



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 6 / 2015





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico



Indice

Andamenti economici e monetari

Quadro generale	4
1 Contesto esterno	7
2 Andamenti finanziari	12
3 Attività economica	16
4 Prezzi e costi	21
5 Moneta e credito	26
6 Andamento della finanza pubblica	31

Riquadri

1 Andamenti recenti e prospettive dei prezzi delle materie prime non petrolifere	33
2 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 22 aprile al 21 luglio 2015	35
3 L'utilità dei dati sulle transazioni di Target2 per l'analisi del mercato monetario delle operazioni overnight non garantite	39
4 Pubblicazione dei saldi Target	45
5 La revisione delle ponderazioni dell'interscambio commerciale utilizzate per il calcolo dei tassi di cambio effettivi dell'euro: un riflesso della crescente importanza delle economie emergenti	48
6 Un metodo basato sulle indagini congiunturali per misurare la capacità produttiva inutilizzata nell'area dell'euro	52
7 Andamenti recenti dei prezzi dei beni alimentari nell'area dell'euro	55
8 Raccomandazioni specifiche per paese relative alle politiche di bilancio nell'ambito del Semestre europeo del 2015	58

Articoli

1 Lo stato del ciclo dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro	62
2 L'impatto fiscale degli interventi a sostegno del settore finanziario durante la crisi	79

Statistiche

S1

Andamenti economici e monetari

Quadro generale

Un'analisi dei recenti dati, le ultime proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE e una valutazione provvisoria delle recenti oscillazioni nei mercati segnalano una perdurante, ancorché lievemente più debole, ripresa economica nell'area dell'euro e un incremento dell'inflazione più contenuto rispetto alle precedenti aspettative. Il cambiamento delle prospettive dipende prevalentemente da andamenti esterni. L'economia mondiale, benché in graduale espansione, continua a seguire un profilo disomogeneo. Per un verso, l'attività economica nei paesi avanzati è sostenuta dai bassi prezzi del petrolio, dal perdurare di condizioni finanziarie accomodanti, nonché dal ritmo più contenuto del risanamento dei conti pubblici e dalla migliore situazione nei mercati del lavoro. Per altro verso, si osserva un deterioramento delle prospettive nelle economie emergenti in presenza di una maggiore incertezza; in alcuni paesi infatti la crescita è frenata da ostacoli strutturali e squilibri macroeconomici, mentre in altri è in corso un aggiustamento al calo delle quotazioni delle materie prime e alle condizioni meno favorevoli di finanziamento esterno. In parallelo, i prezzi più bassi delle materie prime contengono le pressioni inflazionistiche.

Sono emersi inoltre ulteriori rischi al ribasso per le prospettive di crescita e di inflazione, di conseguenza al recente aumento della volatilità nei mercati finanziari. Durante l'estate si sono verificati due episodi significativi di accresciuta tensione. Il primo, legato agli sviluppi in Grecia tra la fine di giugno e i primi di luglio, ha esercitato nel complesso un impatto relativamente modesto sui mercati finanziari. Il secondo, manifestatosi nella seconda metà di agosto, legato agli sviluppi in Cina, ha avuto ripercussioni considerevoli sui mercati azionari e valutari nonché sui rischi percepiti. Nell'insieme, i rendimenti nominali dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro sono lievemente diminuiti tra l'inizio di giugno e i primi di settembre. Le quotazioni azionarie dell'area hanno segnato una marcata riduzione, specie di fronte alle perdite registrate nel mercato azionario cinese nella seconda parte di agosto e al conseguente acuirsi dell'incertezza su scala mondiale. In tale contesto di maggiore avversione al rischio e di debolezza delle economie emergenti, il cambio effettivo dell'euro di recente si è notevolmente apprezzato.

Nel secondo trimestre del 2015 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato a un ritmo lievemente più contenuto rispetto al trimestre precedente. Il ritmo di crescita è stato leggermente più moderato delle aspettative. Il rallentamento, che ha interessato in maniera generalizzata i diversi paesi, è stato dovuto a una dinamica della domanda interna più debole delle attese. I dati delle ultime indagini congiunturali indicano per la seconda metà dell'anno un ritmo di espansione del prodotto analogo a quello del secondo trimestre.

In una prospettiva più lunga, la ripresa dell'area dell'euro dovrebbe proseguire, sebbene a un ritmo in certa misura più debole di quanto previsto in precedenza.

Ciò riflette soprattutto il rallentamento delle economie emergenti, che grava sulla crescita mondiale e, di conseguenza, sulla domanda di esportazioni dell'area dell'euro. 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, prezzi del petrolio più bassi dovrebbero corroborare il reddito disponibile reale delle famiglie e la redditività delle imprese, fornendo ulteriore sostegno ai consumi privati e agli investimenti. Nel contempo è probabile che i necessari aggiustamenti di bilancio in diversi settori e la lenta attuazione delle riforme strutturali possano frenare il recupero dell'attività economica.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in settembre dagli esperti della BCE¹ prevedono una crescita annua del PIL in termini reali dell'1,4 per cento nel 2015, dell'1,7 nel 2016 e dell'1,8 nel 2017. Rispetto all'esercizio di giugno, condotto dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'incremento del PIL sono state riviste al ribasso, principalmente per effetto della minore domanda esterna riconducibile alla più debole espansione nei mercati emergenti. Secondo la valutazione del Consiglio direttivo, i rischi per le prospettive dell'attività economica restano orientati verso il basso, di riflesso soprattutto alla maggiore incertezza legata al contesto esterno. In particolare, gli attuali andamenti nelle economie emergenti potrebbero ripercuotersi ancora negativamente sulla crescita mondiale attraverso gli effetti sul commercio e sul clima di fiducia.

Dopo la tendenza ascendente osservata a inizio anno, nell'area dell'euro l'inflazione misurata sullo IAPC si è di recente stabilizzata su livelli positivi contenuti. In base alla stima rapida dell'Eurostat, in agosto l'inflazione armonizzata sui dodici mesi si è attestata allo 0,2 per cento per il terzo mese consecutivo. L'azione di freno esercitata sull'inflazione dai bassi prezzi dell'energia è stata compensata da rincari dei beni alimentari e di quelli industriali non energetici. Gli indicatori recenti confermano un graduale rafforzamento dell'inflazione di fondo. Lo IAPC al netto di alimentari ed energia avrebbe mostrato un incremento, dal punto minimo dello 0,6 per cento toccato a inizio anno all'1,0 per cento in agosto.

Secondo le informazioni disponibili, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC resterà molto bassa nel breve termine, di riflesso principalmente ai recenti andamenti dei prezzi dell'energia. Ci si attende però che l'inflazione complessiva aumenti sul finire dell'anno, anche per gli effetti base connessi con il calo delle quotazioni petrolifere al termine del 2014. L'inflazione salirebbe ancora nel corso del 2016 e del 2017, sostenuta dall'atteso recupero dell'economia, dalla trasmissione di precedenti cali del tasso di cambio dell'euro e dall'ipotesi di corsi petroliferi lievemente più elevati nei prossimi anni, come suggeriscono i prezzi dei future sul greggio. Allo stato attuale, tuttavia, ci si attende che tale aumento dell'inflazione risulti in certa misura più lento di quanto previsto finora.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro elaborate in settembre dagli esperti della BCE anticipano un tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC dello 0,1 per cento nel 2015, dell'1,1 nel 2016 e dell'1,7 nel 2017. Rispetto

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

all'esercizio di giugno, condotto dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'inflazione armonizzata sono state corrette al ribasso, soprattutto a causa delle quotazioni petrolifere più contenute. Considerati gli ultimi andamenti dei prezzi del petrolio e la recente evoluzione dei cambi, esistono rischi al ribasso per le proiezioni sull'inflazione di settembre.

Le misure di politica monetaria della BCE continuano a trasmettersi alle condizioni di prestito, nonché a sorreggere la dinamica dell'aggregato monetario ampio e del credito. Le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) e il programma ampliato di acquisti di attività hanno contribuito a un miglioramento degli indicatori della moneta e del credito. I costi della provvista bancaria si sono stabilizzati su minimi storici nel secondo trimestre di quest'anno e le favorevoli condizioni di erogazione hanno sostenuto ancora il graduale recupero della crescita dei prestiti. Inoltre, si sono ulteriormente ridotte le differenze tra paesi dell'area dell'euro in termini di tassi attivi praticati dalle banche. Secondo le stime il flusso complessivo annuale di finanziamento esterno alle società non finanziarie si sarebbe stabilizzato nel secondo trimestre sebbene la dinamica dei prestiti alle società non finanziarie sia rimasta modesta. L'espansione dell'aggregato monetario ampio è sorretta da una più vigorosa crescita del credito alle amministrazioni pubbliche e dal proseguire della graduale ripresa del credito al settore privato.

Il Consiglio direttivo ritiene prematuro valutare se i recenti andamenti economici e dei mercati finanziari siano tali da esercitare un impatto durevole sul conseguimento di un profilo sostenibile di inflazione verso il proprio obiettivo di medio termine o se vadano considerati essenzialmente temporanei; continuerà inoltre a tenere sotto stretta osservazione tutte le nuove informazioni pertinenti. Nella riunione del 3 settembre, 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 e ha confermato che il programma di acquisto di attività continua a procedere in modo regolare. In prospettiva, il Consiglio direttivo terrà sotto stretta osservazione i rischi per le prospettive sull'evoluzione dei prezzi nel medio periodo, prestando particolare attenzione alla trasmissione delle proprie misure di politica monetaria, nonché agli sviluppi economici e finanziari e all'andamento dei corsi delle materie prime e dei cambi su scala mondiale.

Il Consiglio direttivo ribadisce la propria volontà e capacità di agire, se necessario, ricorrendo a tutti gli strumenti disponibili nell'ambito del proprio mandato; in particolare, rammenta che il programma di acquisto di attività consente sufficiente flessibilità per adeguarne dimensioni, composizione e durata. Nel frattempo l'Eurosistema effettuerà interamente gli acquisti mensili di attività per 60 miliardi di euro, che secondo le intenzioni saranno condotti sino alla fine di settembre 2016, o anche dopo se necessario, e in ogni caso finché il Consiglio direttivo non riscontrerà un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione, coerente con l'obiettivo di conseguire tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Il Consiglio direttivo ribadisce la necessità di attuare con risolutezza le decisioni di politica monetaria, nonché di seguire attentamente tutte le nuove informazioni pertinenti per quanto concerne il loro impatto sulle prospettive per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

1 Contesto esterno

L'economia mondiale si espande gradualmente, ma a ritmi ancora disomogenei. Da un lato l'attività nei paesi avanzati è sostenuta dal basso livello dei corsi petroliferi, dal perdurare di condizioni finanziarie accomodanti, dall'esaurirsi delle misure di risanamento dei conti pubblici e dal miglioramento dei mercati del lavoro. Dall'altro lato le prospettive delle economie di mercato emergenti (EME) sono peggiorate in un contesto di maggiore incertezza poiché alcuni paesi avvertono l'azione di freno sulla crescita esercitata da ostacoli di natura strutturale e squilibri macroeconomici, mentre altri si trovano in una fase di aggiustamento in risposta alla caduta dei prezzi delle materie prime e all'inasprimento delle condizioni di finanziamento esterno. Le spinte inflazionistiche dovrebbero rimanere contenute dopo il recente calo delle quotazioni petrolifere e in presenza di un margine ancora ampio di capacità produttiva inutilizzata a livello mondiale.

Attività economica e commercio mondiale

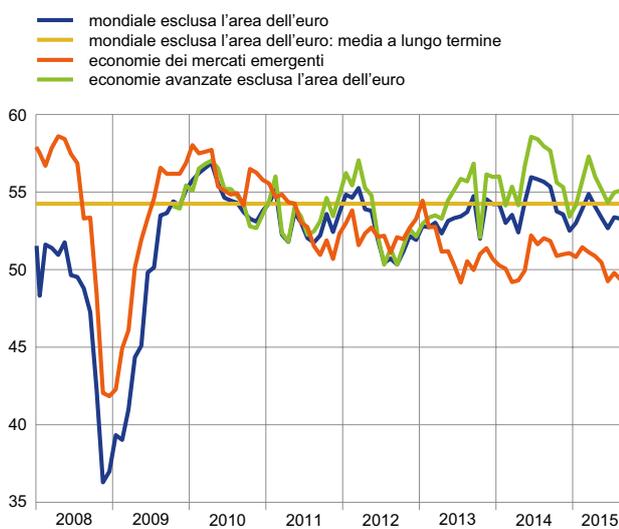
I dati di contabilità nazionale e gli indicatori congiunturali segnalano una crescita modesta e disomogenea dell'attività economica mondiale nel secondo trimestre. L'attività economica è stata sostenuta nelle economie avanzate, con una ripresa della crescita negli Stati Uniti e nel Regno Unito cui ha fatto tuttavia riscontro un indebolimento significativo in Giappone dopo i risultati robusti del primo trimestre. Il quadro relativo alle EME è variegato. Da un lato in Russia è in corso una profonda recessione e in Brasile i dati congiunturali mostrano una prosecuzione della fase di debolezza. Dall'altro nel secondo trimestre la crescita ha recuperato in Cina e si ritiene abbia continuato a evidenziare una buona tenuta nei paesi dell'Europa

centrale e orientale (PECO) non appartenenti all'area dell'euro. Le indagini congiunturali indicano che la dinamica della produzione manifatturiera mondiale è stata modesta negli ultimi mesi, mentre l'attività nel suo insieme ha evidenziato andamenti più robusti. L'indice mondiale composto dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) calcolato escludendo l'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato in agosto rispetto al mese precedente e in linea con la media del secondo trimestre, a segnalare una certa tenuta dell'attività mondiale (cfr. figura 1). In prospettiva, gli indicatori anticipatori compositi dell'OCSE e il World Economic Climate Index dell'Ifo mostrano che la ripresa mondiale prosegue a ritmi modesti.

I corsi delle materie prime sono diminuiti nel periodo recente, fornendo un ulteriore stimolo alla domanda mondiale nel breve periodo. Il prezzo del greggio di qualità Brent, che era tornato a salire nel secondo trimestre, è diminuito di oltre il 20

Figura 1
PMI composto del prodotto mondiale

(indice di diffusione)



Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.

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

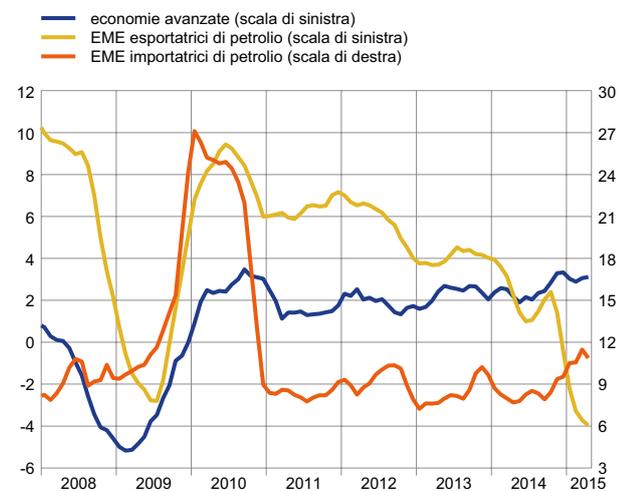
per cento nel terzo anche se – stando alla curva dei contratti future - gli operatori continuano a prevedere un aumento graduale dei corsi petroliferi negli anni a venire. La caduta recente delle quotazioni del petrolio ha riflesso soprattutto gli andamenti dal lato dell'offerta, che rimane eccedentaria in un contesto in cui le forniture dei paesi dell'OPEC sono superiori al livello obiettivo e la produzione di petrolio dagli scisti evidenzia una tenuta maggiore del previsto. Inoltre gli operatori sembrano lentamente scontare nei prezzi la prospettiva di un aumento dell'offerta dall'Iran. Tuttavia, anche la moderazione della domanda – specie nelle EME – ha svolto un ruolo. Ciò è altresì coerente con i fattori alla base dei ribassi delle altre materie prime: nell'anno trascorso, ad esempio, le quotazioni dei metalli sono diminuite sostanzialmente e questo potrebbe avere riflesso tra l'altro la moderazione della crescita nelle EME (cfr. anche il riquadro 1). La caduta dei corsi petroliferi dalla metà dello scorso anno dovrebbe nell'insieme favorire la domanda dei paesi importatori, più che compensando l'impatto sulle economie esportatrici. Questo calo dopo il massimo raggiunto nel 2014 ha fatto scendere l'inflazione generale nelle economie avanzate, con effetti positivi sul reddito disponibile reale. Le vendite al dettaglio hanno accelerato nei paesi avanzati e nelle EME importatrici di petrolio rispetto a un anno fa, mentre hanno registrato una netta flessione nei principali paesi esportatori (cfr. figura 2).

Le politiche monetarie restano accomodanti e contribuiscono a determinare condizioni finanziarie favorevoli a livello mondiale. Gli operatori continuano a scontare nei prezzi un primo aumento dei tassi di interesse negli Stati Uniti nei prossimi sei mesi. In Giappone i tassi di riferimento dovrebbero mantenersi bassi per i prossimi due anni. Andamenti disinflazionistici hanno condotto a un ulteriore allentamento monetario in Cina, India e in diverse altre EME (principalmente importatrici di petrolio) negli ultimi mesi, mentre in Russia è proseguita la

normalizzazione dei tassi di interesse dopo il forte aumento durante le turbolenze finanziarie di dicembre dello scorso anno. Tra le principali EME solo il Brasile ha visto un continuo incremento dei tassi di riferimento sullo sfondo di spinte inflazionistiche ancora elevate in presenza di aumenti sostanziali dei prezzi amministrati, di una scarsa reattività del processo di formazione dei prezzi e di un ulteriore deprezzamento della moneta. A decorrere dall'11 agosto 2015 la banca centrale della Repubblica popolare cinese ha introdotto una modifica nelle modalità di fissazione giornaliera del tasso di cambio per fornire maggiore peso alle forze di mercato e questo ha determinato un deprezzamento del 3 per cento del renminbi sul dollaro statunitense nella settimana successiva alla decisione. Negli ultimi due mesi i rendimenti sui titoli di Stato a lunga scadenza nelle economie avanzate si sono sostanzialmente stabilizzati dopo il netto aumento in maggio e agli inizi di giugno. Nonostante la correzione, i tassi rimangono prossimi ai livelli bassi osservati a fine 2014 e i premi a termine sono ancora contenuti. I rendimenti

Figura 2
Vendite al dettaglio

(crescita sul periodo corrispondente, medie di tre mesi)



Fonti: Fonti nazionali, FMI ed elaborazioni della BCE.
Note: l'ultima osservazione si riferisce a giugno 2015. Le economie avanzate includono l'area dell'euro, il Giappone, gli Stati Uniti e il Regno Unito. Le EME importatrici di petrolio sono la Cina, l'Indonesia, la Corea, la Turchia e il Messico. Le EME esportatrici di petrolio sono la Russia, il Brasile, la Colombia, il Cile e il Sudafrica.

obbligazionari nelle EME si sono mossi sostanzialmente in parallelo con quelli delle economie avanzate. Tuttavia, gli afflussi aggregati per investimenti privati di portafoglio nelle EME si sono lievemente indeboliti e l'ulteriore deprezzamento della moneta locale in alcuni paesi ha verosimilmente aumentato il costo dei finanziamenti in dollari. Inoltre, le perdite recenti e la volatilità nei mercati azionari cinesi comportano un'accresciuta incertezza. Se questo dovesse persistere, potrebbe tradursi in ultima istanza in un inasprimento delle condizioni finanziarie soprattutto nelle EME vulnerabili.

In prospettiva, la crescita mondiale dovrebbe essere trainata da una ripresa sostenuta nelle economie avanzate. In un contesto in cui si attenuano gradualmente gli aspetti negativi del processo di riduzione della leva finanziaria nel settore privato e delle azioni di risanamento dei conti pubblici, la ripresa nelle economie avanzate dovrebbe prendere vigore. Il basso livello dei corsi petroliferi, le condizioni finanziarie ancora accomodanti, il miglioramento dei mercati del lavoro e del clima di fiducia dovrebbero contribuire a determinare prospettive più favorevoli. Negli Stati Uniti la crescita sarà sostenuta dalla maggiore spesa delle famiglie conseguente all'effetto positivo sui redditi reali esercitato dal calo dei corsi petroliferi, da condizioni finanziarie favorevoli, dal perdurante rafforzamento del mercato del lavoro e delle abitazioni, dalla moderazione del drenaggio fiscale e dall'esaurirsi del processo di risanamento dei bilanci delle famiglie. Tuttavia, il passato apprezzamento del tasso di cambio effettivo del dollaro statunitense frenerà la crescita delle esportazioni nel breve periodo e la caduta dei corsi petroliferi eserciterà un impatto negativo sugli investimenti nel settore energetico. In Giappone la crescita dovrebbe riprendere nella seconda metà dell'anno, in un contesto in cui le famiglie traggono vantaggio dall'aumento dei redditi reali derivante dai ribassi del petrolio e le esportazioni beneficiano del miglioramento della domanda estera e del precedente deprezzamento dello yen. Nel Regno Unito si prevede che l'economia continui a espandersi a ritmi relativamente robusti. Anche se la crescita sarà presumibilmente frenata dagli sforzi di risanamento dei conti pubblici, il basso livello dei prezzi dell'energia e l'accelerazione della dinamica salariale dovrebbero sostenere i redditi disponibili reali e i consumi privati. Ci si attende inoltre che la ripresa della domanda e l'allentamento delle condizioni del credito stimolino gli investimenti delle imprese.

Per contro, le prospettive a medio termine per le EME sono contrastanti in presenza di una maggiore incertezza. La crescita in diverse grandi economie emergenti ha rallentato notevolmente negli ultimi quattro anni e dovrebbe mantenersi modesta a medio termine. Alcuni paesi hanno visto ridursi la crescita potenziale a causa di ostacoli strutturali e squilibri macroeconomici e altri si trovano in una fase di aggiustamento in risposta ai ribassi delle materie prime, all'aumento dell'incertezza politica e all'inasprimento delle condizioni di finanziamento esterno. In Cina l'economia ha accelerato nel secondo trimestre. Le recenti riduzioni dei tassi di riferimento, la modesta azione di stimolo fiscale da parte dell'amministrazione centrale e le misure poste in essere per allentare i vincoli sulle finanze delle amministrazioni locali dovrebbero sostenere la domanda. Tuttavia, la forte flessione recente dei mercati azionari ha acuito l'incertezza circa le prospettive economiche. Inoltre la classe dirigente cinese ha posto un'enfasi crescente sulla necessità di affrontare le fragilità finanziarie e gli squilibri macroeconomici e questo rallenterà verosimilmente il ritmo di espansione nel medio periodo. I PECO non appartenenti all'area dell'euro evidenziano

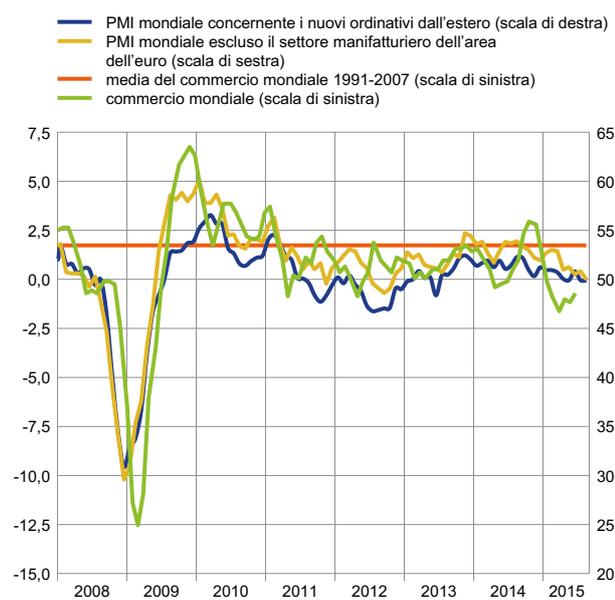
andamenti robusti come conseguenza di un rafforzamento della domanda interna, poiché si prevede che la migliore dinamica del mercato del lavoro e il recente calo dei corsi petroliferi sostengano i consumi delle famiglie. D'altro canto le prospettive per il Brasile si sono deteriorate in quanto l'inasprimento monetario e fiscale dovrebbe agire da freno sugli investimenti e l'attività. Inoltre la crescita nel medio periodo è frenata da strozzature dal lato dell'offerta e dalla necessità di affrontare i sostanziali squilibri macroeconomici e gli elevati tassi di inflazione. La Russia attraversa altresì una fase di profonda recessione. Nonostante il lieve allentamento delle condizioni finanziarie osservato dal volgere dell'anno, i costi di finanziamento restano elevati. L'incertezza è alta e gli indicatori del clima di fiducia delle imprese si collocano su livelli bassi, mentre i minori proventi petroliferi dovrebbero determinare un netto ridimensionamento della spesa pubblica.

Il forte calo delle importazioni in alcune grandi EME è alla base della moderazione del commercio internazionale nella prima metà del 2015.

Le importazioni mondiali (esclusa l'area dell'euro) calcolate in base ai dati di contabilità nazionale sono diminuite dello 0,2 per cento nel primo trimestre e le statistiche disponibili segnalano una perdurante debolezza nel secondo. Stando ai dati del CPB Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis, nel secondo trimestre le importazioni mondiali di beni sono scese dello 0,9 per cento sul periodo precedente. Tale risultato aggregato va ricondotto al calo pronunciato delle importazioni in alcune grandi EME, mentre le economie avanzate e i PECO hanno evidenziato una buona tenuta nel corso del 2015. Le importazioni hanno subito una forte flessione in Russia nel primo trimestre, per il calo della domanda interna e il deprezzamento del cambio. Anche in Cina sono state deboli nella prima metà dell'anno, riflettendo ancora una volta la moderazione della domanda interna. Nel breve periodo l'interscambio

Figura 3
Commercio mondiale di beni

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



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

mondiale dovrebbe riprendersi molto gradualmente. Al tempo stesso gli indicatori congiunturali segnalano una crescita del commercio internazionale piuttosto moderata. In particolare, il PMI mondiale concernente i nuovi ordinativi dall'estero è diminuito in luglio (cfr. figura 3). Guardando al futuro, date le attese di prospettive ancora modeste per le importazioni delle EME, la dinamica dell'interscambio globale dovrebbe restare moderata e non si prevede che le importazioni su scala internazionale crescano più rapidamente del PIL mondiale.

Le prospettive di crescita mondiale continuano nell'insieme a segnalare una ripresa modesta e disomogenea.

Le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a settembre 2015, per le quali le ipotesi sulle variabili finanziarie e i corsi delle materie prime si basano su dati aggiornati al 12 agosto, prevedono un graduale incremento della crescita in termini reali del PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) dal 3,2 per cento nel 2015 al 3,8 e 4,0 per cento, rispettivamente, nel 2016 e nel 2017. Il tasso di espansione della domanda estera dell'area dell'euro

dovrebbe salire dall'1,4 per cento nel 2015 al 3,3 e 4,1 per cento, rispettivamente, nel 2016 e nel 2017. Questa revisione al ribasso della crescita mondiale nel confronto con l'esercizio di proiezione macroeconomica ampio di giugno 2015 rispecchia soprattutto le prospettive di crescita nelle EME inferiori alle attese. Le revisioni della domanda estera dell'area dell'euro sono più significative, poiché si ritiene al momento che l'impatto sulle importazioni esercitato dalla debole attività nelle EME sia maggiore del previsto.

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

In particolare gli andamenti correnti nelle EME potrebbero essere in grado di esercitare un ulteriore impatto negativo sulla crescita internazionale attraverso il canale finanziario, del commercio e del clima di fiducia. Alcune economie emergenti sono altresì vulnerabili di fronte a un mutamento della percezione del rischio a livello globale, dopo un periodo di differenziali ristretti e volatilità ridotta. Le prospettive restano gravate anche da rischi geopolitici e un aumento delle tensioni tra la Russia e l'Ucraina potrebbe avere implicazioni sfavorevoli per la crescita mondiale.

Andamenti dei prezzi a livello internazionale

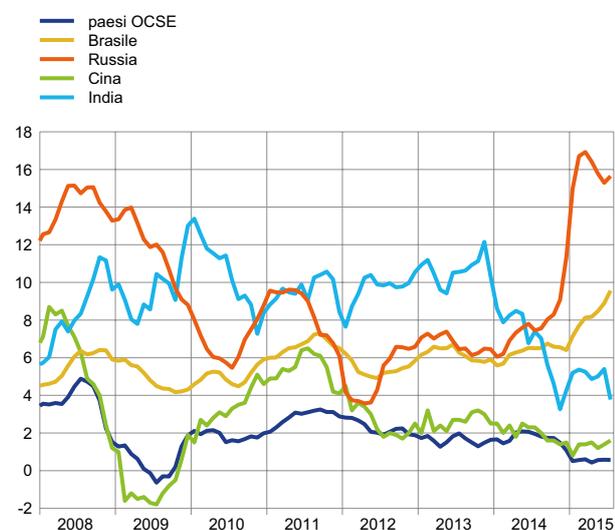
L'inflazione mondiale rimane bassa dopo il netto calo dei corsi petroliferi.

Nell'area dell'OCSE l'inflazione al consumo sui dodici mesi è rimasta invariata in luglio, allo 0,6 per cento. Anche il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica si è mantenuto stabile, all'1,6 per cento (cfr. figura 4). L'inflazione generale è rimasta sostanzialmente inalterata su livelli bassi nelle principali economie avanzate. Al di fuori dell'OCSE perdurano generali pressioni disinflazionistiche in Cina e India. In Brasile e Russia, invece, l'inflazione è rimasta elevata poiché il deprezzamento della moneta locale ha fatto salire i prezzi all'importazione.

Figura 4

Inflazione al consumo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: dati nazionali e OCSE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce a luglio 2015

In prospettiva l'inflazione mondiale dovrebbe aumentare solo gradualmente.

Si prevede che nel breve periodo il recente calo dei prezzi del petrolio e delle altre materie prime moderi ulteriormente le spinte inflazionistiche, ma che successivamente il contributo negativo della componente energetica evidenzierà un calo graduale mano a mano che gli effetti dei precedenti ribassi del petrolio iniziano a esaurirsi. Al tempo stesso l'inclinazione ascendente della curva dei contratti future segnala un lieve recupero delle quotazioni petrolifere e questo dovrebbe accrescere il contributo dei corsi dell'energia all'inflazione generale. Tuttavia la prevista ripresa lenta dell'attività economica mondiale dovrebbe tradursi in una riduzione solo graduale del margine di capacità produttiva inutilizzata e le pressioni inflazionistiche dal lato dei salari e dei costi dovrebbero mantenersi generalmente contenute.

