

Indice

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

Sintesi	4
1 Contesto esterno	7
2 Andamenti finanziari	9
3 Attività economica	11
4 Prezzi e costi	13
5 Moneta e credito	15

Riquadri

1 I motivi dell'indebolimento della crescita nelle economie di mercato emergenti	18
2 La fiducia dei consumatori è un indicatore di previsione dei consumi?	21
3 Recenti andamenti degli scambi commerciali con i paesi esterni all'area dell'euro: il ruolo delle economie di mercato emergenti	23
4 L'inflazione di fondo ha raggiunto un punto di svolta?	26
5 Effetti dei tassi negativi a breve termine sul settore dei fondi del mercato monetario	31

Articolo

1 La convergenza reale nell'area dell'euro: riscontri, teoria e implicazioni sul piano delle politiche	34
--	----

Statistiche	S1
--------------------	-----------

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

Sintesi

Dopo una certa perdita di slancio agli inizi del 2015 l'economia mondiale dovrebbe tornare su un percorso di modesta ripresa, con notevoli differenze tra regioni. Gli Stati Uniti e il Regno Unito mostrano segnali di un recupero dell'attività economica, mentre in Giappone gli indicatori disponibili rivelano un indebolimento delle prospettive di crescita, dopo la vigorosa dinamica del primo trimestre. Quanto alla Cina, i dati recenti segnalano una ripresa dell'espansione economica nel secondo trimestre, sebbene il calo dei corsi azionari abbia acuito il clima di incertezza. La crescita del commercio mondiale resta debole, principalmente a causa della flessione osservata nei mercati emergenti. L'inflazione complessiva permane contenuta a livello internazionale, essendo limitata dalle precedenti diminuzioni dei prezzi dell'energia.

I recenti andamenti nei mercati finanziari dell'area dell'euro sono stati caratterizzati da un aumento della volatilità, riconducibile soprattutto alle accresciute incertezze sui negoziati tra la Grecia e i creditori ufficiali. Nonostante il generale incremento registrato dagli inizi di giugno, i corsi azionari hanno mostrato oscillazioni pronunciate nelle ultime settimane. Al tempo stesso i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine si sono mantenuti pressoché invariati nell'insieme dell'area dell'euro, su livelli superiori ai recenti minimi storici toccati a metà aprile. I differenziali rispetto ai titoli tedeschi si sono ridotti in Italia, Spagna e Portogallo, mentre sono rimasti sostanzialmente stabili, nel complesso, negli altri paesi dell'area ad eccezione della Grecia. Il tasso di cambio dell'euro si è indebolito in termini effettivi.

Nel primo trimestre del 2015 la crescita trimestrale del PIL reale dell'area dell'euro si è confermata allo 0,4 per cento. L'espansione è stata sostenuta dalla domanda interna, attraverso i cospicui contributi dei consumi privati e adesso anche degli investimenti. I risultati delle ultime indagini congiunturali, fino a giugno, restano coerenti con il procedere di una crescita moderata nel secondo trimestre. In prospettiva, è atteso un ulteriore ampliamento della ripresa economica. La domanda interna dovrebbe essere sorretta dalle misure di politica monetaria della BCE e dal favorevole impatto sulle condizioni finanziarie, nonché dai progressi compiuti sul fronte del risanamento dei conti pubblici e delle riforme

strutturali. Inoltre, i bassi prezzi del petrolio dovrebbero continuare a sostenere il reddito disponibile reale delle famiglie e la redditività delle imprese, e quindi i consumi privati e gli investimenti. In aggiunta, la domanda di esportazioni dell'area dell'euro dovrebbe beneficiare della maggiore competitività di prezzo.

L'inflazione ha raggiunto il livello minimo agli inizi dell'anno, tornando in territorio positivo negli ultimi mesi. In giugno ha mostrato una lieve riduzione, portandosi allo 0,2 per cento dallo 0,3 di maggio. Secondo le informazioni disponibili e i prezzi correnti dei contratti future sul greggio, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC dovrebbe rimanere bassa nei prossimi mesi per poi aumentare sul finire dell'anno, in parte per gli effetti base connessi al calo delle quotazioni petrolifere al termine del 2014. Nel 2016 e nel 2017 l'inflazione dovrebbe aumentare ancora, sostenuta dall'atteso recupero dell'economia, dall'impatto del deprezzamento dell'euro e dall'ipotesi, incorporata nei contratti future, di un lieve rincaro del greggio nei prossimi anni.

L'aggregato monetario ampio e quelli ristretti continuano a evidenziare una dinamica vigorosa. In un contesto di bassi tassi di interesse, l'espansione dell'aggregato monetario esteso è trainata dagli effetti di sostituzione dei portafogli, oltre che dal contributo tuttora consistente dei depositi overnight alla crescita di M3. La dinamica dei prestiti è migliorata ulteriormente ma resta debole, specie per il credito alle società non finanziarie. I tassi sui prestiti delle banche sono diminuiti ancora e l'indagine più recente sul credito bancario nell'area dell'euro segnala un ulteriore miglioramento delle condizioni di finanziamento e della domanda di credito. In aggiunta, si è ridotta la frammentazione della domanda di credito a livello dei singoli paesi e le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine hanno concorso ad allentare termini e condizioni dell'offerta. Nel complesso, le misure di politica monetaria messe in atto dalla BCE da giugno 2014 sono di chiaro sostegno a un miglioramento sia delle condizioni di prestito per famiglie e imprese sia dei flussi di credito nell'intera area dell'euro.

Nella riunione del 16 luglio, 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. Per quanto concerne le misure non convenzionali di politica monetaria, i programmi di acquisto di attività continuano a procedere in modo regolare. Il Consiglio direttivo ha inoltre ribadito la precedente valutazione sull'esigenza di mantenere una stabile il corso della politica monetaria, in cui la piena attuazione di tutte le misure di politica monetaria fornirà il necessario sostegno all'economia dell'area dell'euro e determinerà un

ritorno durevole dell'inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine.

In prospettiva, il Consiglio direttivo continuerà a seguire con attenzione la situazione dei mercati finanziari, nonché le potenziali implicazioni per l'orientamento di politica monetaria e per le prospettive sulla stabilità dei prezzi. Se alcuni fattori dovessero indurre un inasprimento ingiustificato della politica monetaria o se le prospettive per la stabilità dei prezzi dovessero mutare in modo sostanziale, il Consiglio direttivo reagirebbe ricorrendo a tutti gli strumenti disponibili nell'ambito del proprio mandato.

1 Contesto esterno

Dopo avere rallentato agli inizi del 2015, l'economia mondiale dovrebbe tornare a seguire un sentiero di modesta ripresa.

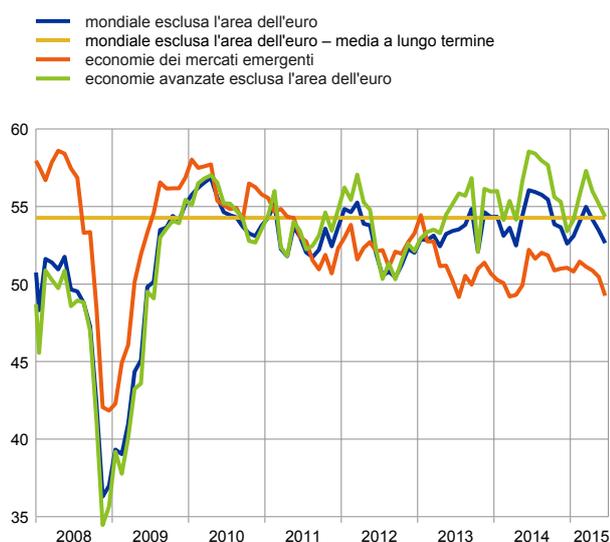
Le indagini più recenti segnalano una dinamica di crescita costante nel secondo trimestre del 2015. L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) calcolato escludendo l'area dell'euro è sceso lievemente in giugno (cfr. figura 1), portandosi al di sotto della sua media di lungo periodo. In termini trimestrali, ha registrato un modesto calo nel secondo trimestre rispetto al primo. L'espansione del prodotto sul trimestre precedente è rimasta solida nelle economie avanzate e particolarmente negli Stati Uniti e nel Regno Unito. I PMI nelle economie di mercato emergenti (EME) hanno continuato a pesare sull'indice mondiale, di riflesso al perdurante rallentamento delle EME provocato da fattori sia ciclici sia strutturali (cfr. riquadro 1). Al tempo stesso altri indicatori congiunturali segnalano una certa tenuta dell'attività globale. Il World Economic Climate Index dell'Ifo è aumentato ulteriormente nel secondo trimestre del 2015 e gli indicatori anticipatori compositi dell'OCSE continuano altresì a suggerire una dinamica di crescita costante nel complesso.

La dinamica del commercio mondiale rimane debole, ma i PMI più recenti relativi ai nuovi ordinativi dall'estero segnalano che potrebbe essere stato raggiunto un punto di minimo.

Le importazioni globali di beni in termini di volume sono diminuite dell'1,1 per cento nel trimestre terminante in aprile rispetto ai tre mesi precedenti, un calo lievemente inferiore a quello registrato in marzo (cfr. figura 2). La divergenza osservata tra le economie avanzate e le EME in termini di attività trova riscontro anche negli andamenti commerciali, la cui debolezza recente è dovuta alla flessione dei volumi delle importazioni nei mercati emergenti, particolarmente in

Figura 1
PMI composito del prodotto mondiale

(indice di diffusione)

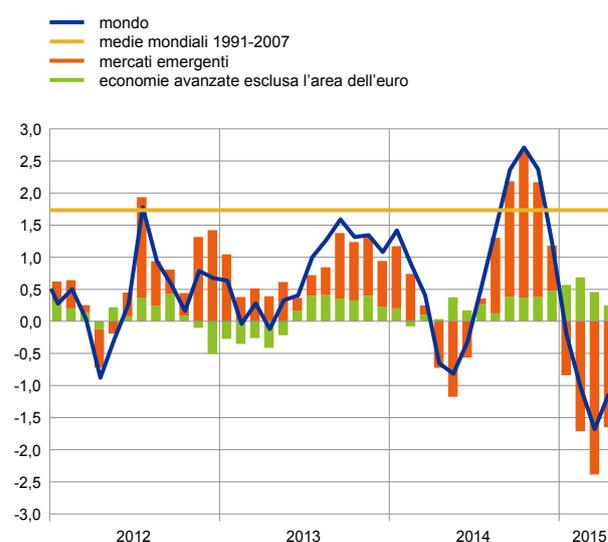


Fonti: Markit e BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce a giugno 2015. La "media a lungo termine" si riferisce al periodo a partire dal 1999; "economie dei mercati emergenti" si riferisce a Brasile, Cina, India e Russia; "economie avanzate" si riferisce a Giappone, Stati Uniti e Regno Unito.

Figura 2
Crescita delle importazioni di merci

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



Fonti: CPB ed elaborazioni della BCE.

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

Asia. Nelle economie avanzate la crescita dell'interscambio, per quanto anch'essa lievemente indebolita, è rimasta complessivamente solida.

L'inflazione complessiva a livello internazionale rimane bassa, frenata da effetti base connessi al precedente calo dei prezzi dei beni energetici. L'inflazione sui dodici mesi nell'area dell'OCSE è aumentata lievemente in maggio, allo 0,6 per cento, grazie alla minore diminuzione della componente energetica rispetto al mese precedente. Il tasso calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici è rimasto basso e stabile all'1,6 per cento. Nei principali paesi non appartenenti all'OCSE l'inflazione al consumo ha registrato andamenti notevolmente divergenti, aumentando ancora in Brasile e diminuendo in Russia (a partire da livelli elevati), Cina e India.

Negli Stati Uniti l'attività evidenzia segnali di ripresa, dopo avere ristagnato agli inizi del 2015. Il calo del PIL in termini reali (pari allo 0,04 per cento sul periodo precedente) nel primo trimestre del 2015 si è rivelato minore del previsto ed è stato principalmente dovuto alle condizioni meteorologiche rigide, alle turbative nell'operatività dei porti provocate da vertenze di lavoro, all'impatto del precedente apprezzamento del dollaro statunitense e alla forte diminuzione degli investimenti nel settore energetico. Gli indicatori recenti sono in linea con una ripresa della crescita del PIL nel secondo trimestre. In particolare, il recente miglioramento del clima di fiducia dei consumatori lascia presagire un'accelerazione della spesa per consumi, in quanto sempre più famiglie potrebbero iniziare a spendere il maggior reddito connesso alla precedente caduta dei corsi petroliferi. Anche la dinamica di fondo del mercato del lavoro rimane robusta, come mostra il solido ritmo di creazione di posti di lavoro in giugno. Al tempo stesso l'inflazione è rimasta bassa, riflettendo il precedente calo delle quotazioni del petrolio e l'apprezzamento del dollaro statunitense. L'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è risultata nulla in maggio, dopo essersi mantenuta nulla o negativa per quattro mesi, mentre il tasso calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici è diminuito lievemente di riflesso al calo della componente sia dei beni sia dei servizi.

Gli indicatori disponibili segnalano un nuovo indebolimento delle prospettive per la crescita in Giappone dopo il forte miglioramento agli inizi dell'anno, mentre l'inflazione rimane bassa. Il PIL ha accelerato nel primo trimestre del 2015, registrando una crescita in termini reali pari all'1,0 per cento sul trimestre precedente, grazie soprattutto all'aumento degli investimenti privati e al forte contributo della variazione delle scorte. Gli indicatori congiunturali di maggio sono stati piuttosto deboli: sia la produzione industriale sia le esportazioni in termini reali sono diminuite e la crescita dei consumi reali è rimasta inferiore rispetto al primo trimestre. Al tempo stesso l'indagine Tankan della Banca del Giappone relativa a giugno 2015 ha segnalato un miglioramento del clima di fiducia delle imprese sia manifatturiere sia non manifatturiere rispetto a marzo. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è rimasta bassa: il tasso complessivo e quello calcolato al netto della componente alimentare ed energetica sono stati rispettivamente pari allo 0,5 e 0,4 per cento in maggio. Sul piano delle politiche, la Banca del Giappone ha annunciato un nuovo quadro di riferimento per le riunioni di politica monetaria (che entrerà in vigore a gennaio 2016) volto ad accrescere la trasparenza.

Nel Regno Unito la crescita si è indebolita agli inizi del 2015 e dovrebbe tornare a rafforzarsi nel secondo trimestre dell'anno.

Il tasso di variazione del PIL in termini reali è sceso allo 0,4 per cento nel primo trimestre del 2015, dallo 0,8 del periodo precedente, principalmente a causa del contributo negativo fornito dalle esportazioni nette. Tuttavia, la domanda interna ha continuato a sostenere la crescita. Il PMI composito e le statistiche relative alla produzione industriale segnalano un'accelerazione del prodotto nel secondo trimestre dell'anno. Il tasso di disoccupazione è salito lievemente (al 5,6 per cento) nei tre mesi fino a maggio 2015, mentre le retribuzioni hanno accelerato. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC continua a oscillare attorno al suo minimo storico sulla scia del basso livello dei prezzi dei beni energetici e alimentari.

In Cina il PIL in termini reali ha accelerato dopo il rallentamento degli inizi dell'anno, ma la recente correzione del mercato azionario ha fatto aumentare l'incertezza.

La crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente è salita all'1,7 per cento nel secondo trimestre del 2015, da un modesto 1,4 per cento nel primo, sorretta dalle recenti misure di stimolo monetario e fiscale. Al tempo stesso permangono sacche di debolezza, poiché gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sono rimasti modesti e le importazioni deboli. L'incertezza riguardo alle prospettive di crescita e alla stabilità finanziaria in Cina sono lievemente aumentate dopo la brusca correzione dei mercati azionari nel mese trascorso che ha fatto seguito alla rapidissima espansione dei mesi precedenti.

2 Andamenti finanziari

Tra i primi di giugno e la metà di luglio, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro sono rimasti, nel complesso, sostanzialmente

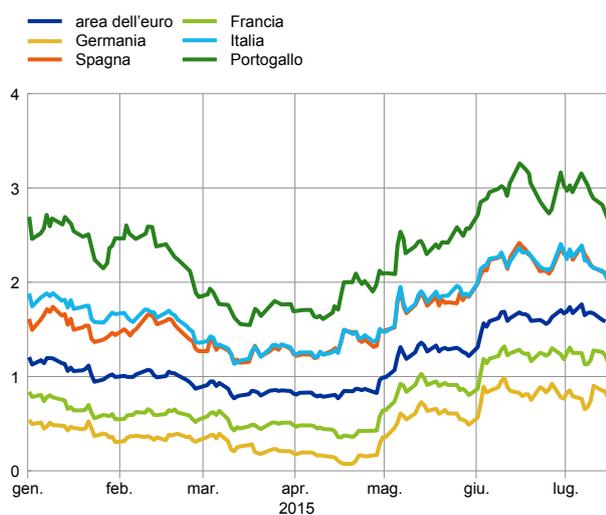
invariati, su un livello superiore di circa 75 punti base, in media, rispetto ai minimi storici registrati verso metà aprile.

L'evoluzione dei tassi di interesse è stata piuttosto disomogenea tra inizio giugno e metà luglio. I primi di giugno, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine con rating AAA sono notevolmente aumentati (cfr. figura 3), un incremento che può essere attribuito, tra gli altri fattori, ad aspettative di inflazione a lungo termine in qualche misura più elevate. Anche la dinamica negativa della liquidità nei mercati delle obbligazioni sovrane sarebbe riconducibile a rendimenti più alti in questo periodo. Tra il 10 giugno e la metà di luglio, i rendimenti medi dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro con rating AAA sono scesi a circa l'1 per cento, con qualche oscillazione più ampia contestualmente all'acuirsi dei timori riguardo all'esito del referendum in Grecia. I differenziali rispetto ai rendimenti sui titoli di Stato tedeschi sono diminuiti in Italia, Spagna e Portogallo e si sono mantenuti, in generale, pressoché stabili nei restanti paesi dell'area dell'euro, ad eccezione della Grecia. Sulle

Figura 3

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

(percentuali in ragione d'anno)

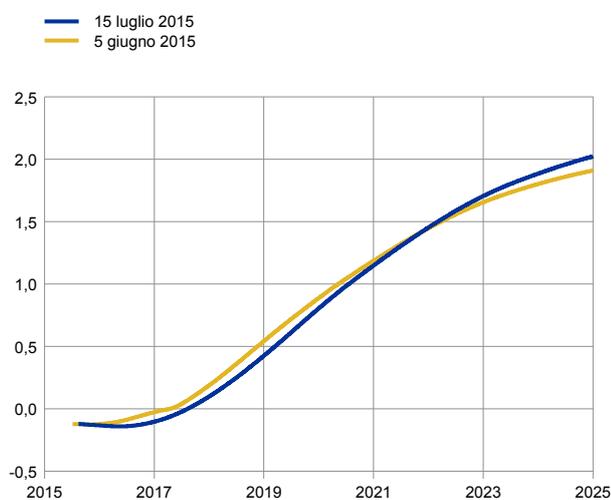


Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nota: area dell'euro indica la media dei rendimenti delle obbligazioni sovrane a 10 anni ponderata rispetto al PIL.

Figura 4
Tassi a termine sull'EONIA

(percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

brevi scadenze, gran parte dei paesi dell'area hanno continuato a registrare rendimenti negativi e, in alcuni casi, i rendimenti hanno seguito a scendere causando un aumento dell'inclinazione delle curve dei rendimenti sovrani negli stessi paesi.

I tassi a termine sull'Eonia sono cresciuti per le scadenze superiori a sei anni tra gli inizi di giugno e la metà di luglio. Durante il periodo in rassegna, l'Eonia è stato pari in media a -12 punti base, muovendosi all'interno di un corridoio ristretto attorno a questo valore. Per le scadenze inferiori a sei anni, i tassi a termine sull'Eonia si sono ulteriormente ridotti nell'arco del periodo, ma hanno evidenziato un aumento su tutte le altre scadenze, con un incremento di 11 punti base per le scadenze a dieci anni, portando ad accentuare l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario (cfr. figura 4). Mentre l'Eonia è rimasto invariato dal 5 giugno al 15 luglio, la liquidità in eccesso è aumentata di 115 miliardi di

euro, raggiungendo 429 miliardi. La maggiore liquidità in eccesso è ascrivibile agli acquisti nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività, nonché all'aggiudicazione di un importo di 74 miliardi di euro nella quarta operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine il 18 giugno, un valore leggermente superiore alle aspettative di mercato. Alla fine del secondo trimestre, il 30 giugno 2015, l'Eonia ha registrato un'impennata di 6 punti base dovuta a una crescita della domanda di liquidità alla fine del trimestre. Il rialzo è stato pari solo alla metà del rialzo osservato alla fine del trimestre precedente, per via dell'aumento della liquidità in eccesso da allora.

Tra il 5 giugno e il 15 luglio i mercati azionari europei nell'insieme sono cresciuti, con l'indice generale Euro Stoxx che è salito quasi del 3 per cento.

La tendenza al rialzo dei titoli azionari dell'area dell'euro si è concentrata in prevalenza tra il 5 e il 26 giugno; in questo periodo, l'indice Euro Stoxx ha guadagnato all'incirca il 3 per cento, mentre le quotazioni azionarie negli Stati Uniti, misurate dall'indice Standard & Poor's 500, hanno evidenziato un incremento di poco superiore a mezzo punto percentuale. Nel periodo in rassegna, i rialzi dei titoli azionari dell'area sono stati più consistenti nel settore finanziario rispetto a quello industriale. Per contro, e soprattutto per effetto dell'incertezza riguardo all'esito del referendum in Grecia, i corsi azionari hanno registrato cospicue flessioni nell'area dell'euro alla fine di giugno e nella prima settimana di luglio, nell'ordine di circa l'8,5 e il 7 per cento, rispettivamente nel settore finanziario e in quello non finanziario. Nell'arco dello stesso periodo, i prezzi delle azioni sono scesi anche negli Stati Uniti, seppure in misura molto minore, ossia di circa l'1 per cento in entrambi i settori. Il calo delle quotazioni in questo periodo è stato accompagnato da una crescente incertezza, espressa dalla volatilità implicita degli indici azionari, in aumento di circa 6 punti percentuali nelle due aree economiche. Le tensioni si sono attenuate subito dopo il referendum greco, con la riduzione della volatilità implicita dei mercati azionari, che si è portata al di sotto dei valori prevalenti agli inizi di giugno in

entrambe le aree economiche, e il ritorno degli indici azionari ai loro picchi relativi degli ultimi giorni di giugno.

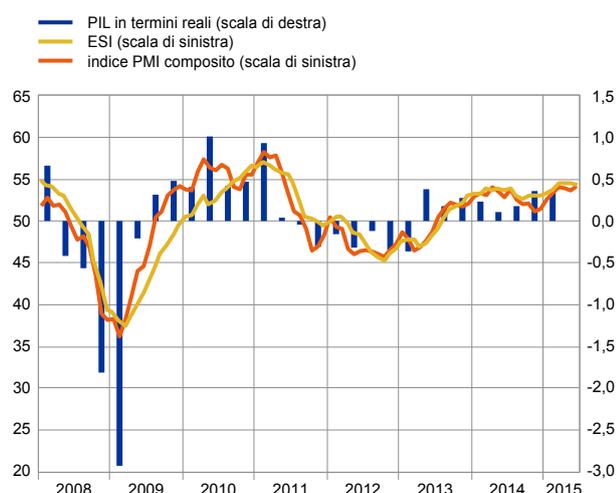
L'euro si è indebolito in termini effettivi a seguito degli sviluppi in Grecia e dell'acuirsi dell'incertezza ad essi associata. Dopo un periodo di rafforzamento generalizzato tra metà aprile e i primi di giugno, il tasso di cambio della moneta unica si è mantenuto sostanzialmente stabile fino alla fine di giugno, dopodiché l'euro si è deprezzato in termini effettivi in un contesto di accresciuta incertezza derivante dagli sviluppi in Grecia. Nel complesso, la moneta unica ha perso l'1,5 per cento su base ponderata per l'interscambio tra il 5 giugno e il 15 luglio. In termini bilaterali, l'euro si è deprezzato dell'1,9 per cento sul dollaro statunitense durante lo stesso periodo, indebolendosi anche nei confronti della sterlina britannica, dello yen giapponese, del franco svizzero e delle valute delle economie emergenti. Diversamente, l'euro si è apprezzato su gran parte delle divise dei paesi dell'Europa centrale e orientale e anche sulle valute dei paesi esportatori di materie prime. Considerate l'incertezza e le preoccupazioni crescenti riguardo al rafforzamento della corona svedese, all'inizio di luglio la Sveriges Riksbank ha deciso di adottare ulteriori misure di allentamento monetario.

3 Attività economica

Nell'area dell'euro prosegue il processo di ripresa. I dati più recenti mostrano che nel primo trimestre del 2015 il PIL reale è aumentato dello 0,4 per cento in termini congiunturali (cfr. figura 5) e la domanda interna è rimasta la principale

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

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



Fonti: Eurostat, Commissione europea, Markit e BCE.
Note: l'indice del clima economico (ESI) è normalizzato con la media e la deviazione standard dell'indice dei responsabili degli acquisti (PMI).
Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2015 per l'andamento del PIL in termini reali e a giugno 2015 per l'indice del clima economico e per l'indice dei responsabili degli acquisti.

determinante della crescita del prodotto. Mentre negli ultimi trimestri l'espansione è stata sostenuta soprattutto dai consumi privati, ora si rilevano segnali incoraggianti di ripresa anche negli investimenti privati. Allo stesso tempo, l'andamento delle scorte ha contribuito in misura lievemente positiva alla crescita nel primo trimestre, mentre l'interscambio netto ha fornito un contributo negativo, dato che l'aumento delle importazioni è stato superiore a quello delle esportazioni. Nel primo trimestre di quest'anno il PIL reale dell'area dell'euro si è collocato su un livello superiore del 2,1 per cento rispetto al valore minimo toccato nel primo trimestre del 2013, ma inferiore dell'1,5 per cento al picco pre-crisi registrato nel primo trimestre del 2008.

Nel complesso, gli ultimi dati sono in linea con il protrarsi dell'espansione economica nel secondo trimestre di quest'anno. In maggio la produzione industriale al netto delle costruzioni è diminuita dello 0,4 per cento sul mese precedente. Pertanto, nei primi due mesi del secondo trimestre la produzione si è collocata su un livello inferiore dello 0,2 per cento rispetto a quello medio nel primo trimestre. In aprile

tuttavia la produzione nelle costruzioni è aumentata dello 0,2 per cento rispetto al livello registrato nel primo trimestre. Inoltre, i recenti andamenti della produzione di beni di investimento indicano una ulteriore crescita degli investimenti dell'area dell'euro nel secondo trimestre, mentre gli andamenti del commercio al dettaglio e delle immatricolazioni di nuovi autoveicoli sono in linea con il protrarsi di una vigorosa espansione dei consumi privati. Al contempo, i dati sull'interscambio per aprile segnalano una protratta crescita delle esportazioni, ancorché a un ritmo più moderato rispetto ai mesi precedenti. Le esportazioni dell'area dell'euro sono attualmente sostenute dalla forte domanda proveniente dagli Stati Uniti e da altre economie avanzate (cfr. riquadro 3), mentre è diminuito il contributo delle economie emergenti alla crescita delle esportazioni all'esterno dell'area. Nel complesso, tali andamenti sono in linea con le aspettative di una diffusione della ripresa nel periodo a venire.

I dati congiunturali più recenti, riferiti a tutto il secondo trimestre, confermano che i tassi di crescita a breve termine sono rimasti sostanzialmente invariati.

L'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) e l'indice del clima economico della Commissione europea (Economic Sentiment Indicator, ESI) sono migliorati nel secondo trimestre di quest'anno (cfr. figura 5). In giugno entrambi gli indicatori si sono collocati su livelli al di sopra delle rispettive medie di lungo periodo. Inoltre, la fiducia dei consumatori, nonostante i recenti segnali di stabilizzazione, rimane ben al di sopra della sua media di lungo periodo (cfr. anche riquadro 2). In aggiunta, la più recente indagine sul credito bancario indica che l'allentamento dei criteri di concessione del credito alle imprese è continuato nel

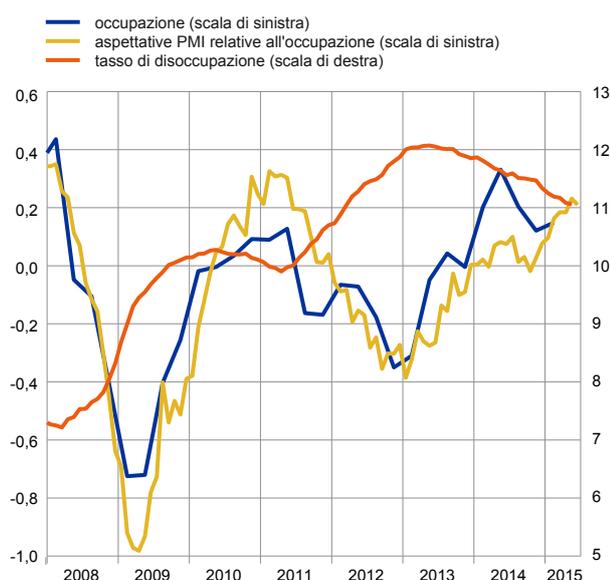
secondo trimestre, sebbene a un ritmo più contenuto, favorendo quindi la ripresa della crescita dei prestiti e delle attività di investimento. I risultati delle indagini sull'andamento delle esportazioni, disponibili fino a giugno, sono in linea con i dati quantitativi sul commercio e segnalano il protrarsi della crescita delle esportazioni nel secondo trimestre. Tuttavia, il lieve calo del PMI per i nuovi ordinativi dall'estero lascia intendere che la dinamica delle esportazioni sarà più contenuta in futuro.

I mercati del lavoro mostrano segnali di graduale miglioramento. Nel primo trimestre del 2015

l'occupazione è salita ancora, aumentando dello 0,1 per cento in termini congiunturali (cfr. figura 6). Di conseguenza, l'occupazione si è attestata su un livello superiore dello 0,8 per cento rispetto a un anno prima, registrando l'incremento annuale più elevato dal secondo trimestre del 2008. Il tasso di disoccupazione per l'area dell'euro, che ha iniziato a scendere a metà del 2013, è diminuito ulteriormente nel secondo trimestre del 2015 collocandosi all'11,1 per cento in maggio. Le informazioni più recenti desunte dalle indagini prospettano un miglioramento dei mercati del lavoro in certa misura più rapido nel prossimo futuro.

Figura 6
Occupazione, PMI relativo alle aspettative di occupazione e tasso di disoccupazione nell'area dell'euro

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



Fonti: Eurostat, Markit e BCE.
Note: l'indice PMI è espresso come deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2015 per l'occupazione, a giugno 2015 per l'indice PMI e a maggio 2015 per la disoccupazione.

