic.	-2,7	-2,2	-5,1	2,0	-6,1	4,7	-	-	0,4	14,5
2015 gen.	22,3	-2,3	-5,6	2,5	-6,0	4,6	-	-	22,4	28,3
feb.	-4,4	-2,4	-5,7	0,8	-5,9	4,3	-	-	27,0	28,4
mar.	5,6	-2,9	-5,9	-0,3	-6,8	4,0	-	-	32,5	36,3
apr. ^(p)	-5,7	-3,1	-5,5	-2,4	-7,4	3,4	-	-	26,8	33,0

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

6. ANDAMENTI DELLA FINANZA PUBBLICA

6.1 Disavanzo/avanzo, entrate e spese ¹⁾²⁾

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

	Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Entrate						Spese						
		Totale	Entrate correnti			Entrate in conto capitale	Totale	Spese correnti				Spese in conto capitale		
			Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali netti			Reddito da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Pagamenti sociali ³⁾			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2011	-3,9	44,7	44,5	11,7	12,7	15,1	0,2	48,6	44,3	10,4	5,3	3,0	23,0	4,3
2012	-3,4	45,8	45,6	12,2	13,0	15,3	0,2	49,1	44,6	10,4	5,3	3,0	23,5	4,5
2013	-2,5	46,4	46,1	12,5	13,1	15,5	0,3	48,9	44,8	10,4	5,3	2,8	23,8	4,1
2014	-2,1	46,5	46,3	12,5	13,3	15,5	0,3	48,7	44,9	10,3	5,3	2,6	24,0	3,8
2014 3° trim.	-2,4	46,6	46,1	12,5	13,1	15,5	0,5	49,0	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	3,7
4° trim.	-2,4	46,6	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,3	10,3	5,3	2,6	23,1	3,7

6.2 Rapporto debito pubblico/PIL ¹⁾

(in percentuale del PIL; consistenze a fine periodo)

	Totale	Strumento finanziario			Detentore			Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta	
		Banconote, 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	
2011	85,8	2,9	15,3	67,5	42,7	24,3	43,1	12,2	73,6	20,3	29,8	35,7	84,0	1,8
2012	89,1	3,0	17,2	68,8	45,4	26,2	43,6	11,4	77,7	19,5	31,6	38,0	86,9	2,2
2013	90,9	2,7	17,0	71,2	45,9	26,1	45,0	10,4	80,5	19,4	32,2	39,3	89,0	2,0
2014	92,0	2,7	16,8	72,4	45,2	25,9	46,8	10,1	81,8	19,2	32,2	40,5	89,9	2,0
2014 3° trim.	92,0	2,6	16,6	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	91,9	2,7	16,8	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

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

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

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno ²⁾					Vita residua media ³⁾	Rendimento nominale medio ⁴⁾						
	Totale	Capitale ⁵⁾		Interesse			Consistenze in essere				Transazioni		
		Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Totale	A tasso variabile		Zero coupon	A tasso fisso		Emissione	Rimborsi		
								Scadenze fino a 1 anno					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2013	16,5	14,4	5,0	2,1	0,5	6,3	3,5	1,7	1,3	3,7	2,8	1,2	1,8
2014	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2014 3° trim.	17,3	15,2	5,7	2,1	0,5	6,4	3,2	1,5	0,5	3,5	2,8	0,9	1,6
4° trim.	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2014 nov.	15,9	13,9	4,8	2,0	0,5	6,5	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,9	1,7
dic.	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2015 gen.	15,7	13,6	5,1	2,0	0,5	6,5	3,1	1,4	0,4	3,5	2,7	0,8	1,7
feb.	15,7	13,6	4,5	2,0	0,5	6,5	3,0	1,4	0,3	3,4	2,7	0,7	1,7
mar.	15,5	13,4	4,6	2,0	0,5	6,5	3,0	1,4	0,0	3,4	2,8	0,6	1,7
apr.	15,9	13,8	4,8	2,0	0,5	6,6	2,9	1,3	0,3	3,4	2,8	0,5	1,7

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

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

	Belgio	Germania	Estonia	Irlanda	Grecia	Spagna	Francia	Italia	Cipro	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Disavanzo(-)/avanzo (+) pubblico										
2011	-4,1	-0,9	1,2	-12,7	-10,2	-9,4	-5,1	-3,5	-5,8	
2012	-4,1	0,1	-0,2	-8,1	-8,7	-10,3	-4,8	-3,0	-5,8	
2013	-2,9	0,1	-0,2	-5,8	-12,3	-6,8	-4,1	-2,9	-4,9	
2014	-3,2	0,7	0,6	-4,1	-3,5	-5,8	-4,0	-3,0	-8,8	
2014 3° trim.	-3,1	0,6	-0,2	-4,7	-2,3	-5,7	-4,0	-2,8	-10,2	
4° trim.	-3,2	0,7	0,6	-4,1	-3,5	-5,8	-4,0	-3,0	-8,8	
Debito pubblico										
2011	102,0	77,9	6,0	111,2	171,3	69,2	85,2	116,4	66,0	
2012	103,8	79,3	9,7	121,7	156,9	84,4	89,6	123,1	79,5	
2013	104,4	77,1	10,1	123,2	175,0	92,1	92,3	128,5	102,2	
2014	106,5	74,7	10,6	109,7	177,1	97,7	95,0	132,1	107,5	
2014 3° trim.	108,3	75,1	10,5	114,3	175,8	96,8	95,4	132,0	104,7	
4° trim.	106,6	74,7	10,6	109,7	177,1	97,7	95,2	132,1	107,5	
	Lettonia	Lituania	Lussemburgo	Malta	Paesi Bassi	Austria	Portogallo	Slovenia	Slovacchia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Disavanzo(-)/avanzo (+) pubblico										
2011	-3,3	-8,9	0,4	-2,6	-4,3	-2,6	-7,4	-6,6	-4,1	-1,0
2012	-0,8	-3,1	0,1	-3,6	-4,0	-2,2	-5,6	-4,0	-4,2	-2,1
2013	-0,7	-2,6	0,9	-2,6	-2,3	-1,3	-4,8	-14,9	-2,6	-2,5
2014	-1,4	-0,7	0,6	-2,1	-2,3	-2,4	-4,5	-4,9	-2,9	-3,2
2014 3° trim.	0,0	-0,7	0,5	-2,7	-2,6	-1,2	-4,4	-12,8	-2,8	-2,9
4° trim.	-1,4	-0,7	.	-2,1	-2,3	-2,4	-4,5	-4,9	-2,9	-3,2
Debito pubblico										
2011	42,7	37,2	19,1	69,7	61,3	82,1	111,1	46,5	43,4	48,5
2012	40,9	39,8	21,9	67,4	66,5	81,5	125,8	53,7	52,1	52,9
2013	38,2	38,8	24,0	69,2	68,6	80,9	129,7	70,3	54,6	55,8
2014	40,0	40,9	23,6	68,0	68,8	84,5	130,2	80,9	53,6	59,3
2014 3° trim.	40,4	38,1	23,3	71,7	69,0	80,8	132,2	77,7	55,4	58,2
4° trim.	40,0	40,9	.	68,0	68,8	84,5	130,2	80,9	53,6	59,3

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.