2. Andamenti finanziari

Tra i primi di giugno e i primi di settembre i rendimenti nominali dei titoli di Stato a lungo termine sono leggermente calati, dopo aver registrato aumenti significativi nei mesi precedenti. Il loro calo si è iscritto in un contesto caratterizzato dall'indebolimento delle prospettive di crescita dell'economia mondiale, dalla flessione dei prezzi del petrolio e dalla diminuzione dei tassi degli swap indicizzati all'inflazione. Anche i corsi azionari sono calati in un contesto di accresciuta volatilità, specie all'indomani del deprezzamento valutario e delle ingenti perdite subite dal mercato azionario in Cina in agosto. L'incertezza associata con le vicende in Grecia, che ha raggiunto un culmine a cavallo fra giugno e luglio, ha inciso più sui mercati azionari che su quelli obbligazionari e valutari, ma nel complesso il suo impatto finanziario è stato contenuto e temporaneo. Il tasso di cambio effettivo dell'euro si è apprezzato in misura pronunciata fra gli inizi di giugno e il 2 settembre 2015.

Nel periodo in esame si sono verificati due episodi significativi di accresciuta tensione, il primo dei quali associato agli sviluppi in Grecia a cavallo fra giugno e luglio. Questo episodio ha avuto nel complesso un impatto relativamente contenuto sui mercati finanziari, come si desume ad esempio dai differenziali di rendimento fra i titoli di Stato a dieci anni dei paesi dell'area dell'euro con rating inferiore e quelli della Germania, che si sono ampliati in misura solo lieve, tornando rapidamente ai livelli precedenti. All'apice della turbolenza i differenziali rispetto al Bund decennale erano saliti al massimo di 35 punti base in gran parte dei paesi dell'area. La volatilità implicita dei mercati obbligazionari, come altre misure di rischio, ha registrato un aumento solo moderato e temporaneo. Tuttavia, gli sviluppi in Grecia hanno avuto effetti più pronunciati nei mercati azionari, dove la volatilità implicita è aumentata e le quotazioni sono diminuite. Fra il 26 giugno e il 7 luglio l'indice dei corsi azionari Dow Jones Euro Stoxx 50 ha perso più dell'8 per cento, mentre la volatilità implicita dell'indice è marcatamente salita. L'euro si è leggermente indebolito nei confronti del dollaro USA.

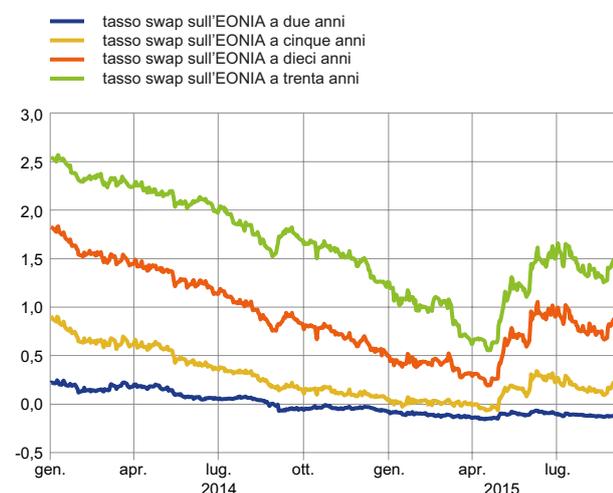
Il secondo episodio di accentuata incertezza nei mercati finanziari è iniziato intorno a metà agosto in connessione con gli sviluppi in Cina. Diversamente dall'episodio precedente, esso ha prodotto un impatto significativo sui mercati azionari e valutari, nonché sulle percezioni del rischio. Il deprezzamento del renminbi cinese iniziato l'11 agosto è stato seguito da un periodo di bruschi cali dei corsi azionari cinesi e di forti aumenti dell'incertezza globale. Questi andamenti, insieme alla rapida flessione dei prezzi del petrolio, sono stati interpretati come il segnale che le prospettive economiche mondiali si stavano indebolendo e hanno pesato sui mercati finanziari internazionali e sulla volatilità implicita. Le quotazioni azionarie nell'area dell'euro sono diminuite di circa il 16 per cento fra l'11 e il 24 agosto, mentre i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro con rating AAA sono calati di circa 10 punti base nello stesso periodo. Queste flessioni sono state probabilmente alimentate anche dall'apprezzamento dell'euro in un contesto caratterizzato dalla liquidazione di posizioni di carry trade (le quali vengono tipicamente chiuse nei periodi di accresciuta incertezza) che impiegavano l'euro come valuta di finanziamento, nonché dal calo delle aspettative di un rialzo imminente dei tassi di politica monetaria negli Stati Uniti. La liquidità di mercato inferiore alla norma, dovuta a fattori stagionali, potrebbe avere accentuato le oscillazioni nei mercati azionari e obbligazionari.

I rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro con rating AAA sono nel complesso diminuiti in misura lieve fra i primi di giugno e i primi di settembre, chiudendo il periodo su livelli assai bassi. Inizialmente la media dei rendimenti dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro con rating AAA era ulteriormente aumentata, passando dallo 0,93 per cento del 4 giugno all'1,08 per cento il 10 giugno, e proseguendo così la tendenza osservabile da metà aprile. In seguito è rimasta sostanzialmente stabile sino a metà luglio, probabilmente di riflesso alla pubblicazione di dati contrastanti. Si è successivamente ridotta, collocandosi intorno allo 0,90 per cento agli inizi di settembre. I differenziali di rendimento dei titoli di Stato dell'area dell'euro rispetto a quelli della Germania sono leggermente calati nel periodo in rassegna, evidenziando una certa volatilità durante gli

episodi di maggiore incertezza. La volatilità implicita del mercato obbligazionario è rimasta complessivamente stabile, nonostante alcuni aumenti temporanei.

Figura 5
Tassi swap sull'EONIA

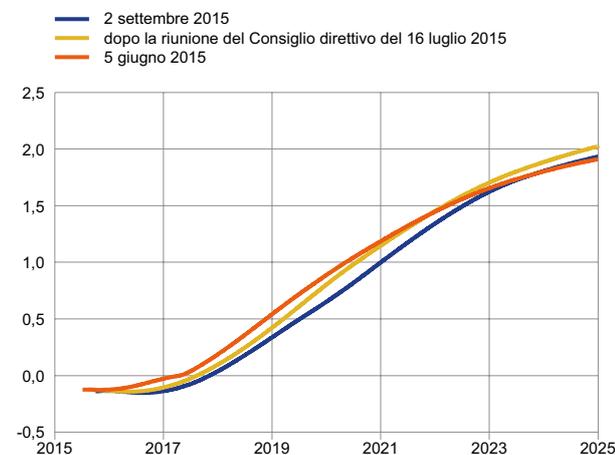
(percentuali in ragione d'anno)



Fonte: Thomson Reuters.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce al 2 settembre 2015.

Figura 6
Curva a termine Eonia

(percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

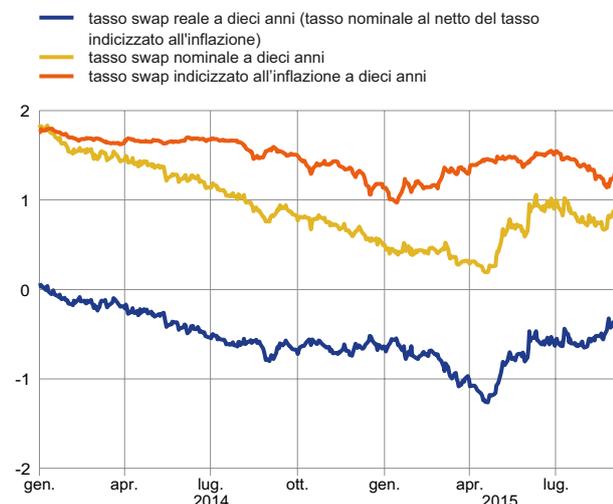
I tassi swap sull'Eonia hanno rispecchiato i movimenti dei rendimenti dei titoli quotati con rating AAA. Il loro calo è stato maggiormente pronunciato nei segmenti a media scadenza, mentre le scadenze più lunghe hanno evidenziato un lieve aumento (cfr. figura 5). In linea con gli andamenti dei rendimenti obbligazionari, nel periodo in esame i tassi a termine sull'Eonia sono leggermente diminuiti fino all'orizzonte di otto anni, segnando un calo massimo di circa 20 punti base sull'orizzonte a quattro anni (cfr. figura 6).

Al calo dei tassi nominali è corrisposto un calo dei tassi degli swap indicizzati all'inflazione in luglio e agosto. La scomposizione contabile dei tassi swap nominali sull'Eonia a dieci anni nella componente dei tassi degli swap indicizzati all'inflazione a dieci anni e nella componente residuale dei tassi reali di pari scadenza mostra che le oscillazioni dei rendimenti nominali in giugno erano riconducibili per circa due terzi a variazioni del tasso reale e per un terzo al tasso degli swap indicizzati (cfr. figura 7). In luglio e agosto, invece, i due contributi relativi sono cambiati significativamente e il calo dei rendimenti nominali è stato interamente ascrivibile a quello dei tassi degli swap indicizzati all'inflazione (cfr. anche la sezione 4 per ulteriori evidenze sugli andamenti delle aspettative di inflazione).

Nonostante le varie tensioni nei mercati finanziari i rendimenti delle obbligazioni societarie, pur aumentando leggermente, hanno mostrato una buona tenuta nel periodo. Nel complesso, i rendimenti societari si sono mossi rispetto alla media dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro con rating AAA in linea con gli andamenti della percezione del rischio. Essi sono infatti tendenzialmente aumentati in risposta all'incertezza

Figura 7**Tassi swap a dieci anni reali, nominali e indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro**

(percentuali in ragione d'anno)

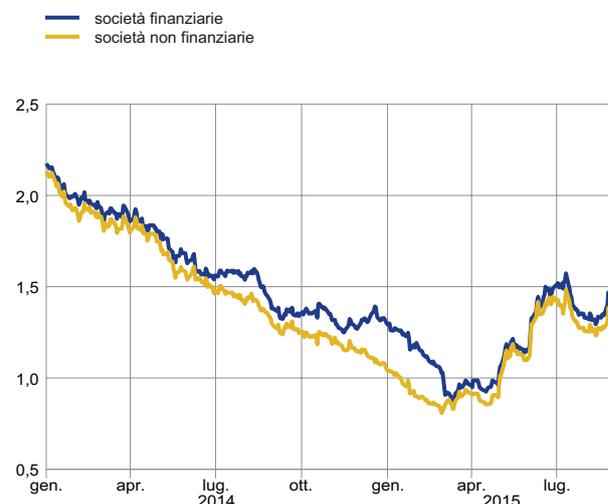


Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: il tasso swap reale a dieci anni è ricavato dal tasso swap sull'EONIA a dieci anni e dal tasso swap indicizzato all'inflazione su dieci anni. L'ultima osservazione si riferisce al 2 settembre 2015.

Figura 8**Rendimenti delle obbligazioni societarie nell'area dell'euro**

(percentuali in ragione d'anno)

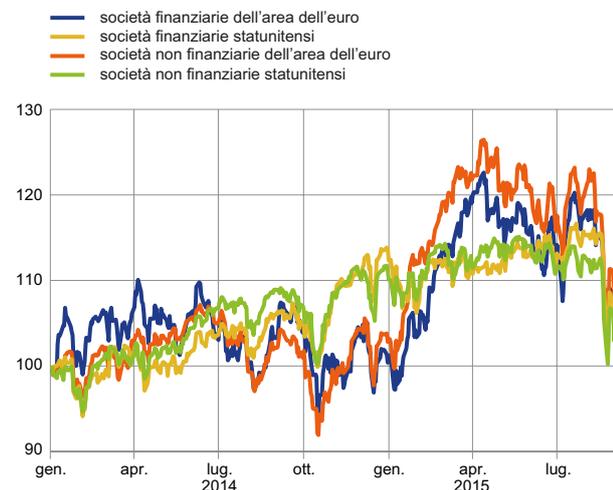


Fonti: iBoxx e BCE.

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

Figura 9**Indici dei prezzi azionari del settore finanziario e non finanziario**

(1° gennaio 2014 = 100)



Fonte: Thomson Reuters.

Note: dati ricavati dagli indici di mercato DataStream. L'ultima osservazione si riferisce al 2 settembre 2015.

associata con gli avvenimenti in Grecia nell'ultima parte di giugno e agli inizi di luglio e, dopo una leggera attenuazione, sono cresciuti nuovamente nella seconda metà di agosto in relazione all'aumento dell'incertezza a livello globale (cfr. figura 8). Dai primi di giugno ai primi di settembre i rendimenti delle obbligazioni societarie si sono ampliati in misura compresa fra i 5 e i 20 punti base, a seconda del settore e della categoria di rating.

I differenziali per le categorie di attività diverse dai titoli del settore pubblico acquistate nell'ambito del programma ampliato di acquisti di attività (APP), ossia obbligazioni garantite e titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione (ABS), si sono comportati in modo sostanzialmente simile. Ciò nonostante, mentre i differenziali sulle obbligazioni garantite sono rimasti ampiamente invariati nell'arco del periodo, i margini di sconto sugli ABS con rating inferiore hanno segnato alcuni aumenti.

Nei mercati azionari dell'area dell'euro si sono registrate perdite significative, che hanno

interessato i titoli dei settori sia finanziario sia non finanziario. I titoli di questi due comparti hanno perso nel complesso l'8 e il 10 per cento rispettivamente fra i primi di giugno e i primi di settembre (cfr. figura 9). Le perdite collegate agli avvenimenti in Grecia sono state riassorbite entro metà luglio, ma nella seconda metà di agosto le quotazioni azionarie hanno ceduto ampio terreno dopo l'aumento

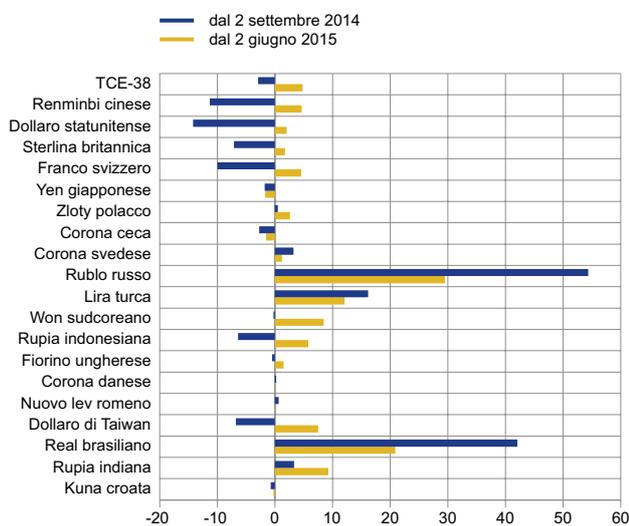
dell'incertezza per le prospettive mondiali. Diversamente da quanto osservato nell'area dell'euro, negli Stati Uniti i prezzi dei titoli finanziari e non finanziari sono rimasti sostanzialmente stabili tra gli ultimi di giugno e metà luglio, a conferma dell'origine prettamente europea delle turbolenze in quel periodo. A partire da metà luglio, di fronte al deterioramento delle prospettive mondiali, le azioni statunitensi hanno subito perdite all'incirca doppie di quelle dei titoli dell'area dell'euro. Nel periodo in esame la volatilità implicita del mercato azionario è salita di 8 e 10 punti percentuali rispettivamente nell'area dell'euro e negli Stati Uniti.

L'Eonia si è stabilizzato tra gli inizi di giugno e gli inizi di settembre, a fronte di un aumento graduale della liquidità in eccesso. Dopo essere progressivamente calato a seguito dell'annuncio dell'APP ampliato, l'Eonia si è poi stabilizzato collocandosi in media al -0,12 per cento, a fronte di un graduale incremento della liquidità eccedente dovuto in ampia misura agli acquisti in ambito APP e all'operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine condotta in giugno. Il riquadro 2 presenta informazioni più dettagliate sulle condizioni di liquidità e le operazioni di politica monetaria. Dopo essere divenuta negativa per la prima volta verso la fine di aprile, la quotazione dell'Euribor a tre mesi ha continuato a scendere, portandosi al -0,033 per cento il 2 settembre. Il riquadro 3 fornisce ulteriori informazioni sugli andamenti nel mercato monetario overnight non garantito

a partire dal 2008 sulla base dei dati delle operazioni regolate tramite Target2, mentre il riquadro 4 descrive brevemente la nozione di saldi Target e i fattori che ne determinano l'evoluzione.

Figura 10
Variazioni del tasso di cambio dell'euro rispetto ad alcune valute

(in percentuale)



Fonte: BCE.

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

Il tasso di cambio effettivo dell'euro si è apprezzato del 4,8% fra gli inizi di giugno e il 2 settembre. In termini bilaterali, l'euro è aumentato del 2,0 per cento contro il dollaro USA (cfr. figura 10) e si è apprezzato anche nei confronti di sterlina, franco svizzero, corona svedese e renminbi. Nello stesso periodo la flessione dei prezzi del petrolio e la debolezza dell'attività economica in Russia hanno gravato sul rublo russo, portando a un conseguente apprezzamento del 30 per cento dell'euro nei suoi confronti. L'euro ha guadagnato terreno anche rispetto alle valute di varie altre economie emergenti e di paesi esportatori di materie prime. Per contro, si è deprezzato rispetto allo yen giapponese e alla corona ceca. La corona danese ha continuato a oscillare in prossimità della parità centrale stabilita dagli AEC II. Il riquadro 5 descrive l'ultimo aggiornamento dei pesi commerciali utilizzati nel calcolo dei tassi di cambio effettivi dell'euro.

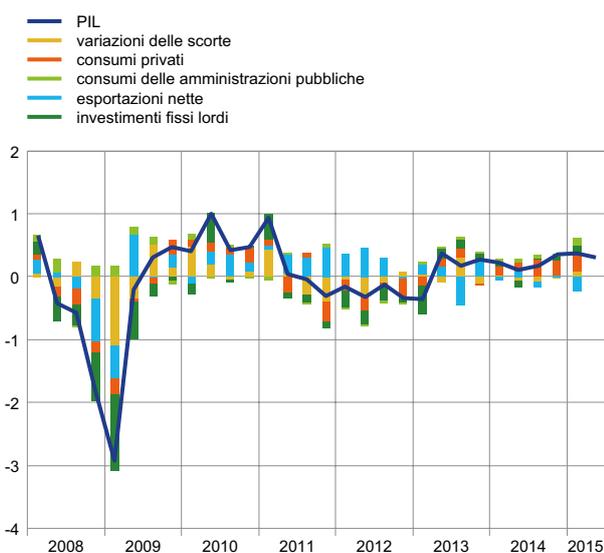
3 Attività economica

La ripresa economica nell'area dell'euro ha continuato a rafforzarsi gradualmente, benché a un ritmo inferiore del previsto. Il PIL reale dell'area dell'euro ha continuato a crescere nel secondo trimestre del 2015, sebbene ad un ritmo lievemente inferiore rispetto al primo trimestre. I recenti indicatori desunti dalle indagini congiunturali segnalano un ritmo di crescita sostanzialmente simile nella seconda metà dell'anno. In prospettiva, continuerebbe il recupero dell'attività economica. Il basso livello dei corsi petroliferi sosterrà il reddito disponibile reale, rafforzando i consumi privati e la redditività delle imprese. Inoltre, l'orientamento molto accomodante di politica monetaria dovrebbe contribuire ad allentare ulteriormente le condizioni di finanziamento e a migliorare l'accesso al credito, stimolando maggiori investimenti da parte delle imprese. Al contempo, la crescita tendenziale dovrebbe essere lievemente più debole del previsto, rispecchiando soprattutto il rallentamento delle economie emergenti, che grava sulla crescita mondiale e quindi sulle esportazioni dell'area dell'euro. In tale contesto, le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro

formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2015 prefigurano una crescita lievemente più debole rispetto all'esercizio previsivo dello scorso giugno.

Figura 11
PIL in termini reali e sue componenti nell'area dell'euro

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati relativi alla crescita del PIL nell'area dell'euro per il secondo trimestre del 2015 riflettono la stima preliminare dell'Eurostat.

Il PIL reale nell'area dell'euro è aumentato ancora nel secondo trimestre del 2015, benché a un ritmo lievemente inferiore rispetto al primo trimestre.

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, nel secondo trimestre del 2015 il PIL reale è aumentato dello 0,3 per cento in termini congiunturali, a fronte dello 0,4 per cento nel primo trimestre (cfr. figura 11). Tale dinamica è stata lievemente inferiore a quella prefigurata nell'esercizio previsivo degli esperti dell'Eurosistema nel giugno 2015. Pur in assenza di dati disponibili sul dettaglio dei conti alla scadenza ultima per la pubblicazione di questo bollettino economico, le informazioni disponibili suggeriscono che i consumi privati e le esportazioni nette hanno contribuito positivamente alla crescita, considerando che queste ultime hanno beneficiato delle quote di mercato conquistate grazie al favorevole tasso di cambio dell'euro. Per contro, è probabile che gli investimenti

e le variazioni delle scorte abbiano fornito un contributo negativo all'espansione nel secondo trimestre.

Gli indicatori del clima di fiducia delle imprese segnalano un ritmo di crescita nel breve periodo simile a quello del secondo trimestre. I dati delle indagini congiunturali disponibili fino ad agosto segnalano il protrarsi di una crescita moderata nel breve periodo. Ad esempio, sia l'indice di fiducia della Commissione europea (Economic Sentiment Indicator, ESI) sia l'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) sono migliorati lievemente tra il secondo trimestre e i primi due mesi del terzo trimestre del 2015. Inoltre, in luglio e agosto

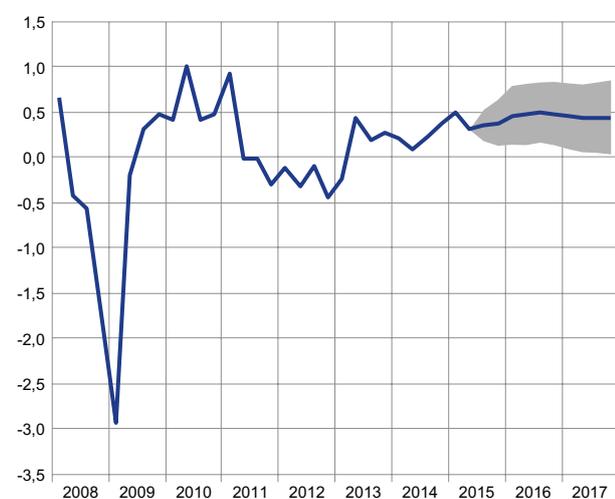
entrambi gli indicatori si sono collocati al di sopra delle rispettive medie di lungo periodo. In agosto sia l'ESI sia il PMI sono migliorati, mentre il clima di fiducia delle imprese è peggiorato nei settori dei beni di investimento e intermedi, rispecchiando in parte una valutazione più negativa dei livelli degli ordini dall'estero in un contesto di deterioramento delle prospettive di crescita mondiale. Se da un lato la decelerazione del commercio internazionale ha frenato la crescita nell'area dell'euro, dall'altro è probabile che il passato deprezzamento dell'euro e i bassi tassi di interesse sostengano gli investimenti delle imprese, mentre l'andamento favorevole del

mercato del lavoro e la riduzione dei prezzi dell'energia dovrebbero stimolare i consumi privati nel breve termine.

Figura 12

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

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



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

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

PIL reale annuale nell'area dovrebbe aumentare dell'1,4 per cento nel 2015, dell'1,7 nel 2016 e dell'1,8 nel 2017 (cfr. figura 12).

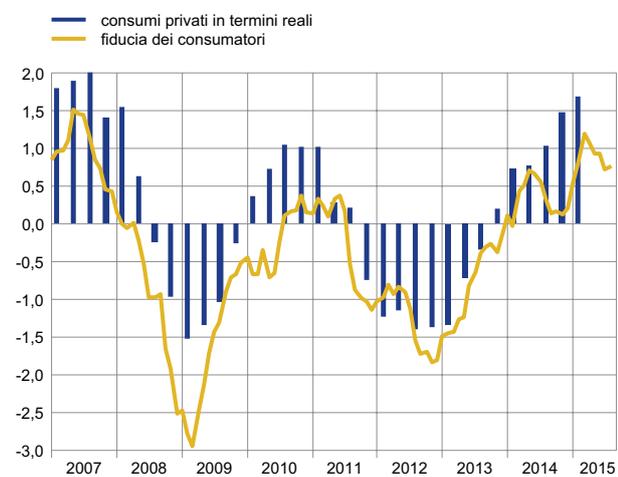
L'espansione dei consumi privati, che è stata la determinante principale della crescita lo scorso anno, avrebbe perso parte del suo vigore nell'ultimo periodo.

Ad esempio, nel secondo trimestre del 2015 il commercio al dettaglio e le nuove immatricolazioni di autoveicoli nell'area dell'euro hanno registrato un incremento dello 0,3 per cento in termini congiunturali, in calo rispetto all'1,3 per cento nel primo trimestre. Nonostante un probabile rallentamento dei consumi nel secondo trimestre, l'indice della fiducia dei consumatori dell'area dell'euro elaborato dalla Commissione europea, che rappresenta un buon indicatore dell'andamento dei

¹ Cfr. le Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel settembre 2015, (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201509.en.pdf?373c7ff1a4072123c81757486566b3f2>).

Figura 13**Consumi privati e fiducia dei consumatori nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; scarti dalla media)



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

consumi privati, si è collocato in agosto al di sopra della sua media di lungo periodo, segnalando il protrarsi della crescita (cfr. figura 13).

In prospettiva, la crescita dei consumi privati dovrebbe rimanere il motore principale della ripresa economica.

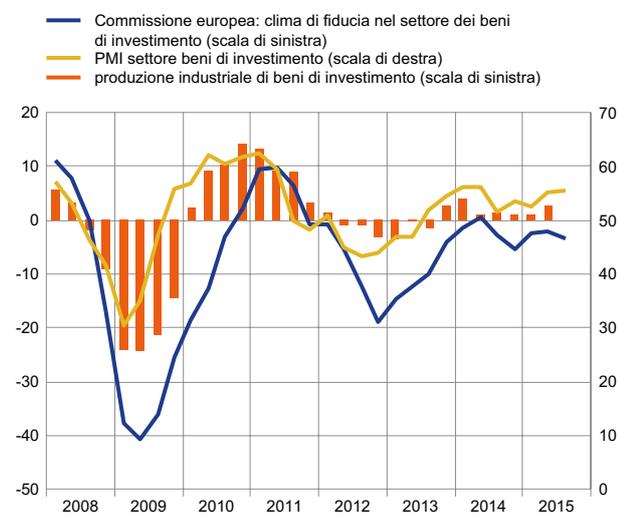
I consumi privati dovrebbero beneficiare ancora dell'impatto favorevole dei minori prezzi dell'energia sul reddito disponibile reale. Successivamente, ci si attende che i redditi salariali aumentino di riflesso alla continua crescita dell'occupazione e all'accelerazione dei redditi nominali per occupato. I consumi privati sarebbero ulteriormente sostenuti dalle migliori condizioni finanziarie e dalla riduzione dei costi di finanziamento, agevolate dalle misure non convenzionali adottate dalla BCE.

È probabile che gli investimenti totali nell'area dell'euro abbiano segnato una contrazione nel secondo trimestre dell'anno.

Nel primo trimestre gli investimenti sono stati sostenuti dal miglioramento della domanda, da condizioni finanziarie favorevoli, dall'inverno mite e dagli incentivi fiscali temporanei in alcuni paesi. Per il secondo trimestre ci si attende un rallentamento degli investimenti totali nell'area dell'euro, poiché la produzione industriale di beni di investimento ha subito una decelerazione mentre il grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero è rimasto sostanzialmente invariato. Quanto agli investimenti in costruzioni, la produzione nel comparto ha rallentato e gli indicatori del clima di fiducia rimangono su livelli compatibili con una contrazione, segnalando la debolezza della crescita nel secondo trimestre.

Figura 14**Produzione di beni di investimento e clima di fiducia nel settore degli investimenti**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; saldi percentuali; indice)



Fonti: Eurostat, Commissione europea e Markit.

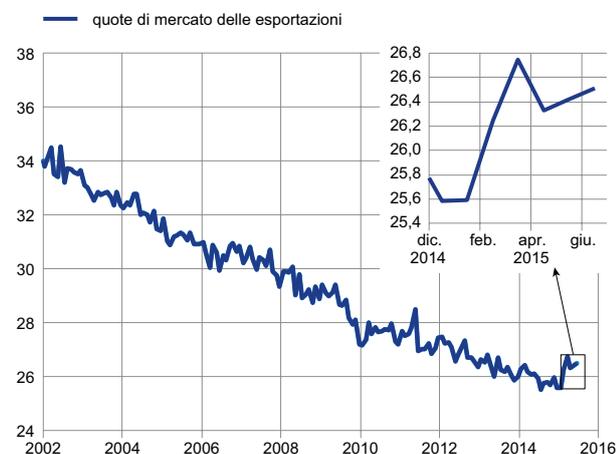
Il recupero degli investimenti delle imprese potrebbe essere appena più lento rispetto alle previsioni, pur rimanendo un fattore trainante della ripresa.

I risultati delle indagini per il settore dei beni di investimento suggeriscono un clima di fiducia sostanzialmente stabile o in lieve peggioramento e aspettative di produzione fino ad agosto meno favorevoli (cfr. figura 14). Sulle prospettive a breve termine per gli investimenti grava anche il deteriorarsi del contesto esterno. In prospettiva, tuttavia, gli investimenti delle imprese dovrebbero segnare un progressivo recupero in un contesto di politica monetaria molto accomodante, miglioramento delle condizioni di offerta del credito, margini di profitto più elevati, rafforzamento della domanda ed esigenze di sostituzione.

Gli investimenti in costruzioni dovrebbero segnare un graduale recupero nella seconda metà del 2015.