Su un orizzonte temporale più lungo, il recente calo dei corsi petroliferi dovrebbe favorire la crescita, soprattutto la domanda interna, attraverso un aumento del reddito disponibile reale delle famiglie e dei profitti delle imprese.

La domanda interna dovrebbe essere ulteriormente sostenuta dalle misure di politica monetaria della BCE e dal loro impatto favorevole sulle condizioni finanziarie, nonché dai progressi compiuti sul fronte del risanamento dei conti pubblici e delle riforme strutturali. Inoltre, la domanda di esportazioni dell'area dell'euro dovrebbe beneficiare della ripresa mondiale e dei miglioramenti della competitività di prezzo. Tuttavia, le prospettive di crescita mondiale restano gravate dal perdurante rallentamento delle economie dei mercati emergenti ed è probabile che l'espansione economica nell'area dell'euro continui a essere frenata dai necessari aggiustamenti dei bilanci in diversi settori e dalla lenta attuazione delle riforme strutturali. I risultati dell'ultima Survey of Professional Forecasters della BCE (cfr. www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html) mostrano che le previsioni di crescita del PIL del settore privato sono rimaste sostanzialmente invariate rispetto all'esercizio previsivo precedente. Allo stesso tempo, le aspettative per il tasso di disoccupazione sono state riviste lievemente al ribasso.

4 Prezzi e costi

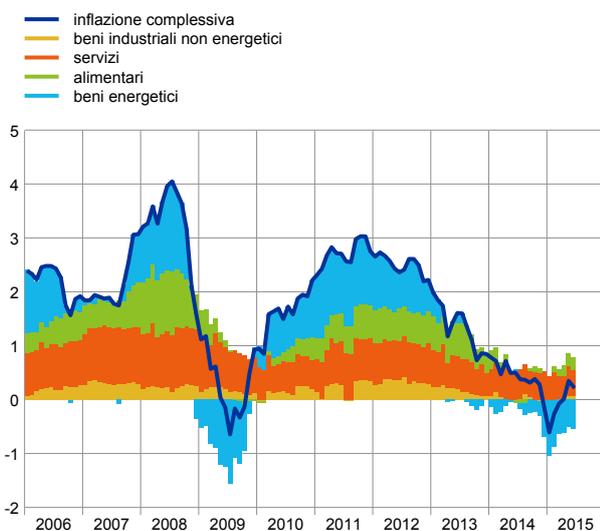
L'inflazione dell'area dell'euro si è stabilizzata su bassi livelli positivi.

Secondo Eurostat, l'inflazione dell'area misurata sullo IAPC è diminuita leggermente in giugno, portandosi allo 0,2 per cento rispetto allo 0,3 di maggio (cfr. figura 7), principalmente per effetti di calendario temporanei nella componente dei servizi che hanno esercitato spinte al rialzo in maggio e al

ribasso in giugno. Tale andamento si è riflesso anche nell'inflazione armonizzata al netto di energia e beni alimentari, scesa lievemente in giugno, allo 0,8 per cento dallo 0,9 del mese precedente.

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'ultima osservazione è relativa a giugno 2015.

Guardando oltre i movimenti dei singoli mesi, più di recente l'inflazione di fondo ha mostrato un aumento. Tuttavia, è ancora incerto se l'incremento dell'inflazione calcolata sullo IAPC al netto di energia e alimentari (misura dell'inflazione di fondo) dal suo minimo storico dello 0,6 per cento toccato ad aprile implichi un punto di svolta, considerando che l'andamento cela sia fattori più persistenti sia altri di natura temporanea (cfr. anche il riquadro 4). Alcune determinanti, come gli effetti indiretti del calo delle quotazioni petrolifere, esercitano ancora pressioni al ribasso sull'inflazione armonizzata di fondo. Una volta esauriti questi effetti ritardati, tuttavia, la trasmissione del deprezzamento dell'euro in atto da maggio 2014 ai prezzi al consumo dei beni non energetici, dovrebbe creare presupposti più solidi per un incremento dell'inflazione di fondo.

La trasmissione dell'indebolimento dell'euro ai prezzi al consumo è rafforzata dalla vigorosa dinamica dei prezzi all'importazione, ma le pressioni inflazionistiche restano contenute sul fronte interno.

Mentre i prezzi all'importazione dei beni di consumo non alimentari e dei beni intermedi hanno registrato in maggio una crescita sui dodici mesi relativamente sostenuta, pari al 4,8 e al 3,0 per cento, rispettivamente, i prezzi alla produzione per i beni venduti sul mercato interno hanno continuato a scendere. Il calo evidenziato a giugno dai corsi del greggio e delle materie prime non petrolifere suggerisce che nei prossimi mesi i prezzi alla produzione dei beni intermedi subiranno ulteriori spinte al ribasso. Agli ultimi stadi della catena di produzione e di formazione dei prezzi, in maggio i prezzi alla produzione non avevano ancora ripreso a salire e la dinamica sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari rimaneva su valori nulli, mentre quella degli alimentari era pari al -1,4 per cento. Per contro, gli indicatori basati sulle indagini segnalano un rialzo delle pressioni inflazionistiche al termine della catena di formazione dei prezzi: secondo i dati dell'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) i prezzi degli input per i commercianti al dettaglio di beni non alimentari sono aumentati per il quarto mese consecutivo.

Gli ultimi dati sul costo del lavoro e sui margini di profitto suggeriscono, per il momento, una stabilizzazione delle pressioni interne sui prezzi.

La crescita sul periodo corrispondente dei salari nell'area dell'euro ha registrato un incremento fra il quarto trimestre del 2014 e il primo del 2015, salendo dall'1,3 all'1,5 per cento se misurata in base ai redditi per occupato e dall'1,1 all'1,6 per cento in termini di ore lavorate. L'espansione dei redditi per occupato si è riallineata con la dinamica delle retribuzioni contrattuali, a indicare che elementi di slittamento salariale quali le gratifiche hanno esercitato uno scarso impatto. I dati settoriali mostrano che l'accelerazione sul periodo corrispondente dei redditi per occupato è dovuta a un contributo più cospicuo del settore dei servizi, che ha più che compensato il minore apporto dei comparti industriali. La crescita del costo unitario del lavoro è lievemente diminuita nel primo trimestre del 2015, per effetto della dinamica più sostenuta della produttività rispetto ai redditi per occupato. Nel contempo la crescita degli utili (misurati come avanzo operativo lordo) si è rafforzata, riflettendo l'impatto dell'attuale accelerazione del PIL in termini reali e l'aumento del tasso di espansione dei profitti per unità di prodotto (una misura dei margini di profitto). In seguito agli andamenti del costo del lavoro e dei margini di profitto, il deflatore del PIL, che segnala le spinte inflazionistiche interne, ha evidenziato una marginale accelerazione nel primo trimestre dell'anno.

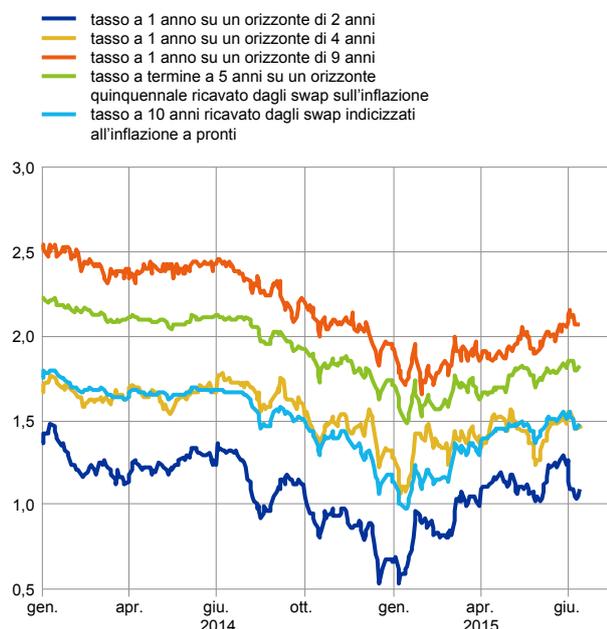
Secondo le informazioni disponibili e i prezzi correnti dei contratti future sul greggio, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC dovrebbe rimanere bassa nei prossimi mesi per poi aumentare solo sul finire dell'anno, anche a causa di effetti base connessi al calo delle quotazioni petrolifere al termine del 2014. Nel 2016 e nel 2017 l'inflazione dovrebbe aumentare ancora, sostenuta dall'atteso recupero dell'economia, dall'impatto del deprezzamento dell'euro e dall'ipotesi, incorporata nei contratti future, di un lieve rincaro del petrolio nei prossimi anni.

Sia le misure delle aspettative di inflazione a lungo termine nell'area dell'euro basate sulle indagini, sia quelle ricavate dal mercato sono in linea

Figura 8

Misure delle attese di inflazione ricavate dal mercato

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce al 14 luglio 2015.

con l'obiettivo di stabilità dei prezzi della BCE.

Dai risultati dell'ultima edizione della Survey of Professional Forecasters (SPF) della BCE, relativa al terzo trimestre del 2015, emerge che i previsori hanno rivisto al rialzo le attese di inflazione per il 2015 e per il 2016 di 0,1 punti percentuali, rispettivamente allo 0,2 e all'1,3 per cento, mentre le stime per il 2017 sono rimaste invariate all'1,6 per cento (cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>). Le aspettative di inflazione a più lungo termine, su un orizzonte di cinque anni, sono salite ancora raggiungendo l'1,9 per cento. Gli indicatori basati sui mercati suggeriscono che le attese di inflazione, misurate dai tassi swap indicizzati all'inflazione, erano aumentate nella parte iniziale di giugno per le scadenze comprese tra due e dieci anni (cfr. figura 8), registrando poi valori inferiori sul finire del mese e nella prima metà di luglio. Al tempo stesso, l'inflazione a cinque anni implicita nei contratti swap sull'orizzonte a cinque anni si collocava all'1,82 per cento da metà luglio, in rialzo di 5 punti base rispetto agli inizi di giugno.

5 Moneta e credito

La dinamica degli aggregati monetari rimane robusta. Dopo essere salito notevolmente (al 5,3 per cento) in aprile, il tasso di incremento sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è stato pari al 5,0 per cento in maggio (cfr. figura 9). La crescita di M3 va ancora ricondotta alla vivace dinamica dell'aggregato monetario ristretto M1, il cui tasso di variazione annuo è aumentato ancora e a maggio ha raggiunto l'11,2 per cento (dal 10,5 di aprile). La robusta espansione dei depositi overnight può essere spiegata con il basso costo opportunità di detenere gli strumenti più liquidi. Nell'insieme, la forte crescita di M1 sui dodici mesi è coerente con una prosecuzione della ripresa economica nell'area dell'euro.

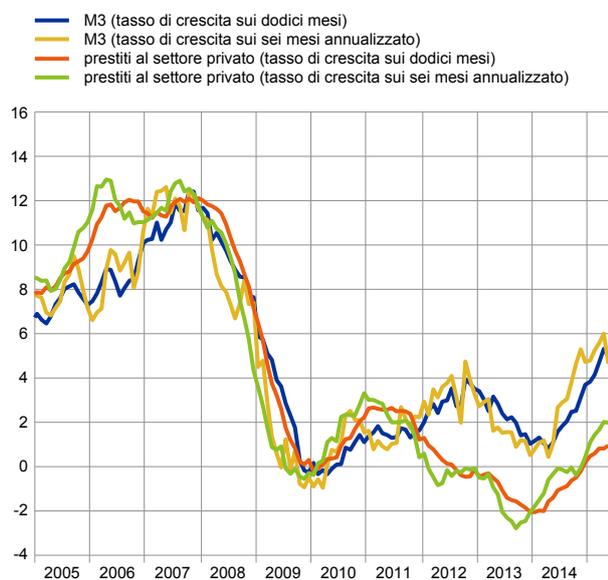
I depositi overnight hanno fornito un contributo considerevole alla crescita di M3. La remunerazione diffusamente bassa delle attività monetarie e l'appiattimento della curva dei rendimenti incoraggiano i detentori di moneta a collocare i loro fondi nei depositi overnight compresi in M3. Per contro, statistiche recenti mostrano una contrazione dei depositi a breve termine diversi da quelli overnight. Il tasso di crescita degli strumenti negoziabili (M3 meno M2), che hanno un peso ridotto all'interno di M3, è rimasto positivo al 5,0 per cento. Ciò riflette una ripresa dei flussi di quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, che è stata osservata dalla metà del 2014 e che ha coinciso con un miglioramento dei rendimenti di queste attività rispetto a quelli di altre a breve termine con caratteristiche analoghe (cfr. riquadro 5). Inoltre, l'espansione dei titoli di debito delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) con scadenza fino a due anni detenuti dal settore detentore di moneta si è rafforzata dagli inizi del 2015.

Gli effetti di sostituzione dei portafogli sono alla base della crescita dell'aggregato monetario ampio.

L'analisi delle contropartite 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 ma perdurante afflusso in attività nette sull'estero delle IFM. Inoltre il credito al settore privato è passato a contribuire positivamente alla crescita di M3 dopo avere agito da freno principale negli anni precedenti. La contrazione sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) detenute dal settore detentore di moneta si è ulteriormente accentuata e in maggio era pari al 6,8 per cento (contro il 5,7 per cento nel primo trimestre del 2015). Il suo forte contributo alla crescita di M3 riflette nello specifico l'appiattimento della curva dei rendimenti e, in parte, la sostituzione da parte delle IFM dei titoli di debito a più lungo termine con fondi derivanti dalle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT). Il sostegno delle attività nette sull'estero alla crescita di M3 sui dodici mesi ha continuato a diminuire. Rispetto al picco di metà 2014, il contributo fornito dalla posizione patrimoniale netta sull'estero delle IFM è sceso ulteriormente in maggio pur mantenendosi positivo grazie al considerevole avanzo di conto corrente. La moderazione rispecchia soprattutto i crescenti deflussi netti per investimenti di portafoglio connessi agli acquisti effettuati nell'ambito del Programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP), che hanno favorito una ricomposizione dei portafogli a favore degli strumenti di investimento esteri.

Figura 9
M3 e prestiti al settore privato

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



Fonte: BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce a maggio 2015.

La dinamica dei prestiti è migliorata, ma resta debole soprattutto nel comparto dei prestiti alle società non finanziarie.

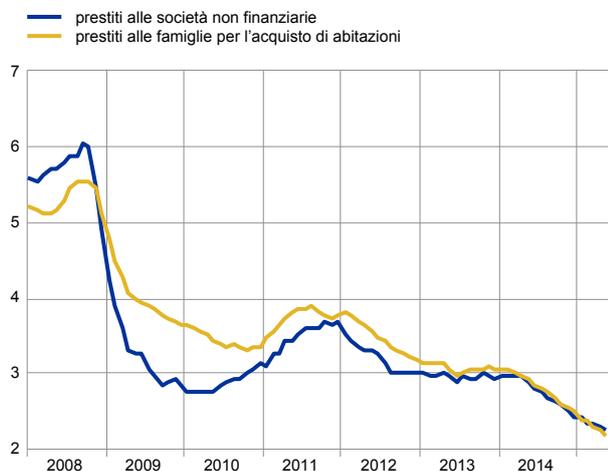
Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è aumentato lievemente in maggio, all'1,0 per cento (cfr. figura 9). Il graduale miglioramento della dinamica del credito ha beneficiato tanto le famiglie quanto le imprese. Il ritmo di variazione su base annua dei prestiti alle famiglie è cresciuto in misura lieve e in maggio si è portato all'1,4 per cento, un livello superiore alla media dello 0,5 per cento osservata dall'estate del 2012. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) è salito ulteriormente, collocandosi allo 0,1 per cento in maggio (dal minimo del -3,2 per cento di febbraio 2014). Nonostante questi andamenti positivi, il risanamento dei bilanci delle banche e la necessità di un'ulteriore riduzione dell'indebitamento in alcuni settori economici e in alcuni sistemi bancari continuano a frenare la dinamica del credito.

I tassi attivi bancari sono ulteriormente diminuiti, nonostante la correzione nei mercati obbligazionari in maggio (cfr. figura 10). L'orientamento accomodante della politica monetaria della BCE, la migliorata situazione dei bilanci e la minore frammentazione nei mercati finanziari in generale hanno favorito un calo del costo composito della provvista bancaria, che si è

Figura 10

Tassi compositi sui prestiti bancari alle società non finanziarie e alle famiglie

(percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

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

stabilizzato in prossimità dei minimi storici. Ad esempio, in maggio il costo della raccolta di depositi per le banche dell'area dell'euro è stato pari allo 0,48 per cento. Nello stesso mese il ricorso al finanziamento basato sul mercato si è moderato. Le emissioni nette di titoli di debito delle IFM sono rimaste negative, mentre le OMRLT e il perdurante processo di contrazione dei bilanci e rafforzamento della base patrimoniale delle banche stanno riducendo la necessità per queste ultime di ricorrere alle emissioni di debito per finanziarsi. Dall'annuncio del pacchetto di misure di allentamento creditizio a giugno 2014, le banche hanno progressivamente trasmesso il calo dei costi di provvista ai tassi sui prestiti. In maggio sono diminuiti ulteriormente sia i tassi sui prestiti alle società non finanziarie (SNF) (i tassi compositi sui prestiti bancari a favore delle SNF dell'area dell'euro sono scesi al 2,24 per cento in maggio, dal 2,79 di giugno 2014) sia quelli sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (i tassi compositi per questo tipo di prestiti si sono portati al 2,18 per cento, dal 2,87 di giugno 2014). Il costo nominale complessivo del finanziamento esterno per le

SNF dell'area dell'euro è lievemente aumentato in maggio, dopo essersi stabilizzato su livelli storicamente bassi. Sia il costo del capitale di rischio sia quello dell'emissione di debito sul mercato sono aumentati a maggio e giugno, quest'ultimo a seguito della revisione dei prezzi nel mercato dei titoli di Stato (cfr. sezione 2).

L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di luglio 2015 evidenzia

ulteriori miglioramenti delle condizioni di concessione dei prestiti (cfr. l'indagine all'indirizzo: https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index_en.html).

Nel secondo trimestre del 2015 le banche hanno continuato ad allentare (in termini netti) i criteri di concessione dei prestiti per tutte le categorie (prestiti alle società non finanziarie, mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e credito al consumo). Tuttavia, nel confronto storico i criteri di concessione del credito restano ancora restrittivi. L'allentamento netto osservato nel caso delle SNF è dovuto alle maggiori pressioni concorrenziali nel settore bancario, oltre che alla diminuzione del costo della raccolta bancaria e alle migliori condizioni dei bilanci delle IFM. L'indagine mostra inoltre un aumento della domanda di prestiti per tutte le categorie. In tale contesto il basso livello generale dei tassi di interesse ha rappresentato una determinante importante della domanda, che nel caso dei prestiti alle società non finanziarie è aumentata anche grazie agli investimenti fissi.

Riquadro 1

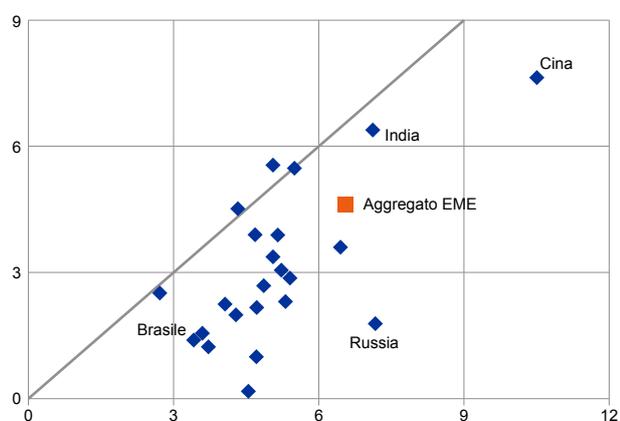
I motivi dell'indebolimento della crescita nelle economie di mercato emergenti

Figura

Crescita del PIL nelle economie di mercato emergenti

(variazioni percentuali annue)

asse delle ascisse: crescita media del PIL, 2000-2007
asse delle ordinate: crescita media del PIL, 2012-2014



Fonte: Haver Analytics.

Note: il campione include Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea del Sud, Egitto, Hong Kong, India, Indonesia, Malesia, Messico, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sud Africa, Tailandia, Taiwan, Turchia, Ungheria e Venezuela. L'aggregato EME è una media ponderata per il PIL di questi paesi.

Nelle economie di mercato emergenti (EME) la crescita si è indebolita a partire dal 2010.

La crescita annua del PIL aggregato delle EME dovrebbe scendere da oltre il 7 per cento nel 2010 a circa il 4 per cento quest'anno, un livello ben inferiore al ritmo di espansione dei primi anni duemila. La decelerazione è generalizzata (tra le 23 EME principali, 21 sono cresciute in media meno negli ultimi tre anni che nel periodo antecedente la crisi finanziaria mondiale) e, in alcuni casi, sostanziale (cfr. la figura). Poiché le EME svolgono un ruolo importante come motore dell'economia mondiale, oltre che come partner commerciali dell'area dell'euro, un loro ulteriore indebolimento peserebbe sulla crescita sia globale sia dell'area dell'euro. Questo riquadro esamina i motivi del rallentamento economico nelle EME considerando l'effetto congiunto della moderazione strutturale della crescita in alcuni dei paesi più grandi e di fattori ciclici quali le ripercussioni delle debolezze nelle economie avanzate, l'inasprimento delle politiche nazionali e le mutevoli condizioni di finanziamento esterne.

Una componente dell'indebolimento recente è di natura strutturale. La crescita potenziale nelle EME - che prima seguiva un andamento ascendente grazie al forte accumulo di capitale e ai considerevoli guadagni di produttività, oltre che all'evoluzione demografica favorevole - è diminuita dopo lo scoppio della crisi finanziaria mondiale.

I fattori alla base degli andamenti della crescita del prodotto potenziale sono diversi nei vari paesi. In Cina l'accumulo di capitale si è moderato dopo anni di forti investimenti che hanno generato un lieve eccesso di capacità e allocazioni distorte delle risorse, con un conseguente effetto di freno sulla produttività. Al tempo stesso la popolazione in età lavorativa diminuisce dal 2011. Le autorità cinesi hanno sottolineato l'esigenza di riequilibrare l'economia per assicurare la sostenibilità della crescita a lungo termine. Per quanto concerne la Russia, andamenti demografici negativi pesano altresì sul prodotto potenziale. Inoltre il calo dei prezzi dell'energia e le sanzioni internazionali hanno rafforzato fattori che già da tempo frenavano l'espansione degli investimenti e dell'economia, quali le strozzature infrastrutturali e lo sfavorevole clima di fiducia delle imprese, determinando deflussi di capitali per molti anni. Il Brasile ha registrato un indebolimento della crescita potenziale, poiché i ribassi delle materie prime hanno colpito componenti importanti delle esportazioni.

Anche la regolamentazione degli investimenti in infrastrutture e la portata limitata delle riforme strutturali hanno contribuito a mantenere bassa la produttività. In India la dinamica del prodotto potenziale ha invece evidenziato una maggiore tenuta poiché il governo è intervenuto per sostenere l'attività, ad esempio accelerando gli investimenti in infrastrutture pubbliche, adottando un obiettivo di inflazione (inflation targeting), eliminando le sovvenzioni aventi effetti distorsivi sui prezzi e avviando politiche volte a migliorare il clima di fiducia delle imprese¹. Anche gli andamenti demografici restano favorevoli a un rafforzamento della crescita.

Il rallentamento nelle EME è dovuto anche a fattori ciclici quali la debolezza del contesto esterno. Il tasso di espansione del prodotto ha ristagnato nelle economie avanzate come conseguenza della crisi finanziaria mondiale. Assieme al rallentamento in Cina, ciò ha contribuito a portare la crescita dell'interscambio mondiale al di sotto dei valori storici dal 2011² e ha quindi frenato l'attività economica nelle EME. Più di recente alcuni paesi emergenti esportatori di materie prime hanno registrato un considerevole peggioramento delle ragioni di scambio come conseguenza dei ribassi dei prodotti di base, che sono stati particolarmente marcati nel caso dei beni energetici e dei metalli per uso industriale. Le EME importatrici di materie prime hanno invece beneficiato del minor prezzo dell'energia.

In alcuni paesi anche l'inasprimento delle politiche nazionali ha pesato sulla crescita. Subito dopo la crisi finanziaria mondiale, le EME hanno beneficiato di politiche interne favorevoli. Le politiche di bilancio erano espansive, sulla scia della robusta dinamica della spesa per investimenti in Cina. Anche quelle monetarie seguivano un indirizzo accomodante e il basso livello dei tassi di interesse reali favoriva la rapida espansione del credito in diversi paesi. Più di recente, tuttavia, alcune banche centrali hanno innalzato i tassi di interesse alla luce delle crescenti pressioni inflazionistiche che hanno fatto seguito al deprezzamento delle rispettive valute. Analogamente, in taluni casi le autorità hanno inasprito le politiche fiscali nell'intento di ricostituire riserve erose dopo la crisi.

Per contro, il contesto finanziario esterno ha continuato a sostenere la crescita nelle EME. Le condizioni di finanziamento globali per le EME sono state generalmente favorevoli dallo scoppio della crisi finanziaria mondiale poiché le banche centrali delle economie avanzate hanno perseguito politiche accomodanti, mantenendo bassi i tassi di interesse e attuando programmi di acquisto di attività su vasta scala. I flussi di capitali verso le economie emergenti sono rimasti di conseguenza cospicui nel periodo post-crisi, se si eccettuano periodi di maggiore avversione al rischio durante la crisi del debito sovrano nell'area dell'euro e nel 2013 dopo le congetture sull'orientamento monetario del Federal Reserve System.

Tuttavia, l'inasprimento monetario atteso negli Stati Uniti influirà verosimilmente sulle condizioni finanziarie mondiali e potrebbe comportare dei rischi per le prospettive economiche nelle EME. In passato, episodi di apprezzamento del dollaro e di inasprimento finanziario negli Stati Uniti sono stati di norma associati a una maggiore turbolenza finanziaria nelle EME. Rispetto alle crisi

¹ Cfr. il riquadro *La crescita del ruolo dell'economia indiana* nel numero 4/2015 di questo Bollettino.

² Cfr. l'articolo *La debolezza del commercio mondiale: possibili spiegazioni* nel numero 3/2015 di questo Bollettino.

precedenti, tuttavia, gran parte dei paesi emergenti è al momento caratterizzata da un quadro macroeconomico più solido e da regimi di cambio più flessibili. Tuttavia, nel 2013 le aspettative di una normalizzazione della politica monetaria statunitense hanno determinato una forte ondata di vendite di attività delle EME. I tassi di cambio si sono indeboliti rapidamente in alcuni paesi e in modo particolare in quelli contraddistinti da fragilità interne, come il livello elevato del disavanzo corrente oppure il considerevole ricorso al finanziamento esterno. Un rischio è rappresentato dal fatto che l'aumento del debito esterno, e specialmente la crescita delle passività in dollari statunitensi, potrebbe rendere alcune EME vulnerabili di fronte a un deterioramento durevole delle condizioni finanziarie mondiali.

Nell'insieme, la crescita nelle EME dovrebbe mantenersi più moderata rispetto al periodo precedente la crisi finanziaria mondiale e i rischi rimangono orientati verso il basso. Condizioni di finanziamento interne ed esterne meno accomodanti stanno a indicare che le EME continueranno a espandersi ai ritmi più modesti osservati negli ultimi anni. Anche la crescita potenziale si è indebolita, nonostante alcuni sforzi di riforma promettenti in diversi paesi. In prospettiva, un rischio è che questi andamenti ciclici e strutturali sfavorevoli per l'attività economica esercitino effetti ancora maggiori di quelli previsti al momento. Le EME svolgono un ruolo significativo nell'economia mondiale, dato che in termini di parità di potere di acquisto rappresentano il 60 per cento del PIL globale e dal 2000 sono all'origine, mediamente, di tre quarti della crescita internazionale. Un loro rallentamento più marcato agirebbe quindi da notevole freno sul ritmo di espansione del prodotto a livello sia mondiale sia dell'area dell'euro (cfr. riquadro 5).

Riquadro 2

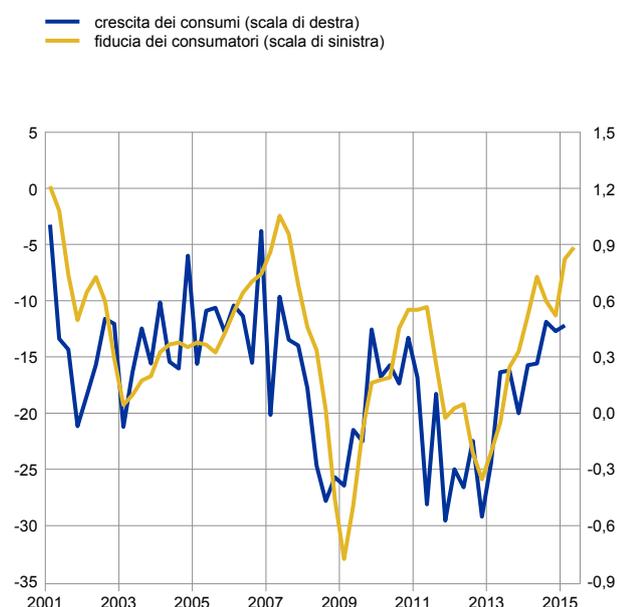
La fiducia dei consumatori è un indicatore di previsione dei consumi?

Il clima di fiducia dei consumatori nell'area dell'euro è molto migliorato dalla fine del 2014. Nonostante il peggioramento registrato recentemente, la fiducia dei consumatori nell'area resta alta (cfr. figura A). La recente impennata nella fiducia dei consumatori sembra essere dovuta al miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro e alla maggiore disponibilità di reddito derivante da prezzi dell'energia più contenuti¹.

I dati sembrerebbero confermare l'elemento trainante del clima di fiducia dei consumatori nella crescita dei consumi. Questo indicatore è infatti strettamente legato alla crescita dei consumi per i trimestri correnti e futuri (cfr. Figura B). Sebbene non vi sia un nesso di causalità, la figura mostra come la fiducia dei consumatori sia un buon indicatore di valutazione dell'andamento dei consumi.

Figura A
Fiducia dei consumatori e crescita dei consumi

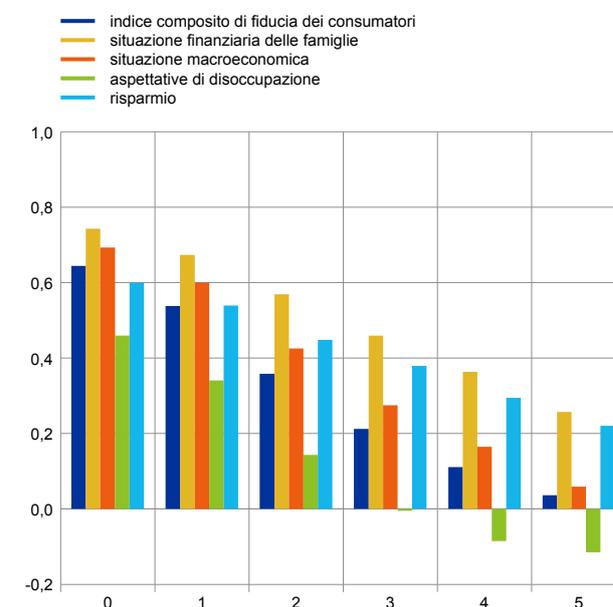
(variazioni percentuali trimestrali; saldi delle risposte)



Fonti: Commissione Europea, Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.
 Nota: le ultime osservazioni sulla fiducia dei consumatori si riferiscono al secondo trimestre del 2015, mentre quelle relative alla crescita dei consumi al primo trimestre del 2015.

Figura B
Correlazione tra la fiducia dei consumatori e la crescita dei consumi attuale e futura

(asse delle ascisse: numero di trimestri futuri a cui si riferiscono i dati sulla crescita dei consumi)



Fonti: Commissione Europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.
 Nota: le correlazioni sono calcolate sulla base della crescita trimestrale dei consumi e dei saldi delle risposte. Il periodo del campione è 1996-2014.

¹ Cfr. "Cosa ha sostenuto il clima di fiducia dei consumatori?", *Bollettino Economico*, Numero 3, BCE, 2015.

In effetti, alcuni quesiti che sono alla base dell'indicatore del clima di fiducia dei consumatori predicono la crescita dei consumi meglio dell'indicatore stesso^{2,3}. Ad esempio, la correlazione tra la domanda sulla situazione finanziaria personale degli intervistati e la futura crescita dei consumi è notevolmente superiore alla correlazione con l'indicatore generale di fiducia, soprattutto in una previsione su più trimestri (cfr. Figura B). Sarebbe in effetti logico che delle domande "micro" sulla situazione personale degli intervistati predicano meglio la crescita dei consumi poiché, di norma, i rispondenti sono più informati sulla propria situazione che sulla situazione macroeconomica in generale. La Figura B mostra come le correlazioni tra domande "micro" e crescita dei consumi continuano a essere relativamente forti anche con una previsione di alcuni trimestri.

Secondo i dati empirici le variazioni nella fiducia dei consumatori riflettono, in larga parte, le informazioni incluse anche nei fattori standard di determinazione dei consumi. Nel complesso, vi sono due punti di vista contrastanti riguardo al ruolo del clima di fiducia in macroeconomia ("spiriti animali" versus "notizie"). La prima interpretazione suggerisce che le fluttuazioni autonome nelle credenze abbiano un nesso causale con l'attività economica ("teoria degli spiriti animali"), la seconda che la correlazione tra il livello di fiducia dei consumatori e la conseguente crescita dei consumi dipendano dal fatto che i misuratori del clima di fiducia contengono informazioni fondamentali sulla situazione economica attuale e futura ("teoria delle notizie"), come si evince da altre variabili macroeconomiche. Le evidenze disponibili per l'area dell'euro supporterebbero per lo più la seconda interpretazione, a conferma quindi del fatto che il potere predittivo del clima di fiducia dei consumatori deriva dalle informazioni disponibili anche in merito ai fattori determinanti standard dei consumi. Tuttavia alcuni di questi fattori possono essere osservati soltanto a posteriori, perciò la fiducia dei consumatori e le sue sottocomponenti potrebbero, in effetti, fornire utili informazioni sui consumi futuri⁴.

La fiducia dei consumatori può essere un importante indicatore anticipatore grazie alla sua tempestività nel fornire informazioni sulla crescita dei consumi attuale e futura. L'indicatore solitamente è disponibile per varie settimane prima che lo siano i dati sui fattori determinanti dei consumi (ad es. reddito disponibile). Per questo motivo un monitoraggio della fiducia dei consumatori può essere utile per i legislatori.

² Le quattro domande su cui viene calcolato l'indicatore del clima di fiducia dei consumatori sono quelle relative alle aspettative di disoccupazione dei consumatori, alla situazione economica generale, alla loro situazione finanziaria personale e alla loro capacità di risparmio per i prossimi 12 mesi. Poiché le risposte sulla disoccupazione e la situazione economica generale variano molto di più, a queste è stato attribuito un peso molto maggiore all'interno dell'indicatore del clima di fiducia dei consumatori. Non si può quindi escludere che alcune domande incluse nell'indagine presso i consumatori della Commissione europea siano migliori predittori della crescita dei consumi dell'indicatore del clima di fiducia dei consumatori stesso.

³ Cfr. Jonsson, A. and Lindén, S., "The quest for the best consumer confidence indicator", *European Economy – Economic Papers*, No 372, 2009; e *Evaluation of the Joint Harmonised EU Programme of Business and Consumer Surveys*, Commissione Europea, 2012.

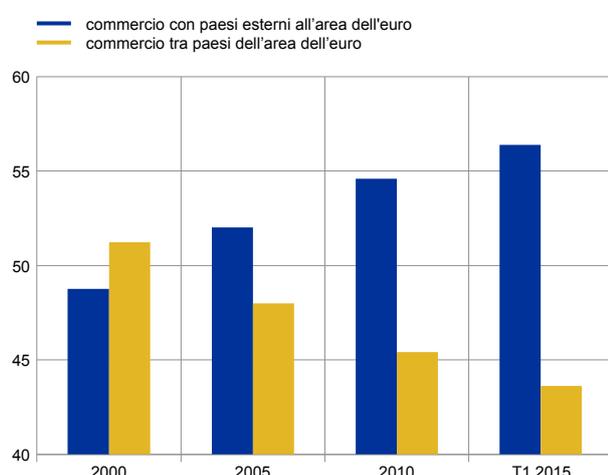
⁴ Cfr. "Gli indicatori del clima di fiducia e l'evoluzione economica", *Bollettino mensile*, BCE, Gennaio 2013.

Riquadro 3

Recenti andamenti degli scambi commerciali con i paesi esterni all'area dell'euro: il ruolo delle economie di mercato emergenti

Figura A
Commercio interno ed esterno dell'area dell'euro

(quote percentuali del commercio totale dell'area dell'euro)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

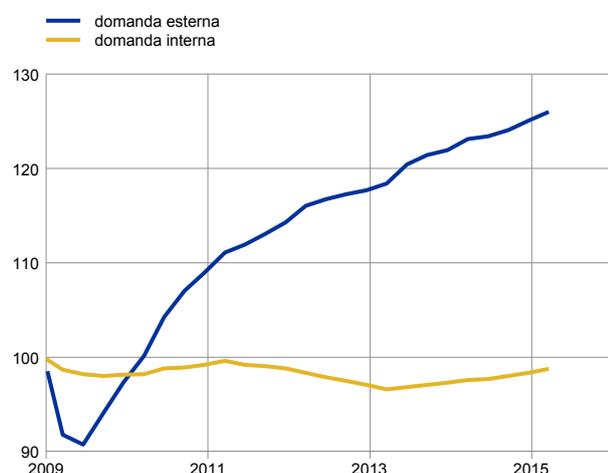
Nota: il termine "commercio" si riferisce sia alle importazioni sia alle esportazioni.

Nell'arco degli ultimi 15 anni è cresciuta l'importanza del commercio con i paesi esterni all'area dell'euro.

Durante i primi anni 2000 l'interscambio tra i paesi dell'area dell'euro costituiva la maggior parte del commercio totale dell'area, il quale quindi dipendeva in larga misura dagli andamenti interni all'area. Dalla metà degli anni 2000, tuttavia, la correlazione degli scambi commerciali dell'area con le dinamiche mondiali è cresciuta assieme alla percentuale che il commercio con i paesi esterni all'area rappresenta sul commercio totale dell'area, pari a oltre il 55 per cento nel primo trimestre del 2015 (cfr. figura A). Questa evoluzione rispecchia il ritmo sostenuto della globalizzazione a partire dal 2000 e l'adesione di ulteriori paesi all'Organizzazione mondiale del commercio, in particolare la Cina, fattore che ha consentito ai paesi esportatori dell'area dell'euro di accedere a nuovi mercati.

Figura B
Domanda interna ed esterna

(indice: 4° trimestre 2008 = 100)



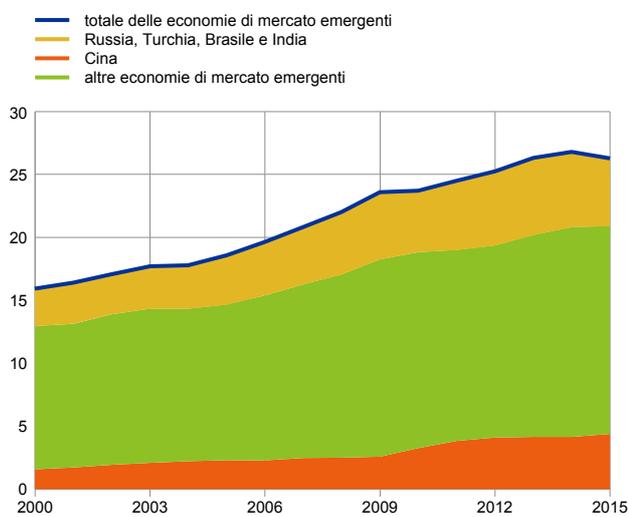
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

A differenza della domanda interna all'area dell'euro, la domanda esterna si è ripresa rapidamente dopo la crisi.

Dal 2009 la domanda interna è stata frenata dagli aggiustamenti di bilancio nel settore privato, dalla riduzione della leva finanziaria da parte delle banche e dai vincoli di accesso al credito, nonché dalle rigide condizioni di finanziamento in alcuni paesi dell'area. Inoltre, la crisi del debito sovrano nel 2012 ha portato a una maggiore incertezza e ha influito negativamente sul clima di fiducia dei consumatori e sulla spesa per investimenti. A causa di questi effetti avversi, nel primo trimestre del 2015 la domanda interna, seppur in crescita, non è ancora tornata ai livelli pre-crisi, mentre la domanda esterna all'area si è ripresa con rapidità (cfr. figura B) e si colloca attualmente a un valore superiore di circa il 25 per cento rispetto a quello registrato alla fine del 2008.

Figura C**Esportazioni verso le economie di mercato emergenti**

(in percentuale delle esportazioni totali dell'area dell'euro)



Fonti: Fondo monetario internazionale (Direction of Trade Statistics) ed elaborazioni della BCE.

Tuttavia, il tasso di crescita della domanda estera si è in qualche misura ridotto dall'inizio del 2011, in linea con la decelerazione del commercio mondiale.

Le esportazioni dell'area dell'euro verso le economie emergenti hanno evidenziato una continua espansione.

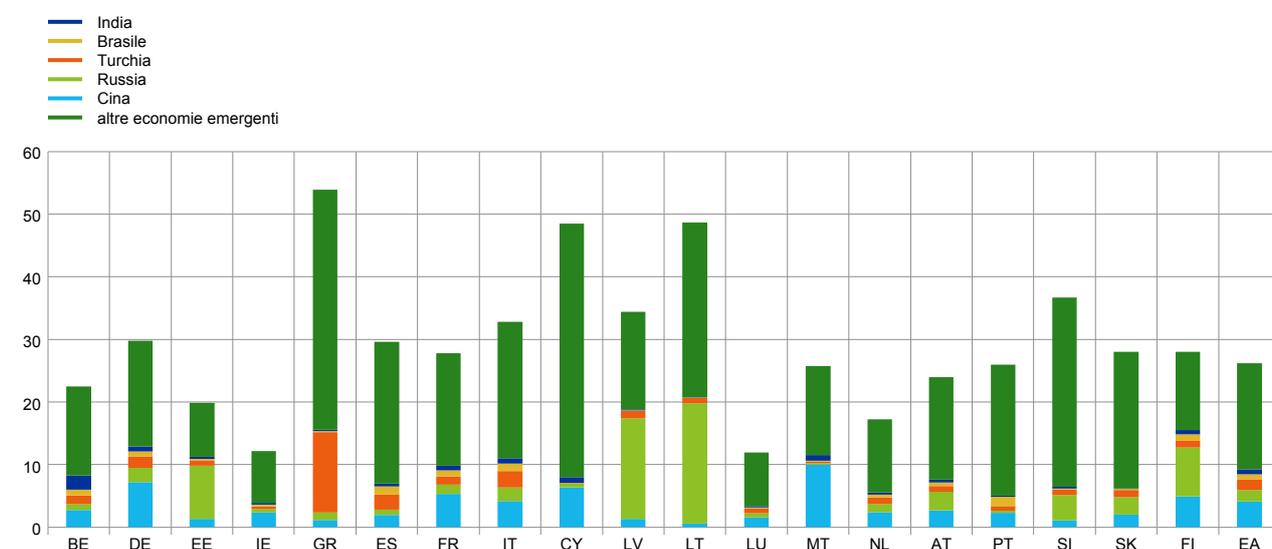
Le vendite all'esterno dell'area sono in gran parte destinate alle economie avanzate dell'Unione europea o ad altri paesi europei; circa il 14 per cento degli scambi commerciali con l'esterno dell'area intercorre con gli Stati Uniti. La percentuale delle esportazioni verso le economie emergenti sul totale delle esportazioni dell'area è continuamente aumentata, portandosi dal 16 per cento nel 2000 a poco più del 25 per cento nel 2011 (cfr. figura C); da allora è rimasta sostanzialmente stabile attorno al 26 per cento. Tra le economie emergenti, la Cina è la principale destinazione delle esportazioni dell'area, seguita da Russia e Turchia.

Il peso sulle esportazioni dell'area dei cinque principali partner commerciali tra le economie emergenti ammonta a circa il 10 per cento.

Pertanto, a livello di area e di singolo paese, l'esposizione ai mercati dei cinque partner commerciali più importanti nel gruppo delle economie emergenti (Cina, Russia, Turchia, Brasile e India) è non trascurabile (cfr. figura D). Questo vale soprattutto per paesi baltici, Finlandia e Grecia. Quanto a paesi baltici e Finlandia, l'interscambio con la Russia costituisce circa il 10 per cento delle esportazioni totali; nel caso della Grecia, le esportazioni verso la Turchia rappresentano il 13 per cento del totale. Per queste economie, un ulteriore indebolimento che interessi alcuni dei rispettivi principali

Figura D**Esposizione alle economie di mercato emergenti attraverso le esportazioni**

(in percentuale delle esportazioni totali in valore nel secondo trimestre 2014)

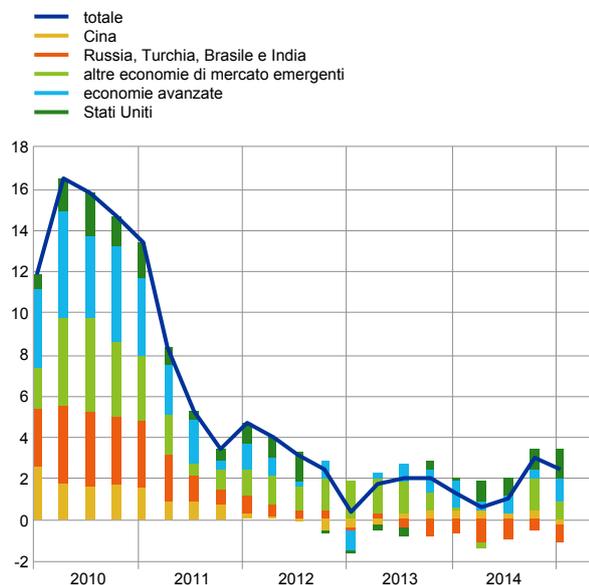


Fonti: Fondo monetario internazionale (Direction of Trade Statistics) ed elaborazioni della BCE.

Figura E

Esportazioni dell'area dell'euro verso i paesi esterni all'area

(variazioni percentuali sull'anno precedente; contributi alla crescita in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

partner commerciali tra le economie emergenti potrebbe ridurre le esportazioni e, di conseguenza, rallentare la crescita. Tuttavia, l'entità di un tale rallentamento in questi paesi dell'area dipenderebbe altresì dalle condizioni interne e dalla resilienza delle imprese esportatrici.

Di recente il contributo delle economie emergenti alla crescita delle esportazioni dell'area dell'euro con i paesi esterni all'area si è ridotto.

Dalla fine del 2013 i cinque principali partner commerciali nel gruppo delle economie emergenti hanno fornito un apporto negativo alla crescita delle vendite all'esterno dell'area, specie per effetto della persistente debolezza in Russia e in Brasile. Nel primo trimestre del 2015 anche il contributo della Cina è passato in territorio negativo (cfr. figura E). Mentre la dinamica espansiva nelle economie emergenti si è moderata, le economie avanzate, come Stati Uniti e Regno Unito, hanno registrato un incremento delle importazioni dall'area dell'euro, con la domanda interna in questi paesi che si è in qualche misura ripresa. Di conseguenza, il peso

degli Stati Uniti nelle esportazioni dell'area è aumentato nell'arco degli ultimi tre anni, portandosi dal 12 per cento nel 2012 al 14 per cento nei primi mesi del 2015. Nondimeno, il rafforzamento della domanda proveniente dagli Stati Uniti e da altre economie avanzate non ha del tutto compensato la decelerazione della crescita nelle economie emergenti dall'inizio del 2015. Gli ultimi dati per aprile 2015 segnalano il protrarsi della debolezza delle esportazioni verso Cina, Russia e Brasile, mentre gli Stati Uniti hanno continuato a sostenere la crescita delle esportazioni verso i paesi esterni all'area dell'euro.

Con il rallentamento nelle economie emergenti, l'area dell'euro dovrà fare affidamento sulle economie avanzate per sostenere la crescita delle esportazioni nel breve termine.

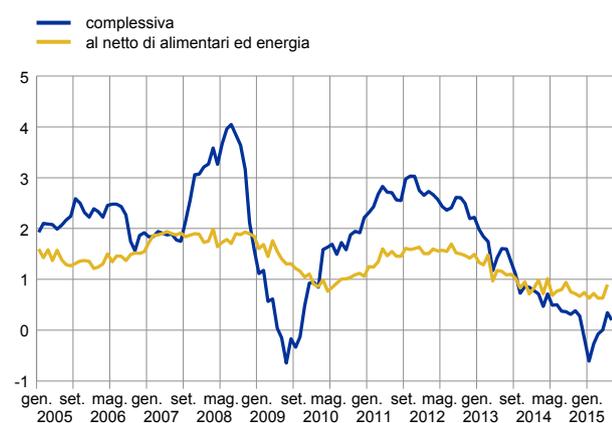
Riquadro 4

L'inflazione di fondo ha raggiunto un punto di svolta?

Figura A

Inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

La svolta nell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC in atto da febbraio è stata finora riconducibile soprattutto ai corsi dell'energia e dei beni alimentari. Più di recente, però, ha registrato un aumento anche l'inflazione armonizzata al netto delle componenti energetica e alimentare (HICPX). Per quest'ultima, spesso utilizzata per valutare gli andamenti di fondo dei prezzi, l'inversione di tendenza è tuttavia meno evidente. L'HICPX si collocava allo 0,8 per cento a giugno, in lieve calo rispetto allo 0,9 per cento di maggio ma in rialzo dal minimo storico dello 0,6 per cento raggiunto in marzo e in aprile (cfr. figura A). Questo riquadro esamina il recente incremento dell'HICPX e una serie di altri indicatori per stabilire se segnalino una ripresa dell'inflazione di fondo.

L'aumento dell'HICPX che emerge dagli ultimi dati riflette una combinazione di fattori persistenti e

temporanei. I primi sono quelli che determinano una variazione durevole dell'inflazione, mentre i secondi sono alla base di movimenti solo passeggeri, dovuti ad esempio a effetti di calendario. Per individuare evidenze di un punto di svolta è indispensabile analizzare entrambe le tipologie di fattori. Alcuni di essi possono essere esaminati al livello dell'HICPX complessivo; per altri è utile soffermarsi sui dati più disaggregati all'interno dell'indice, poiché le varie componenti tendono a essere esposte in modi diversi ai fattori persistenti e a quelli temporanei.

Forti movimenti delle quotazioni petrolifere possono rendere confuso il segnale per l'HICPX a causa degli effetti indiretti che producono. Tali effetti, osservabili lungo la catena di produzione e quella di formazione dei prezzi, incidono su alcune voci delle componenti dei servizi e dei beni industriali non energetici all'interno dell'HICPX. Brusche oscillazioni dei corsi del greggio possono quindi indurre variazioni dell'HICPX che non riflettono un movimento generalizzato e duraturo dell'inflazione di fondo. Secondo studi precedenti¹, tipicamente le ricadute indirette sull'HICPX di variazioni dei prezzi del petrolio toccano un massimo solo nel secondo anno dal verificarsi di uno shock, manifestandosi dunque in maniera molto più graduale rispetto agli effetti diretti. Di conseguenza, è verosimile che nella fase attuale il netto calo dei corsi petroliferi registrato fino a gennaio eserciti ancora un impatto al ribasso sull'HICPX, mentre è improbabile che la parziale inversione di questo andamento negli ultimi mesi abbia già sospinto l'indice verso l'alto. Ciò significa che i

¹ Cfr. ad esempio Task Force del Comitato per la politica monetaria del SEBC, "Energy Markets and the Euro Area Macroeconomy", *Occasional Paper Series*, n. 113, BCE, Francoforte sul Meno, giugno 2010.

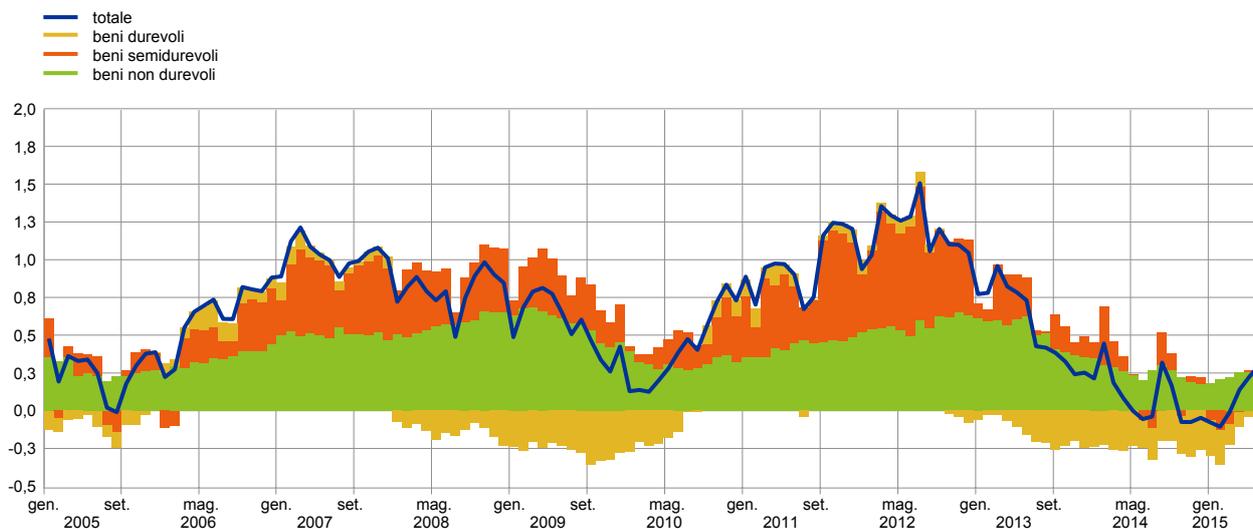
lievi incrementi dell'HICPX osservati in maggio e giugno non sono dipesi da impatti al rialzo temporanei derivanti dalle quotazioni del greggio.

Negli ultimi mesi l'inflazione dei beni industriali non energetici ha mostrato un aumento costante, ascrivibile alle componenti meno volatili. In passato, i rincari di questi beni sono stati spesso trainati da movimenti temporanei dei prezzi dei beni semidurevoli, connessi alla diversa tempistica o intensità dei saldi dell'abbigliamento da un anno all'altro (come accaduto a febbraio e ad agosto 2014). Il recente recupero, invece, si è tradotto in aumenti dell'inflazione dei beni industriali non energetici in ciascuno degli ultimi quattro mesi (dal -0,1 per cento di febbraio allo 0,3 per cento di giugno), oltre a riguardare in maniera relativamente generalizzata tutte le componenti (cfr. figura B). Il rialzo più consistente è stato registrato per i beni durevoli (1 punto percentuale da novembre 2014), sorretti in particolare da voci quali automobili e articoli di arredamento. Tali incrementi sono coerenti con il maggior consumo di beni durevoli osservato nei trimestri recenti, nonché con il brusco rialzo dei prezzi all'importazione per i beni di consumo non alimentari. Quest'ultimo ha fatto seguito al deprezzamento dell'euro negli ultimi trimestri (specie dall'inizio dell'anno), che secondo le previsioni dovrebbe determinare altri effetti al rialzo ritardati.

Figura B

Inflazione dei beni industriali non energetici nello IAPC e sue componenti

(variazioni percentuali annue; punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati sono corretti per le modifiche statistiche introdotte nel trattamento dei prodotti stagionali nel 2010 e nel 2011.

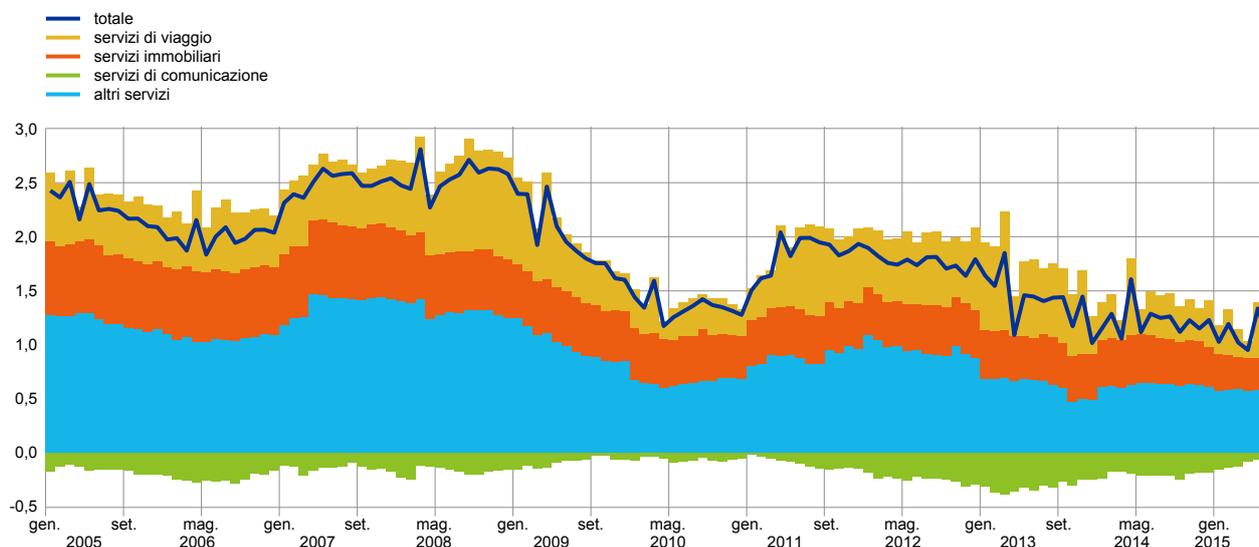
Per contro, i recenti movimenti dell'inflazione dei servizi sono dovuti esclusivamente alle componenti più volatili, mancando segnali di un aumento dei fattori più persistenti. Ciò dipende anche dal fatto che le componenti

generalmente caratterizzate da andamenti più duraturi mostrano al momento tendenze divergenti. L'inflazione dei servizi di comunicazione è divenuta considerevolmente meno negativa negli ultimi tre trimestri, compensando in larga misura il protratto trend al ribasso dei prezzi dei servizi immobiliari. Tra le voci rimanenti, riunite nella componente "altri servizi", un ampio gruppo è rimasto pressoché stabile su bassi livelli di inflazione negli ultimi 18 mesi. Il rincaro dei servizi registrato a maggio è imputabile

Figure C

Inflazione dei servizi nello IAPC e sue componenti

(variazioni percentuali sui dodici mesi; punti percentuali)



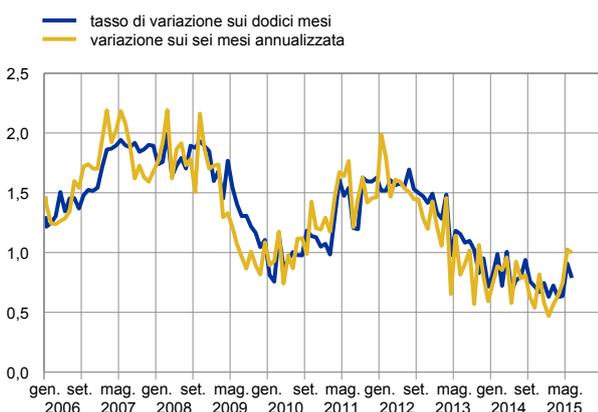
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

alle componenti più volatili, quelle cioè afferenti i servizi di viaggio, poiché voci come le tariffe aeree e i pacchetti vacanza hanno risentito fortemente della diversa cadenza della Pentecoste nel 2015 rispetto al 2014 (cfr. figura C).

Figura D

Indicatori di breve termine dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto di alimentari ed energia

(variazioni percentuali sui dodici mesi; variazioni percentuali sui sei mesi annualizzate)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i tassi di crescita annualizzati si basano su dati destagionalizzati.

Le misure di breve termine dell'HICPX hanno evidenziato un incremento più duraturo, ma vista la precedente volatilità offrono debole evidenza di una svolta.

Da un lato, individuare i punti di svolta esaminando i tassi di variazione sui dodici mesi anziché le variazioni sul mese precedente di dati destagionalizzati comporta il rischio che un eventuale innalzamento del livello dei prezzi diventi evidente solo con ritardo; dall'altro, i dati sul mese precedente non possono fornire segnali chiari, essendo tendenzialmente molto variabili. Indicazioni tempestive e più chiare potrebbero quindi provenire da una misura intermedia, come la variazione sui sei mesi annualizzata dell'HICPX. Tale indicatore, pur registrando un incremento relativamente persistente dall'inizio dell'anno, mostra ancora notevole variabilità e non permette quindi di stabilire se il recente rafforzamento sia legato a una reale svolta ciclica (cfr. figura D). Per analizzare la questione in modo più

formale, è possibile ricorrere a una misura generalmente utilizzata per la valutazione del ciclo economico, quella dei "mesi per la dominanza del ciclo economico"².