Figura 15**Quote di mercato delle esportazioni dell'area dell'euro**

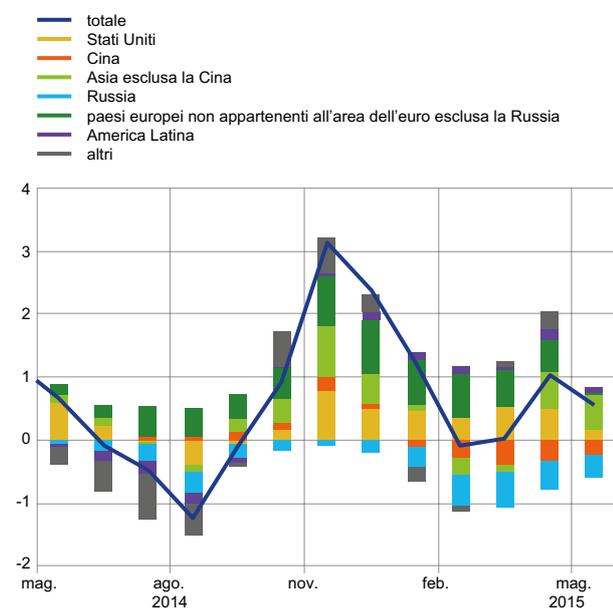
(esportazioni totali di beni dell'area dell'euro in percentuale del totale delle esportazioni mondiali di merci)



Fonti: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis ed elaborazioni della BCE.

Figura 16**Volumi delle esportazioni di beni verso i principali partner commerciali esterni all'area dell'euro**

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: per paesi europei non appartenenti all'area dell'euro si intendono anche alcuni paesi non appartenenti all'UE come la Norvegia, la Svizzera e la Turchia.

Al termine di un protratto periodo di aggiustamento, gli investimenti in costruzioni dovrebbero essere sostenuti da condizioni di finanziamento molto favorevoli nonché da un incremento del reddito disponibile delle famiglie. Nel tempo i progressivi aggiustamenti del mercato immobiliare in alcuni paesi, segnalati da un'inversione di tendenza dei permessi edilizi e dei prezzi delle abitazioni, favoriranno anche gli investimenti nell'edilizia residenziale.

L'indebolimento del contesto esterno ha determinato un peggioramento delle aspettative sulla crescita delle esportazioni.

La crescita delle esportazioni di beni e servizi dell'area dell'euro si è allentata nel primo trimestre del 2015. Nonostante il marcato rallentamento dell'espansione mondiale, i dati sul commercio di beni nel secondo trimestre indicano un'accelerazione delle esportazioni, segnalandone un incremento delle quote di mercato nella prima metà del 2015, in parte grazie al favorevole tasso di cambio dell'euro (cfr. figura 15). Tale dinamica riflette un aumento delle esportazioni verso gli Stati Uniti e l'Asia (esclusa la Cina), mentre le esportazioni verso Cina e Russia sono rimaste contenute (cfr. figura 16).

In prospettiva, tuttavia, il ritmo di crescita delle esportazioni dovrebbe scendere ben al di sotto dei livelli antecedenti la crisi,

rispecchiando sia la moderazione della domanda mondiale sia la minore elasticità del commercio internazionale alla crescita. Ci si attende che le importazioni dell'area dell'euro si rafforzino ulteriormente nel medio termine, in linea con la ripresa della domanda interna. Le esportazioni nette quindi dovrebbero fornire un contributo pressoché nullo alla crescita del PIL reale nei prossimi due anni.

Le condizioni del mercato del lavoro nell'area dell'euro continuano a migliorare gradualmente.

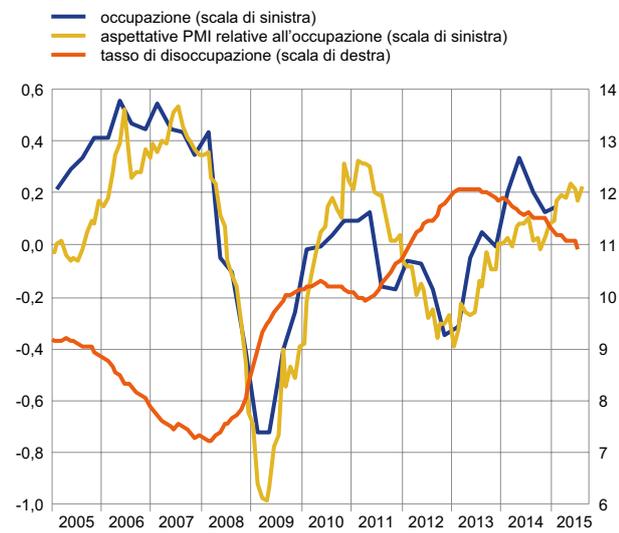
Il numero di persone occupate (cfr. figura 17) è cresciuto moderatamente, dello 0,1 per cento in termini congiunturali nel primo trimestre del 2015 (l'ultimo periodo per cui i dati sono disponibili). A livello settoriale, la crescita dell'occupazione è stata trainata da una ripresa della creazione di posti di lavoro nelle

costruzioni. Al contempo, la crescita dell'occupazione nel settore dei servizi ha registrato un ulteriore rallentamento per il quarto trimestre consecutivo. Nonostante la crescita dell'occupazione totale, le ore lavorate complessive sono diminuite leggermente nel primo trimestre, in linea con la riduzione delle ore lavorate per occupato. I risultati delle indagini indicano che i livelli occupazionali sono migliorati

Figura 17

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

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



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'indice PMI è espresso come deviazione da 50 divisa per 10.

ancora nel secondo trimestre del 2015. Anche questi indicatori segnalano ulteriori miglioramenti delle condizioni del mercato del lavoro sia nell'industria sia nei servizi nel secondo trimestre e un lieve calo nelle costruzioni.

La disoccupazione continua a scendere

gradualmente rispetto agli alti livelli raggiunti. Il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro è diminuito dall'11,2 all'11,1 per cento tra il primo e il secondo trimestre del 2015 e in luglio è sceso ulteriormente al 10,9 per cento. Il calo in atto della disoccupazione interessa tutti i gruppi di lavoratori (giovani, adulti, uomini e donne) e la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, benché persistano rilevanti differenze tra gruppi di età e paesi.

Guardando al futuro, i mercati del lavoro dell'area dell'euro dovrebbero migliorare ulteriormente nel breve e nel medio periodo.

Si prevede che la crescita dell'occupazione acceleri lievemente nei prossimi trimestri, sulla scia della ripresa economica.

Di conseguenza, il consolidarsi della ripresa dovrebbe portare a un'ulteriore diminuzione del tasso di disoccupazione dell'area dell'euro.

I rischi per le prospettive economiche dell'area dell'euro restano orientati

al ribasso. Tali rischi sono connessi soprattutto all'acuirsi delle incertezze circa il contesto esterno. In particolare, gli andamenti nelle economie di mercato emergenti potrebbero fornire un ulteriore contributo negativo all'espansione mondiale attraverso i loro effetti sul commercio e sul clima di fiducia.

4. Prezzi e costi

L'inflazione misurata sullo IAPC si è recentemente stabilizzata in territorio positivo su livelli contenuti. In base alle informazioni disponibili e ai prezzi correnti dei contratti future per il greggio, l'inflazione al consumo sui dodici mesi si manterrà su valori molto bassi nel breve periodo e dovrebbe aumentare verso la fine dell'anno, anche per via di effetti base connessi al calo delle quotazioni petrolifere al termine del 2014. Si prevede che l'inflazione crescerà ancora durante il 2016 e il 2017, sostenuta dall'atteso recupero dell'economia, dalla trasmissione dei passati deprezzamenti nel tasso di

Figura 18

Inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC (incluse le proiezioni)

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



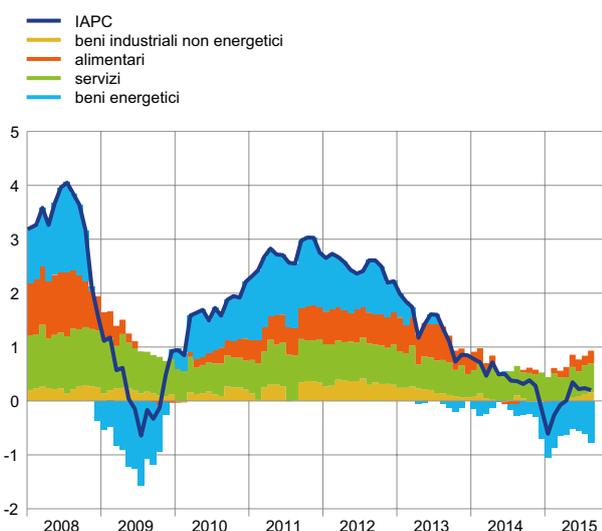
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce ad agosto 2015 (stima preliminare).

Figura 19

Contributi delle componenti all'inflazione complessiva calcolata sullo IAPC nell'area dell'euro

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono alla stima preliminare dell'Eurostat relativa ad agosto 2015.

cambio dell'euro e dall'ipotesi di un rincaro del petrolio nei prossimi anni, come emerge attualmente dai mercati dei contratti future per il greggio. Secondo le proiezioni macroeconomiche di settembre 2015 formulate per l'area dell'euro dagli esperti della BCE, l'inflazione annuale misurata sullo IAPC si collocherebbe allo 0,1 per cento nel 2015, all'1,1 nel 2016 e all'1,7 nel 2017. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche dello scorso giugno elaborate dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'inflazione armonizzata sono state riviste al ribasso, in gran parte per effetto della riduzione dei prezzi petroliferi.

L'inflazione misurata sullo IAPC si è recentemente stabilizzata in territorio positivo, in ripresa dai tassi negativi osservati nella prima parte dell'anno (cfr. figura 18). Stando alla stima

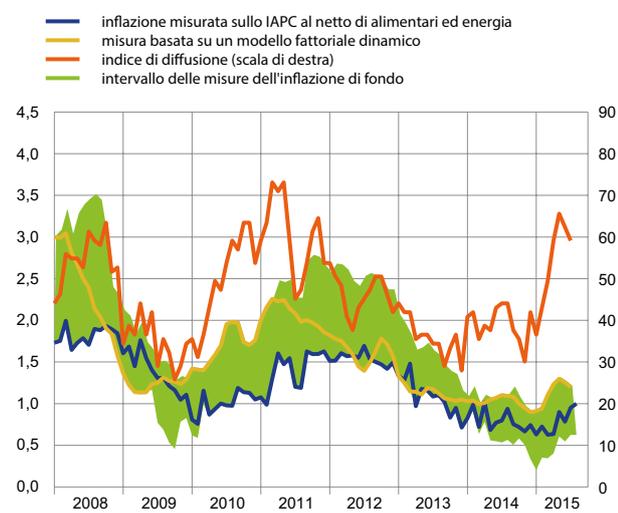
preliminare dell'Eurostat, l'inflazione al consumo sui dodici mesi è stata pari allo 0,2 per cento in agosto, invariata rispetto a luglio e giugno. Questa recente stabilizzazione riflette due serie di fattori che si compensano tra loro (cfr. figura 19). Da un lato, l'ulteriore diminuzione delle quotazioni petrolifere ha ridotto l'inflazione dei beni energetici; dall'altro, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e alimentari è leggermente salita durante i mesi più recenti, sospinta dal rincaro dei prodotti industriali non energetici, mentre l'inflazione relativa alla componente dei servizi è rimasta pressoché immutata. Inoltre, in agosto l'inflazione dei beni alimentari è cresciuta in maniera sostanziale per via del maggiore contributo dai prezzi degli alimentari non trasformati, mentre il tasso degli alimentari trasformati, frenato dalle quotazioni dei prodotti caseari, si è mantenuto per lo più stabile.

L'inflazione di beni energetici e alimentari ha rafforzato la dinamica inflazionistica dell'area dell'euro nell'arco dei recenti trimestri. Il dato per la componente energetica è negativo da luglio

2014, quando i corsi petroliferi hanno iniziato a contrarsi nettamente. Dopo il picco raggiunto a metà giugno 2014, la quotazione del greggio in euro è scesa di circa il 50 per cento fino a gennaio. A seguito del rincaro del petrolio successivo a questo valore minimo di inizio anno, l'inflazione dei prodotti energetici ha cominciato a salire durante la prima metà del 2015; tuttavia, ha poi risentito della spinta al ribasso esercitata dal nuovo andamento discendente dei prezzi petroliferi a partire da luglio. Analogamente, il contributo dell'inflazione dei beni alimentari ha registrato una marcata flessione nel 2014, recuperando in qualche misura dall'inizio di quest'anno in ragione di rilevanti effetti base. Tuttavia, l'inflazione della componente alimentare permane relativamente contenuta in termini storici (cfr. riquadro 7).

Figura 20
Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: nell'intervallo delle misure dell'inflazione di fondo sono stati considerati: lo IAPC al netto dei beni energetici; lo IAPC al netto dell'energia e dei beni alimentari non trasformati; lo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari; le medie troncate al 10 e al 30 per cento; la mediana dello IAPC e la misura basata sul modello fattoriale dinamico. L'indice di diffusione è calcolato come la quota delle singole voci dello IAPC che hanno registrato un incremento del tasso di variazione sui dodici mesi negli ultimi tre mesi. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2015 per lo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (stima preliminare) e a luglio 2015 per tutti gli altri indicatori.

I recenti indicatori segnalano un graduale rafforzamento dell'inflazione di fondo.

L'inflazione misurata sullo IAPC al netto di alimentari ed energia (misura dell'inflazione di fondo) è rimasta stabile all'1,0 per cento in agosto. La maggioranza degli altri indicatori dell'inflazione di fondo desunti da un ampio insieme, descritto nel riquadro 4 del numero precedente di questo Bollettino¹, seguitano a indicare livelli maggiori in luglio 2015 rispetto all'inizio dell'anno (cfr. figura 20). La trasmissione del forte deprezzamento dell'euro tra maggio 2014 e aprile 2015 ai prezzi al consumo dei beni non energetici e la continua ripresa della domanda interna nell'area dell'euro dovrebbero fornire l'impulso per un ulteriore aumento dell'inflazione di fondo. Tuttavia, è ancora prematuro concludere che questa abbia assunto un andamento ascendente, poiché gli effetti indiretti del calo delle quotazioni del petrolio e di altre materie prime e l'esigua inflazione a livello mondiale potrebbero esercitare temporaneamente su di essa una nuova spinta al ribasso. Anche il recente apprezzamento dell'euro potrebbe in parte attenuare l'impatto al rialzo dovuto al notevole deprezzamento passato della moneta unica.

Gli effetti del deprezzamento del tasso di cambio si riscontrano con crescente evidenza nell'aumento dell'inflazione dei beni industriali.

L'inflazione dei beni industriali non energetici ha registrato un'espansione generalizzata da -0,1 per cento in febbraio 2015 a 0,6 per cento in agosto. Tale tendenza al rialzo riflette la trasmissione dei cospicui aumenti dei prezzi all'importazione per i beni di consumo non alimentari legati al deprezzamento dell'euro e al rafforzamento dei consumi di beni durevoli osservato nei recenti trimestri.

L'impatto dell'indebolimento della moneta unica sulle pressioni inflazionistiche interne dovrebbe risultare più evidente nei prossimi trimestri.

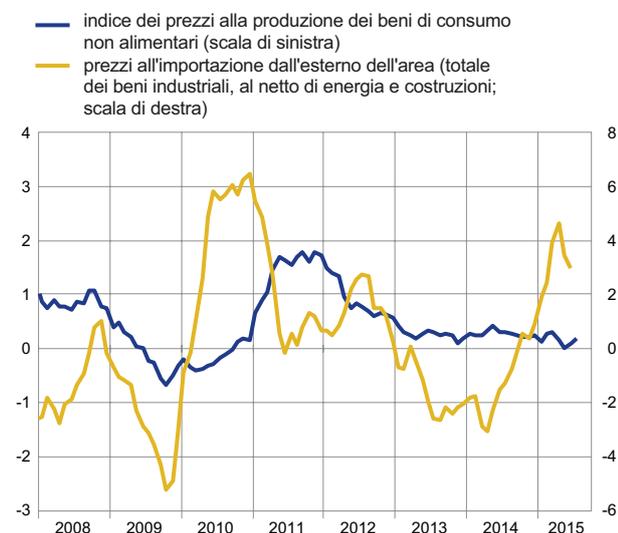
Benché i prezzi delle importazioni dall'esterno dell'area dell'euro (cfr. figura 21) si siano attestati su livelli elevati, le pressioni inflazionistiche

¹ Cfr. il riquadro *L'inflazione di fondo ha raggiunto un punto di svolta?* nel numero 5/2015 di questo Bollettino.

Figura 21

Prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari e prezzi delle importazioni dall'esterno dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2015 per i prezzi alla produzione e a giugno 2015 per i prezzi all'importazione.

permangono deboli sul fronte interno. Infatti, le spinte sui prezzi dei beni alimentari mostrano un'evoluzione modesta lungo la catena di formazione dei prezzi, mentre il tasso di variazione tendenziale dei prezzi alla produzione per i beni di consumo non alimentari si è portato allo 0,2 per cento in luglio, segnando un lieve incremento per il secondo mese consecutivo. Gli indicatori desunti dalle indagini congiunturali si sono indeboliti di recente. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per i prezzi degli input dei beni non alimentari nel commercio al dettaglio si è ridotto ulteriormente in agosto, interrompendo la dinamica al rialzo in atto fino a giugno. Sebbene il tasso di variazione tendenziale dei prezzi alla produzione per i beni di consumo non alimentari abbia evidenziato un aumento contenuto, la recente ripresa dovrebbe proseguire considerato il vigore con cui continua a trasmettersi il forte deprezzamento della moneta unica.

Le pressioni interne sui prezzi si sono, per il momento, stabilizzate. Il deflatore del PIL, che segnala le spinte inflazionistiche interne, ha mostrato

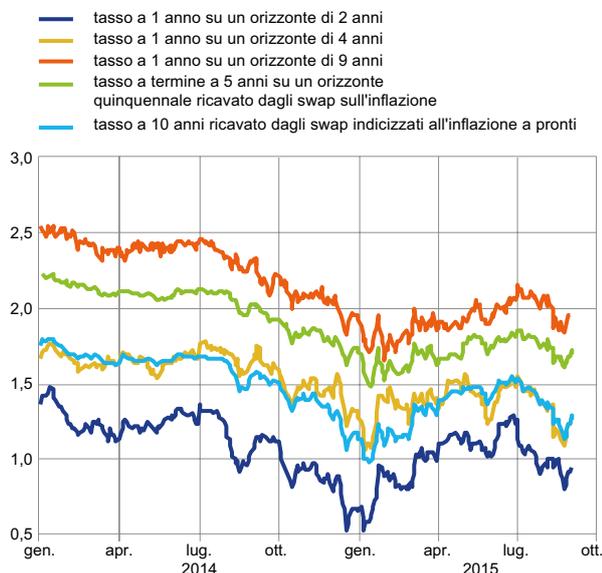
un incremento marginale nel primo trimestre del 2015, rispecchiando andamenti ancora deboli del costo del lavoro e un moderato ampliamento dei margini di profitto. La crescita del costo del lavoro per unità di prodotto si è leggermente deteriorata nel primo trimestre del 2015 per via della dinamica più sostenuta della produttività rispetto al reddito per occupato. L'espansione dei profitti (misurati come avanzo operativo lordo) si è marginalmente rafforzata, riflettendo l'impatto dell'attuale accelerazione del PIL in termini reali e l'aumento del tasso di crescita dei profitti per unità di prodotto.

L'ampio margine di capacità produttiva inutilizzata nell'economia continua a frenare l'inflazione nel settore dei servizi. Il tasso di crescita tendenziale dei prezzi dei servizi ha oscillato appena sopra l'1,0 per cento nei mesi recenti. Gran parte delle sue fluttuazioni prossime a questo valore sono riconducibili all'impatto della componente dei servizi di viaggio, in un contesto in cui la crescita dei salari e dei margini di profitto resta contenuta. La debolezza espansiva di salari e profitti potrebbe essere attribuita a diversi fattori, tra cui il notevole sottoutilizzo di capacità produttiva nell'economia e nel mercato del lavoro e la maggiore flessibilità di salari e prezzi in alcuni paesi a seguito dell'attuazione di riforme strutturali nel mercato del lavoro e nel mercato dei beni e servizi durante questi ultimi anni.

I dati delle attese di inflazione basati sui mercati hanno di recente evidenziato un calo, dopo una continua evoluzione ascendente da gennaio, mentre i dati desunti dalle indagini congiunturali sono rimasti relativamente stabili. La tendenza al rialzo delle attese di inflazione segnalata dagli swap indicizzati all'inflazione dai primi del 2015 ha subito una battuta di arresto alla fine di giugno. Nel complesso, i tassi a termine

Figura 22**Misure delle attese di inflazione ricavate dal mercato**

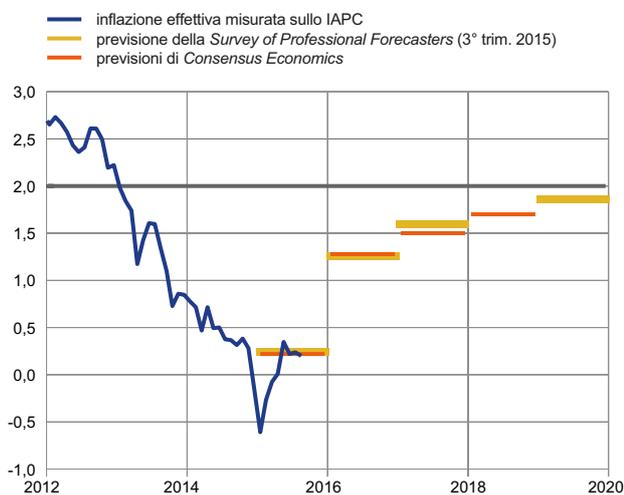
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce al 2 settembre 2015.

Figura 23**Misure delle attese di inflazione ricavate dalle indagini**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat, Reuters, Survey of Professional Forecasters (SPF), elaborazioni della BCE, Consensus Economics.
Note: stima preliminare per l'IAPC effettiva fino ad agosto 2015. I dati della SPF si basano sui risultati dell'indagine del 3° trimestre del 2015 mentre le previsioni a lungo termine si riferiscono ai cinque anni successivi. I dati di Consensus Economics si basano sulla previsione di agosto 2015 per il 2016 e sulla previsione di aprile 2015 per il 2017 e 2018.

a lunga scadenza ricavati dagli swap indicizzati all'inflazione sono aumentati di circa 0,4 punti percentuali nel primo semestre del 2015. Tra la fine di giugno e l'inizio di settembre questi tassi si sono ridotti, in un contesto caratterizzato da segnali di moderazione dell'attività economica globale e dal contrarsi dei prezzi delle materie prime. Tuttavia, altri fattori possono aver contribuito a questo calo, ad esempio la scarsa liquidità del mercato nel corso dei mesi estivi e premi più bassi per il rischio di inflazione incorporati nei tassi swap indicizzati all'inflazione. Il tasso di inflazione a cinque anni su un orizzonte quinquennale è sceso di 15 punti base tra i primi di luglio e il 2 settembre, collocandosi in quest'ultima data all'1,7 per cento (cfr. figura 22). Nello stesso periodo, i tassi swap a breve e medio termine indicizzati all'inflazione sono diminuiti in modo più marcato rispetto ai tassi a più lungo termine. I dati delle attese di inflazione basati sulle indagini congiunturali si sono finora mantenuti pressoché stabili e continuano a suggerire il ritorno dell'inflazione attesa su un livello inferiore ma prossimo al 2 per cento nel medio termine (cfr. figura 23).

Nel complesso, le proiezioni indicano un incremento dell'inflazione misurata sullo IAPC per l'area dell'euro a partire dalla fine del 2015

(cfr. figura 18). Sulla base delle informazioni disponibili a metà agosto, le proiezioni macroeconomiche di settembre 2015 elaborate per l'area dell'euro dagli esperti della BCE indicano un'inflazione al consumo pari, in media, allo 0,1 per cento nel 2015 e in aumento all'1,1 e all'1,7 per cento rispettivamente nel 2016 e nel 2017². La ripresa iniziale è per lo più attribuibile a effetti base dovuti a precedenti cali nelle quotazioni del greggio. Nel 2016 e 2017 si prevede un notevole incremento dell'inflazione complessiva dato che l'ulteriore ampliamento del grado di utilizzo della capacità produttiva nell'economia e nel mercato del lavoro sospingerebbe gradualmente l'inflazione di fondo. Contribuiranno ad accrescere l'inflazione anche l'intensificarsi delle pressioni esterne sui prezzi in vista della protratta trasmissione del tasso di cambio ai

prezzi al consumo e gli effetti al rialzo riconducibili all'aumento ipotizzato dei prezzi delle materie prime energetiche e non energetiche, a cui si sommano i rilevanti

² Cfr. l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2015* pubblicato sul sito Internet della BCE il 3 settembre 2015.

effetti base al rialzo dovuti ai recenti cali dei corsi petroliferi. Rispetto all'esercizio di proiezione macroeconomica di giugno 2015 condotto dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'inflazione misurata sullo IAPC sono state riviste al ribasso per l'intero orizzonte temporale della proiezione, ma solo in misura marginale per il 2017. La revisione al ribasso rispecchia in prevalenza gli effetti diretti e indiretti delle minori quotazioni del greggio.

Tenendo conto degli andamenti più recenti dei prezzi petroliferi e degli ultimi tassi di cambio, le proiezioni di settembre 2015 sull'inflazione formulate dagli esperti della BCE sono soggette a rischi verso il basso. Dalla data di ultimo aggiornamento delle ipotesi tecniche per le proiezioni di settembre i prezzi del petrolio sono scesi, mentre il tasso di cambio effettivo dell'euro si è rafforzato, in parte per via delle turbolenze nei mercati finanziari di alcune economie emergenti.

La ripresa dei prezzi delle abitazioni è relativamente generalizzata, nonostante i rincari permangano eterogenei nei paesi dell'area dell'euro. L'indicatore della BCE relativo alle quotazioni degli immobili residenziali per l'area dell'euro continua ad aumentare a un ritmo relativamente modesto, dell'1,0 per cento nel primo trimestre del 2015 rispetto al trimestre precedente. Ci si attende che la crescita dei prezzi delle abitazioni per l'insieme dell'area si rafforzi ulteriormente nel prossimo futuro, in ragione delle migliori prospettive per il reddito delle famiglie e per l'occupazione, delle favorevoli condizioni di finanziamento e della correzione di passate sopravvalutazioni degli immobili residenziali³.

³ Cfr. l'articolo *Lo stato del ciclo dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

5. Moneta e credito

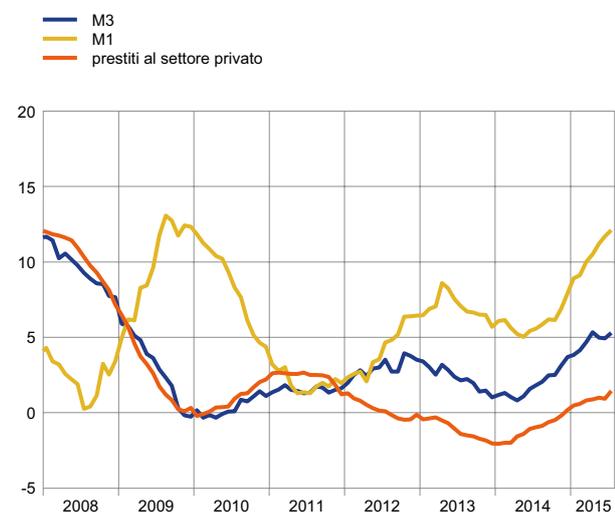
In un contesto di tassi di interesse molto bassi, la crescita della moneta e dei prestiti ha continuato ad aumentare. Gli effetti di sostituzione di portafoglio e il miglioramento delle dinamiche del credito sono alla base dell'espansione dell'aggregato monetario ampio. Inoltre, le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) e il Programma ampliato di acquisto di attività (PAA) hanno contribuito a miglioramenti degli indicatori monetari e di credito. I costi di finanziamento delle banche si sono stabilizzati ai minimi storici nel secondo trimestre del 2015. Condizioni di prestito favorevoli hanno continuato a sostenere il recupero della crescita dei prestiti, che

sta avvenendo in modo graduale. Inoltre, le differenze tra paesi in termini di tassi attivi praticati dalle banche si sono ulteriormente ridotte. Sebbene i prestiti bancari siano la principale fonte di finanziamento esterno per le società non finanziarie (SNF), il flusso complessivo annuo di finanziamento esterno alle SNF si sarebbe stabilizzato nel secondo trimestre del 2015. Nel complesso, gli andamenti recenti confermano che le misure di politica monetaria della BCE si stanno gradualmente trasmettendo alle condizioni di prestito e stanno sostenendo le dinamiche dell'aggregato monetario ampio e del credito.

Figura 24

M3, M1 e prestiti al settore privato

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

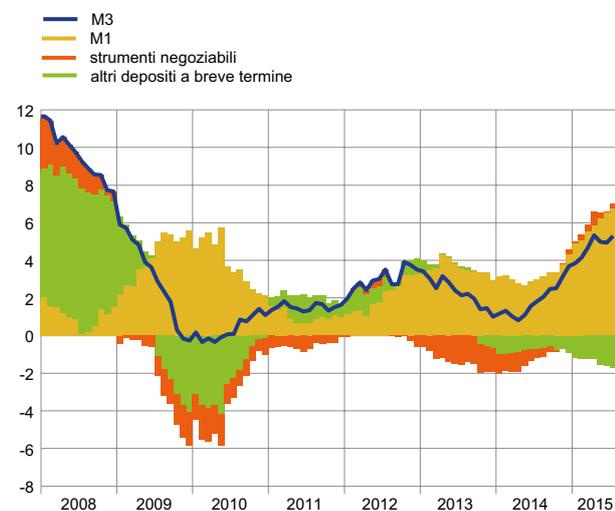


Fonte: BCE.

Figura 25

M3 e sue componenti

(contributi alla variazione percentuale di M3 sui dodici mesi; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

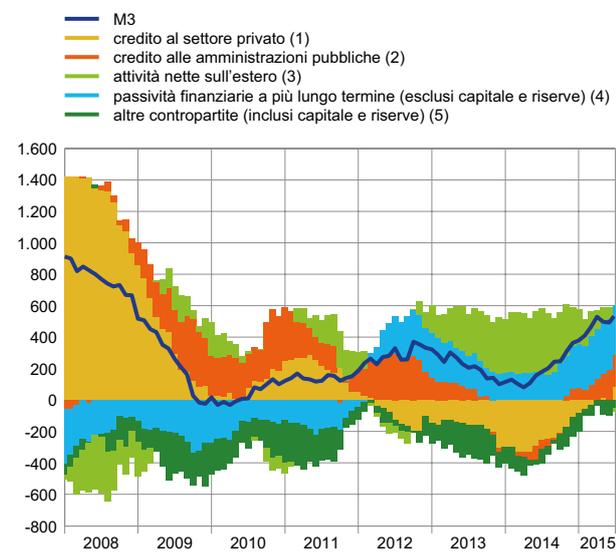
Gli ultimi dati sugli andamenti monetari confermano la solidità della dinamica della moneta. A luglio la crescita annua di M3 si è collocata al 5,3 per cento, a fronte del 5,0 per cento del secondo trimestre 2015 (cfr. figura 24). Questa accelerazione di M3 va ricondotta principalmente all'aggregato monetario ristretto M1. La crescita annua di M1 ha continuato ad accelerare in luglio, raggiungendo un tasso annuo del 12,1 per cento, a fronte del 10,9 per cento del secondo trimestre 2015. Gli andamenti recenti dell'aggregato monetario ristretto sono in linea con la prospettiva di una protratta ripresa dell'attività economica.