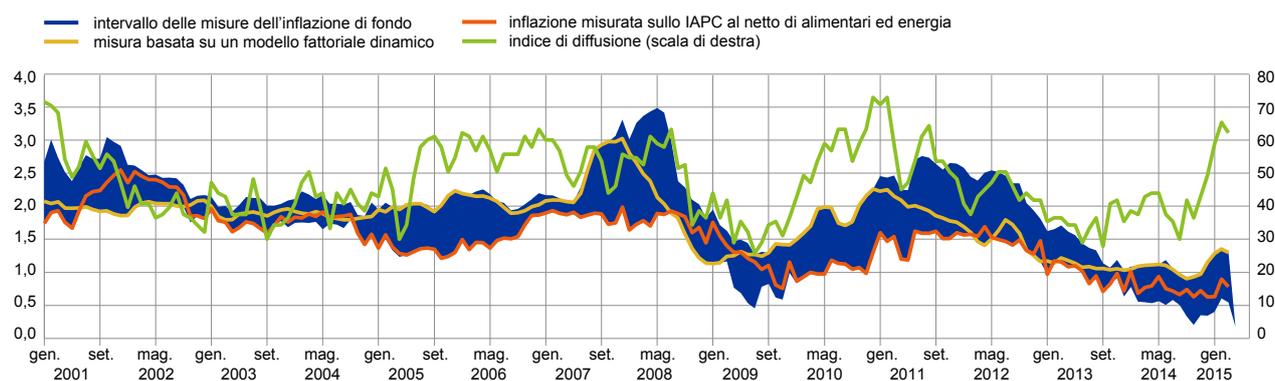
² Per un'esposizione più approfondita delle modalità di calcolo delle misure dei "mesi per la dominanza del ciclo economico", cfr. il riquadro *L'individuazione dei segnali congiunturali provenienti dagli indicatori economici dell'area dell'euro* nel numero di maggio 2012 del Bollettino mensile della BCE.

Se applicata alle variazioni sui sei mesi annualizzate dell'HICPX, la misura suggerisce che un dato andamento andrebbe osservato in media per sette-otto mesi perché il segnale proveniente dalla componente congiunturale prevalga sul rumore di breve termine nella serie. Il recupero degli ultimi mesi va dunque considerato con una certa cautela, soprattutto alla luce dei recenti effetti di calendario descritti in precedenza.

Anche altre misure dell'inflazione di fondo sono aumentate coerentemente con l'HICPX, alcune in maniera significativa negli ultimi mesi. L'HICPX include ancora componenti volatili, come i pacchetti vacanza, che rendono difficile individuare il segnale in un determinato momento; per valutare se il rialzo dell'HICPX sia più generalizzato è essenziale confrontare i suoi andamenti con l'evoluzione di altri indicatori dell'inflazione di fondo. Mentre alcune misure escludono permanentemente le stesse voci, altre tralasciano alcuni elementi sulla base di criteri statistici (medie troncate che eliminano l'impatto delle singole voci con tassi di inflazione massimi e minimi) oppure utilizzano tecniche econometriche per estrarre la componente comune nell'insieme di singole serie di prezzi. Esaminando un ampio gruppo di indicatori di questo genere, si nota che a giugno tutti³ si collocavano su livelli superiori rispetto a marzo (cfr. figura E). Inoltre, altre due misure hanno registrato un aumento significativo da inizio anno. La prima si basa su un modello fattoriale dinamico che coglie i fattori comuni e persistenti nei tassi di inflazione dei vari paesi e nelle diverse voci dello IAPC⁴, oltre a essersi dimostrata storicamente un anticipatore dell'HICPX. La seconda consiste in un indice di diffusione teso a misurare quanto le variazioni del tasso di inflazione siano generalizzate o dovute

Figure E
Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi; quota)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'indice di diffusione è calcolato come la quota delle singole voci dello IAPC il cui tasso di variazione sui dodici mesi è aumentato negli ultimi tre mesi.

³ Tra gli indici che escludono permanentemente alcune voci rientrano lo IAPC al netto dei beni energetici, lo IAPC al netto dell'energia e dei beni alimentari, lo IAPC al netto dell'energia e dei beni alimentari non trasformati. Le misure che escludono alcune voci sulla base di dati statistici comprendono medie troncate al 10 e al 30 per cento nonché la mediana (media troncata al 100 per cento).

⁴ Questo indicatore è derivato dalla metodologia introdotta in Cristadoro, R., Forni, M., Reichlin, L. e Veronese, G., "A Core Inflation Indicator for the Euro Area", *Journal of Money, Credit and Banking*, n. 37, 2005, pagg. 539-560.

a un numero ristretto di voci. Ne emerge che, rispetto allo scorso gennaio, è notevolmente cresciuta la quota non ponderata di voci dello IAPC il cui tasso di variazione sul periodo corrispondente è aumentato nei tre mesi precedenti.

Nel complesso, le misure e gli indicatori disponibili dell'inflazione di fondo sono in rialzo dai bassi livelli toccati in passato, in linea con il profilo dell'HICPX prospettato nelle ultime proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema. Le

proiezioni indicano un graduale rafforzamento dell'HICPX nel corso del 2015, riflettendo l'impatto su salari e profitti del minor grado di capacità inutilizzata nell'economia, nonché il deprezzamento dell'euro e gli effetti indiretti dei rincari ipotizzati per le materie prime.

Nondimeno, stando ai risultati rilevati finora, è prematuro individuare un punto di svolta nell'inflazione di fondo sotto il profilo statistico. Occorrono ulteriori dati perché il segnale di inversione diventi sufficientemente forte.

Riquadro 5

Effetti dei tassi negativi a breve termine sul settore dei fondi del mercato monetario

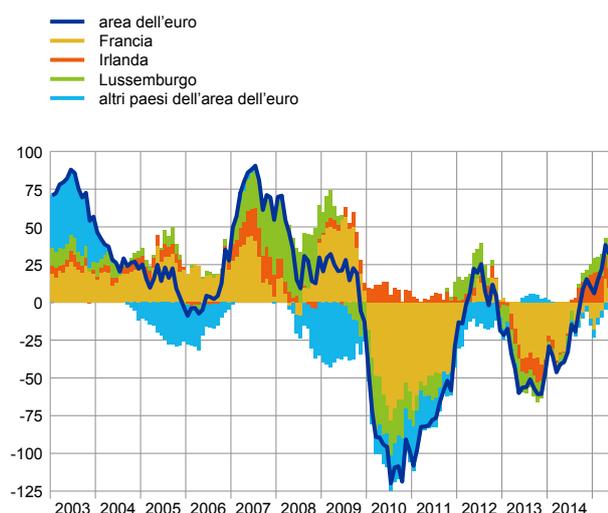
Il prolungato periodo caratterizzato da tassi di interesse a breve termine bassi, e recentemente negativi, ha creato difficoltà per il settore dei fondi del mercato monetario (FMM)¹. Nonostante i bassi rendimenti abbiano frenato la domanda di tali fondi e ridotto le dimensioni complessive del settore, sembra che le condizioni si siano stabilizzate dalla metà del 2014, considerando che le disponibilità di quote degli FMM in M3 hanno mostrato flussi positivi. Questo riquadro presenta una sintesi dei recenti andamenti nel settore e analizza le variazioni dei rendimenti di tali fondi in un contesto di tassi di interesse bassi.

Le emissioni di quote e partecipazioni da parte degli FMM dell'area dell'euro per il settore detentore di moneta dell'area sono aumentate dalla metà del 2014 dopo un calo protratto. La figura A mostra che i flussi sul periodo corrispondente delle quote di fondi del mercato monetario emesse per il settore detentore di moneta

Figura A

Quote/partecipazioni emesse dai fondi del mercato monetario dell'area dell'euro inclusi in M3

(in miliardi di euro; flussi sui dodici mesi; società diverse dalle IFM dell'area dell'euro escluse le amministrazioni centrali)



Fonte: BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce a maggio 2015.

dell'area dell'euro sono aumentati da -33 miliardi di euro alla fine di giugno 2014 a 32 miliardi di euro alla fine di maggio 2015. La figura prende in esame gli andamenti in Francia, Irlanda e Lussemburgo, poiché tali paesi rappresentano oltre il 95 per cento delle attività totali di tutti gli FMM nell'area dell'euro. La figura mostra che i flussi sul periodo corrispondente sono generalmente aumentati in tutti i paesi dalla metà del 2014 e sono stati positivi in aggregato dall'inizio del 2015, fornendo un ulteriore contributo alla crescita di M3.

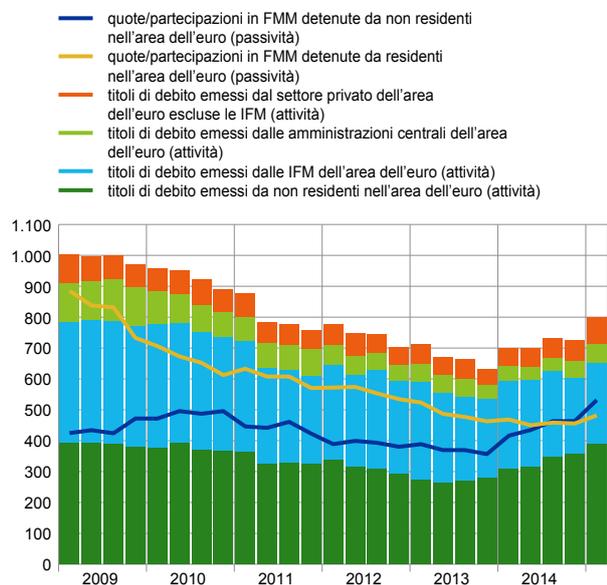
Tra le principali attività e passività degli FMM residenti nell'area dell'euro, le emissioni di quote per i non residenti nella seconda metà del 2014 sono state più consistenti rispetto a quelle per i residenti e hanno coinciso altresì con un incremento delle consistenze in titoli di debito esteri detenuti dai fondi del mercato monetario nello stesso periodo (cfr. figura B). Gli FMM in Irlanda e Lussemburgo sono incentrati soprattutto sui non residenti nell'area dell'euro, mentre in Francia il settore svolge prevalentemente un ruolo di

¹ La BCE definisce un fondo del mercato monetario come un fondo comune di investimento che investe principalmente in strumenti del mercato monetario e/o in altri titoli di debito trasferibili con vita residua non superiore a un anno, e/o che si prefigge un rendimento prossimo ai tassi di interesse del mercato monetario.

Figura B

Attività e passività dei fondi del mercato monetario dell'area dell'euro per settore e area delle controparti

(in miliardi di euro; consistenze in essere)



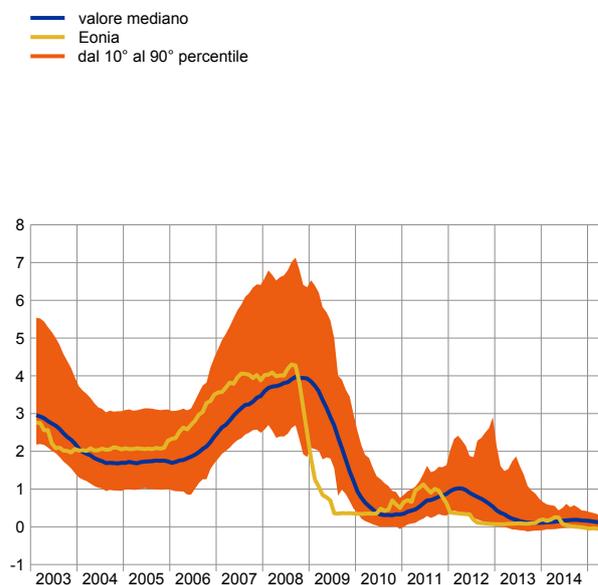
Fonte: BCE.

Note: le barre indicano le consistenze in titoli di debito degli FMM, mentre le linee denotano le passività degli FMM. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2015.

Figura C

Rendimenti complessivi dei fondi del mercato monetario dell'area dell'euro

(rendimento totale sul periodo corrispondente)



Fonti: Bloomberg, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il campione comprende 518 fondi, tutti denominati in euro. I rendimenti complessivi tengono conto dell'incremento dei prezzi e dei dividendi reinvestiti. L'ultima osservazione si riferisce a giugno 2015.

intermediazione interna. Le consistenze degli FMM in titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro sono diminuite da 280 miliardi di euro alla fine del secondo trimestre del 2014 a 263 miliardi di euro alla fine del primo trimestre del 2015. Benché tale flessione sia sostanzialmente in linea con il calo complessivo delle emissioni di titoli di debito da parte delle IFM nello stesso periodo, la quota di debito in essere delle IFM attualmente detenuta dagli FMM (all'incirca il 6 per cento) rimane al di sotto dei livelli osservati fino al 2010 (all'incirca l'8 per cento), a indicare una minore rilevanza degli FMM per il finanziamento delle IFM dell'area dell'euro.

La contrazione nel settore degli FMM dal 2009 ha coinciso con il calo dei rendimenti offerti su tali fondi nello stesso periodo (cfr. figura C). Nonostante il rendimento mediano sia ancora lievemente positivo, un'ampia quota di FMM produce rendimenti negativi. Alla fine di giugno 2015 il 22 per cento dei fondi mostrava rendimenti negativi, ma tali fondi rappresentavano all'incirca solo il 5 per cento delle attività totali, a indicare che i fondi più grandi di solito offrono rendimenti più elevati.

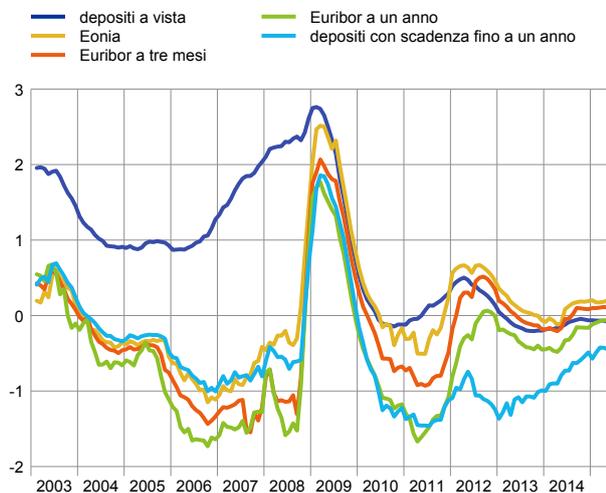
Il rendimento mediano è rimasto relativamente stabile dalla fine del 2013 e di fatto è aumentato rispetto ai tassi di interesse praticati su analoghe opportunità di investimento. Ad esempio, dall'introduzione dei tassi negativi sui depositi a metà del 2014, i rendimenti degli FMM sono stati più elevati rispetto all'Eonia e all'Euribor a tre mesi, e la differenza tra i rendimenti degli FMM e i tassi di interesse sui depositi con scadenza fino a un anno è diminuita costantemente dal 2013 (cfr. figura D).

Nulla indica chiaramente che gli FMM abbiano cercato di aumentare i rendimenti allungando la scadenza dei loro investimenti. La figura E mostra la quota di titoli detenuti con scadenza originaria superiore a un anno espressa

Figura D

Rendimenti dei fondi del mercato monetario dell'area dell'euro rispetto ad altri tassi di interesse

(punti percentuali)



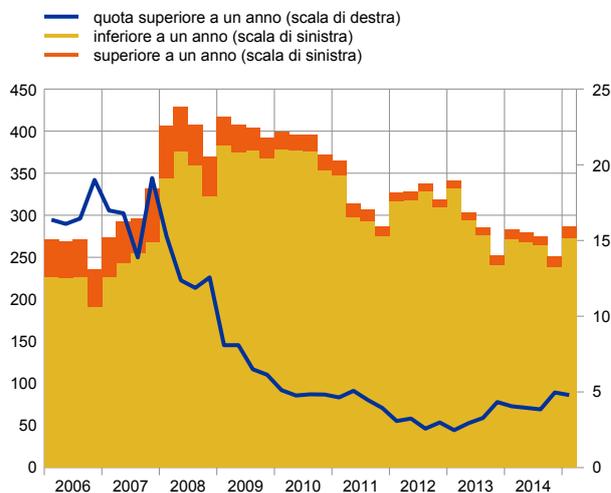
Fonti: Bloomberg, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: espressi come mediana dei rendimenti complessivi dei fondi del mercato monetario dell'area dell'euro meno il rispettivo tasso di interesse. L'ultima osservazione si riferisce a maggio 2015.

Figura E

Consistenze in titoli di debito degli FMM con scadenza originaria inferiore e superiore a un anno

(in miliardi di euro; quota percentuale delle disponibilità totali)



Fonte: BCE

Nota: l'ultima osservazione si riferisce al primo trimestre del 2015.

come percentuale delle disponibilità totali. Questi dati aggregati non consentono di analizzare a fondo le variazioni della durata o vita residua delle disponibilità degli FMM, ma possono fornire alcune indicazioni sugli andamenti delle tipologie di titoli detenuti. La figura mostra che gli FMM dell'area dell'euro hanno ridotto le loro disponibilità di titoli di debito con scadenza superiore a un anno dal 2008 al 2013, quando sono aumentate lievemente. Tuttavia, dalla seconda metà del 2014, dopo che il tasso della BCE sui depositi presso la banca centrale è divenuto negativo, non ci sono state variazioni di rilievo rispetto alla scadenza originaria dei titoli di debito detenuti. È importante ricordare che vi sono regolamenti che disciplinano la durata media ponderata dei titoli che gli FMM possono detenere, pertanto la loro capacità di adeguare le scadenze delle disponibilità può essere limitata. Nel complesso, non c'è stato un evidente allungamento della scadenza originaria delle disponibilità degli FMM da quando il tasso sui depositi presso la banca centrale è divenuto negativo.

In conclusione, il settore degli FMM dell'area dell'euro ha continuato a operare in un contesto impegnativo, anche se gli andamenti sembrano essersi stabilizzati. Tuttavia, è diminuita la rilevanza degli FMM per il finanziamento delle IFM nell'area dell'euro. Il recente incremento delle emissioni e, in misura analoga, delle attività è riconducibile in massima parte alle controparti non residenti nell'area dell'euro. La stabilizzazione delle emissioni rivolte ai residenti dell'area dell'euro è dovuta probabilmente ai rendimenti relativamente costanti su questi fondi nello scorso anno, specialmente in un contesto caratterizzato dal calo dei tassi di interesse su opportunità di investimento comparabili. Un'analisi della scadenza originaria dei titoli di debito detenuti dagli FMM non indica variazioni evidenti. Ciò indicherebbe che gli FMM hanno affrontato il contesto di bassi tassi di interesse sfruttando la generale correzione in corso dei prezzi relativi e dei rendimenti, senza modificare il loro modello operativo.

Articolo

La convergenza reale nell'area dell'euro: riscontri, teoria e implicazioni sul piano delle politiche

Un insegnamento importante della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro è rappresentato dal fatto che la necessità per i singoli paesi di attuare politiche economiche solide non viene meno con l'adozione della moneta unica, data l'assenza di meccanismi automatici in grado di garantire che il processo di convergenza nominale che precede l'adozione dell'euro produca una convergenza reale sostenibile nel periodo successivo. La crisi finanziaria mondiale iniziata nel 2008 ha messo in luce gravi debolezze nell'assetto strutturale e istituzionale di alcuni paesi partecipanti all'Unione economica e monetaria (UEM), che di conseguenza hanno mostrato da allora un calo considerevole e protratto del reddito reale pro capite.

Se l'insieme dell'Unione europea (UE) ha registrato una convergenza reale dal 1999 grazie al recupero del divario (catching up) nei paesi dell'Europa centrale e orientale (PECO), nei 12 Stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro nel 1999 e nel 2001 (Euro-12) non vi è stato un processo analogo. Quest'ultimo andamento è connesso soprattutto a fattori quali istituzioni deboli, rigidità strutturali, scarsa crescita della produttività e politiche inadeguate ad affrontare i boom dei prezzi delle attività. Alla luce di tutto ciò, per garantire una convergenza reale nell'UEM appare fondamentale assicurare: stabilità macroeconomica e, più in particolare, una solida politica fiscale; un grado elevato di flessibilità nei mercati dei beni e servizi e del lavoro; condizioni favorevoli per un utilizzo efficiente di capitale e lavoro nell'economia, a sostegno della crescita della produttività totale dei fattori (PTF); integrazione economica all'interno dell'area dell'euro; un ricorso più forte a strumenti di policy nazionali per evitare cicli di forte ascesa e repentino calo (boom-bust) dei prezzi delle attività e del credito.

1 Introduzione

Questo articolo si concentra su una delle numerose dimensioni del concetto di convergenza, vale a dire sulla convergenza reale misurata dal PIL pro capite in termini reali¹. Si ha convergenza reale sostenibile quando il PIL pro capite delle economie a più basso reddito converge in maniera durevole verso quello dei paesi con redditi più alti, un processo la cui sostenibilità presuppone che la crescita potenziale pro capite di lungo termine sia coerente con l'espansione della domanda. Un incremento del PIL risultante da fattori esterni – quali un forte shock dal lato

¹ I criteri di convergenza stabiliti dal Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (criteri di Maastricht), che misurano il grado di convergenza nominale, esulano dall'ambito di questo articolo.

della domanda mondiale o uno shock più favorevole, come ad esempio il calo dei differenziali di interesse verificatosi al momento dell'introduzione dell'euro – potrebbe dimostrarsi di fatto insostenibile se non accompagnato da un aumento del potenziale di crescita.

Nella letteratura sulla crescita economica, la convergenza reale è formalizzata con i due concetti complementari di beta e sigma convergenza.

Si ha beta convergenza quando le economie a più basso reddito crescono con maggiore rapidità rispetto a quelle con redditi più alti, vale a dire quando realizzano un processo di catching up. Ciò viene di norma misurato in termini di PIL pro capite relativo in unità standard di potere di acquisto (SPA). Si parla invece di sigma convergenza quando vi è un calo della dispersione dei livelli di reddito tra le varie economie. La convergenza reale richiede che i paesi a più basso reddito crescano in maniera sostenibile più rapidamente dei paesi con redditi più alti e che di conseguenza riducano il divario rispetto a questi. In tale senso essa riguarda principalmente la dimensione beta, mentre la dimensione sigma è una conseguenza accessoria. Una convergenza sostenibile è un presupposto fondamentale per la tenuta delle economie in fase di catching up di fronte agli shock.

Una convergenza reale sostenibile favorisce l'ordinato funzionamento dell'Unione monetaria nel medio periodo.

In primo luogo la realizzazione di una convergenza reale sostenibile attraverso politiche economiche nazionali solide è importante per sostenere la coesione economica e sociale dell'UEM, specialmente perché i paesi dell'area dell'euro mancano di meccanismi di trasferimento fiscale condivisi simili a quelli presenti nel bilancio federale degli Stati Uniti. I Fondi strutturali e il Fondo di coesione – gli strumenti finanziari della politica regionale dell'UE – mirano a ridurre le disparità di sviluppo tra regioni e Stati membri, ma hanno una portata più limitata rispetto agli analoghi strumenti disponibili in uno Stato federale. In secondo luogo la sostenibilità della convergenza reale riveste un ruolo rilevante perché nel medio periodo il processo di catching up tende, in alcune economie dell'area dell'euro, ad ampliare il differenziale di inflazione rispetto alla media dell'area dell'euro. In un'unione monetaria questo è di norma associato a un abbassamento dei tassi di interesse reali nelle economie in fase di convergenza in quanto i tassi di interesse nominali a breve termine sono determinati dal tasso di riferimento della banca centrale. Data questa caratteristica essenziale della politica monetaria in un'area valutaria unica, occorre attribuire grande importanza a politiche fiscali e macroprudenziali in grado di moderare i cicli macrofinanziari e assicurare la stabilità per evitare che i paesi diventino vulnerabili a cicli boom-bust. Un maggior grado di divergenza ciclica all'interno dell'area dell'euro complicherebbe la conduzione della politica monetaria unica.

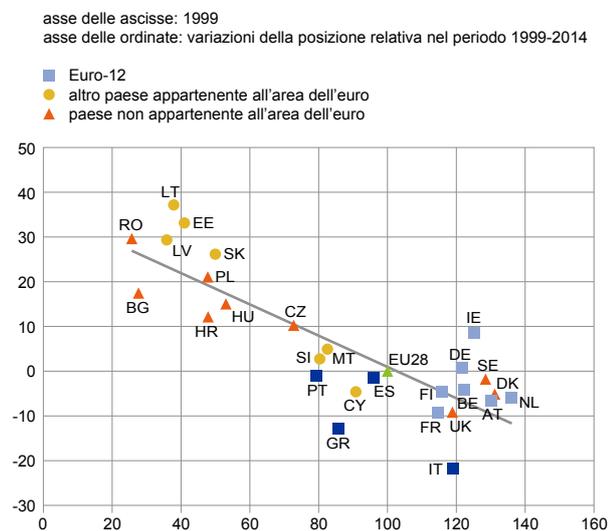
Questo articolo passa in rassegna i meccanismi e gli incentivi che hanno finora ostacolato una convergenza reale sostenibile tra i paesi dell'area dell'euro.

La seconda sezione presenta alcuni riscontri di una convergenza reale dall'avvio dell'UEM, la terza esamina i motivi per i quali in alcune economie dell'area dell'euro che hanno adottato la moneta unica nella fase iniziale non si è registrata una convergenza reale sostenibile, la quarta analizza il ruolo fondamentale della PTF nel processo di convergenza, la quinta si concentra sulle politiche che potrebbero contribuire a una convergenza reale sostenibile e la sesta conclude.

2 I riscontri di una convergenza reale

Figura 1
Crescita del PIL pro capite rispetto agli UE-28

(PIL pro capite in SPA; UE-28 = 100)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: il Lussemburgo è stato escluso poiché i calcoli del suo PIL pro capite sono distorti dal numero elevato di lavoratori transfrontalieri. I quadrati blu rappresentano gli Euro-12 in fase di catching up che non hanno registrato alcuna convergenza nel periodo considerato (Grecia, Spagna e Portogallo) e l'Italia, il paese degli Euro-12 con la divergenza più ampia.

Nel periodo 1999-2014 è stata osservata una lieve convergenza reale fra i 28 paesi che ora formano l'UE (UE-28). La figura 1 mostra come tra il 1999 e il 2014 sia gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (triangoli arancioni) sia quelli che hanno adottato la moneta unica dopo il 2002 (cerchi gialli) abbiano registrato risultati migliori rispetto al resto dei paesi UE, vale a dire ai 12 paesi (Euro-12) che hanno adottato l'euro prima del 2002 (quadrati blu). Il grado di convergenza più elevato è stato finora osservato in Estonia, Lettonia, Lituania, Romania, Slovacchia e – a seguire – in altri PECO².

La convergenza reale fra le economie dell'area dell'euro dopo l'introduzione della moneta unica è stata scarsa, nonostante le aspettative iniziali di un'accelerazione del processo catalizzata dall'euro.

Non esiste una relazione chiara fra i livelli del PIL pro capite relativo nel 1999 e la loro crescita relativa fra il 1999 e il 2014. Di fatto, se si considera il periodo nel suo insieme, esistono alcuni riscontri di una divergenza tra i paesi che hanno adottato per primi la moneta unica in quanto nell'arco di 15 anni diverse economie

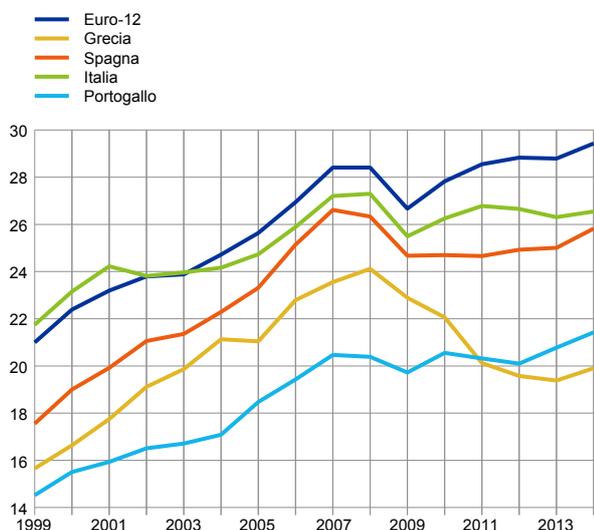
con redditi relativamente bassi hanno mantenuto (Spagna e Portogallo) o persino accresciuto (Grecia) il divario di reddito rispetto alla media. Inoltre l'Italia, inizialmente un paese a più alto reddito, ha registrato i risultati peggiori e questo suggerisce una divergenza sostanziale rispetto al gruppo con redditi elevati. Se la crisi che ha fatto seguito al tracollo di Lehman Brothers può in parte spiegare la divergenza osservata in questi paesi, anche fattori più profondi hanno svolto un ruolo. Ad esempio l'Irlanda, nonostante la grave crisi finanziaria del 2008-2012, evidenzia un lieve miglioramento e rimane tra i paesi con redditi più elevati.

Focalizzando l'attenzione sui due sottoperiodi aventi come spartiacque lo scoppio della crisi, si osserva una lieve convergenza temporanea fra gli Euro-12 prima del 2007. Nel sottoperiodo antecedente la crisi finanziaria mondiale, Grecia e Spagna crescevano più rapidamente del resto dell'area dell'euro. Il processo di catching up si è rapidamente invertito nel sottoperiodo successivo (2008-2013), quando queste economie hanno registrato una grave recessione. Per il Portogallo esistono riscontri limitati di una convergenza anche solo temporanea prima della crisi. Tra i paesi ad alto reddito, l'Italia ha registrato una crescita inferiore alla media dell'area dell'euro quasi per l'intero periodo generando un'aumentata divergenza (cfr. figura 2).

² La maggiore convergenza nei PECO merita un'analisi più approfondita, che esula dall'ambito di questo articolo. Tuttavia, l'aumento del grado di integrazione economica di questi paesi all'interno dell'UE nel periodo campione potrebbe spiegare in parte i risultati da loro raggiunti nel processo di convergenza. Alcuni riscontri degli effetti positivi derivanti dall'adesione all'UE sui paesi con redditi relativamente bassi, dovuti in larga parte al maggior grado di integrazione economica, sono contenuti in Crespo Cuaresma, J., Ritzberger-Grünwald, D. e Silgoner, M.A., "Growth convergence and EU membership", *Applied Economics*, vol. 40, n. 5, 2008, pagg. 643-656.

Figura 2**PIL pro capite in termini reali negli Euro-12**

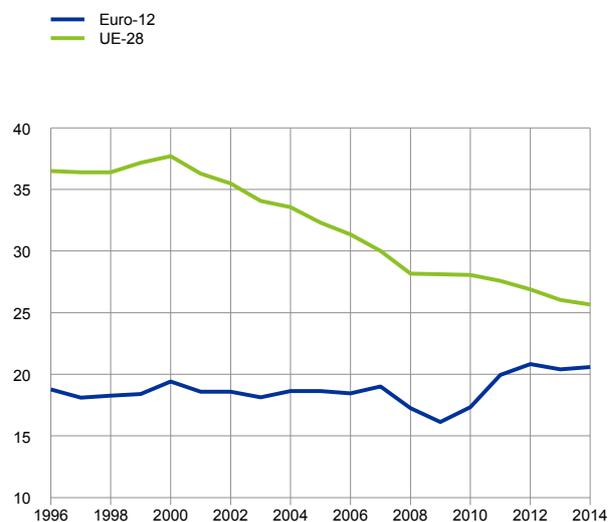
(PIL pro capite in 1.000 SPA)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Figura 3**Deviazione standard del PIL pro capite**

(PIL pro capite in 1.000 SPA)

Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.
Nota: escluso il Lussemburgo (cfr. la nota nella figura 1).

Analogamente, in termini di dispersione dei redditi, esistono alcuni riscontri di convergenza tra gli UE-28 ma scarse evidenze per gli Euro-12. La dispersione dei livelli di reddito pro capite è complessivamente aumentata negli Euro-12, dopo essersi temporaneamente ridotta fra il 2006 e il 2008 (cfr. figura 3), ed è leggermente diminuita nell'insieme degli UE-28 grazie al processo di catching up dei PECO. Il ritmo di diminuzione negli UE-28 sarebbe tuttavia calato con la crisi, cioè a partire dal 2008.

3**I motivi della mancata convergenza reale**

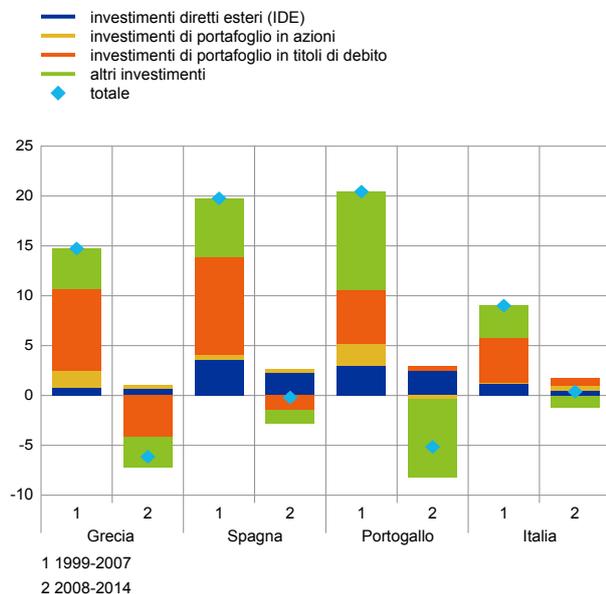
All'avvio dell'UEM molti osservatori si aspettavano che la maggiore integrazione monetaria e finanziaria imprimesse un'accelerazione al processo di convergenza reale. In linea con la teoria economica (cfr. riquadro 1), nel periodo antecedente la crisi si registravano afflussi lordi di capitali privati considerevoli in quei paesi Euro-12 con livelli di reddito pro capite significativamente inferiori alla media dell'area dell'euro - inclusi Grecia, Portogallo e, in misura inferiore, Spagna. Nel caso dell'Italia (cfr. figura 4), come in gran parte delle altre economie ad alto reddito, gli afflussi sono stati inferiori. I flussi di capitali verso questi paesi erano costituiti per lo più da investimenti in titoli di debito e da fondi bancari, mentre gli investimenti diretti esteri (IDE) rappresentavano una quota meno significativa. In linea di principio, gli afflussi di capitali privati nei paesi dell'area dell'euro con redditi inferiori avrebbero dovuto favorire guadagni di produttività e aumenti sostenibili dei livelli di reddito nel lungo periodo. Il finanziamento privato esterno ha cominciato a ridursi con lo scoppio della crisi finanziaria mondiale e ha continuato a diminuire sostanzialmente nel periodo successivo.

La mancanza di sostenibilità del processo di convergenza reale negli anni antecedenti la crisi è dovuta in larga parte all'effetto congiunto di tre fattori. In primo luogo, le condizioni istituzionali in alcuni paesi non erano favorevoli

Figura 4

Flussi lordi di capitali privati verso Grecia, Spagna, Portogallo e Italia

(flussi cumulati in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

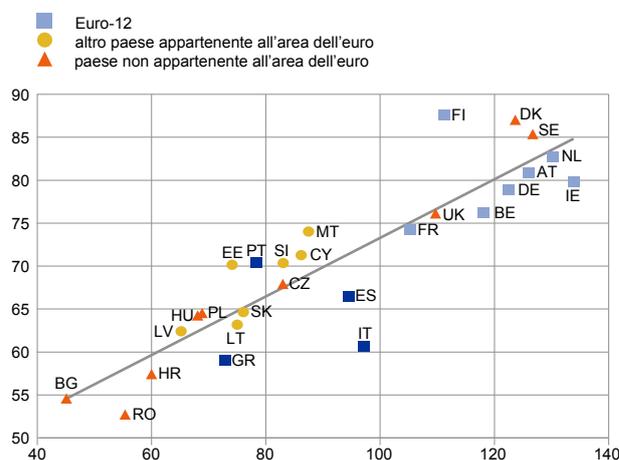
Nota: la categoria "altri investimenti" non include i flussi verso le amministrazioni pubbliche e la banca centrale nazionale.

Figura 5

Posizione nella graduatoria Worldwide Governance Indicators e PIL pro capite

(PIL pro capite in SPA; UE-28 = 100)

asse delle ascisse: PIL pro capite rispetto agli UE-28 (2014)
asse delle ordinate: posizione nella graduatoria Worldwide Governance Indicators (2008)



Fonti: Banca mondiale ed Eurostat.

Note: i Worldwide Governance Indicators forniscono una graduatoria composta dalle posizioni medie lungo sei ampie dimensioni: voce e accountability; stabilità politica e assenza di violenza/terrorismo; efficacia delle amministrazioni pubbliche; qualità del quadro regolatorio; stato di diritto; controllo della corruzione. Escluso il Lussemburgo (cfr. la nota nella figura 1). I quadrati blu rappresentano gli Euro-12 in fase di catching up che non hanno evidenziato alcuna convergenza nel periodo considerato (Grecia, Spagna e Portogallo) e l'Italia, il paese degli Euro-12 con la divergenza più ampia.

all'innovazione e alla crescita sottostante della produttività. In secondo luogo, le rigidità strutturali e la scarsa concorrenza (specialmente nel settore non tradable) hanno contribuito a determinare distorsioni nell'allocazione del capitale e questo ha a sua volta impedito al potenziale di offerta dell'economia di allinearsi alla domanda. In terzo luogo, il brusco calo dei tassi di interesse reali ha favorito una forte crescita del credito e ha fatto salire la domanda, dando origine ad aspettative erranee sui redditi futuri³.

In primo luogo, per quanto concerne i fattori istituzionali, la qualità della governance e delle istituzioni nazionali influisce sulla crescita del reddito pro capite.

I paesi con una governance migliore presentano di norma livelli di reddito più elevati. I paesi dell'euro nei quali vi è stata un'assenza di convergenza (o addirittura una divergenza) negli anni antecedenti la crisi (Grecia, Spagna, Italia e Portogallo) si collocano anche in posizioni più basse in termini di governance tra gli Euro-12 (cfr. figura 5). Questo riflette una combinazione di fattori – quali l'efficacia dell'amministrazione pubblica, la qualità del quadro regolamentare e l'entità dell'economia sommersa – che influiscono tutti in misura significativa sulla crescita di lungo periodo.

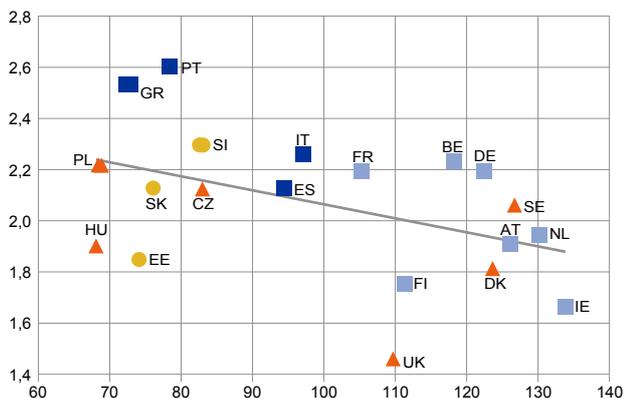
³ Cfr. Borio, C., "The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?", *Working Paper della BRI*, n. 395, dicembre 2012.

Figura 6
Rigidità strutturali e PIL pro capite

(PIL pro capite in SPA; UE-28 = 100)

asse delle ascisse: PIL pro capite rispetto agli UE-28 (2014)
asse delle ordinate: PMR ed EPL medi (2008)

■ Euro-12
● altro paese appartenente all'area dell'euro
▲ paese non appartenente all'area dell'euro



Fonti: Commissione europea e Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE).

Note: gli indicatori OCSE della regolamentazione del mercato dei beni e servizi (product market regulation, PMR) riguardano la regolamentazione formale in materia di controllo delle amministrazioni pubbliche sulle imprese commerciali, le barriere legali e amministrative all'imprenditorialità e le barriere agli investimenti e al commercio estero. Maggiore è il valore, più rigida è la regolamentazione. Gli indicatori OCSE sulla legislazione a tutela dell'occupazione (employment protection legislation, EPL) sono indicatori sintetici del grado di protezione contro i licenziamenti individuali e collettivi per i lavoratori con contratto regolare. Gli indicatori sintetici sono ottenuti attraverso l'analisi dei fattori, nella quale ogni componente è ponderata in base alla varianza complessiva dei dati. Non sono disponibili statistiche PMR ed EPL per il 2008 per Bulgaria, Croazia, Cipro, Lettonia, Lituania, Malta e Romania. Escluso il Lussemburgo (cfr. la nota nella figura 1). I quadrati blu rappresentano gli Euro-12 in fase di catching up che non hanno evidenziato alcuna convergenza nel periodo considerato (Grecia, Spagna e Portogallo) e l'Italia, il paese degli Euro-12 con la divergenza più ampia.

In secondo luogo, i paesi con rigidità strutturali sono stati particolarmente colpiti durante la crisi finanziaria mondiale e ciò ha contribuito alla brusca inversione del processo di convergenza in questo periodo. Alcuni Euro-12 (specialmente Grecia e Portogallo) avevano mercati del lavoro e dei beni e servizi molto rigidi prima della crisi (cfr. figura 6). Nel mercato del lavoro le rigidità erano rappresentate anche da un elevato grado di tutela dell'occupazione e da sistemi di contrattazione salariale che non favorivano adeguamenti flessibili delle retribuzioni. Nei mercati dei beni e dei servizi vari settori, fra cui le industrie di rete, erano protette dalla concorrenza e questo ha rallentato la correzione dei margini di profitto durante la crisi. Le rigidità che hanno ostacolato l'adeguamento di salari e prezzi hanno rallentato in misura significativa il processo di riallocazione di lavoro e capitale dai settori colpiti dalla crisi (ad esempio, le costruzioni) a quelli in più rapida espansione e hanno fatto aumentare i costi dell'aggiustamento in termini di disoccupazione e perdite di reddito.

In terzo luogo, negli anni antecedenti la crisi un boom della domanda interna trainato dal credito e aspettative erranee in merito alle prospettive di crescita economica futura hanno celato la debolezza della crescita potenziale in diversi paesi. Rispetto alla media degli anni antecedenti

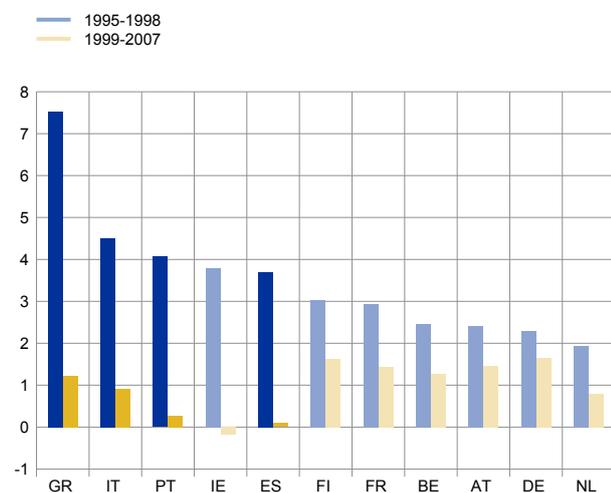
l'introduzione dell'euro (1995-1998) i tassi di interesse reali hanno registrato un calo molto marcato, specialmente nei paesi meridionali dell'area dell'euro e anche in Irlanda (cfr. figura 7). Il calo sostanziale dei tassi di interesse reali in queste economie era la risultante di due fattori: 1) una convergenza sostanziale dei tassi di interesse nominali prima e dopo l'introduzione dell'euro; 2) un aumento dell'inflazione al di sopra della media dell'area dell'euro nei primi anni dell'UEM⁴. Inoltre, il boom della domanda interna trainato dal credito protrattosi per molti anni ha indotto a sovrastimare il potenziale di crescita in diversi paesi e in particolare in Grecia e Spagna. Di conseguenza la politica fiscale è stata eccessivamente prociclica negli anni del boom, in quanto i bilanci si basavano sull'ipotesi che le considerevoli entrate generate da una domanda interna insostenibile sarebbero proseguite anche negli anni a venire. Lo scoppio della grave crisi ha fatto scendere bruscamente il gettito fiscale in un contesto di insufficienti margini di bilancio e questo si è tradotto in un rapido aumento del debito pubblico.

La crescita eccessiva del credito al settore privato in alcuni paesi ha fatto aumentare i livelli di debito delle imprese e/o delle famiglie. Irlanda, Spagna e – in misura inferiore – Grecia e Portogallo hanno registrato una sostanziale

⁴ Per una spiegazione più dettagliata, cfr. l'articolo "La politica monetaria e i differenziali di inflazione in un'area valutaria eterogenea" nel numero di maggio 2005 di questo Bollettino.

Figura 7**Tassi di interesse reali del mercato monetario a tre mesi negli Euro-12**

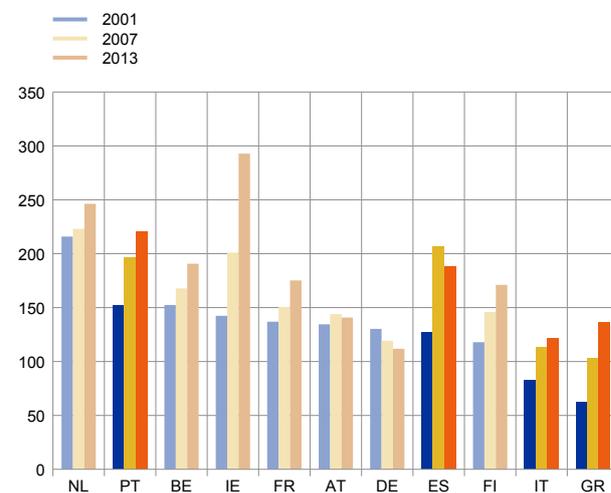
(punti percentuali)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.
 Note: i tassi di interesse nominali del mercato monetario a tre mesi sono deflazionati utilizzando l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC). Le colonne più scure rappresentano gli Euro-12 in fase di catching up che non hanno evidenziato alcuna convergenza nel periodo considerato (Grecia, Spagna e Portogallo) e l'Italia, il paese degli Euro-12 con la divergenza più ampia.

Figura 8**Debito del settore privato negli Euro-12**

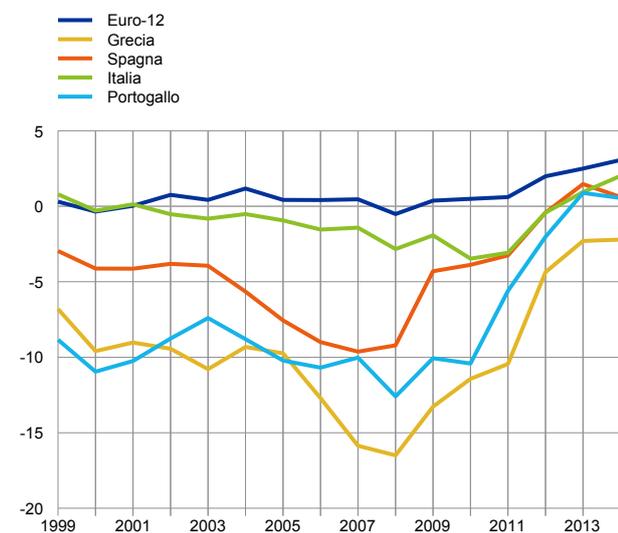
(in percentuale rispetto al PIL)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.
 Note: il debito del settore privato è la somma del debito non consolidato delle famiglie e delle società non finanziarie. Le colonne più scure rappresentano gli Euro-12 in fase di catching up che non hanno evidenziato alcuna convergenza nel periodo considerato (Grecia, Spagna e Portogallo) e l'Italia, il paese degli Euro-12 con la divergenza più ampia.

Figura 9**Saldi di conto corrente negli Euro-12**

(in percentuale rispetto al PIL)



Fonte: Commissione europea.

espansione dell'indebitamento nel settore privato (cfr. figura 8). I rischi connessi al notevole incremento del credito e all'aumento dell'indebitamento non sono stati affrontati in misura sufficiente dalle autorità nazionali. In particolare, gli strumenti macroprudenziali volti a limitare un eccessivo ricorso all'indebitamento non sono stati utilizzati oppure si sono dimostrati troppo deboli per moderare a sufficienza la crescita del credito in queste economie.

L'espansione eccessiva del credito e della domanda interna hanno anche determinato l'accumulo di ampilissimi squilibri esterni negli anni antecedenti la crisi. In Grecia, Spagna e Portogallo il disavanzo di conto corrente è aumentato in misura significativa nel periodo pre-crisi. In Italia, un paese a più alto reddito, è rimasto modesto (cfr. figura 9). Ampi squilibri cumulati di parte corrente nelle economie in fase di catching up non costituiscono necessariamente un problema se l'accumulo di considerevoli passività sull'estero è successivamente accompagnato da avanzi

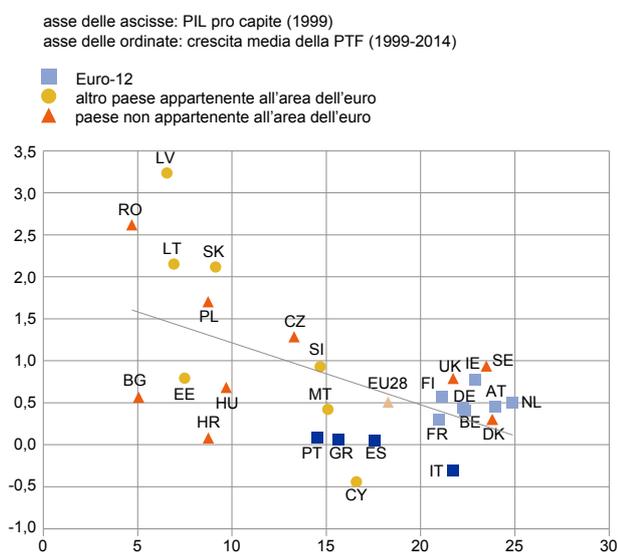
correnti. Se i disavanzi di parte corrente finanziano investimenti che accrescono la produttività determinando maggiori proventi dalle esportazioni in futuro, un loro aumento temporaneo può risultare sostenibile. Le modalità di convergenza di questi paesi dell'area dell'euro non hanno tuttavia soddisfatto tale condizione nel periodo antecedente la crisi, perché l'accumulo di capitale si è concentrato nei settori

non tradabile a bassa produttività. Se in Spagna l'ampliarsi degli squilibri esterni ha riflesso per lo più un eccesso di investimenti in alcuni comparti del settore privato (in particolare nelle costruzioni), in Grecia il divario tra risparmi e investimenti va ricondotto principalmente all'eccesso di spesa del settore pubblico e in Portogallo il basso livello del risparmio nel settore sia pubblico sia privato ha svolto un ruolo significativo.

4 Il ruolo della crescita della produttività nel processo di convergenza

Figura 10
PIL pro capite e crescita media della PTF

(PIL pro capite in 1.000 SPA, variazioni percentuali)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: escluso il Lussemburgo (cfr. la nota della figura 1). I quadrati blu rappresentano gli Euro-12 in fase di catching up che non hanno evidenziato alcuna convergenza nel periodo considerato (Grecia, Spagna e Portogallo) e l'Italia, il paese degli Euro-12 con la divergenza più ampia.

I flussi finanziari verso i paesi a basso reddito non hanno generato una convergenza della produttività nel periodo antecedente la crisi.

La PTF misura l'efficienza con cui gli input di lavoro e capitale sono utilizzati nel processo produttivo e costituisce una determinante fondamentale della convergenza (cfr. riquadro 1). Nell'insieme degli UE-28 essa è di norma cresciuta maggiormente nei paesi con livelli di reddito più bassi e questo ha favorito il processo di convergenza (cfr. figura 10). Tuttavia, tale risultato va ricondotto in larga parte ai PECO. Di fatto, gli Euro-12 con livelli di reddito iniziali più elevati hanno addirittura registrato, in media, incrementi della PTF generalmente maggiori rispetto ai paesi dell'area dell'euro con redditi più bassi⁵. La crescita della produttività del lavoro in alcune economie in fase di catching up – specialmente Grecia, Spagna e Portogallo – è stata deludente e in Italia si è collocata ampiamente al di sotto della media dell'area dell'euro e su livelli tra i più bassi negli UE-28.

La debole dinamica complessiva della PTF ha riflesso in parte la composizione settoriale della crescita in alcuni paesi.

Dopo l'introduzione dell'euro i capitali sono affluiti in misura sempre

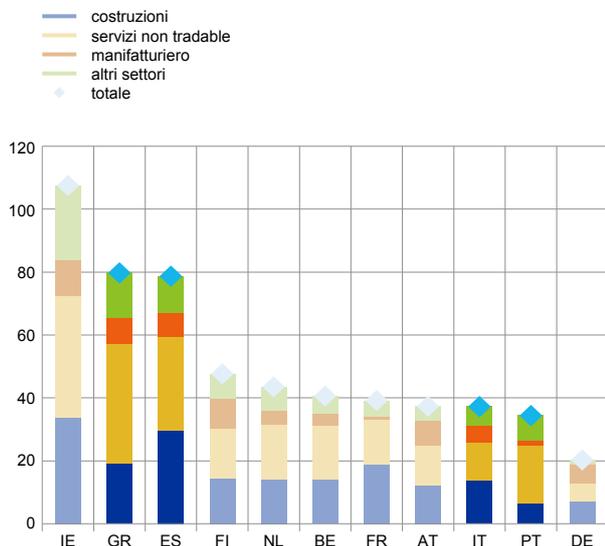
maggiore verso i settori con una produttività marginale del capitale bassa (vale a dire con una debole produttività), ma con rendite elevate⁶. Tra questi figuravano di norma i settori non tradabile (servizi) che erano ampiamente al riparo dalla concorrenza, compresa la distribuzione e le industrie di rete. Il motivo principale per cui negli anni pre-crisi il valore aggiunto è aumentato molto di più in Grecia e Spagna che negli altri Euro-12 (esclusa l'Irlanda) è rappresentato

⁵ Per un'analisi del ruolo della PTF e della scarsa convergenza nell'area dell'euro, cfr. "Catching-up processes in the euro area", *Quarterly report on the euro area*, vol.12, n. 1, Commissione europea, marzo 2013, pagg. 7-18.

⁶ Secondo Acemoglu e Robinson, la spiegazione ultima delle rendite eccessive va ricercata in istituzioni economiche e politiche di natura non sufficientemente "inclusiva" e potenzialmente addirittura "estrattiva". Cfr. Acemoglu, D. e Robinson, J.A., *Why Nations Fail*, Profile Books, 2012 (*Perché le nazioni falliscono*, Il Saggiatore, 2013).

Figura 11
Scomposizione settoriale della crescita del valore aggiunto negli Euro-12

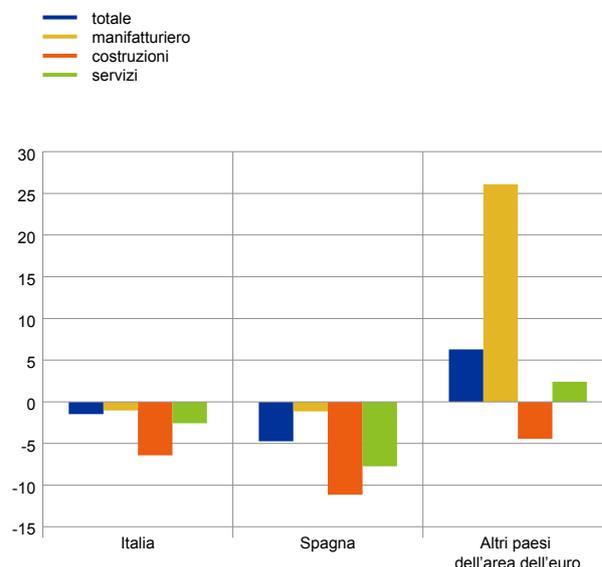
(contributo alla crescita cumulata fra il 1999 e il 2007)



Fonti: Commissione europea, utilizzando la banca dati EU KLEMS, ed elaborazioni della BCE.
Note: non sono disponibili i dati per il Lussemburgo. Per Belgio e Portogallo, la crescita è calcolata sul periodo 1999-2006 in quanto non sono disponibili i dati per il 2007. Il settore "costruzioni" include le attività immobiliari; quello "servizi non tradable" si riferisce a distribuzione/ingrosso, alberghi e servizi sociali/di pubblica utilità; "altri settori" include agricoltura e attività estrattive, elettricità, trasporti e intermediazione finanziaria. Le colonne più scure rappresentano le economie dell'area dell'euro in fase di catching up (AE-12) nelle quali non si registra alcuna convergenza (Grecia, Spagna e Portogallo) e l'Italia, il paese dell'AE-12 con la divergenza più ampia in questo periodo.

Figura 12
Crescita della PTF per settore negli Euro-12

(variazioni percentuali)



Fonti: Commissione europea, utilizzando la banca dati EU KLEMS, ed elaborazioni della BCE.
Note: non sono disponibili i dati per Grecia e Portogallo. "Altri paesi dell'area dell'euro" include Belgio, Germania, Francia, Paesi Bassi, Austria e Finlandia. "Totale" include altri settori quali agricoltura e attività estrattive, elettricità, trasporti e intermediazione finanziaria. Il valore per il Belgio nel 2007 è estrapolato a partire da quello relativo al 2006. Gli aggregati non sono ponderati.

dallo spostamento di risorse verso i settori non tradable (servizi), comprese le costruzioni nel caso della Spagna. Anche in Portogallo, dove la crescita era modesta già prima della crisi, i settori non tradable (servizi) hanno svolto un ruolo più importante nella crescita del valore aggiunto. In Italia, la composizione settoriale del valore aggiunto è stata sostanzialmente simile a quella degli altri grandi paesi dell'area dell'euro (cfr. figura 11).

In alcuni paesi dell'area dell'euro la crescita della PTF è stata deludente anche nei settori tradable. All'allocazione del capitale in settori caratterizzati da una scarsa produttività si aggiunge il fatto che in alcune economie la crescita della PTF è stata modesta anche nei settori potenzialmente più produttivi. Nel periodo 1999-2007 Spagna e Italia hanno ad esempio registrato tassi di incremento della PTF inferiori alla media degli altri paesi dell'area dell'euro non solo nei settori dei servizi e delle costruzioni ma anche in quello manifatturiero (cfr. figura 12). Ciò sta a indicare che tali economie presentavano debolezze più diffuse del contesto produttivo negli anni antecedenti la crisi, uno dei fattori che hanno impedito loro di realizzare appieno il potenziale di innovazione⁷.

⁷ Per una rassegna del ruolo degli andamenti della produttività settoriale nel processo di convergenza all'interno dell'area dell'euro, cfr. Sondermann, D., "Productivity in the euro area: any evidence of convergence?", *Working Paper Series*, n. 1431, BCE, Francoforte sul Meno, aprile 2012.

Riquadro 1

Il quadro concettuale soggiacente la crescita economica e il ruolo fondamentale della produttività totale dei fattori per la convergenza

Questo riquadro spiega il modo in cui la teoria della crescita economica ha corroborato il ruolo fondamentale della produttività totale dei fattori (PTF) e della tecnologia per il processo di convergenza. Si considerano due categorie di modelli: 1) quelli che ipotizzano un progresso tecnologico esogeno; 2) quelli che introducono endogeneità nel progresso tecnologico.

Nella prima categoria di modelli, noti come neoclassici, il livello della tecnologia determina l'efficacia del processo produttivo. Nel suo fondamentale contributo⁸, Solow ipotizza che sia la popolazione sia la tecnologia crescano a un tasso esogeno e che lo stock di capitale sia invece determinato dal risparmio. Maggiore è lo stock di capitale fisico esistente in un'economia, più elevato sarà il livello di risparmio necessario a controbilanciare il deprezzamento e mantenere il capitale al livello corrente. Alla fine l'economia raggiungerà un punto in cui il risparmio è appena sufficiente a mantenere la dotazione di capitale corrente. In questo stato stazionario, il capitale per unità di lavoro effettivo cessa di espandersi e tutte le variabili pro capite pertinenti aumentano allo stesso ritmo del progresso tecnologico.

Il modello di Solow riconduce le differenze di crescita tra paesi ai diversi livelli dello stock di capitale fisico e quindi alla differente posizione lungo il sentiero di crescita bilanciata.

Una delle ipotesi fondamentali del modello di Solow è che il rendimento marginale del capitale è decrescente, ovvero che maggiore è il capitale nell'economia minori saranno i benefici derivanti dall'aggiunta di un'ulteriore unità dello stesso. Di conseguenza, un'economia con uno stock di capitale ridotto trae un notevole vantaggio dall'espansione degli investimenti.

Quindi, secondo il modello di Solow, l'alto rendimento atteso degli investimenti nei paesi poveri di capitale attrae i capitali dai paesi ricchi di capitale. L'espansione degli investimenti permette alle economie di salire lungo il sentiero della crescita bilanciata, un fenomeno noto come "catching up", e dunque di convergere verso uno stesso livello di reddito di stato stazionario. Tale convergenza presuppone che le preferenze degli agenti e tutte le altre caratteristiche delle economie dei vari paesi siano identiche. La risultante teoria della convergenza condizionata implica che, se vi sono disparità persistenti in termini di preferenze e di altre caratteristiche istituzionali, è possibile una divergenza tra paesi non solo in termini di livelli di reddito ma anche di tassi di crescita.