I detentori di moneta prediligono i depositi overnight.

M1 ha fornito un contributo significativo alla crescita di M3 a luglio, come pure nel secondo trimestre del 2015 (cfr. figura 25). Il contesto di tassi di interesse molto bassi costituisce per i detentori di moneta un incentivo a investire nei depositi overnight compresi in M3. Il contributo di M1 riflette altresì gli afflussi legati alle vendite di titoli del settore pubblico, di obbligazioni garantite e di ABS da parte del settore detentore di moneta nell'ambito del Programma ampliato di acquisto di attività (PAA). Nella prima metà del 2015, i bassi livelli di remunerazione delle attività monetarie meno liquide hanno contribuito alla contrazione in atto nei depositi a breve termine diversi da quelli overnight,

Figura 26
Contropartite di M3

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



Fonte: BCE.

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

che ha continuato a incidere negativamente sulla crescita di M3. Ulteriore sostegno all'espansione di M3 è provenuto dagli strumenti negoziabili (ossia M3 meno M2), il cui contributo è stato modesto ma positivo.

La creazione di moneta ha continuato a spostarsi verso fonti interne a luglio, in parte in connessione con l'effetto delle OMRLT e del PAA.

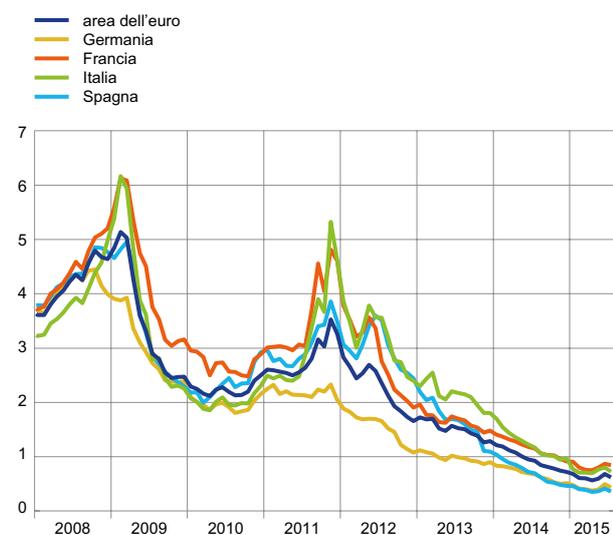
Tra le controparti di M3 (cfr. figura 26), la riduzione delle passività finanziarie a più lungo termine e l'incremento del credito alle amministrazioni pubbliche hanno rappresentato i principali contributi alla crescita annuale della moneta negli ultimi mesi, mentre il contributo del credito al settore privato è divenuto marginalmente positivo. Il tasso di contrazione sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) detenute dal settore detentore di moneta ha continuato a essere elevato, collocandosi al -6,5 per cento a luglio, un ritmo invariato rispetto al secondo trimestre 2015. Le riduzioni delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM sono in parte riconducibili all'attrattività delle OMRLT quale fonte di

finanziamento alternativa al finanziamento a lungo termine delle banche sui mercati, nonché agli acquisti nell'ambito del PAA. Il credito delle IFM (incluso l'Eurosistema) alle amministrazioni pubbliche è aumentato a luglio, principalmente riflettendo l'incremento dei titoli delle amministrazioni pubbliche detenuti dall'Eurosistema nell'ambito del Programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP), mentre le banche hanno continuato

a ridurre le loro posizioni in titoli di Stato. Tale riduzione crea margini per ribilanciare gli investimenti delle IFM a favore di attività del settore privato. Al tempo stesso il contributo fornito dalla posizione patrimoniale netta sull'estero delle IFM, che riflette un significativo avanzo nel conto corrente dell'area dell'euro, si è ulteriormente ridotto nel secondo trimestre del 2015, divenendo negativo a luglio. Le ingenti riduzioni delle attività nette sull'estero a luglio si sono verificate nonostante il contributo persistentemente positivo connesso con l'avanzo del conto corrente.

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



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

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

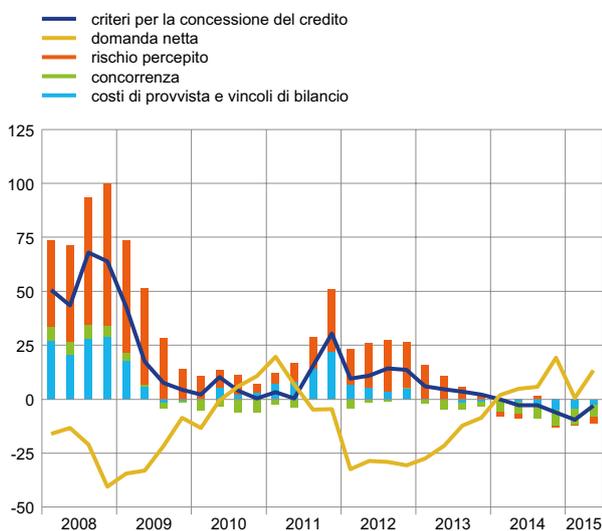
I costi di finanziamento delle banche sono lievemente aumentati nel secondo trimestre del 2015, ma rimangono a minimi storici.

Considerando gli ultimi anni, il costo composito della provvista bancaria evidenzia un trend calante (cfr. figura 27), nel contesto di rimborsi netti di passività finanziarie a più lungo termine da parte delle IFM. Dal suo annuncio, il PPA ampliato ha significativamente contribuito a un'ulteriore riduzione dei costi di raccolta delle banche. Il recente aumento

Figura 28

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

(percentuali nette medie per categoria)



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

del costo di finanziamento bancario mediante titoli di debito è ascrivibile a un incremento dei rendimenti sulle obbligazioni bancarie, mentre i tassi sui depositi sono rimasti stabili a livelli storicamente bassi. In questo contesto, *l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di luglio* ha evidenziato come l'accesso delle banche al finanziamento mediante depositi al dettaglio e tramite l'emissione di titoli di debito sia deteriorato nel secondo trimestre del 2015, mentre l'accesso al mercato monetario e alle cartolarizzazioni è migliorato, sebbene in misura minore rispetto al trimestre precedente. Non vi sono segnali che i costi dei depositi bancari stiano divenendo negativi per effetto del tasso negativo sui depositi presso la BCE.

Le condizioni del credito bancario beneficiano dell'andamento favorevole dei fattori di domanda e offerta di credito. L'indagine di luglio 2015 sul credito bancario mostra che nel secondo trimestre di quest'anno l'accresciuta concorrenza fra le banche ha contribuito ad allentare le condizioni di erogazione di prestiti sia alle imprese che alle famiglie. Questo andamento ha coinciso con un incremento della domanda netta di prestiti delle imprese (cfr. figura 28). Nel secondo trimestre le banche hanno inoltre allentato i termini e le

condizioni sui nuovi prestiti per tutte le categorie, riflettendo principalmente l'ulteriore restringimento dei margini sulla media dei prestiti. Nel complesso, ciò indica che l'effetto frenante dei fattori di offerta del credito si è ridotto ulteriormente e che l'impatto dei fattori di domanda sulla crescita dei prestiti delle SNF sta diventando lievemente positivo, il che a sua volta favorirà l'espansione del credito al settore privato. A questo riguardo, l'indagine di luglio indica che nel secondo trimestre le banche hanno utilizzato fondi OMRLT in sostituzione del finanziamento di mercato e per accrescere l'offerta di credito.

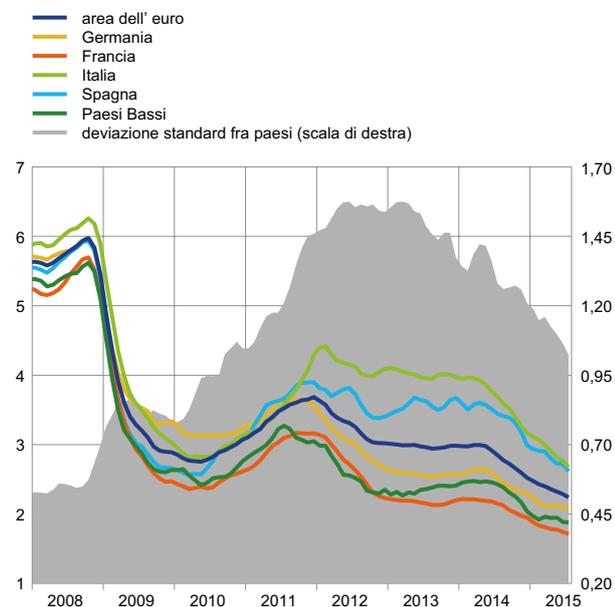
I tassi attivi delle banche si sono ulteriormente ridotti nel secondo trimestre, in particolare a seguito delle misure non convenzionali della BCE. Si è registrato un calo significativo del costo nominale dei prestiti bancari per le SNF e le famiglie. In particolare, da quando nel terzo trimestre del 2014 la BCE ha intensificato gli sforzi nell'ambito di un ulteriore allentamento della politica monetaria, le banche hanno progressivamente trasmesso il miglioramento dei costi della loro provvista ai tassi sui prestiti: gli indicatori compositi del costo del credito per famiglie e SNF nell'area dell'euro sono diminuiti, rispettivamente, di circa 70 e 75 punti base (cfr. figure 29 e 30). Gli ultimi dati relativi al mese di luglio suggeriscono che i tassi attivi delle banche hanno raggiunto minimi storici.

Le divergenze fra i tassi praticati dalle banche sui prestiti nei diversi paesi sono significative, ma si sono attenuate ulteriormente. A dispetto di alcuni andamenti incoraggianti delle condizioni di offerta del credito nell'insieme dell'area dell'euro, i criteri di concessione dei prestiti risultano ancora eterogenei fra paesi

Figura 29

Indicatore composito del costo dei prestiti per le SNF

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



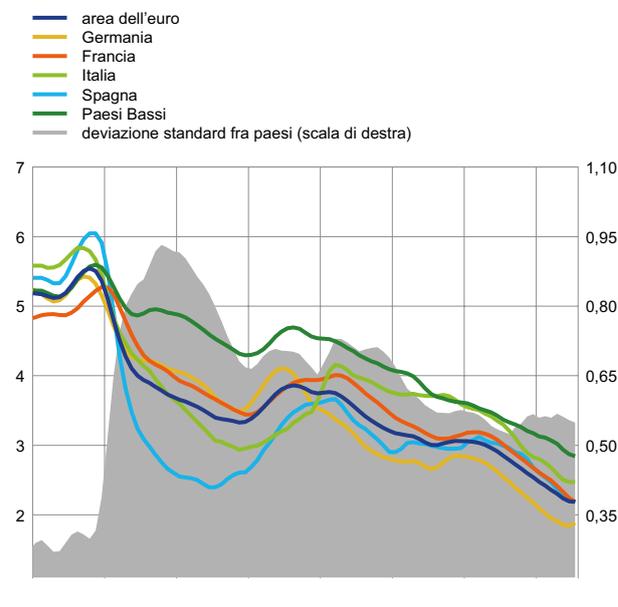
Fonte: BCE.

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

Figura 30

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

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



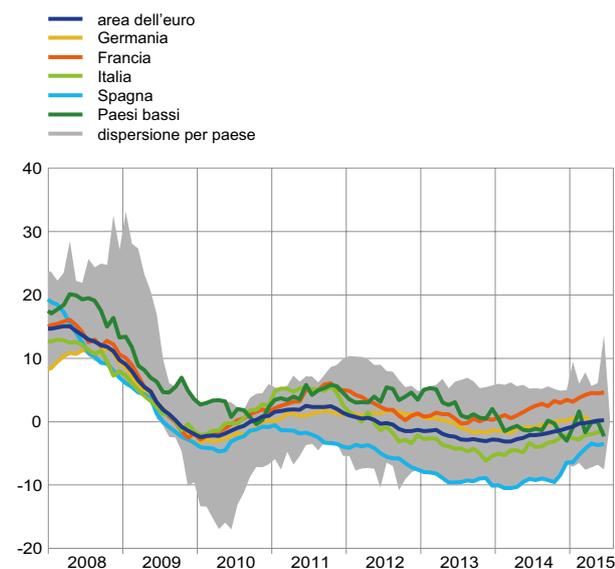
Fonte: BCE.

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

Figura 31

Prestiti delle IFM alle società non finanziarie

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

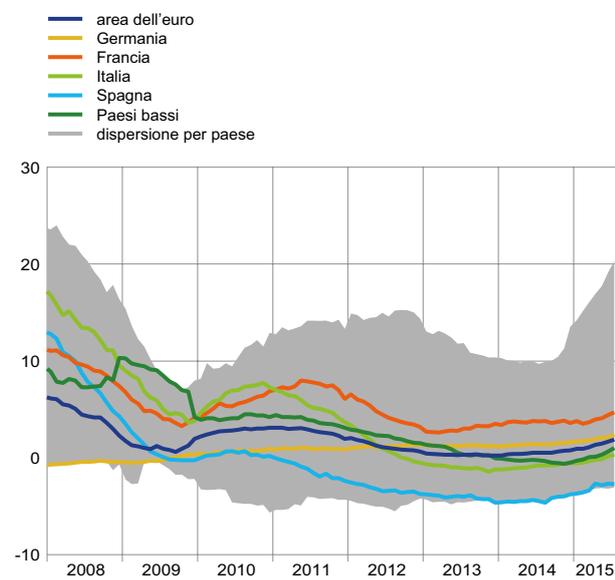
e settori. A questo riguardo, il pacchetto di misure di allentamento adottato nel giugno del 2014 e il PAA hanno favorito un calo della dispersione dei costi di indebitamento fra paesi. Nei paesi dell'area dell'euro con tassi di crescita annuali relativamente bassi dei prestiti alle SNF, le riduzioni dei tassi praticati dalle banche per questa categoria di prestiti sono state particolarmente pronunciate.

La crescita dei prestiti al settore privato sta aumentando gradualmente.

Il tasso di crescita sui dodici mesi del credito delle IFM al settore privato, corretto per cessioni e cartolarizzazioni, è salito all'1,4 per cento a luglio, dallo 0,9 per cento del secondo trimestre 2015. Dopo un lungo periodo di accentuazione della contrazione, l'espansione annua dei prestiti alle SNF si è gradualmente ripresa dall'inizio del 2014, raggiungendo lo 0,9 per cento a luglio 2015 (cfr. figura 31). Nonostante questi miglioramenti, la dinamica del credito alle SNF rimane debole. La crescita dei prestiti alle famiglie è migliorata ulteriormente nel secondo trimestre e si è portata all'1,9 per cento a luglio (cfr. figura 32). Come rilevato sopra, questi andamenti sono stati favoriti dalla considerevole riduzione dei tassi attivi

Figura 32**Prestiti delle IFM alle famiglie**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

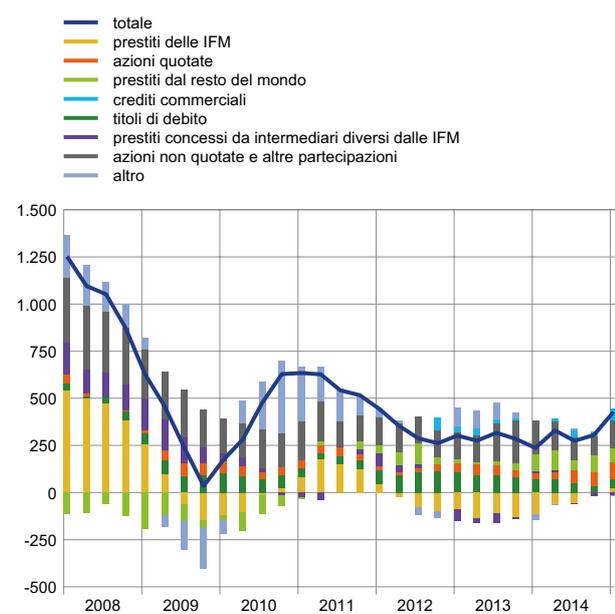


Fonte: BCE.

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

Figura 33**Finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro**

(miliardi di euro; somma di quattro trimestri)



Fonti: Eurostat e BCE.

Note: prestiti concessi da IMF e da intermediari diversi dalle IMF (altri intermediari finanziari, compagnie di assicurazione e fondi pensione) corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni. Per "altro" si intende la differenza tra il totale e gli strumenti riportati nella figura e include i prestiti intersocietari e il riequilibrio fra dati dei conti non finanziari e finanziari. L'ultima osservazione si riferisce al primo trimestre del 2015.

bancari nell'area dell'euro osservata a partire dall'estate del 2014, nonché da un miglioramento sia dell'offerta sia della domanda di prestiti bancari. Al tempo stesso, la debolezza del clima economico e le condizioni creditizie relativamente tese continuano a pesare sull'offerta di prestiti in alcune parti dell'area dell'euro.

Il flusso complessivo annuo di finanziamento esterno alle SNF si sarebbe stabilizzato nel secondo trimestre del 2015, dopo essersi ulteriormente rafforzato nel trimestre precedente.

Il finanziamento esterno delle SNF nel secondo trimestre è stato su livelli simili a quelli osservati agli inizi del 2012 (cfr. figura 33) e nel 2004-2005, prima che avesse luogo la forte crescita del credito; è stato favorito dal rafforzamento dell'attività economica, da ulteriori cali del costo del credito bancario, dall'allentamento delle condizioni di prestito delle banche e dal costo estremamente basso dell'emissione di debito sul mercato. Al tempo stesso, dati i bassi costi opportunità, le SNF, e in particolare quelle quotate, hanno mantenuto ingenti disponibilità di cassa a titolo di riserva di liquidità precauzionale e potenzialmente anche per finanziare possibili fusioni e acquisizioni in futuro.

I dati recenti mostrano che le emissioni nette di titoli di debito delle SNF si sono attenuate a maggio e a giugno 2015.

Quest'andamento ha fatto seguito all'aumento delle emissioni dirette e indirette di titoli di debito da parte delle SNF e delle rispettive società veicolo nel primo trimestre del 2015 dopo il lancio del Programma di acquisto di attività del settore pubblico. Le imprese hanno incrementato il ricorso al finanziamento sul mercato tra gennaio e aprile 2015 al fine di beneficiare di condizioni di mercato molto favorevoli e di bassi tassi di interesse.

Il costo nominale complessivo del finanziamento esterno per le SNF dell'area dell'euro è lievemente aumentato nel secondo trimestre del 2015, dopo aver raggiunto livelli storicamente bassi a febbraio.

Questo incremento è ascrivibile al calo dei prezzi delle attività finanziarie nel secondo trimestre, che si è tradotto in un incremento del costo sia delle emissioni di debito sul mercato sia del capitale di rischio, risultati, in luglio e agosto, superiori in media di circa 45 punti base rispetto ai livelli osservati a febbraio. L'aumento del costo del finanziamento tramite ricorso al mercato è stato in parte compensato dai continui cali dei tassi bancari attivi nel secondo trimestre 2015.

6. Andamento della finanza pubblica

Il miglioramento del saldo di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe proseguire, per effetto della ripresa congiunturale e dei bassi tassi di interesse. Nondimeno, le informazioni disponibili fanno pensare a un arresto del miglioramento in termini strutturali. In prospettiva, diversi paesi dovranno attuare interventi di risanamento aggiuntivi per ricondurre stabilmente l'elevato rapporto tra debito pubblico e PIL su un percorso discendente.

Il disavanzo delle amministrazioni pubbliche per l'area dell'euro nel suo complesso dovrebbe diminuire ancora. Secondo le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2015, il rapporto fra disavanzo delle amministrazioni pubbliche e PIL per l'area scenderebbe dal 2,4 per cento nel 2014 all'1,7 nel 2017 (cfr. tavola 1). Questa evoluzione sarebbe riconducibile esclusivamente al miglioramento del ciclo e alla minore spesa per interessi prospettati nello scenario di base. Rispetto all'esercizio di giugno, le prospettive del disavanzo complessivo restano sostanzialmente invariate per il 2015, di riflesso al fatto che nel frattempo poche nuove misure di bilancio sono state adottate; per gli anni successivi le proiezioni indicano invece una riduzione del disavanzo più moderata, a causa di una ripresa economica leggermente meno favorevole.

Tavola 1

Evoluzione della finanza pubblica nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)

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

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

Note: i dati si riferiscono al settore aggregato delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro, inclusa la Lituania (anche per il periodo antecedente al 2015). Eventuali discrepanze sono da attribuire ad arrotondamenti.

Ci si attende che il saldo strutturale rimanga pressoché invariato fino al 2017.

L'andamento rifletterebbe alcuni miglioramenti dal lato della spesa (in particolare un calo della spesa per interessi) che in diversi paesi verrebbero sostanzialmente compensati dalla riduzione delle imposte indirette e dei contributi sociali dal lato delle entrate. Il disavanzo strutturale dell'area dell'euro in rapporto al PIL dovrebbe mostrare una marginale diminuzione, dall'1,8 per cento nel 2014 all'1,7 nel 2017, valore lievemente superiore a quello indicato nelle proiezioni di giugno.

Il debito pubblico scenderebbe gradualmente nell'orizzonte previsivo, pur rimanendo su livelli elevati. Si prevede che il rapporto debito pubblico/PIL per l'area dell'euro cali dal livello massimo del 91,7 per cento nel 2014 all'89,4 per cento entro il termine del periodo considerato. Il miglioramento delle prospettive del debito è attribuibile soprattutto all'evoluzione favorevole del differenziale fra interessi e crescita e a un graduale incremento del saldo primario; tuttavia, non si

manifesterebbe alla rapidità attesa nelle proiezioni di giugno. Secondo le aspettative il raccordo disavanzo/debito passerebbe in territorio positivo, soprattutto con l'esaurirsi degli effetti al rialzo prodotti sul debito dall'assistenza al settore finanziario. Per una descrizione più approfondita di tali effetti e dei rischi associati, si rimanda all'articolo *L'impatto fiscale degli interventi a sostegno del settore finanziario durante la crisi* in questo numero del Bollettino economico. Tenuto conto che le proiezioni indicano un livello del debito ancora elevato in molti paesi dell'area, sono necessarie ulteriori misure di risanamento per riportare stabilmente il rapporto debito pubblico/PIL su un percorso discendente. Ciò è particolarmente importante alla luce delle fondamentali sfide di lungo periodo legate all'invecchiamento della popolazione e ai maggiori costi dell'assistenza sanitaria.

Considerato che gli interventi strutturali risulteranno, secondo le proiezioni, insufficienti, si dovrebbe ampliare il divario rispetto ai requisiti del Patto di stabilità e crescita (PSC). Nel 2015 le politiche di bilancio mostrerebbero nel complesso un orientamento sostanzialmente neutro, che è appropriato nell'attuale contesto di debolezza economica, in cui le politiche di bilancio sono chiamate a sostenere la ripresa assicurando nel contempo la sostenibilità del debito. Nondimeno, nelle raccomandazioni specifiche per paese approvate lo scorso giugno, il Consiglio europeo evidenzia rischi di inosservanza dei requisiti di sforzo strutturale previsti dal PSC per 12 dei 17 paesi dell'area dell'euro esaminati (cfr. riquadro 8). Sarà quindi indispensabile che soprattutto i paesi dove occorre ancora un'azione di risanamento prestino maggiore attenzione alla sostenibilità del debito e conseguano progressi verso i rispettivi obiettivi di bilancio a medio termine. I progetti di documenti programmatici di bilancio per il 2016 dovrebbero specificare in che modo gli Stati il cui sforzo strutturale non è sufficiente ad adempiere gli impegni previsti dal PSC intendano dar seguito alle raccomandazioni specifiche pertinenti, al fine di assicurare il rispetto delle regole dell'UE sui conti pubblici attraverso una più rapida riduzione del disavanzo.

Riquadro 1

Andamenti recenti e prospettive dei prezzi delle materie prime non petrolifere

Le quotazioni mondiali delle materie prime non petrolifere sono state tenute sotto osservazione negli ultimi mesi perché hanno toccato i livelli minimi da cinque anni a causa delle perduranti pressioni al ribasso. Anche se i prezzi delle derrate alimentari e dei metalli hanno evidenziato tendenze sostanzialmente simili, i fattori della domanda e dell'offerta specifici per i singoli mercati richiedono un'attenta analisi della dinamica dei corsi delle principali materie prime. Il presente riquadro esamina le determinanti principali dei recenti andamenti e le prospettive delle quotazioni di determinate materie prime non petrolifere.

I prezzi delle materie prime alimentari sono in calo dalla metà del 2012 per effetto di un eccesso di offerta sui mercati dovuto al buon andamento dei raccolti. Gli elevati livelli dell'offerta e delle scorte hanno contribuito al ribasso dei prezzi di grano e mais, soprattutto dagli inizi del 2015 (cfr. figura A). Le restrizioni alle esportazioni di grano dalla Russia nella prima metà del 2015 non hanno frenato tale calo. Anche i timori circa un indebolimento della domanda di input per l'etanolo e un rallentamento delle importazioni cinesi hanno contribuito alla flessione dei prezzi del mais. Analogamente, i prezzi della soia sono diminuiti a causa dell'elevato livello dell'offerta.

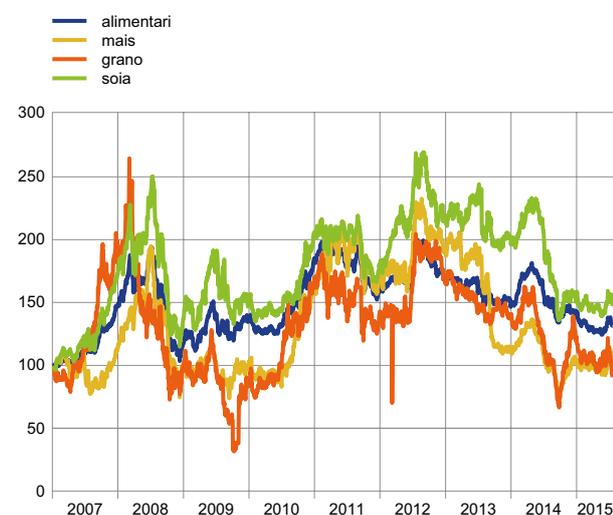
Le prospettive per i corsi mondiali delle materie prime alimentari rimangono

contenute. Nella stagione 2015-2016 la produzione di grano e mais dovrebbero diminuire in misura solo marginale, mentre ci si attende che la produzione di semi oleosi (in particolare la soia) aumenti. I rischi al rialzo per i prezzi potrebbero derivare dalle avverse condizioni meteorologiche, mentre quelli al ribasso sarebbero connessi a un rallentamento superiore alle attese della produzione di biocarburanti che potrebbe indebolire ulteriormente la domanda di alcune materie prime agricole.

Le quotazioni dei metalli sono in calo dalla metà del 2011 a seguito del protratto incremento dell'offerta e della debole crescita della domanda, specie in Cina. Rispetto alle materie prime alimentari, i metalli in genere sono più sensibili agli andamenti dell'attività economica mondiale. I prezzi dei metalli sono particolarmente reattivi alla dinamica dell'economia cinese, perché la Cina importa un'ampia quota della

Figura A
Prezzi delle materie prime alimentari

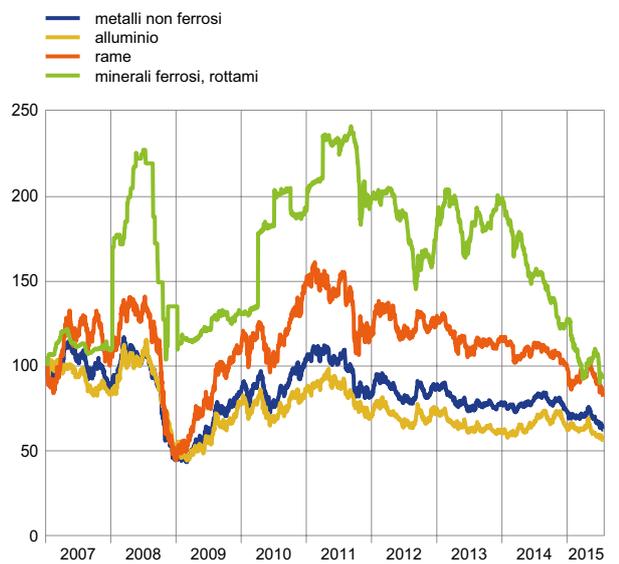
(indice: 1° gennaio 2007 = 100)



Fonti: Istituto per l'economia internazionale di Amburgo (HWWI) e Bloomberg.

Figura B
Quotazioni dei metalli

(indice: 1° gennaio 2007 = 100)



Fonti: Istituto per l'economia internazionale di Amburgo (HWWI) e Bloomberg.

produzione mondiale di metalli. Di conseguenza, i timori dei mercati circa il vigore della domanda cinese hanno accelerato il calo delle quotazioni dei metalli dagli inizi del 2015 (cfr. figura B). Tale contrazione si spiega in parte anche con il perdurante incremento dell'offerta e l'elevato livello delle scorte. La prosecuzione della crescita della produzione è sostenuta dagli ampi investimenti in capacità produttiva effettuati negli scorsi anni, motivati dagli elevati prezzi allora prevalenti. Il calo nel 2015 ha interessato in maniera generalizzata vari metalli, considerando che dall'inizio dell'anno le quotazioni dei metalli ferrosi (il principale input dell'acciaio) sono diminuite del 26 per cento, quelle dell'alluminio e del rame del 13 e del 20 per cento, rispettivamente.

È probabile che l'eccesso di offerta e il rallentamento delle economie dei mercati emergenti frenino i prezzi dei metalli nel breve periodo.

L'incremento della domanda di materie prime in Cina dovrebbe rimanere inferiore ai livelli passati, in linea

con il graduale riequilibrio del percorso di crescita del paese. Più in generale, si osserva un rallentamento delle economie dei mercati emergenti, i cui prodotti sono in genere a più alto contenuto di materie prime rispetto a quelli delle economie avanzate. Le prospettive per i prezzi dei metalli sono quindi caratterizzate da aumenti solo gradualmente, dato che il lato dell'offerta dovrebbe riequilibrarsi solo lentamente. I principali rischi al ribasso sono connessi a un rallentamento della crescita della domanda superiore alle attese nelle economie dei mercati emergenti, specie in Cina, e da una maggiore tenuta dell'offerta a fronte del calo dei prezzi.