L'evidenza empirica ha fatto emergere dubbi sulla capacità del modello di Solow di spiegare il ritmo di convergenza osservato su scala mondiale. In pratica, non si rilevano né differenze tra gli stock di capitale né flussi di capitali sufficientemente ampi da spiegare i diversi livelli di reddito tra paesi. Barro e Sala-i-Martin⁹ hanno testato l'ipotesi della convergenza sia per gli Stati che compongono gli Stati Uniti sia per un campione internazionale di paesi. Pur riscontrando elementi di convergenza in entrambi i campioni, hanno notato che la loro stima

⁸ Solow, R., "A contribution to the theory of economic growth", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 70, n. 1, 1956, pagg. 65-94.

⁹ Barro, R.J. e Sala-i-Martin, X., "Convergence", *Journal of Political Economy*, vol. 100, n. 2, 1992, pagg. 223-251.

empirica della velocità della convergenza, pari al 2 per cento l'anno, era molto inferiore al livello suggerito dalla teoria.

La teoria neoclassica fornisce un quadro teorico attraente, ma nella pratica non spiega le ragioni della convergenza al di fuori della ristretta teoria “condizionata”. Le differenze in termini di efficacia dei fattori di produzione e ritmo del progresso tecnologico potrebbero costituire una spiegazione dei divari di reddito tra paesi. La teoria non riesce tuttavia ad acclarare né quale sia la ragione delle disparità nei livelli di queste importanti variabili né come il progresso possa essere indotto e perciò non spiega come la convergenza dei redditi possa essere generata. Poiché in questa tipologia di modelli le scelte degli individui si traducono in un comportamento ottimale dell'economia e il tasso di crescita è determinato in modo esogeno, risulta altresì impossibile per la politica economica rafforzare la crescita di un paese fornendo ad esempio incentivi al risparmio e agli investimenti.

Per superare questo problema, la seconda categoria di modelli introduce endogeneità nel processo tecnologico modellando in modo esplicito l'innovazione e l'apprendimento.

In via generale si possono distinguere due diversi approcci: 1) la modellizzazione dell'aumento della produttività attraverso rendimenti crescenti dei fattori della produzione (capitale o lavoro); 2) la modellizzazione esplicita delle attività di ricerca e sviluppo (R&S) come settore separato dell'economia.

Rendimenti crescenti della produzione possono essere generati ipotizzando che il capitale umano, al pari di quello fisico, possa essere incrementato attraverso gli investimenti. Uzawa¹⁰ e Lucas¹¹ includono esplicitamente il capitale umano come fattore di produzione nei loro modelli; gli investimenti in capitale umano sono rappresentati dal tempo che gli individui dedicano all'istruzione. Si ipotizza che forze di lavoro più qualificate esercitino un'influenza positiva sul resto dell'economia (una cosiddetta esternalità) e che questo rafforzi la crescita. Una conclusione della teoria neoclassica è che il capitale si sposta dai paesi ricchi a quelli poveri e contribuisce al processo di convergenza nelle economie in cui è scarso. Poiché il capitale umano – costituito dalle forze di lavoro di un paese e dalle loro conoscenze – è meno mobile di quello fisico e meno propenso a trasferirsi all'estero, i modelli che includono il capitale umano tra i fattori di crescita possono contribuire a spiegare le perduranti differenze tra paesi in termini di dinamica dei redditi. I modelli di crescita endogena sono quindi molto più adatti a supportare le decisioni sul piano delle politiche.

Un diverso modo di generare crescita endogena e spiegare la convergenza in un modello teorico è di “produrre” innovazione in un settore separato dell'economia. L'introduzione del settore della R&S ha permesso a Romer¹² di spiegare come sia possibile conseguire una crescita duratura. Come gli investimenti in capitale umano, l'intensificazione delle attività di ricerca fa salire il livello di conoscenza e sostiene il progresso tecnologico non solo nel centro di ricerca interessato ma

¹⁰ Uzawa, H., “On a two-sector model of economic growth II”, *Review of Economic Studies*, vol. 30, n. 2, 1963, pagg. 105-118.

¹¹ Lucas, R.E., “On the mechanics of economic development”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 22, numero 1, 1988, pagg. 3-42.

¹² Romer, P., “Increasing returns and long-run growth”, *Journal of Political Economy*, vol. 94, n. 5, 1986, pagg. 1002-1037.

anche nell'intera economia ed esercita pertanto un'influenza positiva sulla crescita economica. Per superare le differenze di reddito e recuperare il divario rispetto alle economie più avanzate, i paesi più poveri necessitano di un ritmo elevato di progresso tecnologico.

Nell'insieme, i modelli di crescita endogena sembrano meglio spiegare il ritmo di convergenza osservato tra paesi e permettono ai responsabili delle politiche di definire strategie in grado di promuovere la PTF. Secondo questi modelli, gli sforzi volti a migliorare i livelli di qualificazione delle forze di lavoro e accrescere la spesa in R&S, l'apertura e la concorrenza promuovono la produttività, la divulgazione del progresso tecnologico e quindi la crescita economica e la convergenza.

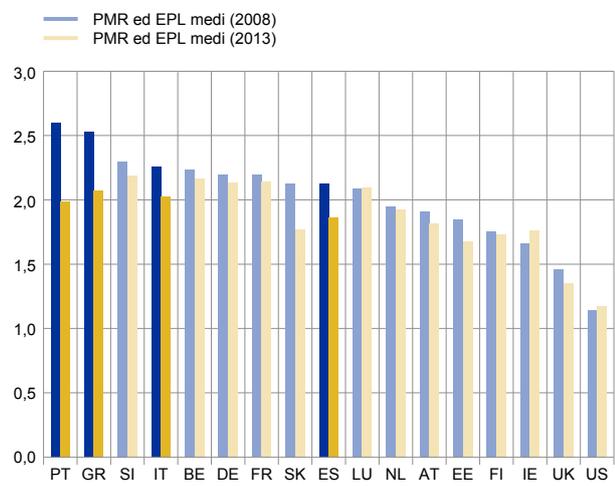
5 Come conseguire una convergenza reale sostenibile

Alla luce dell'evidenza sulla scarsa convergenza reale negli Euro-12, questa sezione esamina i modi in cui le politiche economiche potrebbero promuovere una convergenza sostenibile e rafforzare la resilienza rispetto a shock negativi¹³. L'analisi dell'evidenza sulla mancanza di convergenza e le relative cause mostra che, per conseguire una convergenza sostenibile, devono essere soddisfatte tre condizioni principali: 1) mantenimento della stabilità macroeconomica; 2) aumento del grado di flessibilità dell'economia nei paesi interessati; 3) miglioramento dei presupposti per la crescita della PTF.

La prima condizione per una convergenza reale sostenibile è la stabilità macroeconomica. La sezione precedente ha mostrato come le caratteristiche strutturali e le istituzioni nazionali abbiano contribuito all'accumulo di squilibri in un gruppo di paesi dell'area dell'euro e come questo abbia portato a un divario sempre più ampio fra la crescita della domanda e il potenziale di offerta. Dalla crisi, i paesi dell'area dell'euro sottoposti ai programmi di aggiustamento finanziario dell'UE e del Fondo monetario internazionale (FMI) hanno compiuto dei progressi nel ripristino di condizioni macroeconomiche equilibrate e hanno altresì attuato significative riforme strutturali. Nella maggioranza di questi casi gli squilibri di conto corrente sono per lo più scomparsi. Ciò ha riflesso in parte una correzione pronunciata del costo del lavoro per unità di prodotto. Anche i saldi di bilancio in rapporto al PIL sono migliorati notevolmente rispetto ai livelli elevati osservati negli anni della crisi. Gli squilibri di stock, rappresentati ad esempio dal livello elevato del debito estero dei settori sia pubblico sia privato, rimangono tuttavia molto ampi in numerosi paesi. Per superare del tutto questo retaggio della crisi è importante consolidare i guadagni di competitività conseguiti durante la crisi e mantenere un indirizzo di politica fiscale orientato alla stabilità in modo da assicurare un ritorno dell'indebitamento pubblico su livelli sostenibili nei prossimi anni.

La seconda condizione per una convergenza sostenibile è una maggiore flessibilità economica che possa contribuire a correggere la misallocazione

¹³ Il ruolo e l'impatto sulla crescita delle riforme strutturali nell'area dell'euro è esaminato nell'articolo "Progressi e possibile impatto delle riforme strutturali nell'area dell'euro" nel numero 2/2015 di questo Bollettino, pagg. 63-77.

Figura 13**Regolamentazione del mercato dei beni e servizi (PMR) e legislazione a tutela dell'occupazione (EPL)**

Fonti: elaborazioni della BCE e OCSE.

Note: cfr. le note della figura 6 sugli indicatori PMR ed EPL. Per gli Stati Uniti, non è disponibile il dato PMR per il 2013 e vengono quindi presentati i soli dati EPL. Le colonne più scure rappresentano gli Euro-12 in fase di catching up che non hanno evidenziato alcuna convergenza nel periodo considerato (Grecia, Spagna e Portogallo) e l'Italia, il paese degli Euro-12 con la divergenza più ampia.

del capitale del periodo pre-crisi. Come è stato mostrato nella sezione precedente, alcuni dei paesi con redditi pro capite più bassi (ad esempio Grecia, Spagna e Portogallo) hanno risentito di livelli particolarmente elevati di rigidità nei rispettivi mercati dei beni e servizi e del lavoro. Durante la crisi queste rigidità hanno accresciuto i costi economici dell'aggiustamento e determinato una diminuzione della crescita potenziale più pronunciata che in altri paesi. Un passo fondamentale per assicurare un modello di crescita sostenibile nelle economie dell'area dell'euro che devono convergere consiste nell'eliminare le profonde carenze strutturali all'origine delle diffuse distorsioni nell'allocazione di capitale e lavoro prima della crisi. Ciò può essere rafforzato con misure volte ad accrescere la concorrenza nei mercati dei beni, dei servizi e del lavoro (cfr. riquadro 2). Dall'inizio della crisi i paesi sottoposti a programmi di assistenza finanziaria hanno attuato riforme significative che hanno ridotto il divario di flessibilità economica rispetto agli altri paesi dell'area dell'euro (cfr. figura 13), ma servono sforzi ulteriori per colmare

il divario rimanente oltre che – a maggior ragione – per portare questi paesi al livello di quelli con i mercati dei beni e servizi e del lavoro più flessibili a livello internazionale.

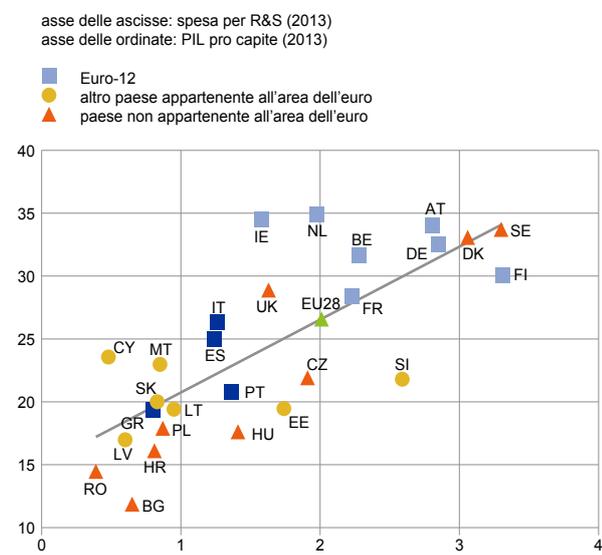
La terza condizione per una convergenza sostenibile è il conseguimento di una maggiore crescita della PTF. Come indicato nella sezione 4, prima della crisi la PTF è stata generalmente debole (se non addirittura in calo) in alcuni dei paesi dell'area dell'euro a più basso reddito anche nei settori (come quello manifatturiero) contraddistinti da una produttività elevata. Politiche nazionali specifiche per ogni paese dovrebbero rafforzare i principali fattori alla base della crescita della PTF focalizzandosi su tre ambiti principali: 1) aumentare la qualità del lavoro, ad esempio accrescendo la quota di lavoratori altamente qualificati; 2) migliorare la qualità del capitale promuovendo l'adozione di innovazioni e di tecnologie; 3) creare un quadro istituzionale che sostenga l'innovazione nelle imprese¹⁴.

La produttività è chiaramente legata alla qualità del lavoro. Nei primi anni dell'UEM la misallocazione delle risorse verso i settori a bassa produttività ha creato una maggiore domanda per lavoratori con basse qualifiche in alcune economie in fase di catching up. Ciò ha esercitato un impatto negativo sul capitale umano, creando incentivi erronei all'abbandono scolastico precoce. Politiche attive del lavoro ben mirate possono contribuire a incanalare gradualmente le forze di lavoro attive verso i settori tecnologicamente più avanzati.

¹⁴ Per maggiori informazioni sulle determinanti principali della PTF nell'area dell'euro, cfr. l'articolo "The drivers of total factor productivity in catching-up economies", *Quarterly report on the euro area*, Commissione europea, vol.13, numero 1, aprile 2014, pagg. 7-19.

Figura 14
Spesa per R&S e PIL pro capite nel 2013

(spesa per R&S in percentuale del PIL; PIL pro capite in 1.000 SPA)



Fonti: Commissione europea ed Eurostat.

Note: per l'Irlanda, la spesa per R&S si riferisce al 2012 in quanto non è disponibile il dato relativo al 2013. Escluso il Lussemburgo (cfr. la nota della figura 1). I quadrati blu rappresentano gli Euro-12 in fase di catching up che non hanno evidenziato alcuna convergenza nel periodo considerato (Grecia, Spagna e Portogallo) e l'Italia, il paese degli Euro-12 con la divergenza più ampia.

La dinamica della PTF è altresì chiaramente connessa agli investimenti nei settori delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC) e nel progresso tecnologico che innalza il potenziale di crescita. La teoria economica indica che un rafforzamento dell'attività di ricerca accresce il livello di conoscenza e il progresso tecnologico dell'intera economia ed esercita quindi un'influenza positiva sulla convergenza reale (cfr. riquadro 1). I paesi nei quali la spesa per attività di ricerca e sviluppo (R&S) è maggiore hanno di norma livelli di reddito più elevati (cfr. figura 14).

Istituzioni nazionali solide sono essenziali per attrarre investimenti in capitale umano e gli IDE, oltre che per la creazione di nuove imprese. Gli incentivi all'innovazione nel settore privato possono non risultare efficaci se le imprese devono operare in un contesto caratterizzato da pesanti oneri regolamentari, amministrazioni pubbliche e sistemi giudiziari inefficienti, misure inadeguate di contrasto alla corruzione, o dove devono competere con una grande economia sommersa. Le politiche sia nazionali sia dell'UE devono migliorare le condizioni per la

governance pubblica, combattere la corruzione e creare un contesto che permetta alle imprese di operare in modo ordinato ed efficiente.

Anche una maggiore integrazione economica dovrebbe favorire il processo di convergenza. Prima della crisi l'integrazione dei mercati finanziari ha contribuito a incanalare i flussi di capitali verso i paesi dell'area dell'euro a più basso reddito. Tuttavia, per i ritardi nel completamento del mercato unico dei servizi a livello europeo, permangono per lo più molti ostacoli nazionali alla concorrenza nei settori dei servizi specialmente in Grecia, Spagna e Portogallo, oltre che in Italia. Il completamento del Mercato Unico attraverso la rimozione delle barriere regolamentari residue nei settori protetti dalla concorrenza promuoverebbe un'allocatione più efficiente del capitale e accelererebbe la diffusione delle nuove tecnologie, in particolare nei paesi dell'area dell'euro a più basso reddito che hanno mercati dei servizi più chiusi. Esiste inoltre un chiaro ruolo per le politiche comunitarie nel rimuovere le barriere residue tra paesi a livello di singoli settori attraverso un rafforzamento del mercato unico che, come illustrato in maggiore dettaglio nel riquadro 2, è lungi dall'essere completato.

L'integrazione dei mercati dei capitali dovrebbe contribuire a un'allocatione più efficiente del capitale. Come mostrato nella terza sezione, prima della crisi i flussi di capitali verso i paesi dell'area dell'euro con i redditi più bassi erano per lo più del tipo che genera debito. Al tempo stesso gli afflussi per investimenti in azioni, che potenzialmente sono maggiormente in grado di favorire la crescita della produttività, sono stati piuttosto scarsi riflettendo in parte lo scarso livello di integrazione dei mercati dei capitali nell'area dell'euro. Per migliorare l'allocatione del capitale tra le economie

dell'area dell'euro occorre sviluppare il mercati dei capitali unico e aumentare la quota degli investimenti azionari sul totale dei finanziamenti (cfr. anche il riquadro 2)¹⁵.

Riquadro 2

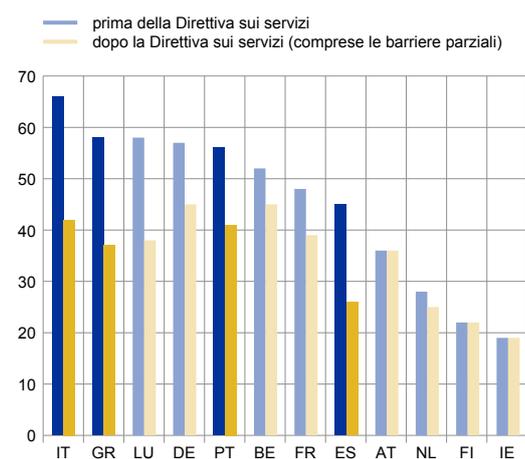
Il ruolo del mercato unico

Il mercato unico è un pilastro dell'integrazione economica europea. Dal 1993 il mercato unico si prefigge di assicurare la libera circolazione di persone, beni, servizi e capitali. Negli ultimi due decenni circa è stato costantemente modificato per tenere il passo con gli andamenti più recenti, ad esempio con la crescente importanza del settore dei servizi e dell'economia digitale. Esso mira ad accrescere la concorrenza all'interno dell'Europa, agevolare un'allocazione efficiente delle risorse e permettere alle imprese europee di competere sui mercati mondiali.

Il mercato unico dovrebbe favorire la convergenza reale nell'area dell'euro in quanto riduce gli ostacoli agli scambi, alla mobilità del lavoro e alla concorrenza e favorisce la diffusione della tecnologia. Esso dovrebbe beneficiare maggiormente i paesi con una specializzazione in settori caratterizzati da economie di scala crescenti, dove esistono più ampi margini di miglioramento dell'efficienza; ciò vale altresì per i paesi con settori più protetti, che trarranno maggiore vantaggio dalla liberalizzazione. Un'area dell'euro più integrata accrescerà la resilienza delle economie e promuoverà una crescita sostenibile, specie nei paesi che hanno evidenziato maggiori vulnerabilità durante la crisi. Alcune caratteristiche del mercato unico che possono favorire una convergenza sostenibile nell'area dell'euro devono essere migliorate ulteriormente. Questo riquadro si focalizza sulla libera circolazione dei servizi, del lavoro e del capitale.

Figura

Effetto della Direttiva UE sui servizi sul numero di barriere tra paesi



Fonti: Monteagudo et al. ed elaborazioni della BCE.
Nota: le colonne più scure rappresentano gli Euro-12 in fase di catching up che non hanno evidenziato alcuna convergenza nel periodo considerato (Grecia, Spagna e Portogallo) e l'Italia, il paese degli Euro-12 con la divergenza più ampia.

Se la libera circolazione dei beni ha registrato progressi significativi, gli scambi di servizi tra paesi presentano ancora ritardi. Pur rappresentando oltre il 70 per cento dell'economia dell'UE, il settore dei servizi è molto meno integrato di quello dei beni. Benché questo sia dovuto in parte alla natura non tradabile di alcuni servizi, permangono barriere non trascurabili anche nel comparto dei servizi tradabile.

La Direttiva UE del 2006 sui servizi riguarda specificamente gli scambi e la concorrenza nel settore dei servizi. Essa mira a ridurre le regolamentazioni di prodotto che costituiscono un ostacolo al commercio di servizi tra paesi, in particolare per le piccole e medie imprese. Una valutazione di efficacia condotta dalla Commissione europea nel 2012

¹⁵ Per il ruolo del settore finanziario nella promozione della convergenza reale nell'area dell'euro, cfr. anche Praet, P., "The financial cycle and real convergence in the euro area", intervento tenuto in occasione della Annual Hyman P. Minsky Conference on the State of the US and World Economies, Washington D.C., 10 aprile 2014.

(cfr. Monteagudo et al.)¹⁶ rivela come la sua attuazione abbia prodotto risultati promettenti, risultati che sono stati maggiori nei paesi con barriere numerose e/o elevate e in particolare in Grecia, Spagna, Italia e Portogallo (cfr. la figura). La rimozione degli ostacoli permette alle imprese dei paesi a più basso reddito di competere nei mercati esteri e agevola lo scambio di idee e di tecnologie.

Le stime di impatto della Direttiva sui servizi indicano un effetto positivo sul PIL di circa lo 0,8 per cento nell'insieme dell'UE¹⁷. L'effetto nei singoli paesi dipende dal grado di attuazione della Direttiva, oltre che dall'importanza dei vari settori in ciascuna economia. Per gli Stati membri dell'UE che registrano maggiori ritardi nella regolamentazione del settore dei servizi i benefici possono essere particolarmente grandi, come mostra l'effetto positivo dell'1 e 1,4 per cento del PIL stimato rispettivamente per Grecia e Spagna. Se tutte le barriere agli scambi e ai servizi fossero interamente abolite, il PIL potrebbe aumentare di un ulteriore 1,6 per cento e la produttività potrebbe crescere in misura compresa fra il 5 (Portogallo) e il 7 per cento (Grecia).

Un altro elemento fondamentale del mercato unico è la mobilità del lavoro. I cittadini dell'UE godono della libertà di circolazione, vale a dire del diritto di vivere e lavorare in qualunque paese dell'Unione e di essere trattati allo stesso modo dai datori di lavoro locali. Come indicato nel riquadro 1, la mobilità del lavoro può contribuire alla convergenza spostando il capitale umano e le competenze; quel che è più importante, tuttavia, può costituire anche un importante meccanismo di assorbimento degli shock a fronte di shock settoriali o a livello di singolo paese. Nello scorso decennio la mobilità del lavoro all'interno dell'UE è stata determinata principalmente dai differenziali di reddito e di retribuzione tra gli Stati membri dell'Europa orientale e quella occidentale. Più di recente è stata altresì dovuta alle crescenti differenze di funzionamento dei mercati del lavoro, in particolare tra i paesi dell'area dell'euro.

Durante la crisi sono aumentati i flussi di manodopera verso le economie più resilienti, come quelle tedesca e austriaca. Tuttavia, tali flussi sono stati di entità relativamente ridotta. Di fatto la mobilità del lavoro, pur essendo un ambito nel quale è stato attuato un numero significativo di politiche a livello UE, rimane ben inferiore agli standard statunitensi. In risposta al forte aumento della disoccupazione dovuto al protrarsi della crisi, sono state messe in atto numerose politiche volte a rimuovere gli ostacoli alla mobilità del lavoro, come ad esempio la nuova Direttiva dell'UE sulle qualificazioni professionali (in vigore da gennaio 2016), la rete paneuropea per la ricerca di un impiego (EURES) istituita nel 2014 e la nuova Direttiva sui diritti alla pensione complementare adottata nello stesso anno.

Infine, il mercato unico dei capitali sembra ancora lontano dall'essere completato. Progressi importanti verso la creazione di un mercato unico dei capitali sono rappresentati dalla Direttiva sui servizi di pagamento adottata nel 2007, che ha sancito l'armonizzazione di tali servizi, e dall'area unica dei pagamenti in euro (Single Euro Payments Area, SEPA). Il passo più recente è costituito

¹⁶ Monteagudo, J. et al., "The economic impact of the Services Directive: A first assessment following implementation", *European Economy Economic Papers*, n. 456, Commissione europea, Bruxelles, 2012.

¹⁷ "Relazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo, al Comitato delle regioni e alla Banca europea per gli investimenti - Un mercato unico per la crescita e l'occupazione: analisi dei progressi compiuti e degli ostacoli ancora esistenti negli Stati membri", *Contributo all'analisi annuale della crescita 2014*, Commissione europea, Bruxelles, novembre 2013.

dall'unione dei mercati dei capitali annunciata dalla Commissione europea agli inizi del 2015¹⁸ e volta a integrare ulteriormente i mercati finanziari, migliorare l'accesso al finanziamento per le imprese e offrire maggiori opportunità di investimento per le famiglie e le imprese europee. Mercati dei capitali ben funzionanti faciliteranno altresì la mobilitazione dei finanziamenti privati nel contesto del Piano di investimenti per l'Europa varato a novembre 2014.

6 Conclusioni

Mentre i PECO hanno ridotto il divario rispetto alla media dell'UE negli ultimi 15 anni, i 12 paesi che hanno formato l'area dell'euro nei primi anni hanno registrato progressi deludenti verso una convergenza reale tra di loro.

L'esperienza ha mostrato che la convergenza iniziale può venire rapidamente meno in presenza di shock esogeni se non è sorretta da un quadro istituzionale solido e da condizioni strutturali favorevoli alla crescita della produttività.

La crisi ha mostrato che ampi afflussi di capitali nei paesi a basso reddito possono favorire una convergenza reale sostenibile solo se le risorse sono allocate in modo efficiente nell'economia. Uno dei fattori chiave per il successo in un'unione monetaria è un'economia sufficientemente flessibile in cui i segnali di prezzo permettono alle risorse di essere adeguatamente incanalate verso i settori ad alta produttività. È altrettanto importante integrare la politica monetaria unica con strumenti macroprudenziali e fiscali anticiclici a livello nazionale per affrontare tempestivamente il rischio di cicli boom-bust nelle economie dell'area dell'euro in fase di catching up.

Il perseguimento di una convergenza sostenibile costituisce in larga parte una responsabilità nazionale. Tuttavia, gli sforzi a livello nazionale dovrebbero essere integrati da riforme strutturali a livello europeo volte a consolidare il mercato unico. Il rafforzamento del mercato unico permetterebbe di assorbire meglio shock a livello di singolo paese, specie nelle economie a basso reddito. Ciò è particolarmente importante per l'unione dei mercati dei capitali, dove servono ancora progressi sostanziali e rapidi.

¹⁸ "Costruire un'Unione dei mercati dei capitali", *Libro verde*, n. 63, Commissione europea, Bruxelles, febbraio 2015.

Statistiche

Indice

1 Contesto esterno	S2
2 Andamenti finanziari	S3
3 Attività economica	S8
4 Prezzi e costi	S14
5 Moneta e credito	S18
6 Andamenti della finanza pubblica	S23

Ulteriori informazioni

È possibile consultare e scaricare le statistiche della BCE dallo Statistical Data Warehouse (SDW):	http://sdw.ecb.europa.eu/
I dati contenuti nella sezione statistica del Bollettino economico sono disponibili nell'SDW:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813
Un Bollettino statistico completo può essere consultato nell'SDW:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045
Le definizioni metodologiche sono consultabili nelle Note generali del Bollettino statistico:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports .
Informazioni di dettaglio sui calcoli si trovano nelle Note tecniche del Bollettino statistico:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022
La spiegazione dei termini e delle abbreviazioni è riportata nel glossario statistico della BCE:	http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.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

1 Contesto esterno

1.1 Principali partner commerciali, PIL e CPI

	PIL ¹⁾ (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Memo item: area dell'euro	Paesi OCSE		Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro ²⁾ (IAPC)
							Totale	al netto di beni alimentari ed energetici					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	3,0	2,3	0,7	1,7	7,8	-0,8	2,3	1,8	2,1	2,8	0,0	2,6	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	3,0	-0,1	7,4	0,8	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2014 3° trim.	0,9	1,2	0,7	-0,5	1,9	0,2	1,8	1,9	1,8	1,5	3,4	2,0	0,4
4° trim.	0,8	0,5	0,8	0,3	1,5	0,4	1,4	1,8	1,2	0,9	2,5	1,5	0,2
2015 1° trim.	0,7	0,0	0,4	1,0	1,3	0,4	0,6	1,7	-0,1	0,1	2,3	1,2	-0,3
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,0	.	.	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.	-	-	-	-	-	-	0,6	1,6	0,0	0,1	0,5	1,2	0,3
giu.	-	-	-	-	-	-	.	.	.	0,0	.	.	0,2

Fonti: Eurostat (col. 3, 6, 10, 13); BRI (col. 2, 4, 9, 11, 12); OCSE (col. 1,5,7,8).

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (indici di diffusione; dest.)									Importazioni di beni ¹⁾		
	Purchasing Managers' Index composito						Purchasing Managers' Index mondiale ²⁾			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	3,7	3,4	3,8
2014 3° trim.	55,7	59,8	58,5	51,3	52,2	52,8	54,1	56,2	52,0	2,8	1,4	3,6
4° trim.	53,4	55,6	56,3	50,9	51,4	51,5	52,8	53,6	50,8	1,5	1,7	1,4
2015 1° trim.	54,0	56,9	57,4	50,4	51,5	53,3	53,3	54,3	50,7	-2,5	1,7	-4,7
2° trim.	53,4	55,9	57,2	51,3	51,1	53,9	51,3	54,1	49,6	.	.	.
2015 gen.	53,1	54,4	56,7	51,7	51,0	52,6	53,1	53,1	51,0	-0,4	2,1	-1,7
feb.	54,0	57,2	56,6	50,0	51,8	53,3	53,4	54,2	50,7	-1,3	2,6	-3,4
mar.	55,0	59,2	58,9	49,4	51,8	54,0	53,3	55,5	50,2	-2,5	1,7	-4,7
apr.	54,2	57,0	58,3	50,7	51,3	53,9	51,4	55,1	49,5	-1,8	0,9	-3,3
mag.	53,5	56,0	55,8	51,6	51,2	53,6	51,6	54,0	49,1	.	.	.
giu.	52,6	54,6	57,4	51,5	50,6	54,2	50,8	53,2	50,3	.	.	.

Fonti: Eurostat; Markit (col. 1-9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis ed elaborazioni della BCE (col. 10-12).

1) 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.

2) 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 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
giu.	-0,12	-0,06	-0,01	0,05	0,16	0,28	0,10

Fonte: BCE.

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

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 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
giu.	-0,27	-0,26	-0,23	0,19	0,95	1,21	2,09	1,52	-0,25	-0,10	1,08	2,09

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 EuroMTS e i rating da Fitch Ratings.

2.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroli ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari	13	14
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
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 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
giu.	364,0	3.521,8	743,2	265,5	647,4	310,3	194,5	504,7	385,0	283,0	380,7	820,4	2.099,3	20.403,8

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto 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 giu.	0,27	1,05	1,32	1,74	7,42	17,17	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	7,26	17,02	5,55	6,54	6,90	3,09	2,63	2,75	2,81	2,99	3,05	2,79
ago.	0,24	0,93	1,21	1,66	7,26	16,99	5,55	6,52	6,86	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	0,92	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	5,60	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	17,05	5,07	6,14	6,45	2,73	2,43	2,52	2,54	2,69	2,77	2,50
2015 gen.	0,21	0,84	1,01	1,95	7,11	17,07	5,30	6,30	6,64	2,79	2,32	2,54	2,45	2,42	2,71	2,40
feb.	0,20	0,82	0,98	1,53	7,07	17,00	5,23	6,23	6,64	2,79	2,08	2,47	2,33	2,50	2,59	2,38
mar.	0,18	0,80	0,89	1,37	7,07	17,00	5,20	5,98	6,35	2,73	2,12	2,45	2,28	2,42	2,55	2,31
apr.	0,17	0,77	0,88	1,15	6,98	16,96	4,93	5,94	6,28	2,68	2,03	2,39	2,17	2,38	2,51	2,25
mag. ^(p)	0,17	0,80	0,84	1,09	6,93	17,07	5,20	6,03	6,45	2,67	2,04	2,33	2,09	2,30	2,43	2,18

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).

2.5 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti a e sui depositi da società non finanziarie (nuove operazioni) ^{1), 2)}

(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 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	4,02	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	4,01	3,94	3,54	2,44	2,92	2,69	1,73	2,26	2,49	2,58
nov.	0,25	0,44	1,20	3,54	3,79	3,87	3,42	2,38	2,84	2,61	1,72	2,18	2,25	2,49
dic.	0,24	0,43	1,29	3,44	3,72	3,74	3,27	2,35	2,79	2,47	1,73	2,18	2,10	2,43
2015 gen.	0,23	0,44	1,28	3,43	3,82	3,84	2,98	2,32	2,83	2,04	1,65	2,04	2,17	2,43
feb.	0,22	0,35	1,09	3,37	3,59	3,71	3,12	2,24	2,71	2,37	1,51	2,00	2,14	2,34
mar.	0,21	0,33	1,14	3,33	3,49	3,65	3,13	2,16	2,68	2,31	1,63	2,11	1,98	2,34
apr.	0,19	0,31	0,95	3,27	3,48	3,57	2,95	2,19	2,65	2,25	1,62	1,93	2,03	2,30
mag. ^(p)	0,19	0,30	0,96	3,21	3,39	3,49	2,95	2,16	2,49	2,22	1,57	1,85	2,03	2,24

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.

2 Andamenti finanziari

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 ¹⁾						
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche			
			Società finanziarie		Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale			Altre ammini- strazioni pubbliche	Società finanziarie		Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche
			diverse dalle IFM	SVF						diverse dalle IFM	SVF			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A breve termine														
2012	1.426	581	146	-	75	558	66	703	491	37	-	52	103	21
2013	1.247	477	122	-	67	529	53	508	314	30	-	44	99	21
2014	1.312	545	120	-	58	538	50	410	219	34	-	39	93	25
2014 dic.	1.312	545	120	-	58	538	50	342	191	24	-	27	66	34
2015 gen.	1.388	599	127	-	66	543	54	378	186	28	-	33	94	36
feb.	1.400	606	134	-	70	534	56	351	162	37	-	30	83	39
mar.	1.420	604	137	-	71	543	66	373	162	45	-	35	89	42
apr.	1.410	601	134	-	80	533	62	350	158	37	-	38	82	35
mag.	1.393	591	133	-	80	530	59	324	141	36	-	36	78	33
A lungo termine														
2012	15.204	4.815	3.167	-	840	5.758	624	255	98	45	-	16	84	12
2013	15.107	4.405	3.087	-	919	6.069	627	222	70	39	-	16	89	9
2014	15.119	4.040	3.158	-	992	6.286	643	219	65	43	-	16	85	10
2014 dic.	15.119	4.040	3.158	-	992	6.286	643	131	42	38	-	11	29	10
2015 gen.	15.220	4.058	3.202	-	1.002	6.316	642	261	80	48	-	8	113	13
feb.	15.264	4.038	3.209	-	1.015	6.356	646	207	64	21	-	18	86	17
mar.	15.348	4.026	3.247	-	1.032	6.399	644	285	84	62	-	17	112	10
apr.	15.275	4.000	3.212	-	1.034	6.389	641	221	70	33	-	21	87	10
mag.	15.354	3.982	3.234	-	1.037	6.462	640	185	49	41	-	6	85	4

Fonte: BCE.

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

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	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Consistenze											
2012	16.629,8	5.396,0	3.312,5	.	914,8	6.316,1	690,4	4.597,1	404,7	617,9	3.574,5
2013	16.354,2	4.881,8	3.209,3	.	985,6	6.597,8	679,8	5.638,0	569,1	751,0	4.317,9
2014	16.431,2	4.585,7	3.278,4	.	1.050,5	6.823,7	693,0	5.949,0	591,0	787,8	4.570,2
2014 dic.	16.431,2	4.585,7	3.278,4	.	1.050,5	6.823,7	693,0	5.949,0	591,0	787,8	4.570,2
2015 gen.	16.608,5	4.657,3	3.328,6	.	1.068,0	6.859,1	695,5	6.422,8	573,0	836,0	5.013,9
feb.	16.664,0	4.643,6	3.343,7	.	1.084,8	6.890,5	701,4	6.855,5	650,5	899,6	5.305,4
mar.	16.768,7	4.630,5	3.383,8	.	1.102,8	6.941,5	710,1	7.055,7	688,7	933,3	5.433,7
apr.	16.685,7	4.600,6	3.346,2	.	1.113,6	6.921,8	703,6	6.959,7	683,8	908,3	5.367,7
mag.	16.747,0	4.572,2	3.366,9	.	1.116,2	6.992,2	699,6	6.983,8	675,4	901,5	5.406,8
Tasso di crescita											
2012	1,3	-1,8	-0,3	.	14,3	2,5	6,1	0,9	4,9	2,0	0,4
2013	-1,4	-8,9	-3,4	.	8,1	4,5	-1,1	0,9	7,2	0,2	0,3
2014	-0,7	-7,9	0,2	.	4,9	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8
2014 dic.	-0,7	-7,9	0,2	.	4,9	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8
2015 gen.	-0,7	-7,8	0,6	.	3,0	3,2	1,8	1,5	6,9	1,5	0,7
feb.	-0,9	-7,6	0,6	.	4,4	2,4	0,7	1,4	6,8	1,2	0,7
mar.	-0,2	-7,1	2,1	.	5,3	2,6	1,8	1,5	6,8	1,4	0,8
apr.	-0,3	-6,8	1,7	.	6,7	2,1	1,9	1,4	6,8	1,1	0,8
mag.	-0,8	-7,2	0,0	.	5,7	2,1	1,4	1,3	5,8	1,4	0,7

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

2.8 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

(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 ²⁾	CLUPT reale	Nominale	IPC reale	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2012	97,9	95,8	93,1	89,4	100,9	91,9	107,2	93,2	
2013	101,7	99,2	96,5	92,8	104,2	95,4	112,2	96,5	
2014	102,3	98,9	96,5	92,9	104,8	96,2	114,8	97,0	
2014 3° trim.	101,7	98,2	95,9	92,2	104,3	95,8	113,8	95,9	
4° trim.	99,6	96,1	94,2	90,5	102,0	93,9	112,6	94,5	
2015 1° trim.	93,7	90,4	89,4	85,6	95,9	88,0	106,9	89,3	
2° trim.	92,0	88,8	88,2	.	.	.	104,8	87,4	
2015 gen.	95,9	92,4	91,1	-	-	-	109,3	91,3	
feb.	94,0	90,7	89,8	-	-	-	107,4	89,7	
mar.	91,4	88,2	87,4	-	-	-	104,2	87,0	
apr.	90,5	87,4	86,9	-	-	-	102,8	85,8	
mag.	92,3	89,2	88,5	-	-	-	105,1	87,6	
giu.	93,1	89,9	89,1	-	-	-	106,4	88,7	
				<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2015 giu.	0,8	0,9	0,8	-	-	-	1,2	1,2	
				<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2015 giu.	-9,7	-9,7	-8,3	-	-	-	-7,6	-8,8	

Fonte: BCE.

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

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

2.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese	Kuna croata	Corona Ceca	Corona danese	Fiorino ungherese	Yen giapponese	Zloty polacco	Sterlina britannica	Leu romeno	Corona svedese	Franco svizzero	Dollaro statunitense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	8,105	7,522	25,149	7,444	289,249	102,492	4,185	0,811	4,4593	8,704	1,205	1,285
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2014 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
2° trim.	6,857	7,574	27,379	7,462	306,100	134,289	4,088	0,721	4,4442	9,300	1,041	1,105
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
giu.	6,959	7,572	27,307	7,460	311,960	138,740	4,159	0,721	4,4671	9,272	1,045	1,121
							<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2015 giu.	0,6	0,2	-0,3	0,0	1,8	3,0	1,9	-0,1	0,4	-0,3	0,6	0,6
							<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2015 giu.	-17,8	-0,1	-0,5	0,0	2,0	0,0	0,6	-10,4	1,7	2,0	-14,2	-17,5

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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 esterno
	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 2° trim.	18.472,2	19.741,3	-1.269,2	7.542,8	5.630,5	5.960,8	9.449,4	-70,3	4.532,2	4.661,5	506,8	11.426,2
3° trim.	19.220,1	20.468,0	-1.247,8	7.797,7	5.900,7	6.306,2	9.713,4	-55,7	4.652,3	4.853,9	519,7	11.836,4
4° trim.	19.351,7	20.748,8	-1.397,1	7.568,9	5.998,8	6.509,3	9.915,2	-43,6	4.782,7	4.834,7	534,4	11.869,4
2015 1° trim.	21.087,3	22.381,9	-1.294,5	8.204,4	6.331,7	7.270,9	10.995,3	-21,0	5.029,9	5.054,9	603,1	12.632,8
<i>consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2015 1° trim.	207,6	220,4	-12,7	80,8	62,3	71,6	108,3	-0,2	49,5	49,8	5,9	124,4
<i>Transazioni</i>												
2014 2° trim.	185,1	97,6	87,5	-3,6	-5,7	144,4	176,3	9,8	34,1	-72,9	0,4	-
3° trim.	209,6	119,2	90,5	69,1	44,7	104,1	19,8	20,3	17,5	54,7	-1,3	-
4° trim.	57,8	-3,2	61,0	56,1	73,5	93,2	-2,7	10,2	-104,7	-74,0	2,9	-
2015 1° trim.	504,8	513,7	-8,8	159,7	74,7	129,0	260,3	27,3	182,8	178,7	6,0	-
2014 nov.	174,1	112,0	62,1	46,7	31,5	55,1	34,8	1,2	70,0	45,7	1,0	-
dic.	-131,1	-90,7	-40,4	-22,2	22,7	27,2	-1,3	2,6	-140,1	-112,1	1,4	-
2015 gen.	337,8	429,2	-91,4	56,5	67,3	53,8	133,7	7,1	218,8	228,2	1,5	-
feb.	93,9	107,5	-13,6	51,1	18,9	29,9	76,0	9,7	-1,1	12,6	4,2	-
mar.	73,2	-23,0	96,2	52,1	-11,5	45,3	50,5	10,5	-35,0	-62,0	0,3	-
apr.	112,8	130,8	-18,1	7,2	21,2	34,1	-17,4	4,2	72,2	127,1	-4,9	-
<i>transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2015 apr.	948,4	730,1	218,3	259,6	188,2	461,6	420,1	69,0	155,5	121,8	2,7	-
<i>transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2015 apr.	9,3	7,2	2,1	2,6	1,9	4,5	4,1	0,7	1,5	1,2	0,0	-

Fonte: BCE.

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

3 Attività economica

3.1 Pil e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Formazione lorda di capitale fisso			Variazione delle scorte	Totale	Esportazioni	Importazioni	
	Totale costruzioni				Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2012	9.840,1	9.581,2	5.544,4	2.065,4	1.979,3	1.035,7	580,8	358,0	-7,9	258,9	4.288,9	4.030,0
2013	9.931,7	9.598,4	5.571,9	2.094,9	1.940,4	1.006,3	568,9	360,3	-8,8	333,2	4.362,7	4.029,5
2014	10.103,5	9.729,9	5.651,1	2.127,7	1.970,9	1.001,8	591,8	372,2	-19,7	373,5	4.494,4	4.120,8
2014 2° trim.	2.520,6	2.428,2	1.409,4	530,1	490,8	249,4	147,4	92,7	-2,1	92,4	1.118,1	1.025,6
3° trim.	2.531,5	2.437,5	1.416,6	534,2	493,2	249,1	149,2	93,7	-6,5	94,0	1.135,0	1.041,0
4° trim.	2.544,9	2.444,2	1.423,4	534,3	496,4	251,0	150,0	94,1	-9,8	100,7	1.142,1	1.041,4
2015 1° trim.	2.564,9	2.458,3	1.425,2	538,8	500,1	252,1	151,9	94,8	-5,8	106,6	1.144,3	1.037,6
<i>in percentuale del PIL</i>												
2014	100,0	96,3	55,9	21,1	19,5	9,9	5,9	3,7	-0,2	3,7	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2014 2° trim.	0,1	0,0	0,3	0,2	-0,5	-1,8	1,0	0,7	-	-	1,3	1,3
3° trim.	0,2	0,3	0,5	0,2	0,1	-0,7	1,1	0,8	-	-	1,4	1,7
4° trim.	0,4	0,4	0,4	0,1	0,4	0,7	0,0	0,2	-	-	0,8	0,8
2015 1° trim.	0,4	0,6	0,5	0,6	0,8	0,6	1,3	0,5	-	-	0,6	1,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2012	-0,8	-2,3	-1,3	-0,1	-3,7	-4,2	-5,1	1,2	-	-	2,7	-0,7
2013	-0,4	-0,7	-0,6	0,2	-2,4	-3,3	-1,7	-0,3	-	-	2,0	1,3
2014	0,8	0,9	1,0	0,6	1,2	-1,3	4,5	2,8	-	-	3,8	4,1
2014 2° trim.	0,8	1,0	0,8	0,6	1,2	-1,5	4,9	2,8	-	-	3,2	3,8
3° trim.	0,8	0,6	1,0	0,6	0,6	-2,9	4,8	3,5	-	-	4,1	3,9
4° trim.	0,9	1,0	1,5	0,7	0,5	-1,5	2,5	2,7	-	-	4,1	4,6
2015 1° trim.	1,0	1,3	1,7	1,1	0,8	-1,3	3,4	2,2	-	-	4,2	5,1
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2014 2° trim.	0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,0	-0,1	0,1	-	-
3° trim.	0,2	0,3	0,3	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-	-
4° trim.	0,4	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
2015 1° trim.	0,4	0,6	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,2	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2012	-0,8	-2,3	-0,7	0,0	-0,8	-1,8	-1,3	0,2	-0,8	1,4	-	-
2013	-0,4	-0,7	-0,4	0,0	-0,5	-1,4	-0,4	0,0	0,1	0,4	-	-
2014	0,8	0,8	0,5	0,1	0,2	-0,5	1,0	0,4	-0,1	0,0	-	-
2014 2° trim.	0,8	0,9	0,4	0,1	0,2	-0,2	0,3	0,1	0,1	-0,1	-	-
3° trim.	0,8	0,6	0,6	0,1	0,1	-0,3	0,3	0,1	-0,2	0,2	-	-
4° trim.	0,9	0,9	0,8	0,2	0,1	-0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-	-
2015 1° trim.	1,0	1,2	0,9	0,2	0,2	-0,1	0,2	0,1	-0,1	-0,2	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

3 Attività economica

3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto e di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2012	8.845,3	151,3	1.728,4	467,2	1.675,9	410,3	439,1	1.016,3	924,6	1.717,9	314,4	994,8
2013	8.924,2	154,5	1.740,7	460,1	1.684,8	407,2	440,6	1.032,5	937,1	1.748,0	318,7	1.007,5
2014	9.068,0	148,9	1.763,9	461,3	1.709,3	410,9	450,0	1.054,0	960,2	1.784,1	325,2	1.035,5
2014 2° trim.	2.261,4	38,0	440,2	115,0	425,5	102,6	113,2	262,9	239,0	444,1	80,9	259,3
3° trim.	2.272,1	36,9	442,6	114,6	428,6	102,9	112,8	263,8	240,9	447,6	81,6	259,4
4° trim.	2.283,3	35,8	445,7	115,7	431,6	103,2	112,1	265,6	242,9	448,7	82,0	261,6
2015 1° trim.	2.306,1	36,6	449,7	116,7	437,6	103,9	113,8	266,9	245,2	453,1	82,5	258,9
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2014	100,0	1,6	19,5	5,1	18,9	4,5	5,0	11,6	10,6	19,7	3,6	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2014 2° trim.	0,0	-0,1	0,0	-1,6	-0,1	0,6	-0,3	0,3	0,4	0,1	-0,2	1,1
3° trim.	0,2	0,9	0,0	-1,0	0,4	0,8	0,4	0,2	0,6	0,1	0,6	-0,4
4° trim.	0,2	-2,1	0,2	0,7	0,5	0,1	-0,2	0,3	0,4	0,2	0,1	1,3
2015 1° trim.	0,4	1,4	0,3	0,5	0,9	0,7	0,5	0,1	0,7	0,1	0,1	-0,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2012	-0,6	-3,0	-0,5	-5,9	-1,3	2,5	0,7	0,0	-0,9	0,2	-0,6	-2,6
2013	-0,3	2,5	-0,5	-2,9	-0,5	-0,1	-1,7	1,0	0,2	0,0	-0,4	-1,2
2014	0,9	3,7	0,4	-0,7	1,3	1,8	-0,5	1,3	1,5	0,7	0,7	0,7
2014 2° trim.	0,8	4,3	0,3	-0,6	1,1	1,9	-0,6	1,3	1,2	0,8	0,4	0,4
3° trim.	0,8	4,8	0,4	-1,9	1,1	2,2	-0,1	1,3	1,5	0,7	0,6	0,3
4° trim.	0,8	0,2	0,1	-1,3	1,3	1,6	0,2	1,3	2,0	0,5	0,8	1,6
2015 1° trim.	0,9	0,1	0,6	-1,5	1,7	2,2	0,5	0,9	2,0	0,5	0,6	1,9
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2014 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	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
4° trim.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2015 1° trim.	0,4	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo precedente; punti percentuali</i>												
2012	-0,6	0,0	-0,1	-0,3	-0,3	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-
2013	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-
2014	0,9	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2014 2° trim.	0,8	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,2	0,1	0,2	0,0	-
3° trim.	0,8	0,1	0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,2	0,1	0,0	-
4° trim.	0,8	0,0	0,0	-0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2015 1° trim.	0,9	0,0	0,1	-0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

3 Attività economica

3.3 Occupazione ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		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													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2012	100,0	84,9	15,1	3,4	15,4	6,4	24,8	2,7	2,7	1,0	12,7	23,8	7,0
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,3	6,2	24,8	2,7	2,7	1,0	12,8	24,0	7,1
2014	100,0	85,1	14,9	3,4	15,2	6,0	24,9	2,7	2,7	1,0	13,0	24,0	7,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2012	-0,5	-0,5	-0,1	-1,1	-0,6	-4,5	-0,6	1,0	-0,5	0,2	0,7	-0,1	0,6
2013	-0,7	-0,7	-0,8	-1,2	-1,5	-4,3	-0,5	-0,1	-1,2	-0,9	0,2	0,0	0,0
2014	0,6	0,8	-0,4	0,9	-0,1	-1,8	0,8	1,1	-0,9	0,7	2,0	0,7	0,6
2014 2° trim.	0,6	0,8	-0,5	0,7	-0,1	-1,9	0,9	0,9	-1,3	0,6	2,1	0,7	0,2
3° trim.	0,7	1,0	-0,5	0,5	0,1	-1,3	1,0	1,3	-0,9	0,9	2,1	0,7	0,7
4° trim.	0,9	1,1	-0,5	0,6	0,3	-1,5	0,9	1,4	-0,6	0,9	2,5	0,7	1,8
2015 1° trim.	0,8	1,0	-0,2	0,1	0,4	-0,1	1,1	1,2	-0,7	1,5	2,5	0,5	0,4
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2012	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	7,2	25,8	2,8	2,8	1,0	12,4	21,5	6,3
2013	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	6,9	25,9	2,8	2,7	1,0	12,5	21,7	6,4
2014	100,0	80,2	19,8	4,4	15,6	6,7	25,9	2,8	2,7	1,0	12,7	21,8	6,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2012	-1,8	-1,8	-1,5	-2,1	-2,2	-7,0	-2,1	0,5	-1,3	-0,8	-0,5	-0,6	-0,4
2013	-1,3	-1,3	-1,2	-1,5	-1,7	-5,6	-1,1	-0,3	-1,6	-1,9	-0,5	-0,5	-0,8
2014	0,6	0,9	-0,3	0,8	0,4	-1,4	0,8	1,0	-1,3	0,2	2,0	0,9	0,2
2014 2° trim.	0,4	0,7	-0,8	0,2	-0,4	-1,9	0,7	0,9	-2,0	0,0	1,9	0,9	0,1
3° trim.	0,6	1,0	-0,9	0,3	0,3	-1,6	0,9	1,0	-1,5	-0,2	2,0	0,8	0,1
4° trim.	1,1	1,3	0,2	1,8	0,9	-0,7	1,0	1,4	-1,3	1,3	2,7	0,9	1,6
2015 1° trim.	0,6	0,8	-0,3	1,2	0,4	-0,2	0,6	0,8	-1,3	2,0	2,1	0,4	0,5
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2012	-1,3	-1,3	-1,4	-1,0	-1,6	-2,6	-1,5	-0,5	-0,7	-1,0	-1,1	-0,6	-1,0
2013	-0,6	-0,7	-0,4	-0,4	-0,2	-1,3	-0,6	-0,3	-0,4	-1,0	-0,8	-0,5	-0,8
2014	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,5	0,3	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	-0,1	0,2	-0,4
2014 2° trim.	-0,2	-0,1	-0,3	-0,5	-0,3	0,0	-0,2	0,0	-0,7	-0,7	-0,3	0,1	-0,1
3° trim.	-0,1	0,0	-0,3	-0,2	0,2	-0,3	-0,1	-0,3	-0,6	-1,1	-0,1	0,1	-0,6
4° trim.	0,2	0,2	0,6	1,1	0,6	0,7	0,1	0,0	-0,7	0,3	0,2	0,2	-0,2
2015 1° trim.	-0,2	-0,1	0,0	1,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,4	-0,5	0,5	-0,4	-0,1	0,2

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

3 Attività economica

3.4 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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2013			100,0		81,3		18,7		53,6		46,4			
2012	159,193	3,9	18,186	11,4	5,3	14,626	10,1	3,560	23,6	9,758	11,3	8,428	11,5	1,6
2013	159,334	4,6	19,213	12,0	5,9	15,618	10,7	3,596	24,3	10,297	11,9	8,916	12,1	1,5
2014	160,315	4,6	18,598	11,6	6,1	15,192	10,4	3,406	23,6	9,896	11,4	8,702	11,8	1,7
2014 2°trim.	160,077	4,6	18,632	11,6	6,1	15,208	10,4	3,424	23,7	9,931	11,5	8,701	11,8	1,6
3°trim.	160,475	4,4	18,502	11,5	5,9	15,115	10,4	3,387	23,6	9,790	11,3	8,712	11,8	1,6
4°trim.	160,966	4,6	18,357	11,4	6,1	15,049	10,3	3,309	23,1	9,729	11,2	8,629	11,6	1,8
2015 1°trim.	160,084	4,7	17,974	11,2	5,9	14,741	10,1	3,234	22,7	9,557	11,1	8,417	11,4	1,7
2014 dic.	-	-	18,205	11,3	-	14,933	10,2	3,272	22,9	9,660	11,2	8,545	11,5	-
2015 gen.	-	-	18,066	11,3	-	14,814	10,1	3,253	22,8	9,619	11,1	8,447	11,4	-
feb.	-	-	17,954	11,2	-	14,724	10,1	3,231	22,6	9,541	11,0	8,413	11,4	-
mar.	-	-	17,902	11,2	-	14,684	10,1	3,218	22,6	9,512	11,0	8,390	11,3	-
apr.	-	-	17,761	11,1	-	14,592	10,0	3,169	22,3	9,405	10,9	8,356	11,3	-
mag.	-	-	17,726	11,1	-	14,590	10,0	3,136	22,1	9,409	10,9	8,317	11,2	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni BCE.

1) Non destagionalizzati.

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

3.5 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							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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
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	-11,1
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	1,6	3,2	1,3	0,3	2,4	0,3	3,7
2014 2°trim.	0,9	1,7	1,4	0,9	3,5	-5,2	3,0	3,6	1,4	1,2	2,0	-0,3	3,9
3°trim.	0,6	1,2	0,5	1,4	1,9	-3,1	-1,2	2,3	0,8	-0,3	2,0	-0,5	4,1
4°trim.	0,3	0,9	-0,4	0,9	2,6	-3,3	-0,6	2,8	2,1	0,7	3,1	1,4	1,6
2015 1°trim.	1,6	1,1	-0,1	1,1	2,3	4,6	-1,4	1,1	2,2	1,0	3,3	2,2	9,0
2014 dic.	0,7	1,3	0,2	1,9	1,6	-1,9	-2,2	3,0	3,2	2,1	4,0	2,7	0,0
2015 gen.	0,6	0,2	-0,3	0,4	0,3	2,6	0,7	0,5	2,5	2,1	3,1	2,7	11,0
feb.	1,9	1,2	-0,4	1,4	2,4	6,9	-3,5	0,7	2,4	0,9	3,6	3,2	8,1
mar.	2,1	1,9	0,3	1,3	4,0	4,5	-1,9	2,0	1,8	0,1	3,2	0,8	8,2
apr.	0,9	0,9	0,0	2,2	-0,1	0,7	0,0	2,6	2,7	1,5	3,8	2,6	6,5
mag.	1,6	2,4	2,2	4,1	0,1	-4,2	.	.	2,4	1,7	3,4	0,7	6,8
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2014 dic.	0,6	0,6	1,1	1,1	-0,3	1,0	0,3	2,5	0,5	0,3	0,6	1,8	4,9
2015 gen.	0,1	-0,2	0,0	-0,1	-0,6	1,5	1,1	-2,2	0,3	0,8	0,4	0,7	1,9
feb.	1,0	1,0	0,0	0,7	2,2	1,3	-1,5	0,0	0,0	-0,7	0,6	-0,8	-0,1
mar.	-0,4	-0,3	0,0	-0,3	0,3	-1,6	0,6	1,3	-0,4	-0,5	-0,3	-1,0	-0,2
apr.	0,0	0,3	0,1	0,5	-0,4	-1,3	0,3	1,8	0,7	1,3	0,3	0,3	0,7
mag.	-0,4	0,0	0,1	1,0	-0,9	-3,2	.	.	0,2	0,4	0,4	-0,7	-1,5

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

3 Attività economica

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

Fonti: Direzione generale degli Affari economici e finanziari della Commissione europea (col. 1-8) e Markit (col. 9-12).

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	95,5	-0,1	1,9	1,8	0,5	1,1	33,6	3,8	.	3,3	10,1	2,0
2012	12,6	97,5	-1,8	1,7	-4,6	0,7	-2,2	31,0	1,9	133,3	1,5	-6,2	1,0
2013	12,7	96,0	-0,5	1,6	-3,5	0,4	-2,2	30,6	3,2	132,2	2,1	-1,7	1,1
2014 2° trim.	12,6	95,4	0,4	1,5	-0,2	3,0	-0,1	30,9	3,3	133,2	2,3	2,0	1,1
3° trim.	12,7	94,9	1,7	1,6	-0,7	2,7	0,4	31,5	3,2	132,9	1,8	1,9	0,8
4° trim.	12,7	94,8	1,3	1,8	-0,5	2,6	1,0	32,2	2,6	133,4	1,9	0,9	1,1
2015 1° trim.	12,7	94,3	2,2	2,1	-0,1	.	.	.	2,7	134,9	2,3	1,0	1,6

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) 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).

2) 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.

3) Ai fini del calcolo della quota di profitto viene utilizzato il reddito imprenditoriale netto, sostanzialmente equivalente agli utili di esercizio nella contabilità delle imprese.

4) Basato sugli importi in essere relativi a prestiti, titoli di debito, debiti commerciali e passività dei fondi pensione.

3 Attività economica

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 ¹⁾	
	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.	829,9	784,0	45,9	488,3	431,4	170,7	153,2	147,9	139,5	23,0	59,8	7,6	3,4
3° trim.	835,8	778,1	57,7	491,2	428,7	175,5	157,9	144,9	136,3	24,2	55,2	6,8	2,6
4° trim.	842,7	784,9	57,8	505,3	430,4	177,9	164,6	135,6	130,8	24,0	59,1	12,8	5,3
2015 1° trim.	865,3	783,6	81,7	509,0	432,6	182,1	165,6	149,2	127,1	25,0	58,3	8,4	4,5
2014 nov.	280,4	265,7	14,8	168,0	143,9	59,3	54,9	45,4	46,3	7,8	20,5	3,7	1,1
dic.	281,7	261,2	20,5	167,8	143,1	60,4	55,8	45,5	42,4	8,0	19,8	5,8	3,0
2015 gen.	282,9	255,1	27,9	166,7	139,8	59,6	54,0	48,2	42,5	8,5	18,7	2,3	1,5
feb.	287,7	260,5	27,2	170,5	142,9	60,7	55,6	48,0	41,9	8,5	20,2	2,6	1,2
mar.	294,7	268,1	26,7	171,8	149,9	61,9	56,0	53,0	42,7	8,0	19,4	3,5	1,8
apr.	286,0	263,7	22,3	171,9	141,5	59,6	56,3	46,5	44,5	8,0	21,5	2,4	1,3
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2015 apr.	3.385,0	3.135,5	249,5	2.003,8	1.721,8	710,5	647,4	573,5	531,6	97,1	234,7	35,9	16,1
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2015 apr.	33,3	30,9	2,5	19,7	16,9	7,0	6,4	5,6	5,2	1,0	2,3	0,4	0,2

1) I dati relativi al conto capitale non sono destagionalizzati.