Riquadro 2

Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 22 aprile al 21 luglio 2015

Questo riquadro descrive le operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE durante il terzo e quarto periodo di mantenimento delle riserve dell'anno, ossia dal 22 aprile al 9 giugno e dal 10 giugno al 21 luglio 2015 rispettivamente. Nel periodo in esame, i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale (ORP), rifinanziamento marginale (ORM) e depositi presso la banca centrale (DBC) sono rimasti invariati rispettivamente allo 0,05, 0,30 e -0,20 per cento¹. La quarta operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) è stata regolata il 24 giugno 2015 per un importo di 73,8 miliardi di euro, appena al di sopra delle aspettative di mercato ma inferiore ai 97,8 miliardi di euro aggiudicati a marzo. Questo ha portato il totale aggiudicato nelle prime quattro OMRLT a 384 miliardi di euro². In aggiunta, l'Eurosistema ha continuato ad acquistare titoli del settore pubblico, obbligazioni garantite e attività cartolarizzate come parte del programma ampliato di acquisto di attività (PAA) per un importo programmato di 60 miliardi di euro al mese³.

Fabbisogno di liquidità

Nel periodo in esame il fabbisogno giornaliero medio di liquidità del sistema bancario, definito come la somma di fattori autonomi e riserve obbligatorie, è aumentato di 24,6 miliardi di euro rispetto al periodo precedente, collocandosi a 606,8 miliardi. L'aumento è dovuto principalmente al maggiore contributo dei fattori autonomi, cresciuti di 23,7 miliardi di euro fino a 496,8 (cfr. tavola).

L'aumento dei fattori autonomi ha riflesso essenzialmente una crescita dei fattori di assorbimento della liquidità, inclusa una significativa variazione del livello dei depositi delle amministrazioni pubbliche, il cui livello medio (con un aumento di 19,5 miliardi di euro) è arrivato a 85,6 miliardi. In seguito alla riduzione del tasso sui depositi presso la banca centrale a -0,20 per cento

¹ Le (ORP) hanno continuato a essere condotte con procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione degli importi. la stessa procedura è rimasta in vigore per le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre mesi. Il tasso di interesse in ciascuna ORLT è stato fissato pari alla media dei tassi delle ORP condotte nell'arco della durata della ORLT.

² Per ulteriori informazioni sulle aggiudicazioni delle OMRLT si rimanda ai relativi riquadri nelle edizioni precedenti del Bollettino o al sito internet della BCE all'indirizzo:<http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>.

³ Informazioni dettagliate sul PAA sono disponibili sul sito Internet della BCE <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>

Situazione di liquidità dell'Eurosistema

	dal 22 apr. al 21 lug.		dal 28 gen. al 21 apr.		Quarto periodo di mantenimento		Terzo periodo di mantenimento	
Passività – Fabbisogno di liquidità (valori medi in miliardi di euro)								
Fattori di liquidità autonomi	1.690,3	(+88,7)	1.601,6	1.696,2	(+11,0)	1.685,2	(+58,0)	
Banconote in circolazione	1.034,5	(+23,8)	1.010,7	1.042,7	(+15,3)	1.027,4	(+11,5)	
Depositi delle amministrazioni pubbliche	85,6	(+19,5)	66,1	96,3	(+19,8)	76,5	(+6,3)	
Altri fattori autonomi	570,2	(+45,4)	524,8	557,1	(-24,2)	581,3	(+40,3)	
Strumenti di politica monetaria								
Conti correnti	339,4	(+95,8)	243,6	381,4	(+78,0)	303,4	(+41,6)	
Riserve obbligatorie minime	111,2	(+0,9)	109,1	112,3	(+1,9)	110,3	(-0,2)	
Depositi presso la banca centrale	101,3	(+45,8)	55,5	103,1	(+3,4)	99,7	(+31,1)	
Operazioni di regolazione puntuale finalizzate all'assorbimento di liquidità	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
Attività – Offerta di liquidità (valori medi in miliardi di euro)								
Fattori di liquidità autonomi	1.193,8	(+65,1)	1.128,7	1.183,2	(-19,8)	1.203,0	(+40,8)	
Attività nette sull'estero	649,8	(+42,2)	607,6	642,9	(-12,8)	655,7	(+29,8)	
Attività nette denominate in euro	544,1	(+22,9)	521,1	540,3	(-7,0)	547,3	(+11,0)	
Strumenti di politica monetaria								
Operazioni di mercato aperto	937,2	(+165,3)	771,9	997,5	(+111,9)	885,6	(+90,0)	
Operazioni d'asta offerte	513,2	(+2,0)	511,2	525,7	(+23,2)	502,5	(-2,4)	
ORP	89,7	(-41,0)	130,7	82,4	(-13,4)	95,9	(-23,0)	
Operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
ORLT a tre mesi	90,5	(-6,3)	96,9	83,8	(-12,6)	96,3	(-12,1)	
ORLT a tre anni	0,0	(-38,6)	38,6	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
ORLT mirate	333,0	(+87,9)	245,1	359,5	(+49,2)	310,3	(+32,6)	
Portafogli definitivi	424,0	(+163,4)	260,7	471,8	(+88,6)	383,1	(+92,6)	
Primo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	24,4	(-2,1)	26,5	23,3	(-2,0)	25,3	(-0,7)	
Secondo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	11,1	(-0,8)	11,9	10,8	(-0,5)	11,3	(-0,2)	
Terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	87,1	(+31,7)	55,4	95,1	(+14,9)	80,2	(+16,7)	
Programma per il mercato dei titoli finanziari	136,6	(-4,5)	141,1	134,6	(-3,7)	138,3	(-2,5)	
Programma per l'acquisto di attività cartolarizzate	7,5	(+3,7)	3,8	8,8	(+2,4)	6,4	(+1,7)	
Programma di acquisto di titoli del settore pubblico	157,4	(+135,4)	22,0	199,1	(+77,5)	121,6	(+77,6)	
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,2	(-0,1)	0,3	0,3	(+0,2)	0,1	(-0,1)	
Altre informazioni basate sulla liquidità (valori medi in miliardi di euro)								
Fabbisogno aggregato di liquidità	606,8	(+24,6)	582,2	622,9	(+29,9)	593,0	(+17,2)	
Fattori autonomi	496,8	(+23,7)	473,1	513,3	(+30,7)	482,6	(+17,4)	
Liquidità in eccesso	329,2	(+139,5)	189,7	371,9	(+79,2)	292,7	(+73,0)	
Andamento dei tassi di interesse (valori percentuali)								
ORP	0,05	(+0,00)	0,05	0,05	(+0,00)	0,05	(+0,00)	
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,30	(+0,00)	0,30	0,30	(+0,00)	0,30	(+0,00)	
Depositi presso la banca centrale	-0,20	(+0,00)	-0,20	-0,20	(+0,00)	-0,20	(+0,00)	
Media EONIA	-0,107	(-0,063)	-0,045	-0,119	(-0,021)	-0,098	(-0,037)	

Fonte: BCE.

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

a settembre 2014, i depositi delle amministrazioni pubbliche hanno registrato una tendenza al ribasso, dal momento che l'introduzione del tasso negativo sulle operazioni di deposito e la decisione sulla remunerazione dei depositi delle amministrazioni pubbliche⁴ hanno incentivato le tesorerie nazionali a ridurre le proprie disponibilità liquide nell'Eurosistema.

Tuttavia, nel secondo periodo di mantenimento del 2015, la tendenza al ribasso dei depositi delle amministrazioni pubbliche si è arrestata e nel terzo e quarto periodo di mantenimento i depositi sono tornati a crescere. I bassi tassi di mercato e la grande disponibilità di liquidità hanno ridotto le alternative di collocamento a disposizione delle tesorerie; inoltre il livello medio di banconote in circolazione è aumentato di 23,8 miliardi di euro, rispecchiando la tendenza al rialzo a lungo termine della domanda di banconote e il recente andamento specifico di ciascun paese.

⁴ Disponibile all'indirizzo: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2014_168_r_0015_en_txt.pdf.

Tra i fattori di immissione di liquidità, le attività nette sull'estero hanno continuato a salire nel periodo in esame, seppur compensate dalle variazioni registrate dagli altri fattori autonomi. Il deprezzamento dell'euro all'inizio del 2015 ha portato a una rivalutazione delle attività nette sull'estero a partire dal secondo trimestre di quest'anno. In media, nei due periodi di mantenimento delle riserve, le attività nette sull'estero sono aumentate di 42,2 miliardi di euro rispetto al primo e nel secondo periodo di mantenimento, raggiungendo 649,8 miliardi. Ciononostante, l'effetto è stato compensato da un aumento di 45,4 miliardi di euro di altri fattori autonomi. A prescindere da tale dato, le rivalutazioni di altre attività finanziarie dell'Eurosistema sono state la principale causa dell'incremento di 22,9 miliardi di euro nelle attività denominate in euro che ha compensato solo in parte l'aumento dei fattori di assorbimento della liquidità.

La volatilità dei fattori autonomi è rimasta elevata durante il periodo in esame, riflettendo principalmente le forti fluttuazioni dei depositi delle amministrazioni pubbliche e i livelli piuttosto elevati di volatilità della domanda di banconote. A fine giugno, a fronte delle rivalutazioni trimestrali, le attività nette sull'estero e le attività nette denominate in euro hanno registrato un calo, seppure di entità inferiore rispetto al periodo precedente, contribuendo così ad accrescere la volatilità.

L'errore assoluto medio nelle previsioni settimanali dei fattori autonomi è aumentato leggermente nel periodo in esame, arrivando a 6,4 miliardi di euro, principalmente in ragione di più alti errori di previsione per i depositi delle amministrazioni pubbliche, confermando la difficoltà di formulare previsioni sulle attività di investimento delle tesorerie in presenza di tassi a breve termine del mercato monetario sempre più negativi e di alti livelli di liquidità in eccesso.

Offerta di liquidità

L'ammontare medio della liquidità offerta tramite operazioni di mercato aperto (operazioni d'asta e acquisti in via definitiva) è aumentato di 165,3 miliardi di euro nel periodo, raggiungendo i 937,2 miliardi. Tale aumento è dovuto quasi interamente agli acquisti in via definitiva, mentre le operazioni d'asta sono rimaste pressoché invariate.

Il livello medio della liquidità offerta tramite operazioni d'asta è aumentato solo leggermente, fino a 513,2 miliardi di euro, sebbene con un significativo ricambio tra le operazioni. Le due ORLT a tre anni giunte a scadenza nel precedente periodo in esame e la ridotta partecipazione alle operazioni ordinarie (ad es. ORP e ORLT a tre mesi) per il periodo attualmente in esame sono state, in media, compensate dalle aggiudicazioni delle OMRLT. La consistenza media in essere delle OMRLT è aumentata di 87,9 miliardi di euro, a fronte di una diminuzione della media per le ORP e per le ORLT a tre mesi di, rispettivamente, 41,0 e 6,3 miliardi di euro, e di una media per le ORLT a tre anni passata dai 38,6 miliardi di euro del periodo precedente agli zero attuali.

Grazie all'implementazione del PAA, la liquidità offerta tramite portafogli di attività detenute a titolo definitivo è aumentata in media di 163,4 miliardi di euro, collocandosi a 424,0 miliardi. L'aumento dell'offerta media di liquidità derivante dal programma di acquisto titoli del settore pubblico, dal terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite e dal programma di acquisto di attività cartolarizzate (aumentate rispettivamente di 135,4, di 31,7 e di 3,7 miliardi di euro) ha più che compensato il calo dovuto alla scadenza di alcuni titoli detenuti nell'ambito del programma per il mercato dei titoli finanziari e dei due precedenti programmi per l'acquisto di obbligazioni garantite.

Liquidità in eccesso

Nel periodo in esame la liquidità in eccesso è aumentata ulteriormente, raggiungendo un valore medio di 329,2 miliardi di euro grazie al PAA e alle OMRLT. L'aumento (rispettivamente di 73,0 e 79,2 miliardi di euro) è stato equamente distribuito sui due periodi di mantenimento. Sebbene gli acquisti mensili nell'ambito del PAA sostengano una tendenza in aumento costante della liquidità in eccesso, le fluttuazioni dei fattori autonomi potrebbero contribuire a significative variazioni della tendenza nel periodo di mantenimento.

La media delle disponibilità giornaliere di conto corrente è aumentata di 95,8 miliardi di euro, fino a 339,4 miliardi, sulla scorta di un più elevato livello di liquidità in eccesso. Anche l'utilizzo dei depositi presso la banca centrale è aumentato, passando da 55,5 a 101,3 miliardi di euro. Il ricorso relativo ai depositi presso la banca centrale ha registrato un lieve incremento in termini di percentuale della liquidità in eccesso, dal 42 per cento del periodo precedente all'attuale 46 per cento.

Andamenti dei tassi di interesse

Riflettendo l'aumento della liquidità in eccesso e la crescente accettazione di scambi a tassi negativi, i tassi del mercato monetario sono diminuiti ulteriormente nel periodo in esame. L'Eonia è diminuito fino a valori medi di -0,098 e -0,119 per cento rispettivamente nel terzo e quarto periodo di mantenimento, rispetto a una media del -0,045 per cento nel periodo precedente. Nel segmento garantito, i tassi overnight sono scesi a livelli vicini al tasso sui depositi presso la banca centrale. Più precisamente, i tassi medi dei pronti contro termine overnight nel mercato GC Pooling⁵ sono scesi a -0,18 e -0,17 per cento, rispettivamente, per il paniere dei collateral standard e ampliato, ovvero in ribasso di 5 e 7 punti base rispetto al periodo precedente.

⁵ Il mercato GC pooling consente la negoziazione dei pronti contro termine sulla piattaforma Eurex a fronte di panieri di collateral standardizzati.

Riquadro 3

L'utilità dei dati sulle transazioni di Target2 per l'analisi del mercato monetario delle operazioni overnight non garantite

Nonostante l'importanza dei mercati monetari, informazioni granulari sulle transazioni non sono in genere tempestivamente disponibili. Le transazioni overnight vengono effettuate principalmente over the counter, e le poche piattaforme di negoziazione che le registrano si focalizzano generalmente solo su alcune giurisdizioni. Per l'area dell'euro, vengono raccolte informazioni giornaliere sui prestiti overnight non garantiti per un panel di banche e la media ponderata dei tassi forniti da ciascuna dà luogo all'Euro overnight index average (Eonia), il tasso di riferimento per il segmento delle operazioni overnight non garantite. Tuttavia, i dati forniti dal panel di banche non sono a livello di singole transazioni, ma si tratta di aggregati giornalieri della loro attività di prestito. Da metà 2016 saranno raccolti dati sul mercato monetario per l'area dell'euro ai sensi del Regolamento relativo alle statistiche sui mercati monetari, nel cui ambito inizialmente 53 banche saranno soggette a obblighi di segnalazione¹.

Target2 (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer) è un sistema che offre una fonte senza pari di informazioni granulari sulle transazioni overnight effettuate nel mercato monetario. Sebbene le informazioni sui prestiti overnight non garantiti in Target2 non sono direttamente disponibili, è possibile accedervi passando al vaglio l'insieme delle transazioni che hanno luogo tramite il sistema dei pagamenti per il regolamento delle due componenti di un prestito interbancario.² Questo metodo è utilizzato da tempo a livello mondiale e consente di ricostruire parti significative dell'attività sul mercato monetario delle operazioni overnight non garantite.

L'ampia copertura delle banche in Target2 fornisce un quadro completo del mercato monetario delle transazioni overnight non garantite. Uno dei principali vantaggi dell'utilizzo dei dati Target2 a fini di analisi è l'elevato numero di banche (circa 1000) che partecipano a questo sistema di pagamenti³. Sebbene una modesta frazione delle transazioni sul mercato overnight sia regolato al

¹ Cfr. Regolamento (UE) n. 1333/2014 della Banca centrale europea, del 26 novembre 2014, relativo alle statistiche sui mercati monetari (BCE/2014/48): https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2014_359_r_0006_it_txt.pdf.

² Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro L'uso delle statistiche sui pagamenti Target2 nell'analisi delle condizioni nel mercato monetario, nel numero di maggio 2013 del Bollettino mensile BCE o il rapporto sul Macro-prudential Research Network (MaRs): <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140623.en.html>.

³ Inoltre, ogni transazione in Target2 contiene gli stessi campi e le stesse informazioni, consentendo quindi un confronto. Cfr. Target Annual Report 2014: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150601.en.html>.

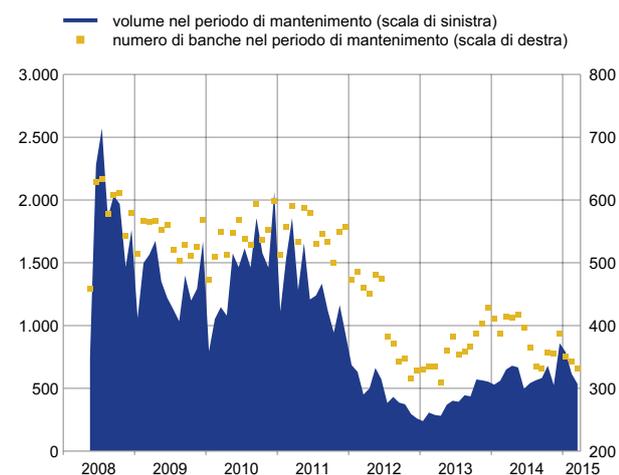
di fuori di Target2, i dati Target2 forniscono comunque una rappresentazione accurata del mercato overnight dell'area dell'euro. Ciò è evidenziato dal fatto che i prestiti complessivi misurati dai dati Target2 per il secondo trimestre 2014 sono sostanzialmente analoghi a quelli risultanti dall'Euro Money Market Survey (2.000 miliardi di euro)⁴, che rileva operazioni esterne a Target2, ma copre un numero nettamente inferiore di banche (154).

Le statistiche aggregate per il mercato monetario delle operazioni overnight non garantite basate sui dati Target2 confermano alcuni andamenti ben noti legati alla crisi. Ad esempio, il mercato monetario delle operazioni overnight non garantite si è contratto da un picco di 2.500 miliardi di euro per periodo di mantenimento a metà 2008 a poco più di 500 miliardi di euro al momento del regolamento della seconda operazione di rifinanziamento a più lungo termine a tre anni nel marzo 2012. Il numero totale di banche attive nel mercato delle operazioni overnight non garantite in un dato periodo di mantenimento è sceso da un massimo di circa 600 nell'agosto 2008 a circa 330 a giugno 2015 (cfr. figura A). Parallelamente, le tensioni sul mercato monetario sono divenute evidenti alla luce dell'andamento dei tassi. Ad esempio, il differenziale medio di interesse pagato per i finanziamenti sul mercato overnight rispetto al tasso sui depositi presso la banca centrale ha subito notevoli variazioni nel tempo. Dopo essere sceso a livelli prossimi a quelli del tasso sui depositi con l'introduzione della procedura di asta a tasso fisso con pieno accoglimento della domanda e con il conseguente aumento dell'eccesso di liquidità, il differenziale ha occasionalmente raggiunto livelli elevati, specialmente durante la crisi del debito sovrano dell'area dell'euro iniziata nella primavera del 2010 (cfr. figura B).

Figura A

Volume di prestiti overnight non garantiti sul mercato monetario e numero di banche

(in miliardi di euro; numero di banche)

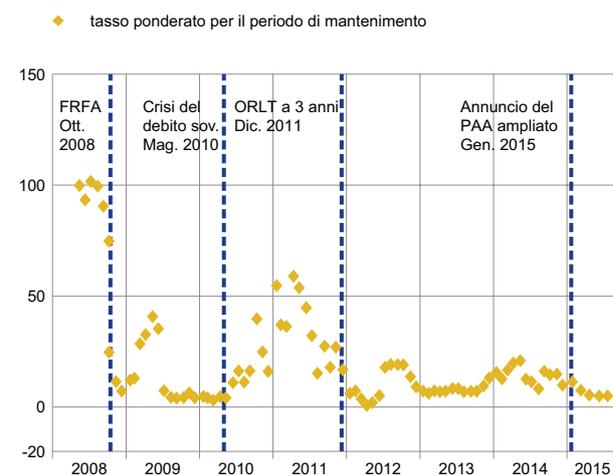


Fonti: Target2 ed elaborazioni della BCE.
Nota: le figure sono calcolate a livello di periodo di mantenimento.

Figura B

Differenziale overnight medio ponderato

(in punti base)



Fonti: Target2 ed elaborazioni della BCE.
Note: le figure sono calcolate a livello di periodo di mantenimento. Il differenziale overnight è calcolato rispetto al tasso sui depositi presso la banca centrale.
FRFA = fixed rate full allotment (asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi). PAA = programma di acquisto di attività.

⁴ Cfr. Euro Money Market Survey e Euro Money Market Study: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/mms/html/index.en.html>.

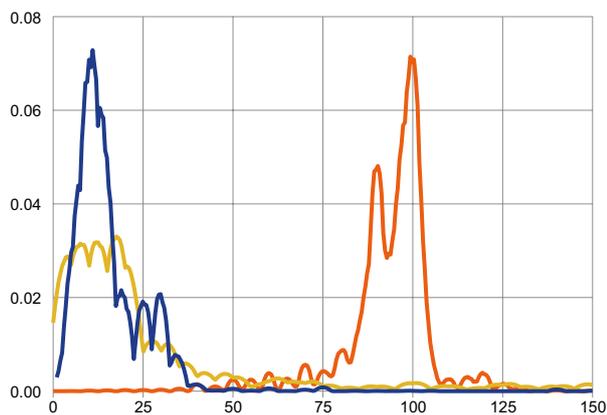
Figura C

Distribuzione del differenziale overnight in periodi selezionati

(in punti base)

asse delle ascisse: differenziale overnight rispetto al tasso sui depositi
asse delle ordinate: densità

— 2014 PM1
— 2011 PM11
— 2008 PM6



Fonti: Target2 ed elaborazioni della BCE.

Note: le figure sono calcolate a livello di periodo di mantenimento (PM). Il differenziale overnight è calcolato rispetto al tasso sui depositi presso la banca centrale.

I dati sul mercato monetario desunti dalle transazioni Target2 forniscono inoltre informazioni sulla dispersione dei tassi e dei volumi tra le banche.

La figura C presenta la stima delle densità ponderate per i volumi del differenziale tra i tassi overnight e quello sui depositi in determinati periodi. A metà del 2008 gran parte delle transazioni aveva luogo a tassi di interesse prossimi al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali (vale a dire con uno spread di 100 punti base) nell'ambito della procedura di asta a tasso variabile, e nel 2011 e 2014 a tassi più vicini a quello sui depositi, con un eccesso di liquidità derivante dalla procedura di asta con pieno soddisfacimento della domanda. Tuttavia, le densità rivelano anche una considerevole dispersione dei tassi di interesse in diversi periodi, con una coda della curva particolarmente ampia in corrispondenza di differenziali più elevati alla fine del 2011, quando la crisi del debito sovrano raggiunse il suo apice⁵.

I dati sulle singole transazioni bancarie possono essere incrociati con le caratteristiche delle banche che le effettuano, quali la loro dimensione,

la posizione geografica o il rischio di credito, al fine di comprendere meglio gli sviluppi del mercato overnight non garantito.

Per spiegare la dispersione dei tassi, i dati Target2 vengono incrociati con i rating creditizi delle banche che effettuano le operazioni. A tal fine, i rating attribuiti da quattro agenzie⁶ vengono raggruppati in sei gruppi di rischio di credito, da quello con il rischio più basso (1) a quello con il rischio più alto (6), come illustrato nella tavola. Sia le banche debentriche che quelle creditriche vengono assegnate a un gruppo di rischio di credito⁷.

L'incrocio dei dati sui rating creditizi indica che i volumi di negoziazione sono in gran parte determinati dal rischio di credito delle banche prenditrici.

La figura D presenta una scomposizione del volume di prestiti totale per gruppo di rischio di credito⁸. Le banche con lo standing creditizio più alto (Gruppo 1) avevano fortemente ridotto l'indebitamento a fine 2012, per almeno due importanti motivi. In primo luogo, questo gruppo di banche non soggette a tensioni aveva notoriamente accumulato molta liquidità in eccesso e aveva pertanto un minore fabbisogno di

⁵ Poiché le densità sono ponderate per i volumi e le transazioni con spread più elevati presentano volumi relativamente modesti, la densità non coglie pienamente il grado di dispersione dei tassi.

⁶ DBRS, Fitch Ratings, Moody's e Standard and Poor's sono le quattro istituzioni specializzate nella valutazione del merito di credito (external credit assessment institutions, ECAI) accettate dall'Eurosistema.

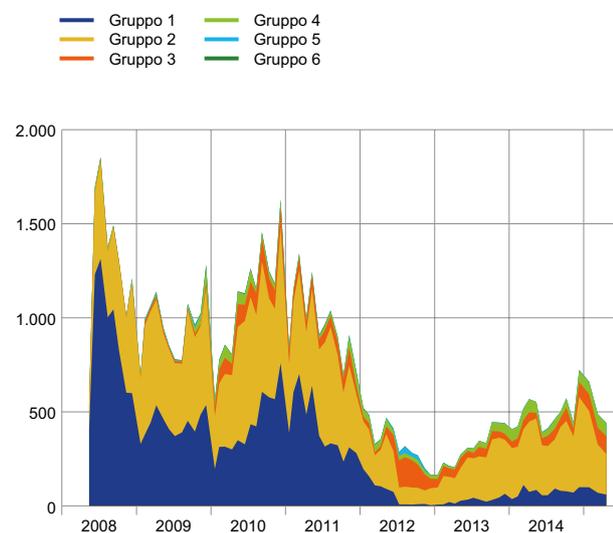
⁷ L'assegnazione a uno specifico gruppo di rischio di credito è basata sulla disponibilità di almeno un rating a lungo termine. Quando sono disponibili due o più rating, il gruppo è determinato dalla media dei rating previa conversione di questi ultimi in una scala numerica. Il numero di banche rappresentate in ciascun gruppo non è omogeneo, poiché riflette la rappresentatività di ciascun gruppo nell'area dell'euro. Nel tempo le banche possono cambiare gruppo per effetto di una migrazione del rating. Si veda anche la tavola.

⁸ La quota totale del volume complessivo per le banche non incluse nel campione è di circa il 25 per cento. Tale quota rimane relativamente costante nel tempo e quindi non distorce il campione.

Figura D

Volumi di prestiti overnight per gruppo di rischio di credito

(in miliardi di euro)



Fonti: Target2, DBRS, Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's ed elaborazioni della BCE.

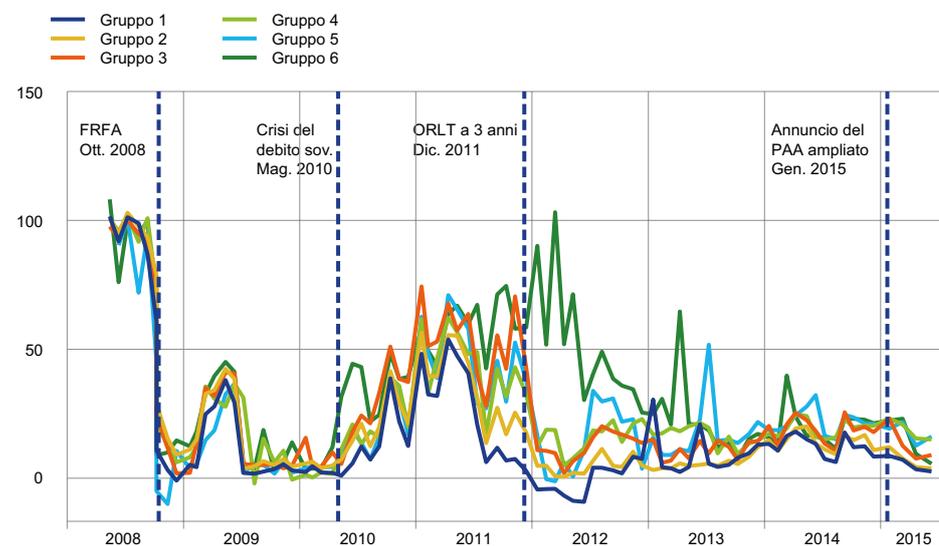
Note: le figure sono calcolate a livello di periodo di mantenimento. Il differenziale overnight è calcolato rispetto al tasso sui depositi presso la banca centrale.

finanziamento pur avendo accesso al mercato. In secondo luogo, una quota significativa di banche è stata declassata durante la crisi finanziaria, il che ha potenzialmente determinato uno spostamento delle banche e dei loro volumi di prestito verso un diverso gruppo di rischio di credito. Tuttavia, la migrazione tra gruppi di rischio di credito non poteva, di per sé, spiegare la riduzione del volume totale per tutte le banche. Inoltre, le banche con un rating più basso (Gruppi 2 e 3) hanno continuato a prendere in prestito ammontari contenuti durante tutto il periodo. Considerando le maggiori esigenze di liquidità di tali banche, questi importi ridotti riflettono il fatto che le banche possono anche cercare capitali altrove, ossia con una scadenza più lunga, nel segmento garantito del mercato, presso controparti non bancarie o presso l'Eurosistema. Il fatto che il mercato delle operazioni garantite abbia acquisito importanza negli ultimi anni può anche essere in parte attribuito a una sostituzione delle operazioni non garantite⁹.

Figura E

Differenziale sui prestiti overnight per gruppo di rischio di credito

(in punti base)



Fonti: Target2, DBRS, Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's ed elaborazioni della BCE.

Note: le figure sono calcolate a livello di periodo di mantenimento. Il differenziale overnight è calcolato rispetto al tasso sui depositi presso la banca centrale.

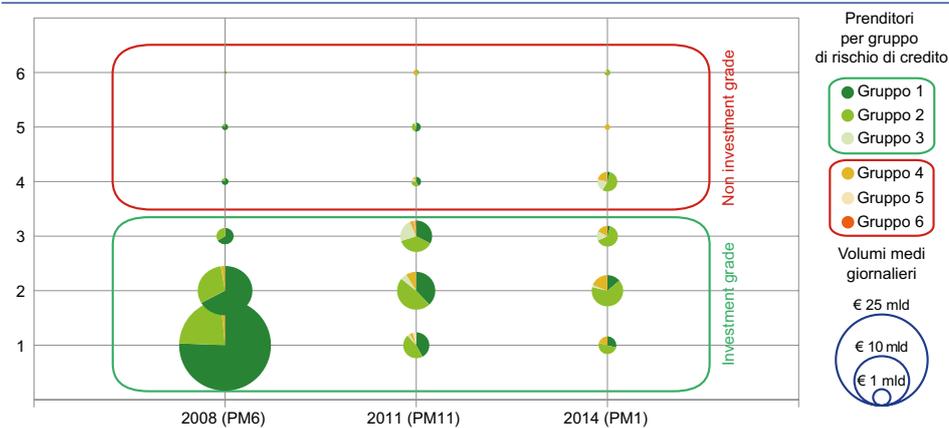
FRFA = fixed rate full allotment (asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi). PAA = programma di acquisto di attività.