3.9 Commercio di beni con l'estero dell'area dell'euro ¹⁾: in valore e in volume per categoria di prodotti ²⁾

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2014 2° trim.	0,6	0,3	480,9	234,6	95,9	137,7	394,8	437,7	271,1	61,0	99,1	281,6	77,5
3° trim.	2,9	0,4	486,1	236,1	96,8	139,5	397,7	439,4	269,6	61,9	100,9	287,5	73,3
4° trim.	4,5	-0,2	498,1	237,1	102,3	145,0	409,2	434,6	260,0	63,2	102,2	292,3	66,1
2015 1° trim.	5,0	0,4	503,7	240,2	103,2	148,5	419,7	439,8	256,4	68,0	107,1	309,6	58,5
2014 nov.	1,1	-1,8	166,7	79,4	34,2	48,9	136,2	145,8	86,5	21,2	33,8	96,6	21,6
dic.	8,4	1,4	165,6	78,2	34,2	48,0	137,5	142,7	84,7	20,7	34,4	98,6	21,2
2015 gen.	0,7	-6,0	163,8	78,4	33,9	47,6	135,8	142,3	82,6	22,1	34,8	99,6	19,3
feb.	4,3	-0,1	168,5	80,4	34,9	49,6	140,9	145,9	85,2	22,8	35,4	103,2	19,0
mar.	10,9	7,4	171,4	81,4	34,4	51,3	143,0	151,6	88,6	23,1	36,9	106,8	20,2
apr.	8,8	2,8	173,4				143,3	149,1				102,0	
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2014 2° trim.	0,7	2,3	114,6	113,1	113,8	116,9	115,4	101,5	101,5	98,6	103,0	103,9	92,2
3° trim.	1,2	2,1	114,5	112,6	114,3	116,4	114,7	101,5	101,2	100,0	102,9	104,4	88,7
4° trim.	2,9	1,7	117,2	113,5	119,2	121,0	116,7	101,8	101,8	98,3	101,8	103,7	97,2
2015 1° trim.	2,4	3,7	117,2	114,3	118,1	121,8	117,6	104,1	104,8	101,2	103,3	106,4	111,4
2014 nov.	0,6	-0,7	117,4	113,7	119,2	122,6	116,5	102,3	100,8	101,4	100,7	103,3	93,0
dic.	7,5	5,0	117,2	113,1	118,5	120,5	117,4	102,0	103,0	94,6	102,8	104,3	106,5
2015 gen.	1,6	-1,0	115,8	112,8	117,7	119,7	115,2	103,2	103,5	101,8	102,0	104,3	117,4
feb.	1,5	3,5	117,5	114,8	120,0	121,8	118,6	103,6	104,6	102,6	102,0	106,3	109,6
mar.	6,8	8,5	118,2	115,3	116,7	124,0	119,1	105,5	106,2	99,3	106,0	108,4	107,1
apr.													

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) 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.

2) 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 ener- getici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi ammini- strati	Prezzi ammini- strati
		Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
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	
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 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	0,1	-4,2	0,2	-0,5	1,2	
2° trim.	118,4	0,2	0,8	-0,5	1,1	0,5	0,3	0,6	0,2	2,4	0,4	0,1	0,9	
2015 gen.	115,9	-0,6	0,6	-1,8	1,0	-0,3	0,0	0,2	0,0	-3,2	0,0	-0,9	1,3	
feb.	116,6	-0,3	0,7	-1,4	1,2	0,3	0,1	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	0,1	1,7	0,0	-0,3	1,1	
apr.	118,2	0,0	0,6	-0,7	1,0	0,1	0,2	0,4	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,9	
mag.	118,5	0,3	0,9	-0,4	1,3	0,3	0,0	0,2	0,1	0,9	0,3	0,3	1,0	
giu.	118,5	0,2	0,8	-0,4	1,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,9	

	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					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
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
2012	3,1	3,1	3,0	3,0	1,2	7,6	1,8	1,5	2,9	-3,2	2,2	2,0
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,5	2,4	-4,2	2,2	0,7
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3
2014 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
2° trim.	1,1	0,7	1,8	-1,4	0,2	-5,3	1,2	1,2	1,2	-0,9	1,4	1,2
2015 gen.	-0,1	0,4	-0,8	-2,8	-0,1	-9,3	1,4	1,4	1,4	-2,1	1,1	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.	1,2	0,6	2,1	-1,2	0,2	-4,8	1,2	1,2	1,6	-0,8	1,8	1,3
giu.	1,1	0,7	1,9	-1,3	0,3	-5,1	1,2	1,2	1,2	-0,8	1,3	1,1

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

4 Prezzi e costi

4.2 Prezzi dei prodotti industriali, delle costruzioni e degli immobili residenziali (variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni									Prezzi delle costruzioni	Prezzi degli immobili residenziali ^{1) 2)}	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ^{1) 2)}	
	Totale (indice: 2010 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia									Beni energetici
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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			
2012	108,7	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	3,5	0,9	6,6	1,5	-1,7	-0,2
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,3	-1,6	0,3	-2,0	-1,7
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,4	0,3	0,2	1,2
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	0,1	0,8
3° trim.	106,8	-1,4	-0,6	-0,1	-0,6	0,5	-0,1	-0,5	0,3	-4,5	0,4	0,4	2,1
4° trim.	106,0	-1,9	-1,6	-0,3	-0,7	0,6	-0,6	-1,2	0,2	-5,8	0,2	0,7	2,9
2015 1° trim.	104,5	-2,8	-2,6	-0,6	-1,5	0,7	-0,7	-1,3	0,2	-8,4	0,3	1,0	.
2014 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	-1,6	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	-1,9	-0,5	-1,2	0,7	-0,6	-1,1	0,2	-6,7	-	-	-
apr.	104,8	-2,1	-1,8	-0,4	-0,8	0,8	-0,8	-1,4	0,1	-6,4	-	-	-
mag.	104,8	-2,0	-1,5	-0,3	-0,6	0,7	-0,8	-1,4	0,0	-6,4	-	-	-

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

1) I dati si riferiscono agli Euro 19.

2) Dati a carattere sperimentale basati su fonti 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

(variazioni percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL							Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)						
	Totale (dest.; indice: 2010 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ¹⁾		Importazioni ¹⁾	Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
in perc. del totale									100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0	
2012	102,4	1,3	1,5	1,9	0,8	1,2	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	1,2	0,4	-0,3	-1,3	81,7	-9,0	-13,4	-6,9	-8,3	-10,1	-6,9
2014	104,6	0,9	0,5	0,4	1,0	0,4	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,6	-12,1	-4,6	0,7	-8,7
2014 3° trim.	104,7	0,9	0,5	0,3	1,1	0,5	-0,5	-1,5	78,0	-6,2	-1,7	-8,3	-2,1	0,2	-3,8
4° trim.	104,9	0,9	0,3	0,2	0,9	0,6	-0,5	-1,9	61,5	-5,5	6,2	-10,8	1,3	9,3	-4,7
2015 1° trim.	105,3	1,0	0,0	-0,2	0,7	0,5	-0,5	-2,9	49,0	-0,4	8,7	-4,9	5,6	11,6	0,7
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	57,4	-0,5	2,1	-2,0	4,0	5,7	2,6
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	-0,1	-0,3	-0,1	3,8	3,3	4,2
giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,7	-0,1	3,2	-1,9	3,4	5,9	1,1

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE e Thomson Reuters (col. 9).

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

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

4 Prezzi e costi

4.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)					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 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
2° trim.	-1,1	3,3	3,0	-15,5	-0,8	54,7	54,4	50,4	49,0
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.	-0,6	2,4	2,6	-13,7	-0,6	56,0	55,4	50,0	49,3
giu.	0,0	4,7	4,2	-15,0	0,1	55,7	54,1	51,0	48,9

Fonti: Commissione europea (Direzione generale Affari economici e finanziari) e Markit.

4.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2012 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ¹⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2012	100,0	2,0	2,0	2,1	2,4	1,3	2,2
2013	101,4	1,3	1,5	1,0	1,2	1,6	1,8
2014	102,6	1,2	1,3	0,9	1,2	1,3	1,7
2014 2° trim.	106,3	1,5	1,5	1,4	1,6	1,3	1,8
3° trim.	100,5	1,4	1,5	1,3	1,3	1,8	1,7
4° trim.	107,9	1,2	1,1	1,3	1,1	1,3	1,7
2015 1° trim.	97,6	2,2	2,2	2,1	2,3	1,9	1,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

4 Prezzi e costi

4.6 Costo del lavoro per unità di prodotto, retribuzione per input di lavoro e produttività del lavoro ¹⁾

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

	Totale (indice: 2010 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicura- tive	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2012	102,5	1,9	2,2	1,8	3,8	2,4	0,0	0,0	1,3	3,7	0,6	3,1
2013	103,8	1,3	0,2	1,8	0,1	1,0	0,8	2,6	-1,9	1,2	1,7	1,7
2014	105,0	1,2	-3,8	1,8	0,5	0,7	1,2	1,0	0,5	2,1	1,3	1,0
2014 2° trim.	104,8	1,1	-4,7	1,8	0,3	0,9	0,9	0,9	0,2	2,4	1,1	1,2
3° trim.	105,3	1,3	-4,8	1,8	1,2	1,0	1,0	0,6	1,2	2,3	1,3	1,1
4° trim.	105,5	1,3	-0,7	2,3	1,1	0,7	1,7	0,9	0,4	2,1	1,5	1,5
2015 1° trim.	105,8	1,2	1,3	1,7	2,0	0,5	0,4	0,0	3,5	2,5	1,6	0,9
Redditi per occupato												
2012	103,6	1,5	0,3	1,9	2,3	1,7	1,5	1,2	1,1	2,1	0,9	1,9
2013	105,3	1,6	3,9	2,8	1,6	1,0	0,7	2,0	-0,1	1,1	1,7	1,4
2014	106,8	1,4	-1,1	2,3	1,6	1,2	2,0	1,4	1,0	1,6	1,3	1,1
2014 2° trim.	106,7	1,3	-1,3	2,1	1,7	1,1	1,8	1,7	0,9	1,5	1,2	1,4
3° trim.	107,1	1,3	-0,7	2,1	0,6	1,1	1,9	1,3	1,6	1,7	1,3	1,0
4° trim.	107,6	1,3	-1,1	2,2	1,2	1,1	1,9	1,8	0,8	1,5	1,4	0,5
2015 1° trim.	108,2	1,5	1,3	1,9	0,5	1,2	1,4	1,3	2,9	2,0	1,6	1,1
Produttività del lavoro per occupato												
2012	101,1	-0,4	-1,9	0,1	-1,4	-0,7	1,5	1,2	-0,2	-1,5	0,3	-1,1
2013	101,4	0,3	3,7	1,0	1,5	0,1	-0,1	-0,6	1,9	-0,1	0,0	-0,3
2014	101,7	0,3	2,7	0,5	1,1	0,5	0,8	0,4	0,5	-0,5	0,0	0,1
2014 2° trim.	101,8	0,2	3,5	0,4	1,3	0,3	1,0	0,8	0,7	-0,9	0,0	0,2
3° trim.	101,7	0,1	4,3	0,3	-0,6	0,1	0,9	0,7	0,4	-0,6	0,0	-0,1
4° trim.	102,0	0,0	-0,5	-0,2	0,1	0,4	0,2	0,9	0,3	-0,5	-0,1	-1,1
2015 1° trim.	102,2	0,2	-0,1	0,2	-1,4	0,7	0,9	1,3	-0,6	-0,5	0,0	0,2
Redditi per ora lavorata												
2012	104,8	2,9	2,3	3,5	5,1	3,4	2,0	1,7	1,7	3,2	1,4	2,9
2013	107,2	2,3	4,2	3,0	3,0	1,8	1,0	2,5	1,4	2,1	2,2	2,1
2014	108,6	1,3	-0,9	1,8	1,3	1,2	1,9	1,7	1,1	1,5	1,1	1,3
2014 2° trim.	108,4	1,4	-0,6	2,5	1,7	1,3	1,7	2,2	1,5	1,4	0,9	0,9
3° trim.	108,8	1,3	-0,6	1,9	0,6	1,2	1,7	1,7	1,3	1,4	1,2	1,4
4° trim.	109,0	1,1	-1,5	1,6	0,7	0,9	1,5	2,5	0,3	1,3	1,1	0,5
2015 1° trim.	109,9	1,6	1,0	2,0	0,4	1,6	1,1	2,0	2,7	2,2	1,7	0,6
Produttività per ora lavorata												
2012	102,3	0,9	-0,9	1,7	1,2	0,7	2,1	2,0	0,8	-0,4	0,9	-0,1
2013	103,3	1,0	4,1	1,2	2,8	0,6	0,2	-0,1	2,9	0,7	0,5	0,5
2014	103,5	0,2	2,9	0,0	0,8	0,5	0,9	0,7	1,0	-0,4	-0,2	0,5
2014 2° trim.	103,6	0,4	4,1	0,7	1,4	0,4	1,0	1,5	1,4	-0,6	-0,1	0,3
3° trim.	103,4	0,2	4,5	0,1	-0,3	0,2	1,2	1,4	1,5	-0,5	-0,1	0,5
4° trim.	103,4	-0,2	-1,6	-0,7	-0,6	0,3	0,2	1,6	0,0	-0,7	-0,3	-0,8
2015 1° trim.	103,9	0,4	-1,2	0,2	-1,3	1,2	1,3	1,8	-1,1	-0,1	0,1	0,0

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5 Moneta e credito

5.1 Aggregati monetari ¹⁾

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		3	M2-M1		6	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		4	5								
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	1.605,5	2.129,5	3.735,1	9.650,8	122,2	427,4	105,9	655,5	10.306,3
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	1.605,5	2.129,5	3.735,1	9.650,8	122,2	427,4	105,9	655,5	10.306,3
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	98,0	660,4	10.491,1
2014 dic.	967,3	4.948,4	5.915,7	1.605,5	2.129,5	3.735,1	9.650,8	122,2	427,4	105,9	655,5	10.306,3
2015 gen.	984,8	5.057,3	6.042,2	1.580,5	2.120,7	3.701,1	9.743,3	119,5	438,6	103,0	661,1	10.404,5
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	108,9	684,3	10.442,8
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	98,0	660,4	10.491,1
apr.	1.003,3	5.187,9	6.191,2	1.518,2	2.150,9	3.669,0	9.860,3	130,9	450,8	104,7	686,4	10.546,7
mag. ^(p)	1.006,7	5.263,7	6.270,4	1.486,5	2.157,1	3.643,5	9.913,9	112,1	442,9	94,9	649,8	10.563,8
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	369,5	427,4	-92,7	3,5	-89,3	338,1	0,8	10,8	14,0	25,5	363,6
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	19,9	30,5	124,0
2015 1° trim.	25,2	189,9	215,2	-63,9	4,8	-59,1	156,1	2,4	4,9	-9,2	-1,9	154,2
2014 dic.	10,8	12,7	23,5	-14,2	-10,5	-24,7	-1,2	-6,3	-4,6	17,5	6,5	5,4
2015 gen.	16,4	82,0	98,3	-34,9	-8,3	-43,2	55,1	-3,5	7,1	-4,1	-0,5	54,6
feb.	7,6	47,6	55,2	-19,2	2,7	-16,5	38,6	12,8	4,4	7,0	24,2	62,8
mar.	1,3	60,4	61,7	-9,7	10,3	0,7	62,3	-6,9	-6,6	-12,1	-25,6	36,7
apr.	9,6	35,2	44,8	-9,2	3,8	-5,5	39,3	5,4	14,3	7,7	27,3	66,7
mag. ^(p)	3,4	71,6	75,0	-33,0	6,1	-26,9	48,1	-19,0	-7,9	-10,1	-37,0	11,1
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	20,3	4,1	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	20,3	4,1	3,7
2015 1° trim.	7,3	10,6	10,0	-7,8	0,3	-3,3	4,6	5,2	5,3	12,4	5,7	4,7
2014 dic.	6,4	8,2	7,9	-5,5	0,2	-2,3	3,7	0,7	2,6	20,3	4,1	3,7
2015 gen.	7,7	9,2	8,9	-6,7	-0,1	-3,0	4,0	-4,7	1,3	13,0	1,2	3,8
feb.	7,9	9,4	9,1	-7,3	0,0	-3,2	4,1	0,5	3,4	22,3	4,8	4,1
mar.	7,3	10,6	10,0	-7,8	0,3	-3,3	4,6	5,2	5,3	12,4	5,7	4,7
apr.	8,2	10,9	10,5	-8,2	0,5	-3,3	4,9	7,4	9,0	41,9	11,9	5,3
mag. ^(p)	8,3	11,8	11,2	-10,4	0,7	-4,2	5,0	-9,1	7,6	18,0	5,0	5,0

Fonte: BCE.

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

5 Moneta e credito

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	Altre 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	1.813,4	1.329,3	368,2	96,4	19,5	5.556,7	2.753,3	810,6	1.989,9	2,8	886,3	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.	1.813,4	1.329,3	368,2	96,4	19,5	5.556,7	2.753,3	810,6	1.989,9	2,8	886,3	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 dic.	1.813,4	1.329,3	368,2	96,4	19,5	5.556,7	2.753,3	810,6	1.989,9	2,8	886,3	218,5	330,8
2015 gen.	1.853,5	1.379,5	366,2	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	1.393,6	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.	1.843,5	1.386,9	332,9	112,8	10,9	5.609,3	2.857,2	756,5	1.991,9	3,7	960,7	230,1	344,2
mag. ⁽⁶⁾	1.851,6	1.403,6	324,0	111,9	12,2	5.623,7	2.876,8	746,5	1.996,6	3,8	967,7	231,5	344,9
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	89,8	-25,6	1,2	2,5	140,2	209,0	-65,7	-1,5	-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	67,6	-33,1	-6,6	-2,0	56,0	-8,7	-5,8
2015 1° trim.	29,8	49,2	-17,1	2,6	-4,9	39,3	81,5	-43,3	0,0	1,1	50,4	5,1	8,7
2014 dic.	-20,1	-20,3	-3,3	-2,8	6,3	4,8	23,6	-15,3	-1,6	-1,9	11,2	-11,5	-2,7
2015 gen.	27,3	39,7	-4,1	-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	-4,0	-8,0	1,8	0,9	30,7	32,8	-9,9	8,2	-0,4	43,0	0,4	-10,7
apr.	0,7	9,4	-6,7	1,9	-3,9	12,7	16,9	-5,1	1,3	-0,3	11,0	5,4	5,3
mag. ⁽⁶⁾	5,6	14,8	-9,5	-1,0	1,2	13,7	19,1	-10,3	4,7	0,2	4,7	1,1	0,6
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 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.	4,3	9,8	-11,5	5,4	-37,8	2,9	9,9	-11,5	0,1	-35,3	15,6	1,6	7,4
mag. ⁽⁶⁾	4,3	10,4	-14,0	4,3	-24,1	2,9	10,2	-12,6	0,2	-25,3	13,4	2,1	8,0

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 IFM, 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 Moneta e credito

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito		
					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	3.608,5	1.131,5	2.477,0	12.566,3	10.513,1	-	4.279,5	5.200,6	904,8	128,1	1.278,4	774,9
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.	3.608,5	1.131,5	2.477,0	12.566,3	10.513,1	-	4.279,5	5.200,6	904,8	128,1	1.278,4	774,9
2015 1° trim.	3.673,2	1.153,2	2.520,0	12.680,4	10.615,3	-	4.310,2	5.234,8	935,6	134,6	1.276,9	788,3
2014 dic.	3.608,5	1.131,5	2.477,0	12.566,3	10.513,1	-	4.279,5	5.200,6	904,8	128,1	1.278,4	774,9
2015 gen.	3.653,0	1.148,7	2.504,3	12.634,4	10.581,4	-	4.301,0	5.223,2	918,3	138,9	1.277,3	775,6
feb.	3.638,5	1.146,5	2.492,1	12.653,1	10.589,7	-	4.313,0	5.222,2	917,5	137,1	1.272,9	790,4
mar.	3.673,2	1.153,2	2.520,0	12.680,4	10.615,3	-	4.310,2	5.234,8	935,6	134,6	1.276,9	788,3
apr.	3.699,0	1.151,5	2.547,4	12.651,7	10.606,0	-	4.301,6	5.233,9	933,5	137,1	1.263,9	781,8
mag. ^(p)	3.696,2	1.144,0	2.552,1	12.660,8	10.608,5	-	4.298,6	5.242,0	923,8	144,1	1.261,1	791,2
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	-103,8	-50,9	18,6	-59,9	-13,7	11,1	11,6	-88,2	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	5,4	23,2	33,7	3,3	6,4	6,9	6,6	-34,8	17,0
2015 1° trim.	38,4	21,6	16,8	36,2	45,8	53,1	8,7	19,7	11,4	6,0	-2,3	-7,3
2014 dic.	23,2	8,0	15,3	24,6	24,2	25,0	9,9	3,3	8,4	2,5	-17,1	17,5
2015 gen.	32,3	13,5	18,7	8,5	16,6	17,2	1,8	5,6	-1,3	10,5	0,7	-8,8
feb.	-20,5	2,7	-23,1	10,5	8,1	15,3	10,2	1,3	-1,5	-1,9	-5,7	8,0
mar.	26,6	5,4	21,2	17,2	21,1	20,6	-3,2	12,8	14,2	-2,6	2,7	-6,6
apr.	36,8	-1,4	38,2	-10,3	6,8	17,3	-0,3	3,6	0,9	2,7	-10,7	-6,4
mag. ^(p)	9,8	-7,7	17,5	5,0	-0,2	8,0	-4,3	7,9	-10,7	7,0	-3,0	8,1
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	-8,5	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	2,3	14,1	-4,8	3,1
2014 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	1,5	19,3	-6,5	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	2,3	14,1	-4,8	3,1
apr.	3,8	2,4	4,5	0,0	0,0	0,8	-0,4	0,0	0,3	17,2	-2,3	2,7
mag. ^(p)	4,0	0,9	5,5	0,2	0,5	1,0	-0,3	0,9	-0,9	26,9	-5,1	3,8

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 IFM, dalle imprese di assicurazione e dai fondi pensione.

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

5 Moneta e credito

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

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
		Corretto per cessioni e cartolarizzazioni ⁴⁾					Corretto per cessioni e cartolarizzazioni ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	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	4.279,5	-	1.081,0	724,5	2.474,0	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.	4.279,5	-	1.081,0	724,5	2.474,0	5.200,6	-	563,2	3.861,3	776,1
2015 1° trim.	4.310,2	-	1.089,9	738,9	2.481,4	5.234,8	-	567,9	3.891,7	775,3
2014 dic.	4.279,5	-	1.081,0	724,5	2.474,0	5.200,6	-	563,2	3.861,3	776,1
2015 gen.	4.301,0	-	1.087,4	735,5	2.478,2	5.223,2	-	566,2	3.879,7	777,3
feb.	4.313,0	-	1.090,4	734,8	2.487,8	5.222,2	-	565,2	3.883,4	773,6
mar.	4.310,2	-	1.089,9	738,9	2.481,4	5.234,8	-	567,9	3.891,7	775,3
apr.	4.301,6	-	1.089,9	737,1	2.474,6	5.233,9	-	566,9	3.893,8	773,2
mag. ^(p)	4.298,6	-	1.084,7	741,9	2.472,0	5.242,0	-	568,1	3.901,1	772,9
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	-59,9	-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.	3,3	5,8	-7,4	8,0	2,7	6,4	14,9	-2,2	10,6	-2,0
2015 1° trim.	8,7	11,8	-0,6	8,0	1,3	19,7	23,9	2,5	17,6	-0,4
2014 dic.	9,9	10,3	7,0	-1,7	4,7	3,3	4,2	-2,5	6,5	-0,8
2015 gen.	1,8	1,7	-1,8	5,3	-1,7	5,6	6,2	0,1	6,4	-0,8
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	-1,9	3,8	-5,2	12,8	11,5	3,0	7,5	2,3
apr.	-0,3	1,9	3,3	-0,4	-3,2	3,6	11,9	-0,9	5,4	-0,9
mag. ^(p)	-4,3	1,3	-6,3	4,6	-2,6	7,9	10,3	1,6	6,7	-0,4
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	0,0	-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	0,0	-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 dic.	-1,4	-1,1	-1,3	0,1	-1,8	-0,3	0,8	-0,5	0,0	-1,1
2015 gen.	-1,1	-0,8	-0,9	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.	-0,4	-0,1	0,3	1,2	-1,2	0,0	1,3	-0,1	0,1	-0,9
mag. ^(p)	-0,3	0,1	0,3	2,2	-1,3	0,9	1,4	0,5	1,4	-1,1

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 delle IMF tali società rientrano tra le società finanziarie diverse dalle IMF, 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 IMF a causa della loro cessione o cartolarizzazione.

5 Moneta e credito

5.5 Contropartite di M3 diverse dal credito a residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(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	7.178,6	2.253,1	92,0	2.375,3	2.458,2	1.388,0	184,1	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	7.178,6	2.253,1	92,0	2.375,3	2.458,2	1.388,0	184,1	184,5	139,8
2015 1° trim.	287,6	7.321,3	2.259,8	90,5	2.394,8	2.576,2	1.509,6	236,8	234,7	159,1
2014 dic.	262,1	7.178,6	2.253,1	92,0	2.375,3	2.458,2	1.388,0	184,1	184,5	139,8
2015 gen.	306,0	7.292,7	2.245,5	92,8	2.402,6	2.551,8	1.481,3	234,5	203,3	133,3
feb.	262,9	7.302,7	2.263,4	91,6	2.396,3	2.551,3	1.450,9	265,8	226,3	144,5
mar.	287,6	7.321,3	2.259,8	90,5	2.394,8	2.576,2	1.509,6	236,8	234,7	159,1
apr.	260,2	7.232,6	2.235,8	88,7	2.355,3	2.552,8	1.450,5	238,3	209,3	132,1
mag. ^(p)	275,9	7.225,6	2.232,0	87,4	2.342,5	2.563,7	1.466,7	241,6	222,9	140,7
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	-162,0	-119,7	1,8	-154,7	110,6	244,9	-18,9	0,7	17,7
2014 2° trim.	9,4	-65,1	-54,7	-1,0	-15,8	6,5	74,9	23,9	-5,8	2,3
3° trim.	-20,9	-3,1	-28,4	2,3	-28,5	51,5	38,4	25,3	-7,7	2,6
4° trim.	4,4	-95,4	-25,1	1,0	-77,2	5,9	36,8	-55,7	20,9	18,1
2015 1° trim.	22,2	-47,8	-30,7	-2,5	-47,4	32,8	1,8	52,2	50,1	19,3
2014 dic.	0,4	-44,0	-6,2	2,4	-34,0	-6,2	-25,2	-60,8	0,1	9,0
2015 gen.	40,6	-11,9	-16,1	-0,2	-12,7	17,2	-3,4	45,9	18,8	-6,5
feb.	-43,1	-17,9	-8,5	-1,2	-12,0	3,7	-21,4	33,1	23,0	11,3
mar.	24,7	-18,0	-6,1	-1,1	-22,7	11,9	26,5	-26,9	8,3	14,6
apr.	-27,3	-39,5	-21,6	-1,8	-18,9	2,8	-28,7	2,0	-25,3	-27,0
mag. ^(p)	15,7	-17,7	-5,1	-1,3	-24,5	13,2	4,6	-10,3	13,6	8,6
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	4,6	-	-	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	4,6	-	-	0,4	14,5
2015 1° trim.	5,6	-2,9	-5,9	-0,3	-6,8	4,0	-	-	32,5	36,3
2014 dic.	-2,7	-2,2	-5,1	2,0	-6,1	4,6	-	-	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.	-5,6	-3,1	-5,5	-2,3	-7,3	3,4	-	-	28,6	33,0
mag. ^(p)	-2,6	-3,2	-5,3	-3,8	-8,4	4,2	-	-	51,4	51,4

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo, entrate e spese ^{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 1° trim.	-2,7	46,6	46,1	12,5	13,0	15,4	0,5	49,4	45,4	10,3	5,3	2,8	23,0	4,0
2° trim.	-2,6	46,7	46,2	12,5	13,0	15,5	0,5	49,2	45,4	10,3	5,3	2,7	23,0	3,9
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

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

1) I dati si riferiscono agli Euro 19. Rapporti trimestrali calcolati utilizzando somme cumulate di quattro trimestri.

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.

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 1° trim.	91,9	2,7	16,8	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	92,7	2,6	16,6	73,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	92,0	2,6	16,6	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	91,9	2,7	16,8	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

1) I dati si riferiscono agli Euro 19.

6 Andamenti della finanza pubblica

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 ²⁾	Disavanzo (+) / avanzo (-) primario	Raccordo disavanzo/debito ³⁾								Differenziale crescita del PIL - onere medio del debito	Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie					Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Azioni e quote di fondi di investimento				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 1° trim.	1,2	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	-0,6	0,4	1,4	3,0
2° trim.	0,9	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	-0,2	0,1	1,3	2,6
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) I dati si riferiscono agli Euro 19. Rapporti trimestrali (eccetto nella colonna 1) calcolati utilizzando somme cumulate di quattro trimestri.

2) 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.

3) 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: 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	Scadenze fino a 1 anno				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	16,3	14,2	4,9	2,1	0,5	6,3	3,8	1,7	1,1	4,0	3,1	1,6	2,2
2013	16,5	14,4	5,0	2,1	0,5	6,3	3,5	1,7	1,3	3,7	2,8	1,2	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 1° trim.	16,8	14,7	4,9	2,1	0,5	6,4	3,4	1,7	1,0	3,7	2,7	1,2	1,7
2° trim.	16,6	14,5	5,4	2,1	0,5	6,4	3,3	1,6	0,7	3,6	2,7	1,1	1,6
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
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	13,9	4,8	2,0	0,5	6,6	2,9	1,3	0,3	3,4	2,8	0,5	1,7
mag.	16,0	13,9	5,1	2,0	0,5	6,6	2,9	1,3	-0,2	3,4	2,8	0,4	1,6
giu.	15,5	13,5	4,9	2,0	0,5	6,6	2,9	1,3	0,1	3,4	2,8	0,3	1,4

Fonte: BCE.

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 Andamenti della finanza pubblica

6.5 Andamenti delle finanze pubbliche nei paesi dell'area dell'euro ¹⁾

(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 1° trim.	-3,0	0,3	-0,2	-5,5	-10,2	-6,5	-3,9	-2,8	-12,9
2° trim.	-3,3	0,3	-0,3	-5,2	-3,0	-6,2	-3,9	-2,9	-11,9
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 1° trim.	108,5	75,8	10,5	121,8	174,3	94,9	94,2	131,2	102,6
2° trim.	108,9	75,6	10,5	116,8	177,4	96,4	95,3	134,1	109,7
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 1° trim.	-0,4	-1,0	1,4	-3,0	-3,1	-1,5	-3,9	-13,5	-2,6	-2,6
2° trim.	-0,3	-1,3	1,1	-3,5	-3,0	-1,2	-4,6	-12,8	-2,6	-2,8
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 1° trim.	38,6	39,7	23,7	71,8	68,1	81,1	133,3	77,1	57,6	57,3
2° trim.	41,0	38,6	23,6	74,4	69,5	82,3	130,8	78,2	55,7	58,7
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

Fonte: Eurostat.

1) Rapporti trimestrali calcolati utilizzando somme cumulate di quattro trimestri per i flussi e per il PIL.

© European Central Bank / © European Systemic Risk Board

Indirizzo 60640 Frankfurt am Main, Germany
Telefono +49 69 1344 0
Sito internet www.ecb.europa.eu / www.esrb.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 15 luglio 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