⁹ Cfr. Euro Money Market Survey e Euro Money Market Study: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/msss/html/index.en.html>.

La dispersione dei tassi di interesse è altresì determinata dal rischio di credito della controparte, in quanto gli spread tra banche appartenenti a diversi gruppi di rischio di credito variano nel tempo. La figura E presenta i tassi passivi medi ponderati per gruppo di rischio di credito. Le banche con rating più basso pagano generalmente interessi più alti, il che spiega in parte la dispersione dei tassi osservata nella figura C. Tuttavia, la figura E mostra anche che vi è stata scarsa dispersione tra i tassi passivi medi dei gruppi di rischio di credito nei periodi 2008-10 e 2014-15. Ciò indica che le banche con accesso limitato al mercato non influenzano i tassi del mercato monetario delle operazioni non garantite nel suo complesso, poiché spesso hanno bisogno di ottenere liquidità da altre fonti, come menzionato sopra. È stato solo alla fine del 2011 e nel 2012 che sono emersi considerevoli differenziali di tasso tra gruppi di rischio di credito, ma a fronte di volumi modesti per i prenditori più rischiosi. Nel complesso, solo le banche con una certa qualità percepita hanno potuto finanziarsi nel mercato interbancario non garantito.

Figura F

Volumi di prestiti overnight erogati e assunti per gruppo di rischio di credito



Fonti: Target2, DBRS, Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's ed elaborazioni della BCE.

Note: le dimensioni del cerchio rappresentano i volumi di prestiti giornalieri medi. Le quote all'interno dei cerchi rappresentano i prestiti assunti per gruppo di rischio di credito. I dati sono basati sulle transazioni delle controparti individuate nella banca dati Target2 e hanno almeno una valutazione pubblica del merito di credito.

Definizione dei gruppi di rischio di credito

	Gruppi di classi di rating per agenzia (rating a lungo termine)				Categoria	Scala di rating armonizzata dell'Eurosistema per le ECAI
	DBRS	Fitch Ratings	Moody's	Standard & Poor's		
Gruppo 1	AAA – AA (low)	AAA – AA -	Aaa – Aa3	AAA – AA	INVESTMENT	CQS1
Gruppo 2	A (high) – A (low)	A+ – A-	A1 – A3	A+ – A-		CQS2
Gruppo 3	BBB (high) – BBB (low)	BBB+ – BBB-	Baa1 – Baa3	BBB+ – BBB-		CQS3
Gruppo 4	BB (high) – BB (low)	BB+ – BB-	Ba1 – Ba3	BB+ – BB	NON INVESTMENT	
Gruppo 5	B (high) – B (low)	B+ – B-	B1 – B3	B+ – B-		
Gruppo 6	CCC (high) – D	CCC+ – D	Caa1 – D	CCC+ – D		

Fonti: Target2, DBRS, Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's ed elaborazioni della BCE.

Note: CQS (credit quality step) si riferisce alla scala di rating armonizzata dell'Eurosistema per le ECAI (external credit assessment institutions, istituzioni esterne specializzate nella valutazione del merito di credito). Per maggiori dettagli cfr. il riquadro *Il quadro di riferimento dell'Eurosistema per la valutazione della qualità creditizia per le operazioni di politica monetaria* nel numero di aprile 2014 del Bollettino mensile BCE.

Le banche investment grade sono i principali erogatori di prestiti overnight. La figura F fornisce una scomposizione “who-to-whom” dei volumi di prestiti overnight

erogati e ricevuti per gruppo di rischio di credito, che rispetto alla figura D aggiunge informazioni sulla fonte dei finanziamenti in tre periodi di mantenimento. La figura mostra che gran parte delle negoziazioni ha avuto luogo tra le banche con il rating più alto (Gruppo 1) nel 2008, ma che questo volume è diminuito dopo il 2008 in quanto la domanda da parte di tali banche è venuta meno in un contesto di alti livelli di liquidità in eccesso. Tuttavia, gran parte dell'offerta è rimasta nelle mani delle banche investment grade, che hanno erogato ammontari di prestiti contenuti a una molteplicità di banche a più basso rating nel 2011 e nel 2014.

Riquadro 4

Pubblicazione dei saldi Target

A partire da questo mese la BCE pubblicherà mensilmente i dati sui saldi Target delle singole banche centrali nazionali (BCN) dell'area dell'euro¹. Tali dati saranno inclusi nello statistical data warehouse (SDW) della BCE, nell'ambito delle statistiche sui bilanci delle istituzioni finanziarie monetarie². La pubblicazione di queste informazioni si iscrive nell'impegno alla trasparenza della BCE. Il presente riquadro descrive brevemente la nozione dei saldi Target e i fattori che ne determinano l'evoluzione³.

I saldi Target rappresentano le attività e passività nette delle BCN dell'area dell'euro nei confronti della BCE. Questi derivano dai pagamenti transfrontalieri dei rispettivi settori bancari nazionali o delle stesse BCN regolati in moneta di banca centrale ed eseguiti mediante il sistema di pagamento comune dell'area dell'euro, noto come Target⁴. Quando una banca effettua un pagamento a favore di un'altra banca tramite Target, il pagamento viene addebitato sul conto corrente della banca pagante presso la propria BCN e accreditato su quello della banca ricevente presso la rispettiva BCN. Se entrambe le banche detengono conti correnti presso la stessa BCN, ciò non comporterà alcuna variazione dei conti aggregati delle banche presso tale BCN, né dei saldi Target. Tuttavia, nel caso di operazioni transfrontaliere, la BCN della banca pagante registra una diminuzione nel conto della banca presso di essa e la BCN della banca destinataria registra specularmente un aumento nel conto della banca destinataria. Tali posizioni corrispondono a una passività Target per la prima BCN e a un'attività Target per la seconda. Le passività e attività Target possono derivare anche da operazioni transfrontaliere fra le stesse BCN, come la compravendita di titoli detenuti a fini di investimento. A fine giornata queste attività e passività interne all'Eurosistema vengono aggregate e compensate a livello di Eurosistema. Questo processo dà luogo per ciascuna BCN a una singola posizione netta bilaterale nei confronti della BCE, sotto forma di un saldo Target positivo o negativo. La somma di tutti i saldi Target (compreso quello della BCE) è necessariamente pari a zero⁵.

¹ Target sta per "Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System", ossia sistema di trasferimento espresso transeuropeo automatizzato di regolamento lordo in tempo reale. Il sistema attuale, Target2, ha completamente sostituito il sistema Target iniziale nel maggio 2008, ma per praticità in questo riquadro il termine "Target" viene utilizzato per riferirsi a entrambi.

² I dati di ciascun mese sono pubblicati il primo giorno lavorativo del mese successivo. Si veda la sezione del sito Internet della BCE dedicata alle statistiche, reperibile seguendo il percorso "Statistics > Monetary and financial statistics > TARGET balances of participating NCBs".

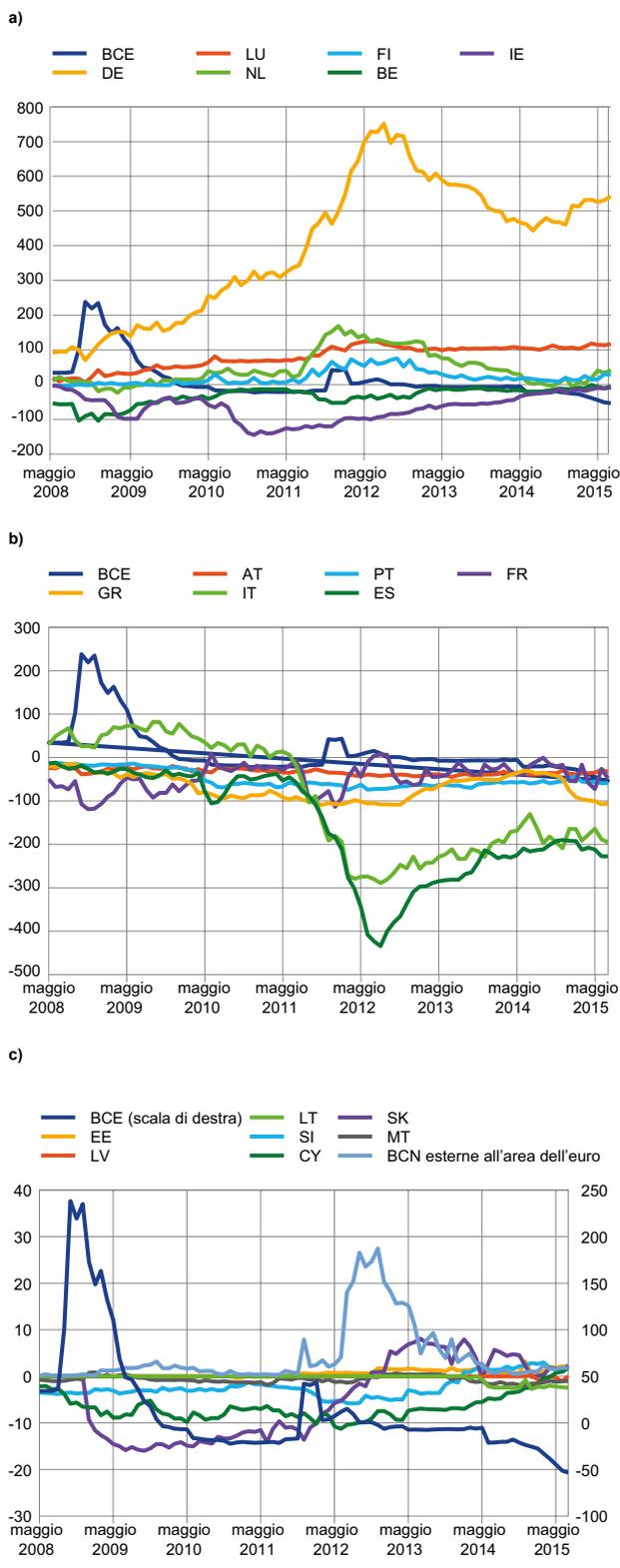
³ Per maggiori dettagli, cfr. l'articolo "I saldi Target e le operazioni di politica monetaria" nel *Bollettino mensile*, n. 5, BCE, maggio 2013.

⁴ Alcune BCN dei paesi dell'Unione europea esterni all'area dell'euro hanno aderito a Target su base volontaria. Il presente riquadro, tuttavia, si riferisce ai paesi dell'area dell'euro.

⁵ Il saldo Target della BCE nei confronti delle BCN, rappresentato nella figura, corrisponde al risultato netto della somma delle attività e passività derivanti dalle operazioni condotte direttamente dalla BCE, ad esempio nel quadro degli accordi di swap di liquidità in dollari USA-euro.

Figura
Saldi del sistema Target

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Note: "BCN esterne all'area dell'euro" sta a indicare i crediti di quelle BCN non appartenenti all'area dell'euro che hanno aderito a Target su base volontaria. Le BCN incluse in questo gruppo variano nel tempo. A gennaio 2015 in tale gruppo sono incluse le BCN di Bulgaria, Danimarca, Polonia e Romania.

I saldi Target costituiscono un normale aspetto dell'attuazione decentrata della politica monetaria nell'area dell'euro. Essi rispecchiano i flussi finanziari transfrontalieri all'interno dell'area dell'euro che derivano da operazioni finanziarie transfrontaliere messe in atto in ampia misura da soggetti privati come istituti di credito, imprese o individui, e dalla distribuzione transfrontaliera della liquidità di banca centrale che ne risulta. I saldi Target attivi e passivi delle singole BCN nei confronti della BCE e della BCE nei confronti delle BCN, pertanto, sono sempre esistiti fin dall'avvio dell'Unione economica e monetaria. Di fatto, la somma di tutte le attività dei bilanci delle BCN dell'area dell'euro prima di metà 2007 era pari a 100 miliardi di euro.

L'emergere di ampi saldi Target durante la crisi riflette in larga misura la distribuzione della liquidità (diversa dalle banconote) della banca centrale all'interno dell'Eurosistema. L'Eurosistema attua la politica monetaria in maniera decentrata, per cui l'offerta aggregata di liquidità dell'Eurosistema per il tramite delle BCN corrisponde al fabbisogno aggregato di liquidità del settore bancario dell'area dell'euro. La liquidità può essere redistribuita fra i settori bancari attraverso il mercato interbancario dell'area dell'euro. Durante la crisi il fabbisogno di liquidità delle banche dell'area è significativamente aumentato, ma con una considerevole dispersione fra paesi. Al tempo stesso, i mercati interbancari si sono prosciugati, impedendo la distribuzione di liquidità tramite i mercati privati. Fin dall'inizio della crisi l'Eurosistema ha soddisfatto il fabbisogno di liquidità del settore bancario dell'area dell'euro offrendo abbondante liquidità addizionale mediante operazioni di rifinanziamento. Dall'ottobre 2008 l'Eurosistema ha soddisfatto l'intera domanda di liquidità di banca centrale delle banche mediante procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti, a fronte della disponibilità di idonee garanzie.

L'aumento significativo del ricorso al rifinanziamento presso la banca centrale durante la crisi e la sua distribuzione disomogenea fra paesi si sono accompagnati a un aumento corrispondente dei saldi Target attivi e passivi. Questi sono infatti cresciuti sino alla fine del 2012 (cfr. la figura), un periodo in cui le banche di alcuni paesi hanno dovuto far fronte a deflussi netti di pagamenti e a un ridotto

accesso ai mercati della provvista a breve termine, mentre altre beneficiavano di ingenti afflussi finanziari. Poi, man mano che le condizioni sui mercati della provvista sono migliorate e che il ricorso delle banche alle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema è diminuito, i saldi Target sono generalmente diminuiti in termini assoluti. Verso la fine del 2014 hanno registrato un nuovo lieve aumento. Questo ha in parte rispecchiato la partecipazione relativamente elevata delle banche in alcuni paesi con saldi Target negativi alle operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine (OMRLT) lanciate nel giugno 2014, che risultavano generalmente più interessanti per tali controparti. Il programma ampliato di acquisto di attività (APP) introdotto nel marzo 2015 può influire sui saldi Target laddove la controparte acquirente e quella cedente si trovino in giurisdizioni diverse, e questo potrebbe spiegare l'evoluzione più recente dei saldi.

L'interpretazione dei saldi Target in un sistema finanziario integrato come l'area dell'euro richiede cautela. Ad esempio, questi saldi riflettono anche i trasferimenti monetari all'interno di grandi gruppi bancari internazionali, dal momento che questi gruppi soddisfano in modo accentrato il proprio fabbisogno di moneta di banca centrale presso una BCN e distribuiscono successivamente i fondi alle entità del gruppo tramite Target. I saldi riflettono inoltre i flussi di pagamento riconducibili ai partecipanti remoti⁶. Altri fattori che giustificano l'adozione di un approccio prudente includono le diverse preferenze dei vari paesi relativamente alla detenzione di banconote nonché l'accesso agli strumenti di politica monetaria dell'Eurosistema da parte delle banche esterne allo Spazio economico europeo per il tramite di affiliate in un paese collegate a Target⁷. In aggiunta, gli acquisti fra paesi di titoli nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività possono influire sui saldi Target, senza tuttavia segnalare tensioni finanziarie. Di conseguenza, i saldi Target non forniscono, e non si prestano a fornire, un quadro esauriente dei flussi finanziari netti fra paesi.

⁶ Un'istituzione con sede in un paese dello Spazio economico europeo che non aderisce a Target (ad esempio una banca nel Regno Unito) può aprire un conto presso una qualunque delle BCN partecipanti.

⁷ Per maggiori informazioni, si veda il riquadro "I saldi Target2 delle banche centrali nazionali nell'area dell'euro", *Bollettino mensile*, n.10, BCE, ottobre 2011.

Riquadro 5

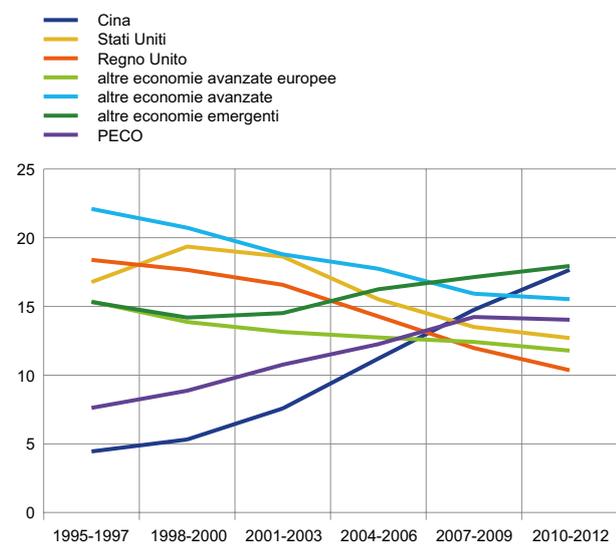
La revisione delle ponderazioni dell'interscambio commerciale utilizzate per il calcolo dei tassi di cambio effettivi dell'euro: un riflesso della crescente importanza delle economie emergenti

La BCE ha aggiornato di recente le ponderazioni basate sull'interscambio commerciale impiegate nel calcolo dei tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro. L'aggiornamento viene effettuato ogni tre anni per cogliere tempestivamente le variazioni a medio termine nel profilo del commercio di manufatti dell'area dell'euro¹. L'esercizio più recente, condotto ad agosto 2015, ha aggiunto alla serie esistente le ponderazioni medie basate sull'interscambio per il triennio 2010-12 e ha aggiornato quelle relative ai periodi precedenti (dal 1995 al 2009) per riflettere le revisioni dei dati sul commercio.

Figura A

Andamento delle ponderazioni basate sull'interscambio commerciale nel gruppo TCE-38 di partner commerciali

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

Note: la voce "altre economie avanzate europee" comprende Danimarca, Norvegia, Svezia e Svizzera; "altre economie avanzate" include Australia, Canada, Corea, Giappone, Hong Kong, Islanda, Israele, Nuova Zelanda, Singapore e Taiwan; "PECO" comprende Bulgaria, Croazia, Polonia, Repubblica Ceca, Romaniaa e Ungheria; "altre economie emergenti" include Algeria, Argentina, Brasile, Cile, Filippine, India, Indonesia, Malaysia, Marocco, Messico, Russia, Sud Africa, Thailandia, Turchia e Venezuela.

La serie aggiornata e rivista mostra che l'importanza delle economie emergenti, e in particolare della Cina, tra i partner commerciali dell'area dell'euro ha continuato ad aumentare (cfr. la figura A e la tavola). Il peso della Cina nel paniere dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro (il gruppo TCE-38), che si collocava attorno al 4 per cento nel triennio 1995-1997, è salito ulteriormente da circa il 15 per cento nel 2007-2009 ad approssimativamente il 18 per cento nel 2010-2012. Un aumento, ancorché più moderato, è stato osservato anche per le altre economie emergenti e soprattutto per Turchia, Russia e Indonesia. Le ponderazioni basate sull'interscambio riferite alle economie avanzate incluse nel gruppo TCE-38 sono per contro diminuite nello stesso arco di tempo. Quelle attribuite a Regno Unito e Stati Uniti sono scese rispettivamente dal 18 e 17 per cento circa nel 1995, quando erano i due principali partner commerciali dell'area, ad approssimativamente il 10 e 13 per cento nel 2012.

Anche l'importanza dei paesi dell'Europa centrale e orientale (PECO) nel commercio dell'area

¹ Per una descrizione della metodologia di calcolo dei tassi di cambio effettivi dell'euro, cfr. Schmitz, M., De Clercq, M., Fidora, M., Lauro, B. e Pinheiro, C., "Revisiting the effective exchange rates of the euro", *Occasional Paper Series*, n. 134, BCE, 2012..

Ponderazioni basate sull'interscambio commerciale per il gruppo TCE-38 di partner commerciali

(valori percentuali)

Paese	1995-1997	1998-2000	2001-2003	2004-2006	2007-2009	2010-2012	Variazione nel 2010-2012 rispetto al 1995-1997
Cina	4,4	5,3	7,6	11,2	14,8	17,7	13,2
Stati Uniti	16,8	19,4	18,7	15,5	13,5	12,7	-4,1
Regno Unito	18,4	17,7	16,6	14,3	12,0	10,3	-8,1
Svizzera	6,7	6,0	5,8	5,4	5,3	5,5	-1,2
Giappone	9,6	8,8	7,6	6,7	5,7	5,3	-4,3
Polonia	2,4	2,8	3,3	4,0	5,0	5,1	2,7
Repubblica Ceca	2,2	2,4	3,0	3,4	4,1	4,1	1,9
Svezia	4,8	4,4	3,9	4,1	3,9	3,6	-1,2
Russia	2,5	1,8	2,2	3,0	3,5	3,5	1,0
Turchia	2,2	2,2	2,3	3,0	3,1	3,3	1,1
Corea	2,9	2,7	2,8	3,2	3,2	3,2	0,3
Indonesia	1,5	1,3	1,5	1,8	2,1	2,4	1,0
Ungheria	1,5	2,2	2,5	2,6	2,5	2,3	0,7
Danimarca	2,6	2,3	2,3	2,2	2,1	1,7	-0,9
Romania	0,7	0,8	1,1	1,4	1,6	1,7	1,0
Taiwan	2,3	2,4	2,1	1,8	1,5	1,5	-0,8
Brasile	1,5	1,4	1,2	1,2	1,4	1,4	-0,1
Hong Kong	2,0	1,7	1,5	1,5	1,3	1,4	-0,6
Messico	0,9	1,2	1,3	1,2	1,2	1,3	0,5
Singapore	1,8	1,6	1,4	1,4	1,2	1,3	-0,6
Canada	1,5	1,6	1,6	1,4	1,3	1,2	-0,3
Tailandia	1,2	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	-0,1
Malaysia	1,2	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	-0,2
Sud Africa	0,9	0,9	0,9	1,0	0,9	1,0	0,0
Norvegia	1,3	1,2	1,0	1,1	1,1	1,0	-0,3
Australia	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,0
India	1,0	0,8	0,7	0,6	0,6	0,7	-0,3
Israele	1,1	1,0	0,9	0,7	0,7	0,7	-0,4
Marocco	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,0
Bulgaria	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,2
Cile	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,1
Algeria	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,1
Argentina	0,6	0,5	0,3	0,3	0,3	0,4	-0,2
Croazia	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	-0,2
Filippine	0,4	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	-0,1
Venezuela	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,1
Nuova Zelanda	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Islanda	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	0,0

Fonte: BCE.

Nota: i paesi sono elencati nell'ordine delle rispettive ponderazioni per il periodo 2010-12.

dell'euro è aumentata, in linea con la crescente integrazione economica

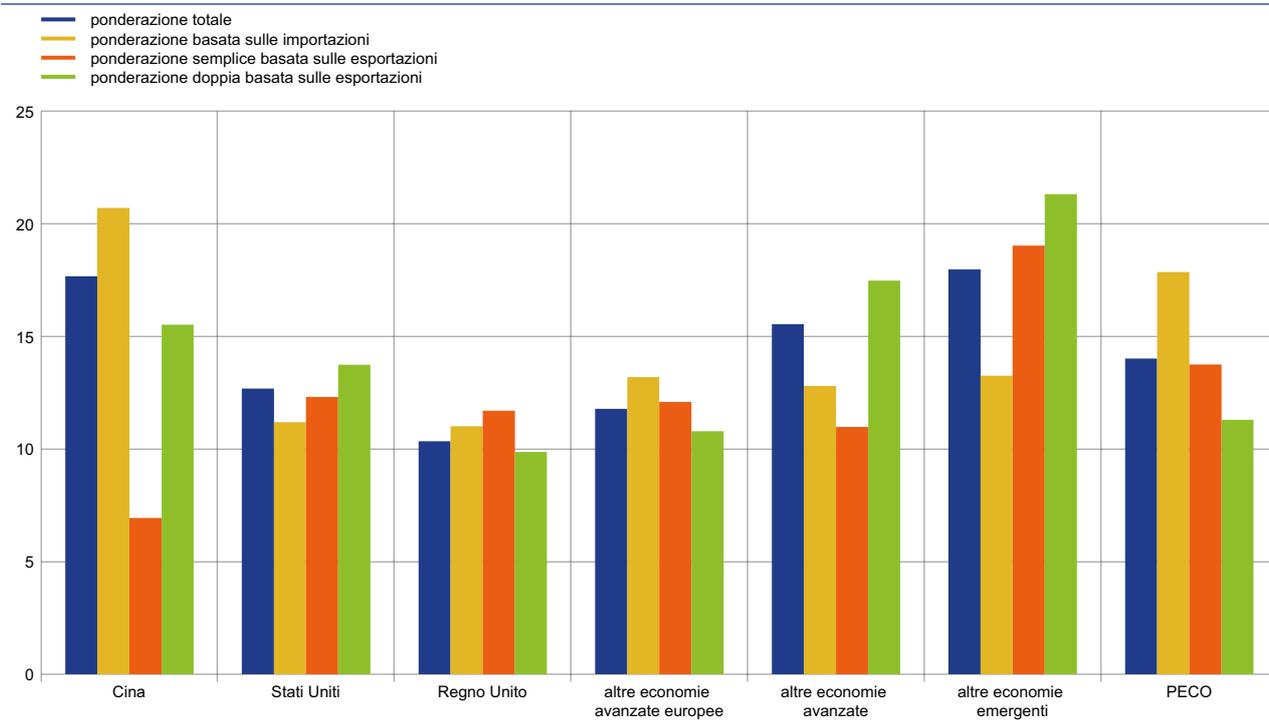
europea. Dal periodo 1995-1997 il peso delle economie dei PECO nel loro insieme è salito al di sopra di quello - per esempio - degli Stati Uniti e del Regno Unito, anche se nel 2010-2012 si è mantenuto stabile al 14 per cento del totale del gruppo TCE-38, riflettendo la decelerazione degli scambi intraeuropei in tale triennio. La ponderazione assegnata ai PECO sul totale delle importazioni di manufatti dell'area dell'euro è stata in particolare pari al 18 per cento, seconda solo a quella della Cina, il che rispecchia il ruolo fondamentale svolto da questi paesi nel contributo paneuropeo alle catene produttive mondiali.

La posizione della Cina come principale partner commerciale dell'area dell'euro risulta principalmente dalla sua importanza in termini di importazioni e concorrenza nei mercati terzi (cfr. figura B).

La Cina è divenuta la fonte principale delle importazioni di manufatti nell'area dell'euro, con una quota del 21 per cento nel periodo 2010-2012. Dal lato delle esportazioni, per tenere conto anche della concorrenza cui sono esposte le imprese dell'area nei

Figura B

Raffronto tra le ponderazioni basate sull'interscambio del gruppo TCE-38 di partner commerciali, 2010-2012



Fonte: BCE.

Note: le ponderazioni semplici basate sulle esportazioni sono le quote di ciascun paese o gruppo di paesi sul totale delle esportazioni di manufatti dell'area dell'euro. Le ponderazioni doppie basate sulle esportazioni rilevano la concorrenza cui sono esposti gli esportatori dell'area nei mercati esteri ad opera dei produttori locali e degli esportatori di paesi terzi.

mercati esteri ad opera degli esportatori dei paesi terzi, i pesi complessivi basati sull'interscambio sono corretti con il metodo della "doppia ponderazione". Nel caso particolare della Cina e di alcune altre economie avanzate ed emergenti, data la loro importanza quali concorrenti degli esportatori dell'area, questa correzione determina un aumento significativo dei rispettivi pesi oltre i livelli impliciti nelle esportazioni dirette. Per la Cina la ponderazione "doppia" basata sulle esportazioni risulta pari al 16 per cento, contro il 7 per cento di quella semplice, nel periodo 2010-2012.

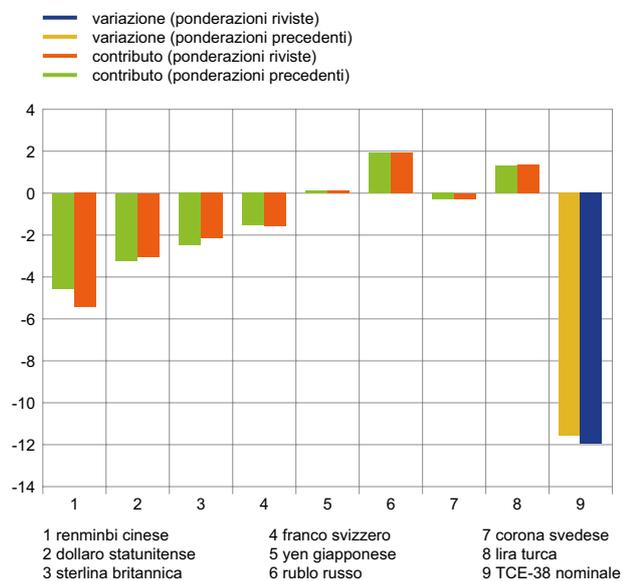
Dall'utilizzo dello schema di ponderazione aggiornato emerge che il deprezzamento dell'euro in termini sia nominali sia effettivi reali dal 2010 è stato lievemente più pronunciato di quanto indicato in precedenza. Tra gli

inizi del 2010 e la fine di luglio 2015 il deprezzamento dell'indice giornaliero del tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti del gruppo TCE-38 che emerge dall'applicazione del nuovo schema risulta pari al 12,0 per cento, contro l'11,6 per cento calcolato in precedenza. La revisione va ricondotta principalmente al maggior peso commerciale del renminbi cinese (cfr. figura C). Anche il miglioramento della competitività di prezzo dell'area dell'euro dagli inizi del 2010, riflesso nel deprezzamento della moneta unica in termini reali, risulta lievemente maggiore in base agli indicatori aggiornati. Tra gli inizi del 2010 e giugno 2015 il valore rivisto del TCE-38 reale (deflazionato con l'indice dei prezzi al consumo) è diminuito del 16,1 per cento, mentre quello precedente è sceso del 15,3 per cento (cfr. figura D).

Figura C

Contributo alla variazione del TCE-38 nominale dal 2010

(valori percentuali; punti percentuali)



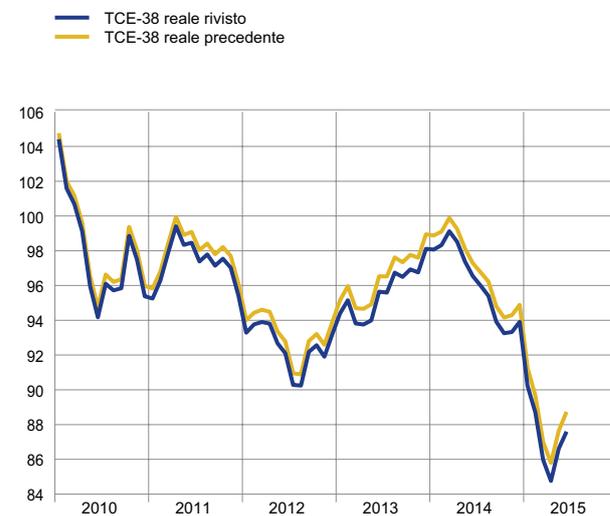
Fonte: BCE.

Nota: un valore negativo (positivo) indica un deprezzamento (apprezzamento) dell'euro. La figura riguarda il periodo compreso fra il 1° gennaio 2010 e il 31 luglio 2015.

Figura D

TCE-38 reale precedente e rivisto

(deflazionato con l'indice dei prezzi al consumo; indice: 1° trim. 1999 = 100)



Fonte: BCE.

Nota: un movimento verso il basso (verso l'alto) indica un deprezzamento (apprezzamento) dell'euro.

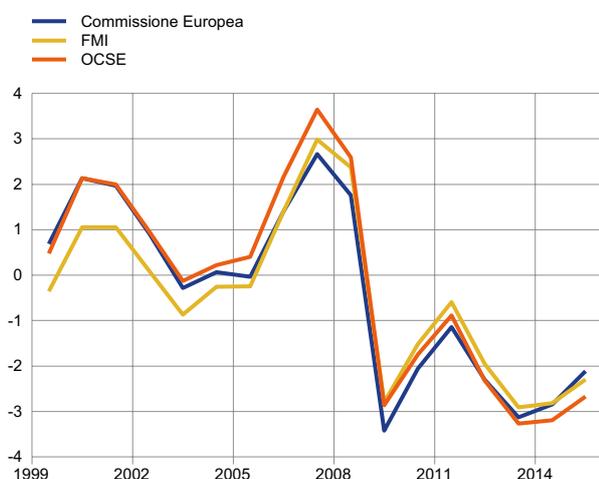
Riquadro 6

Un metodo basato sulle indagini congiunturali per misurare la capacità produttiva inutilizzata nell'area dell'euro

Le misure della capacità produttiva inutilizzata nell'economia, come quelle dell'output gap, sono un elemento importante nell'analisi della politica economica poiché rappresentano l'interazione tra domanda e offerta. Tuttavia, il sottoutilizzo di capacità produttiva non è osservabile e deve essere stimato; inoltre, le stime di questa variabile sono molto incerte, tendono a essere soggette a revisione e, pertanto, occorre che siano interpretate con cautela¹. Questo riquadro presenta uno strumento che estrae informazioni sulla domanda dagli indicatori desunti dalle indagini congiunturali al fine di stimare il sottoutilizzo di capacità produttiva nell'economia. Tale stima è soggetta a scarse revisioni e può quindi integrare le stime dell'output gap dei modelli strutturali.

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

(in quote percentuali del prodotto potenziale)



Fonti: previsioni economiche della Commissione europea della primavera 2015, *World Economic Outlook* dell'FMI di aprile 2015 ed *Economic Outlook* dell'OCSE di maggio 2015.

Esistono diversi metodi per valutare il margine di sottoimpiego della capacità produttiva nell'economia.

Le stime della capacità inutilizzata basate sul metodo della funzione di produzione hanno il vantaggio di essere coerenti con la teoria economica e sono in grado di spiegare l'andamento del prodotto potenziale attraverso le sue componenti (lavoro, capitale e produttività totale dei fattori). Le stime di questo tipo sono elaborate dalla Commissione europea² e dall'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE)³, mentre il Fondo monetario internazionale (FMI) usa metodi differenti a seconda del paese in esame. La figura A mostra le recenti stime formulate da queste istituzioni per l'area dell'euro. L'output gap dell'area si collocherebbe tra -2,1 e -2,7 per cento nel 2015, suggerendo che un ampio margine di capacità produttiva resta inutilizzato. Un inconveniente di questo metodo, tuttavia, è che le stime sono soggette a revisioni piuttosto rilevanti per via dei

¹ Cfr., ad esempio, il riquadro "Evidenze recenti dell'incertezza che caratterizza le stime in tempo reale dell'output gap dell'area dell'euro", *Bollettino mensile*, BCE, novembre 2011.

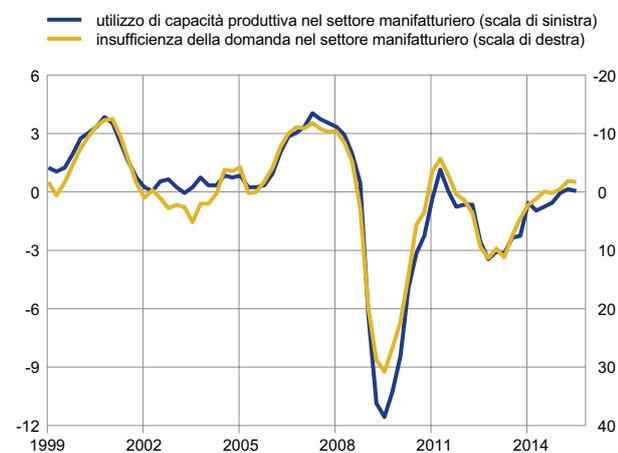
² Cfr. Havik, K. et al., "The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps", *European Economy – Economic Papers*, n. 535, Commissione europea, novembre 2014.

³ Cfr. Befy, P. O. et al., "New OECD methods for supply-side and medium-term assessments: a capital services approach", *Economics Department Working Papers*, n. 482, OCSE, luglio 2006.

Figura B

Utilizzo di capacità produttiva e domanda che limita la produzione nel settore manifatturiero

(deviazioni in punti percentuali dalla media storica)

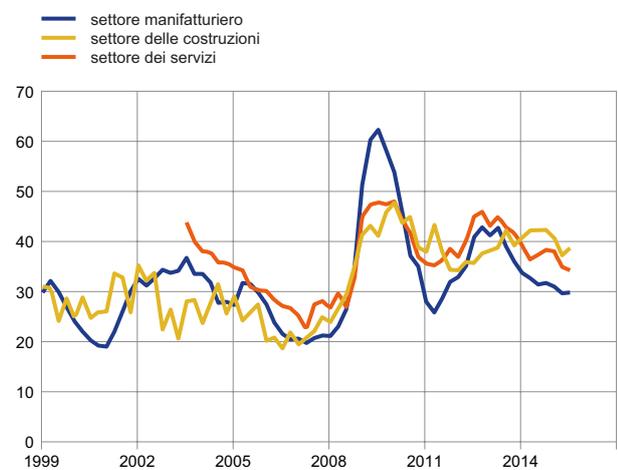


Fonte: Commissione europea.

Figura C

Insufficienza della domanda che limita la produzione

(in quote percentuali delle risposte totali)



Fonte: Commissione europea.

cambiamenti nei dati, nei parametri e nell'impostazione del modello⁴.

Per valutare il margine di capacità produttiva inutilizzata, gli analisti considerano anche le indagini congiunturali, come quelle sul livello di utilizzo di capacità produttiva nel settore manifatturiero o i giudizi sul grado di insufficienza della domanda che agisce da vincolo sulle imprese. Queste indagini hanno il vantaggio di essere riviste con minore frequenza, fornendo così risultati migliori in tempo reale, e sono note per agevolare l'identificazione di punti di svolta nel ciclo economico. Inoltre, gli indicatori desunti dalle indagini sono diffusi poco dopo la fine del periodo di riferimento. Tuttavia, le stime basate sulle indagini nel settore manifatturiero rappresentano meno di un quinto dell'economia e non tengono conto dell'evoluzione della capacità inutilizzata nel mercato del lavoro. Le indagini sull'impiego di capacità produttiva o sull'insufficienza della domanda nel settore manifatturiero indicano che, a metà del 2015, il sottoutilizzo di capacità nell'area dell'euro era su un livello prossimo a quello della sua media storica (cfr. figura B).

Un nuovo metodo per misurare la capacità produttiva inutilizzata basato sulle indagini congiunturali applica alla dinamica del PIL i risultati dell'indagine della Commissione europea sui fattori che limitano la produzione. In questa indagine viene chiesto ai responsabili delle vendite di enunciare i principali fattori che al momento limitano la produzione delle loro imprese. La risposta che verte sull'insufficienza della domanda quale vincolo alla produzione è stata scelta come indicatore del sottoutilizzo di capacità produttiva per il modello.

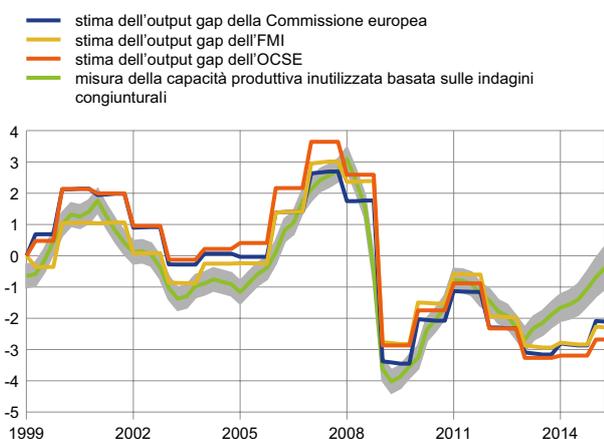
L'indicatore dell'indagine, che combina informazioni sui settori manifatturiero, delle costruzioni e dei servizi, ove disponibili (cfr. figura C), è usato in un modello bivariato

con componenti non osservate. Nel modello, il prodotto effettivo è pari alla somma tra il prodotto tendenziale (non osservato) e la misura della capacità inutilizzata. Per il tasso di crescita del prodotto tendenziale si assume una dinamica random walk e il sottoutilizzo di capacità produttiva è determinato dall'andamento dell'indicatore aggregato basato sulle indagini congiunturali.

⁴ Sulle revisioni e sull'incertezza delle stime elaborate dalle organizzazioni internazionali, cfr. sezione 2.2 in Anderton, R. et al., "Potential output from a euro area perspective", *Occasional Paper Series*, n. 156, BCE, novembre 2014.

Figura D**Capacità produttiva inutilizzata nell'area dell'euro**

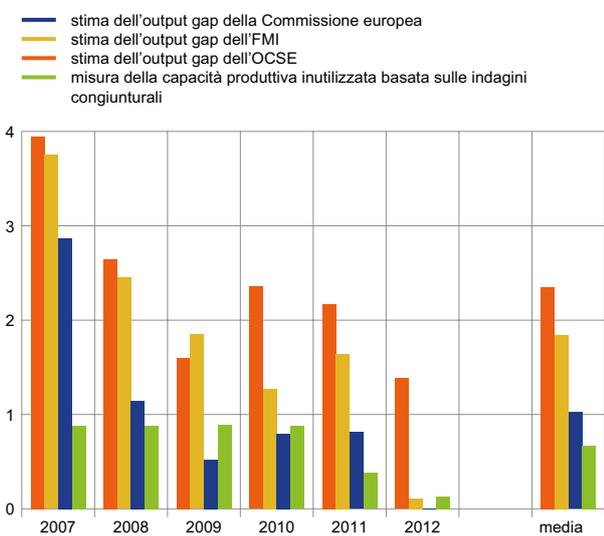
(deviazione in punti percentuali dall'andamento tendenziale)



Fonti: elaborazioni degli esperti della BCE, previsioni economiche della Commissione europea della primavera 2015, *World Economic Outlook* dell'FMI di aprile 2015 ed *Economic Outlook* dell'OCSE di maggio 2015.
 Nota: l'area grigia rappresenta l'intervallo di incertezza con deviazione standard +/- 2 che caratterizza la misura basata sulle indagini.

Figura E**Revisioni alle stime della capacità produttiva inutilizzata**

(in punti percentuali)



Fonti: OCSE, FMI, Commissione europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Per gran parte del periodo a partire dal 1999, la stima della capacità produttiva inutilizzata è simile a quelle più recenti della Commissione europea, dell'OCSE e del FMI. Tuttavia, secondo questa stima, il margine di capacità inutilizzata nel periodo 2014-2015 sta diminuendo con relativa rapidità e di conseguenza risulta attualmente inferiore rispetto a quello stimato dalle istituzioni internazionali (cfr. figura D). Poiché la stima basata sulle indagini trae informazioni dalle valutazioni delle imprese secondo cui l'insufficienza della domanda limita la loro produzione, il maggiore utilizzo di capacità produttiva potrebbe suggerire che la crescita nell'area dell'euro dal 2014 rispecchia un rafforzamento della domanda, più che un miglioramento delle condizioni di offerta.

Il quesito dell'indagine relativo all'insufficienza della domanda quale vincolo alla produzione consente di determinare l'evoluzione del sottoutilizzo di capacità produttiva nel modello, portando altresì a revisioni di minore entità.

Le stime ricorsive evidenziano che, durante gran parte del periodo 2000-2014, la misura desunta dalle indagini produce differenze minori tra le stime pseudo real-time e quelle ex-post rispetto alle stime dell'output gap elaborate dalle istituzioni internazionali. Usando vintages di dati del PIL per ottenere stime in real-time, si evince che, per il periodo più volatile 2007-2012, le revisioni di minore entità hanno interessato la misura (annualizzata) del sottoutilizzo di capacità produttiva basata sulle indagini congiunturali. Le revisioni alle stime dell'output gap della Commissione europea sono lievemente più ampie ma le revisioni maggiori si osservano per le stime di OCSE ed FMI (cfr. figura E).

Nel complesso, la misura del sottoimpiego di capacità produttiva ricavata dalle indagini congiunturali indica un minor margine di capacità inutilizzata nell'area dell'euro nel 2015 rispetto alle stime pubblicate dalle istituzioni internazionali.

Benché la misura della capacità inutilizzata ottenuta con il metodo che si basa sulle indagini congiunturali

sia caratterizzata da incertezza e non possa essere disaggregata in funzione delle dinamiche di lavoro, capitale e produttività totale dei fattori, essa tende a essere rivista con minore frequenza. Pertanto, potrebbe essere utile ricorrere a questo tipo di misura per integrare le stime dell'output gap dei modelli basati sulla funzione di produzione.

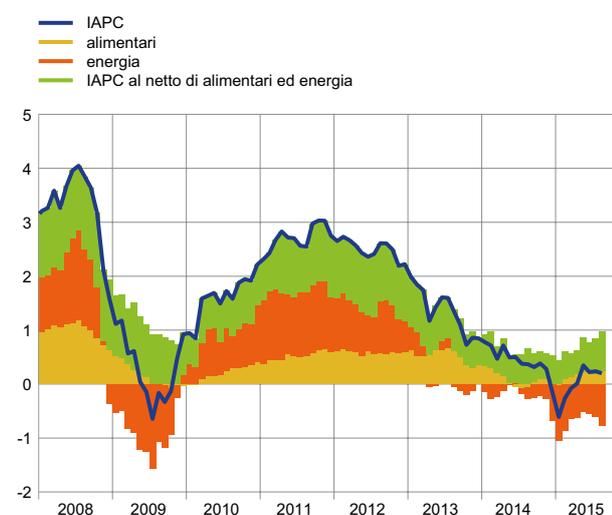
Riquadro 7

Andamenti recenti dei prezzi dei beni alimentari nell'area dell'euro

Figura A

Contributo degli andamenti dei prezzi degli alimentari all'inflazione misurata sullo IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; punti percentuali)



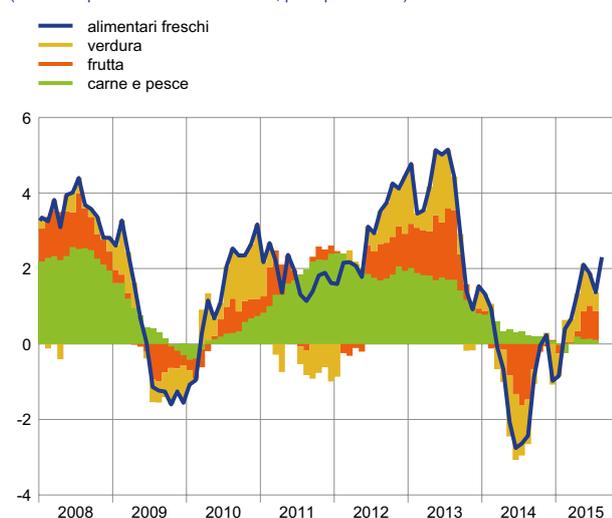
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni sono relative ad agosto 2015 (stime preliminari).

Figura B

Inflazione degli alimentari freschi

(variazioni percentuali sui dodici mesi; punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: non è ancora disponibile alcuna scomposizione per l'ultima osservazione relativa ad agosto 2015 (stima preliminare).

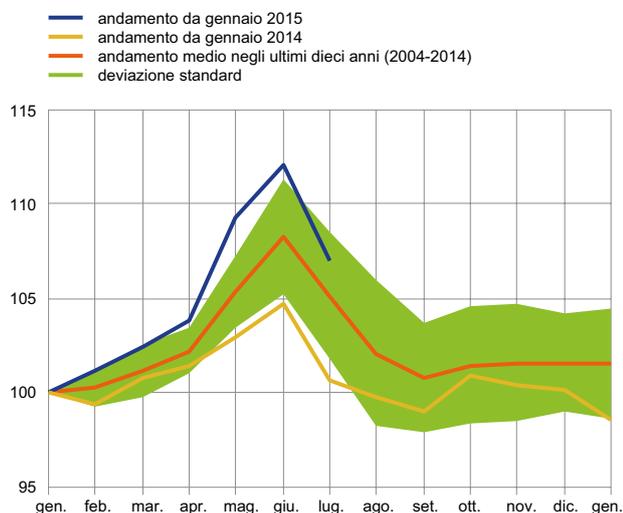
Gli andamenti dei prezzi dei beni alimentari hanno rafforzato il profilo dell'inflazione nell'area dell'euro determinato dai corsi dell'energia negli ultimi trimestri. Ciò vale sia per il minore contributo fornito all'inflazione complessiva nel 2014 sia per il miglioramento del contributo nei primi mesi del 2015 (cfr. figura A), un profilo di flessione e di ripresa visibile nei prezzi dei prodotti alimentari sia freschi sia trasformati. Poiché l'inflazione degli alimentari può essere caratterizzata da un notevole livello di volatilità, il presente riquadro esamina i fattori all'origine degli andamenti recenti al fine di comprendere meglio il rialzo dei prezzi.

I recenti movimenti dell'inflazione dei beni alimentari freschi sono riconducibili per lo più all'andamento dei prezzi degli ortofrutticoli. Ciò spiega in gran parte il calo del tasso di crescita sul periodo corrispondente (da circa il 5 per cento a metà del 2013 a un minimo storico di quasi -3 per cento a metà del 2014) e il rialzo verso tassi di crescita positivi (di circa il 2 per cento a metà del 2015; cfr. la figura B). In tal senso, un ruolo rilevante è svolto di solito dai fattori stagionali. Il calo dei prezzi degli ortofrutticoli agli inizi del 2014 è ascrivibile in ampia misura all'inverno mite del 2013-2014, oltre che all'esaurirsi dei precedenti effetti al rialzo delle avverse condizioni meteorologiche. Il ritorno su tassi di crescita positivi nella prima metà del 2015 riflette quindi sia la dinamica relativamente contenuta dei prezzi un anno prima sia i movimenti relativamente forti dei prezzi nel 2015 (cfr. figura C).

I recenti movimenti dell'inflazione dei beni alimentari trasformati sono dovuti a diversi fattori. In primo luogo, la ripresa agli inizi del 2015 riflette in parte un contributo lievemente maggiore dei prezzi del tabacco, che spesso risentono degli effetti delle misure fiscali (cfr. figura D). In secondo luogo, questi prezzi, come quelli dell'energia, possono essere notevolmente influenzati dagli andamenti dei corsi mondiali delle materie prime. Nell'area dell'euro,

Figura C**Profilo infra-annuale dei prezzi degli ortofrutticoli nell'area dell'euro**

(indice: gennaio = 100)

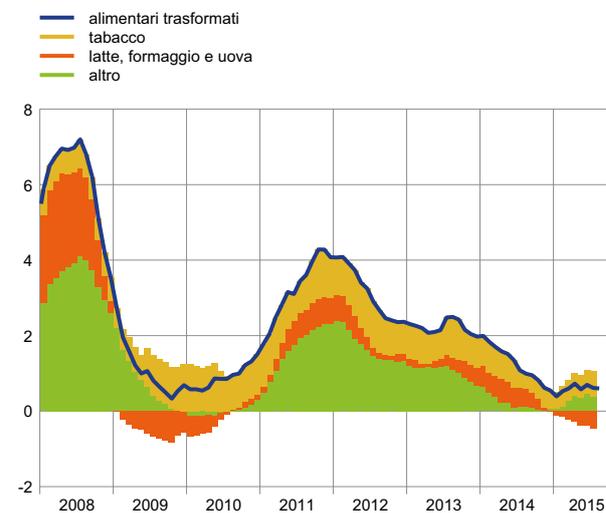


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'area di colore verde indica un aumento/decremento pari a una deviazione standard dei livelli dell'indice per ogni mese rispetto al loro livello nel gennaio dell'anno precedente per il periodo dal 2004 al 2014.

Figura D**Inflazione degli alimentari trasformati**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

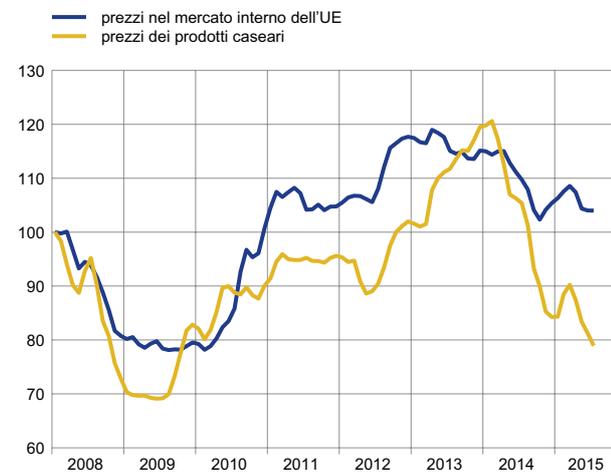
Nota: non è ancora disponibile alcuna scomposizione per l'ultima osservazione relativa ad agosto 2015 (stima preliminare).

tuttavia, i prezzi alla produzione delle materie prime alimentari nel mercato interno dell'UE, anziché le loro quotazioni mondiali, sono generalmente più rilevanti per la trasmissione ai prezzi al consumo dei beni alimentari. Sia i corsi internazionali dei prodotti alimentari sia i prezzi nel mercato interno dell'UE (cfr. figura E) sono diminuiti dal 2014, pur mostrando timidi segnali di stabilizzazione agli inizi del 2015. Le pressioni al ribasso sulle quotazioni delle materie prime ma anche sui prezzi degli alimentari trasformati continuano a provenire soprattutto dalle rispettive componenti dei prodotti caseari, anch'esse attualmente soggette a influssi

straordinari. In assenza di ulteriori flessioni dei prezzi delle materie prime, il progressivo esaurirsi di tali fattori dovrebbe rendere più solida la ripresa dei prezzi degli alimentari trasformati.

Figura E**Andamenti dei prezzi nel mercato interno dell'UE**

(in euro; indice: gennaio 2008 = 100, non destagionalizzato)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni sono relative a luglio 2015.

Un fattore straordinario che sta incidendo sull'inflazione dei beni alimentari (sia freschi sia trasformati) è il divieto imposto dalla Russia sulle importazioni dall'Unione europea. Il divieto russo, in vigore dalla metà del 2014, può aver ostacolato una ripresa più vigorosa dei prezzi degli alimentari. Infatti, l'evidenza aneddotica di quel periodo indica un impatto negativo sui prezzi degli alimentari freschi come le mele e sugli alimentari trasformati come i prodotti caseari. Tuttavia, la Commissione europea ha reagito attivando misure di sostegno per gli ortofrutticoli deperibili che avrebbero attenuato le pressioni al ribasso sui prezzi derivanti da un eccesso

di offerta di tali beni¹. L'estensione dell'embargo russo e le suddette misure di sostegno dovrebbero continuare a frenare i prezzi dei beni alimentari freschi.

La scadenza delle quote alla produzione di latte nell'UE nel marzo 2015 costituisce un fattore straordinario che ha inciso soprattutto sui prezzi dei prodotti caseari. Negli scorsi anni, in previsione dell'abolizione di tali quote, i produttori lattiero-caseari dell'UE hanno aumentato la produzione rivolta alle esportazioni nei mercati internazionali, esponendosi maggiormente alle variazioni della domanda mondiale. Attualmente sui prezzi gravano una maggiore concorrenza e un eccesso di offerta ascrivibili alla minore domanda proveniente dalla Russia e da alcune economie emergenti. In assenza di una ripresa della domanda mondiale, alcune pressioni al ribasso sull'inflazione dei beni alimentari potrebbero esaurirsi solo gradualmente.

Nel complesso, il rincaro dei beni alimentari ha contribuito alla ripresa dell'inflazione agli inizi del 2015, sostenuta da significativi effetti base.

Nonostante ciò, l'inflazione dei prodotti alimentari rimane piuttosto bassa in termini storici. Al momento, l'inflazione degli alimentari è frenata da fattori straordinari, quali l'embargo russo sulle importazioni di beni alimentari dall'UE, l'eccesso di offerta di prodotti caseari derivante dall'abolizione delle quote latte e una domanda mondiale inferiore alle attese.

¹ Agli inizi di agosto 2014, in linea con la politica agricola comune (PAC), la Commissione europea ha annunciato misure d'emergenza a sostegno dei mercati dei beni ortofrutticoli deperibili volte ad acquistare tali prodotti a prezzo intero dagli agricoltori, o a risarcirli per il mancato raccolto. Il 30 luglio 2015 queste misure sono state prorotate per un altro anno, fino al 30 giugno 2016.

Riquadro 8

Raccomandazioni specifiche per paese relative alle politiche di bilancio nell'ambito del Semestre europeo del 2015

Il 25 e il 26 giugno il Consiglio europeo ha approvato le raccomandazioni specifiche per paese relative alle politiche economiche e di bilancio per i 26 Stati membri dell'Unione europea (UE) non soggetti a programmi di assistenza finanziaria¹. Le raccomandazioni sono state quindi adottate dai ministri dell'economia e delle finanze il 14 luglio, concludendo formalmente il Semestre europeo del 2015. Le raccomandazioni del Consiglio in materia di finanza pubblica sono intese ad assicurare il rispetto del Patto di stabilità e crescita (PSC) dell'UE da parte dei paesi. A tal fine, esse esprimono pareri sugli aggiornamenti del 2015 ai programmi di stabilità e convergenza – che i paesi dovevano sottoporre al Consiglio e alla Commissione europea entro metà aprile² – tenendo conto della comunicazione sulla flessibilità nell'ambito del PSC diffusa dalla Commissione lo scorso gennaio³. Gli Stati membri sono tenuti a dar seguito alle raccomandazioni specifiche per paese sulla finanza pubblica emesse nel quadro del Semestre europeo del 2015 integrandole all'interno dei progetti di documenti programmatici di bilancio per il 2016 che presenteranno all'Eurogruppo e al Consiglio entro metà ottobre. Il presente riquadro passa in rassegna le raccomandazioni sulle politiche di bilancio rivolte, nell'ambito del Semestre europeo del 2015, ai 17 paesi dell'area dell'euro considerati, indicando le implicazioni per i piani di bilancio per il 2016.

Le raccomandazioni specifiche per paese del Consiglio europeo individuano rischi di inosservanza dei requisiti di sforzo strutturale previsti dal PSC in 12 dei 17 paesi dell'area dell'euro esaminati. I cinque paesi dell'area non soggetti a programmi di assistenza finanziaria (Irlanda, Portogallo, Slovenia, Spagna e Francia) per cui sono in corso procedure per i disavanzi eccessivi (PDE) devono varare interventi strutturali pari in media allo 0,7 e allo 0,9 per cento del PIL, rispettivamente nel 2015 e nel 2016, per assicurare il rispetto del Patto; tuttavia, in assenza di cambiamenti delle politiche, ci si attende che i

¹ Sono compresi tutti gli Stati membri dell'UE tranne Cipro e Grecia.

² Tali programmi delineano i piani di finanza pubblica con riferimento almeno all'esercizio in corso e ai tre successivi. Per una panoramica cfr. "The 2015 stability and convergence programmes – an overview", Commissione europea, *Institutional Paper*, n. 2, Bruxelles, luglio 2015.

³ Il 13 gennaio la Commissione europea ha pubblicato la comunicazione *Sfruttare al meglio la flessibilità consentita dalle norme vigenti nel Patto di stabilità e crescita* (reperibile all'indirizzo <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/IT/1-2015-12-IT-F1-1.PDF>). Cfr. anche il riquadro *Flessibilità nell'ambito del Patto di stabilità e crescita* nel numero 1/2015 di questo Bollettino.

Tavola

Andamenti di finanza pubblica per paese nel 2015 e nel 2016

Paese	Impegno previsto dal PSC (variazione del saldo strutturale in percentuale del PIL, se l'OMT non è stato raggiunto)		Previsioni di primavera 2015 della Commissione europea (variazione del saldo strutturale in percentuale del PIL)		Divario rispetto al risanamento annuo (differenza tra previsioni di primavera 2015 della Commissione europea e impegni, se l'OMT non è stato raggiunto)		Per memoria: variazione della spesa per interessi in percentuale del PIL tra il 2014 e il 2016 (previsioni di primavera 2015 della Commissione europea)	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016		
Meccanismo preventivo								
Belgio	0,6	0,6	0,5	0,2	-0,1	-0,4	-0,4	
Germania	OMT raggiunto	OMT raggiunto	-0,2	-0,3	OMT raggiunto	OMT raggiunto	-0,3	
Estonia	-0,2	0,4	-0,5	-0,3	-0,4	-0,7	0,0	
Italia	0,25	0,1	0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,4	
Lettonia	-0,4	0,3	-0,3	-0,3	0,1	-0,6	-0,2	
Lituania	0,2	0,5	-0,7	0,7	-0,9	0,2	-0,2	
Lussemburgo	OMT raggiunto	OMT raggiunto	-1,0	-0,2	OMT raggiunto	OMT raggiunto	0,0	
Malta	0,6	0,6	0,5	0,6	-0,1	0,0	-0,3	
Paesi Bassi	OMT raggiunto	OMT raggiunto	-0,1	-0,1	OMT raggiunto	OMT raggiunto	-0,1	
Austria	-0,06	0,3	-0,4	-0,6	-0,3	-0,8	-0,1	
Slovacchia	0,0	0,25	0,2	0,0	0,2	-0,2	-0,4	
Finlandia	0,1	0,5	-0,2	-0,4	-0,3	-0,9	-0,1	
Meccanismo correttivo (PDE)								
2015	Irlanda*	1,9	0,6	0,5	0,3	-1,4	-0,3	-0,6
	Portogallo*	0,5	0,6	-0,8	-0,6	-1,3	-1,2	-0,4
Scadenza della PDE	Slovenia*	0,5	0,6	0,1	-0,5	-0,4	-1,1	-0,3
2016	Spagna	0,8	1,2	-0,4	-0,2	-1,2	-1,4	-0,3
2017	Francia	0,5	0,8	0,3	0,0	-0,2	-0,8	-0,1

Fonti: raccomandazioni specifiche per paese per il 2015 (<http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2015/06/19-country-specific-recommendations/>) e previsioni di primavera 2015 della Commissione europea.

Note: nella tavola figurano i paesi dell'area dell'euro che non sono soggetti a programmi di assistenza finanziaria (ovvero tutti gli Stati membri salvo Cipro e Grecia). Gli impegni di risanamento strutturale nel quadro del meccanismo preventivo e di quello correttivo del PSC sono delineati nelle raccomandazioni specifiche per paese relative al 2015. L'Irlanda è stata sottoposta a una PDE prima della riforma del "six pack" ed è quindi tenuta a conseguire un risanamento strutturale medio annuo senza obiettivi annui. * Requisiti di sforzo strutturale per il 2016 applicabili nell'ambito del meccanismo preventivo, ipotizzando la chiusura della PDE entro il termine stabilito del 2015. Lo sforzo strutturale richiesto nel quadro del meccanismo preventivo del PSC non comprende i requisiti derivanti dalla regola sul debito. I dati sono arrotondati, tranne che per gli impegni previsti dal PSC.

dati medi risultino nell'insieme leggermente negativi in entrambi gli anni⁴. A loro volta, i 12 paesi dell'area dell'euro sottoposti al meccanismo preventivo del Patto dovranno avvicinarsi ai rispettivi obiettivi di bilancio a medio termine attraverso misure strutturali pari complessivamente allo 0,2 per cento del PIL nel biennio 2015-2016; nondimeno, i dati attesi per questo periodo sono lievemente negativi⁵. Pertanto, le raccomandazioni relative alle politiche di bilancio richiedono a otto Stati membri (Belgio, Estonia, Italia, Lettonia, Lituania, Malta, Austria e Finlandia) di compiere sforzi strutturali commisurati al meccanismo preventivo del PSC. Per due paesi (Belgio e Italia) si rileva inoltre un consistente ritardo nell'azione di risanamento necessaria ai fini della regola sul debito. In base a quest'ultima, nel 2015 il miglioramento del saldo strutturale dovrebbe ammontare al 2,1 per cento del PIL per l'Italia (a causa dei ritardi nel risanamento accumulati dal 2013), rispetto alla previsione di uno sforzo strutturale pari allo 0,3 per cento, e all'1,1 per cento del PIL nel caso del Belgio (per effetto dei ritardi accumulati dal 2014), a fronte di una previsione di misure strutturali pari allo 0,5 per cento del PIL. Tali requisiti non trovano riscontro nelle raccomandazioni specifiche per il 2015 rivolte ai due paesi, poiché la Commissione ha concluso che la deviazione dalla regola sul

⁴ Per quanto concerne il meccanismo correttivo del PSC, il Consiglio ha chiuso la PDE relativa a Malta entro il termine previsto del 2014. Al tempo stesso, ha deciso di non aprire una PDE per la Finlandia, benché secondo le previsioni il superamento del livello di riferimento del 3 per cento per il rapporto disavanzo/PIL non sia temporaneo e non si prospetti un rientro del disavanzo prima del 2016.

⁵ Cfr. anche il riquadro *L'efficacia dell'obiettivo di medio termine per ancorare le politiche di bilancio* nel numero 4/2015 di questo Bollettino.

debito è giustificata da fattori rilevanti quali le sfavorevoli condizioni economiche e l'attuazione di riforme strutturali. In molti paesi la spesa per interessi si è collocata al di sotto di quanto inizialmente indicato nei bilanci di previsione. Al tempo stesso, anziché impiegare i risparmi così conseguiti per accelerare l'aggiustamento del disavanzo, diversi Stati membri hanno aumentato la spesa primaria (ovvero la spesa pubblica al netto degli interessi) rispetto ai piani originari. Si consiglia dunque ai paesi che registrano un elevato rapporto tra debito delle amministrazioni pubbliche e PIL (Belgio, Francia, Italia, Irlanda e Portogallo) di utilizzare eventuali disponibilità straordinarie, connesse a una spesa per interessi inferiore alle attese, per la riduzione del disavanzo. Inoltre, per quanto concerne i paesi che hanno già soddisfatto gli obiettivi di bilancio a medio termine, la Germania è stata esortata a incrementare ulteriormente gli investimenti pubblici in infrastrutture, istruzione e ricerca, mentre i Paesi Bassi sono incoraggiati a dirottare maggiori risorse verso ricerca e sviluppo.

Il Semestre europeo del 2015, quinto ciclo di sorveglianza dalla creazione di questo strumento, ha seguito un approccio più razionale, il cui obiettivo era ridurre il numero di raccomandazioni emesse rendendole nel contempo più mirate. Questa riorganizzazione ha comportato, fra l'altro, che venisse anticipata la pubblicazione delle analisi della Commissione europea per favorire il confronto con gli Stati membri. Nel complesso, le raccomandazioni specifiche per paese del 2015 riflettono adeguatamente i rischi di inosservanza delle regole di bilancio dell'UE da parte degli Stati membri, oltre a individuare i principali ambiti di riforma. A tal fine, applicano l'orientamento ampio in materia di finanza pubblica indicato per questo Semestre europeo nella *Analisi annuale della crescita 2015*, ossia "[...] perseguire la responsabilità di bilancio"⁶. In generale, il processo del Semestre europeo può contribuire efficacemente ad accrescere la sostenibilità dei conti pubblici solo se i casi di inosservanza delle regole di bilancio dell'UE sono individuati e affrontati in maniera adeguata. In tale contesto, la Relazione dei cinque presidenti diffusa lo scorso giugno⁷ propone l'istituzione di un Comitato europeo per le finanze pubbliche chiamato a valutare pubblicamente e in modo indipendente le politiche di bilancio dei paesi rispetto agli obblighi derivanti dal quadro di riferimento dell'UE in materia. Queste valutazioni confluirebbero quindi nelle decisioni adottate dalla Commissione europea nell'ambito del Semestre europeo. Il documento delinea inoltre un Semestre europeo più integrato, con un maggiore coinvolgimento dei parlamenti nazionali. In prospettiva, alla luce del persistere di vulnerabilità quali gli elevati livelli di debito pubblico e disavanzo strutturale in alcuni paesi dell'area dell'euro, è importante che qualsiasi riforma del Semestre europeo non comprometta l'efficacia delle raccomandazioni sulle politiche di bilancio.

Le politiche di bilancio dovrebbero sostenere la ripresa pur restando aderenti al Patto di stabilità e crescita. Un'attuazione piena e coerente è fondamentale per la fiducia nel nostro quadro di riferimento per i conti pubblici. Pertanto, i progetti di documenti programmatici di bilancio per il 2016 dovrebbero chiarire in che modo i

⁶ Cfr. *Analisi annuale della crescita 2015*, Commissione europea, Bruxelles, novembre 2014 (disponibile all'indirizzo http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2015/ags2015_it.pdf).

⁷ Cfr. la relazione *Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa*, predisposta da Jean-Claude Juncker in stretta collaborazione con Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi e Martin Schulz, Bruxelles, 2015.

paesi il cui sforzo strutturale risulta insufficiente ad assolvere gli obblighi derivanti dal PSC intendano dar seguito alle raccomandazioni specifiche per paese, al fine di assicurare il rispetto delle regole di bilancio dell'UE riducendo più velocemente i disavanzi. In particolare, considerata la volatilità cui sono soggetti i rendimenti obbligazionari, i programmi di bilancio dei paesi con un alto livello di indebitamento dovrebbero contenere provvedimenti per fronteggiare i rischi legati a un eventuale venir meno dell'attuale contesto di bassi tassi di interesse.

Articoli

Lo stato del ciclo dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro

Questo articolo esamina lo stato attuale del ciclo dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro nel confronto con gli andamenti storici. Ne emerge che i prezzi delle case nell'area hanno mostrato una ripresa finora alquanto modesta, più debole rispetto al tipico aumento osservato storicamente negli stadi iniziali di recupero del loro ciclo. Al tempo stesso le correzioni di precedenti sopravvalutazioni, insieme alle favorevoli condizioni finanziarie e reddituali, indicano che la ripresa in atto ha maggiori probabilità di protrarsi rispetto al breve rialzo registrato subito dopo la crisi. Una ripresa graduale e duratura del ciclo dei prezzi delle abitazioni sosterebbe l'andamento economico. Nel contempo, la dinamica contestuale del credito permane finora moderata, limitando l'accumularsi di rischi sistemici per il sistema finanziario dell'area dell'euro. Anche i nuovi strumenti macroprudenziali contribuiscono a mitigare eventuali rischi in modo mirato e granulare.

1 Introduzione

I prezzi delle abitazioni hanno rappresentato un indicatore fondamentale per la valutazione dello stato dell'economia nell'area dell'euro dopo la crisi finanziaria. Ciò riflette la generale importanza che il settore degli immobili residenziali tende a rivestire per la tempistica e l'ampiezza del ciclo economico, specie nel periodo successivo a un episodio di forte ascesa e repentino calo (boom-bust). In alcuni paesi dell'area dell'euro i prezzi delle case aumentavano a ritmi e livelli insostenibili prima della crisi; l'inevitabile aggiustamento che è seguito ha determinato un calo delle quotazioni o, nei migliori dei casi, una loro evoluzione moderata.

Dopo un prolungato periodo di aggiustamento caratterizzato da qualche oscillazione, vi sono ora crescenti segnali che i prezzi delle case sono finalmente tornati a salire. Il ciclo, misurato dal tasso di variazione sul periodo corrispondente dei prezzi degli immobili residenziali, ha raggiunto un punto di minimo agli inizi del 2013; i tassi di variazione sono poi diventati meno negativi, passando in territorio positivo nella seconda metà del 2014. Finora la ripresa non appare molto vigorosa, ma la tendenza al rialzo del tasso di crescita interessa in maniera relativamente generalizzata i paesi dell'area dell'euro. In questo contesto, è utile analizzare i vari fattori alla base dell'incipiente recupero delle quotazioni residenziali, nonché la sua forza e sostenibilità nel tempo.

Comprendere lo stato e la natura del ciclo dei prezzi delle abitazioni è essenziale in una prospettiva sia macroeconomica sia di stabilità finanziaria, per via del nesso che lo lega al ciclo economico e a quello finanziario; le quotazioni degli immobili residenziali influiscono infatti sul mercato del credito, poiché

determinano il valore delle garanzie a fronte delle quali le banche erogano prestiti alle famiglie. A questo proposito, è significativo notare come il ciclo delle garanzie abbia dimostrato la propria importanza nel contesto della crisi finanziaria e dei problemi che questa ha ingenerato nel settore bancario di alcuni paesi dell'area. In futuro, gli andamenti dei prezzi delle case meritano particolare attenzione in una situazione di bassi tassi di interesse per via dei complessi legami che intercorrono fra prezzi delle case, attività economica e dinamica del credito.

Questo articolo esamina la recente evoluzione dei prezzi delle abitazioni nell'intera area dell'euro e le loro prospettive attuali, soffermandosi sul settore residenziale e tralasciando quello degli immobili non residenziali (sezione 2). Mette quindi a confronto gli attuali cicli del credito e dei prezzi delle case con i precedenti (sezione 3), approfondendo infine l'interazione tra andamento dei prezzi delle case, economia reale e settore bancario (sezione 4).

2 Andamenti recenti e prospettive attuali dei prezzi delle abitazioni

La recente evoluzione dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro suggerisce che vi è stata un'inversione di tendenza e che la ripresa è in atto.

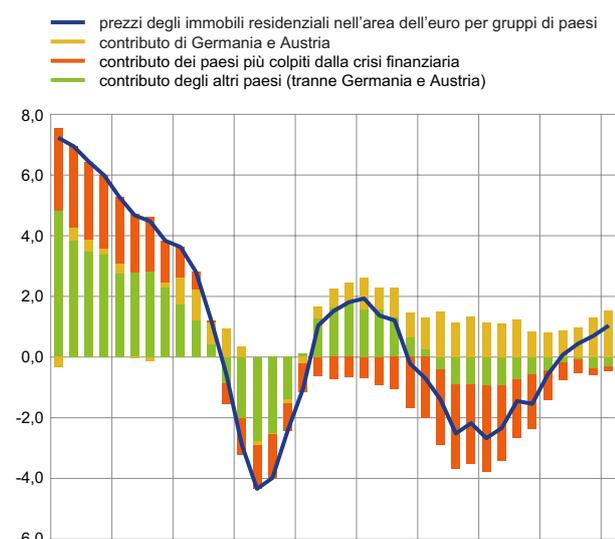
Il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei prezzi delle case ha iniziato a salire a metà 2013, volgendo lievemente in positivo nella seconda metà dello scorso anno. Segnali simili erano stati osservati nel biennio 2009-2010, a distanza relativamente breve dalla crisi finanziaria; lo scoppio della crisi del debito sovrano

nell'area ha però impedito un recupero duraturo. Con queste premesse, è opportuno valutare la sostenibilità dell'incipiente ripresa – tuttora fiacca – nel complesso dell'area analizzando i diversi fattori che la sostengono.

Figura 1

Prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro per gruppi di paesi

(variazioni percentuali sull'anno precedente e contributi in punti percentuali)



Fonti: elaborazioni della BCE su dati nazionali.

Nota: i paesi più colpiti dalla crisi finanziaria sono Irlanda, Grecia, Spagna, Italia, Cipro, Portogallo e Slovenia. Le ultime rilevazioni si riferiscono al primo trimestre del 2015 per tutti i paesi ad eccezione di Belgio, Slovacchia e Finlandia, dove l'ultima rilevazione riguarda il quarto trimestre del 2014.

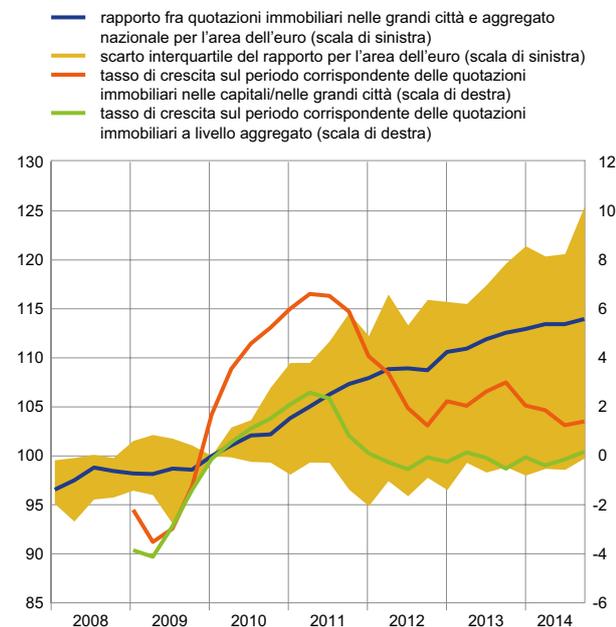
In primo luogo, la ripresa dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro sembra riguardare in modo relativamente generalizzato diversi gruppi di paesi.

Mentre Germania e Austria continuano a fornire un contributo decisamente positivo alla crescita delle quotazioni, l'inversione del tasso di variazione sul periodo corrispondente registrata dagli inizi del 2013 è dovuta essenzialmente alla graduale diminuzione dell'impatto negativo esercitato dai paesi più colpiti dalla crisi finanziaria (Irlanda, Grecia, Spagna, Italia, Cipro, Portogallo e Slovenia). Lo stesso vale, in misura lievemente inferiore, per i restanti paesi dell'area dell'euro ad esclusione di Germania e Austria (cfr. figura 1).

Questo diffuso contributo a una crescita positiva dei prezzi delle case nell'area marca una differenza rispetto alla situazione del 2009-2010, quando le economie più interessate dalla crisi finanziaria continuavano a

Figura 2
Prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro nelle aree metropolitane e a livello aggregato

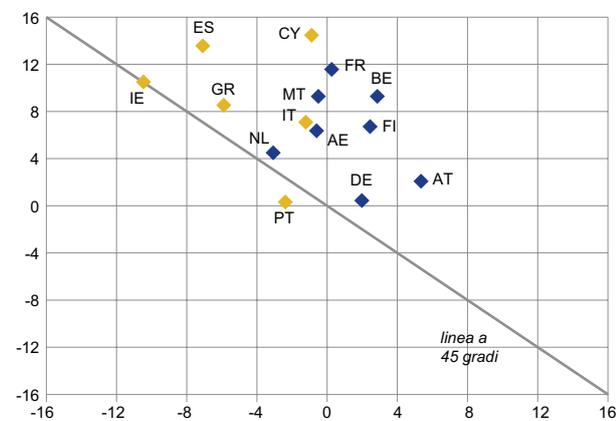
(rapporto primo trimestre 2010 = 100 e variazioni percentuali sull'anno precedente)



Fonti: elaborazioni della BCE su dati BRI e fonti nazionali.
Note: il rapporto per l'area dell'euro è un'aggregazione di rapporti nazionali che comprendono Austria, Belgio, Germania, Estonia, Spagna, Francia e Italia fino al 2010 e, dopo il 2010, anche Slovenia e Francia; vengono utilizzate ponderazioni del PIL. Le aree ombreggiate rappresentano lo scarto interquartile dei rapporti per paese (dal 25° al 75° percentile). A causa della diversa copertura e provenienza dei dati, vi potrebbero essere scostamenti dagli andamenti aggregati dei prezzi delle abitazioni indicati nella figura 1. Le ultime rilevazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2014.

Figura 3
Crescita dei prezzi delle abitazioni nel periodo precedente e successivo alla crisi finanziaria

(variazioni percentuali annuali medie; asse delle ascisse: 2007-2013, asse delle ordinate: 2001-2007)



Fonte: elaborazioni della BCE su dati nazionali.
Note: i paesi più colpiti dalla crisi (Irlanda, Grecia, Spagna, Italia, Cipro e Portogallo) sono contrassegnati dal punto giallo. I dati relativi a Estonia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Slovenia e Slovacchia non sono disponibili per l'intero campione. Nel caso di Cipro la media pre-crisi è calcolata per il periodo 2002-2007.

incidere in senso negativo e la ripresa era riconducibile soprattutto a un forte apprezzamento negli altri paesi.

In secondo luogo, l'attuale rafforzamento dei prezzi delle case sembra dipendere dalle aree metropolitane in misura inferiore al 2009-2010.

L'aggregazione di alcuni paesi per cui i dati sono disponibili mostra come, dalla crisi finanziaria, le quotazioni residenziali siano cresciute più rapidamente nelle aree metropolitane che nel complesso dell'economia (cfr. figura 2). L'andamento potrebbe essere dovuto a ragioni di ordine geografico come la più esigua disponibilità di terreni nei centri metropolitani, cui corrisponde una minore elasticità dell'offerta di abitazioni rispetto alle zone rurali. Tuttavia potrebbe anche implicare che nelle aree urbane i prezzi delle case possono registrare un aumento più sostenuto in risposta al ciclo economico e quindi inviare segnali ingannevoli se l'evoluzione di quest'ultimo non è duratura.

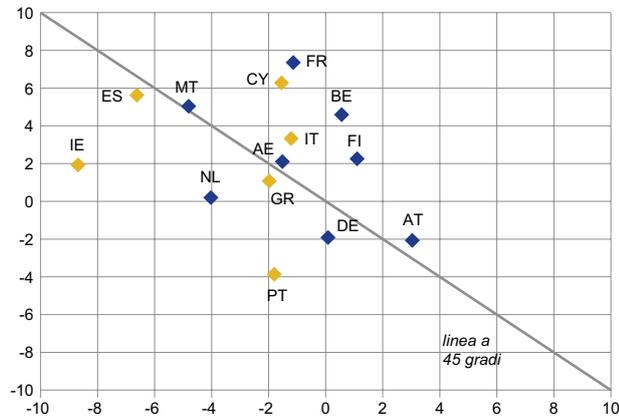
Negli ultimi trimestri il differenziale di crescita tra i prezzi delle abitazioni nelle aree metropolitane e quelli nel complesso dell'economia si è mantenuto relativamente stabile, mentre la ripresa del 2009-2010 era stata caratterizzata da un'accelerazione molto più pronunciata nelle prime, poi esauritasi ben più velocemente. Come per i singoli paesi, anche nell'insieme dell'area la dinamica dei prezzi appare di recente più equilibrata in termini di posizione geografica e, pertanto, offre presupposti migliori per un recupero durevole rispetto ad alcuni anni fa.

In terzo luogo, la ripresa attuale è stata preceduta da correzioni sostanziali dei passati squilibri nei prezzi delle case.

In diversi paesi, soprattutto quelli più colpiti dalla crisi finanziaria, i prezzi delle abitazioni hanno evidenziato incrementi cospicui nel periodo fino al 2007 per poi scendere tra il 2007 e il 2013, prima cioè dell'attuale recupero. Questa evoluzione indica un certo aggiustamento degli squilibri cumulatisi prima della crisi, quando i prezzi delle abitazioni avevano mostrato una crescita molto forte (talvolta a due cifre) in alcune economie (cfr. figura 3). Spiega inoltre perché al momento le quotazioni siano tornate ad aumentare a ritmi più sostenuti in alcune di queste, ad esempio Irlanda e Spagna, a fronte di un contesto macroeconomico in miglioramento e condizioni finanziarie favorevoli. I paesi che, come Austria e Germania, registrano una crescita relativamente

Figura 4**Rapporti fra prezzo delle abitazioni e PIL nel periodo precedente e successivo alla crisi finanziaria**

(variazioni percentuali annuali medie; asse delle ascisse: 2007-2013, asse delle ordinate: 2001-2007)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: cfr. figura 3.

vigorosa dal 2007, specie negli ultimi tempi, sono gli stessi che avevano rilevato incrementi più contenuti nel periodo precedente e non richiedevano quindi aggiustamenti. L'idea della correzione di squilibri emerge anche esaminando gli andamenti dei prezzi delle abitazioni in rapporto al reddito (misurato dal PIL). I paesi dove questo rapporto era salito maggiormente nel periodo fino al 2007 sono, in buona sostanza, quelli che tra il 2007 e il 2013 hanno fatto osservare gli aumenti più trascurabili o le diminuzioni più consistenti (cfr. figura 4). Alcuni, come Spagna, Irlanda e Grecia, hanno evidenziato cali addirittura superiori ai precedenti rialzi.

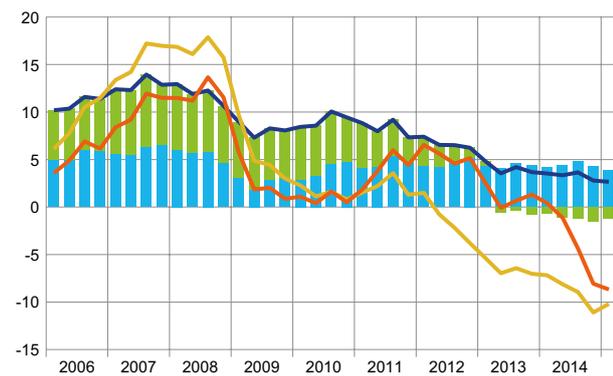
Misurare il grado di equilibrio dei prezzi delle case e la corrispondente necessità di correzioni è un'operazione soggetta a notevoli incertezze. Le ragioni sono da rintracciarsi nella complessa interazione fra i mercati degli immobili residenziali, delle locazioni e dei mutui, nelle diverse caratteristiche strutturali di questi mercati a livello nazionale, nonché nella limitata disponibilità dei dati e nei problemi di misurazione¹.

Il rapporto tra prezzi delle case e reddito, uno degli indicatori di valutazione disponibili, rappresenta una misura grezza dell'accessibilità finanziaria delle abitazioni. Quando l'indicatore si colloca al di sopra della media di lungo periodo, è possibile ipotizzare una sopravvalutazione dei prezzi delle case (almeno dal punto di vista dei potenziali nuovi acquirenti) che dovrebbe esercitare pressioni al ribasso sulle quotazioni. Dal 2010 lo squilibrio nel rapporto prezzi delle case/reddito per l'insieme dell'area dell'euro è progressivamente venuto meno. Nel 2014 superava di appena il 3 per cento circa il suo livello medio di lungo periodo, a indicare che i prezzi delle abitazioni erano tornati ampiamente in linea con i fondamentali. Tale andamento riflette in particolare l'esaurirsi dello squilibrio nel gruppo dei paesi più colpiti dalla crisi finanziaria, che avevano evidenziato aggiustamenti relativamente modesti fra il 2007 e il 2010 (cfr. figura 5). Tenuto conto che l'accessibilità delle abitazioni e i prezzi delle case dipendono anche dai costi di servizio dei mutui, l'indicatore di base offerto dal rapporto prezzi/reddito può essere integrato con i tassi di interesse utilizzando un approccio basato sulle annualità o un metodo di

Figura 5**Rapporti fra prezzo delle abitazioni e reddito nell'area dell'euro**

(deviazioni in punti percentuali dalla media di lungo termine e contributi in punti percentuali)

- rapporto di base fra prezzo delle abitazioni e reddito
- rapporto corretto mediante la formula per le annualità
- rapporto corretto mediante la formula quadratica per il tasso di interesse
- contributo dei paesi più colpiti dalla crisi finanziaria
- contributo degli altri paesi



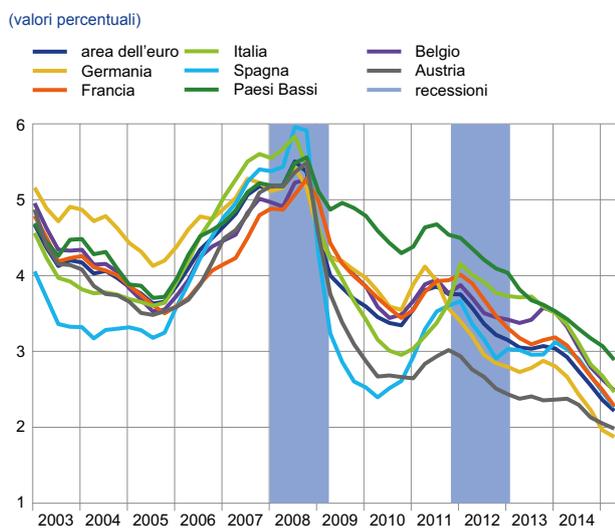
Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.
Note: la media di lungo termine è calcolata per il periodo dal primo trimestre del 1996. Il reddito disponibile per famiglia è utilizzato come misura del reddito. Il tasso di interesse corrisponde al tasso di interesse medio sui mutui. La nota a piè di pagina n. 2 del testo principale espone i metodi di aggiustamento. Il contributo dei paesi più colpiti dalla crisi (Irlanda, Grecia, Spagna, Italia, Cipro, Portogallo e Slovenia) è mostrato in verde.

¹ Per un'analisi, cfr. il riquadro Statistical valuation metrics for residential property markets in *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2015.

regressione². Queste misure di accessibilità suggeriscono che al momento i prezzi medi delle abitazioni potrebbero addirittura collocarsi lievemente al di sotto dei livelli di valutazione normali in una prospettiva storica. Tuttavia, il contributo favorevole all'accessibilità delle abitazioni proveniente dall'attuale contesto di bassi tassi di interesse potrebbe non risultare del tutto sostenibile qualora i tassi si normalizzassero ulteriormente.

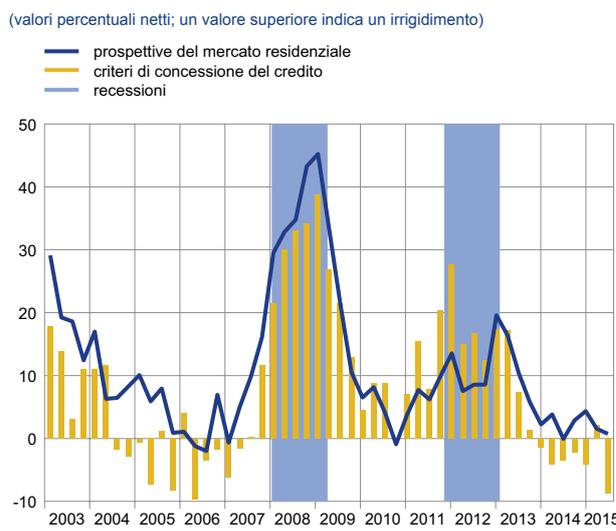
Oltre alla situazione di partenza più equilibrata che nel 2009-2010, anche altri fattori sostengono una ripresa più durevole dei prezzi delle case. Uno di essi riguarda le migliori prospettive di reddito e di occupazione delle famiglie associate con la ripresa economica in atto, che dovrebbero stimolare la domanda di immobili residenziali e imprimere un'accelerazione ai prezzi. Secondo le indagini congiunturali della Commissione europea, le intenzioni delle famiglie di acquistare un'abitazione entro due anni mostrano qualche segnale di miglioramento dalla fine del 2012, sebbene restino inferiori alla media di più lungo termine dal 1999. L'andamento è probabile che prosegua, se si considera che attualmente le aspettative per la crescita economica a uno e due anni sono migliori rispetto al 2009-2010 e le condizioni finanziarie dovrebbero rimanere propizie, in un contesto in cui le misure non convenzionali di politica monetaria sono state pensate per mantenere i tassi di interesse su livelli contenuti ancora per qualche tempo.

Figura 6
Tassi di interesse sui mutui nell'area dell'euro e in alcuni paesi



Fonte: BCE.
Note: le aree ombreggiate segnalano le recessioni individuate dallo Euro Area Business Cycle Dating Committee del CEPR. I tassi si riferiscono al tasso composito sui prestiti per l'acquisto di abitazioni in diversi periodi di determinazione del tasso di interesse, ponderato utilizzando una media mobile a 24 mesi dei volumi di nuovi prestiti. Le ultime rilevazioni riguardano il secondo trimestre del 2015.

Figura 7
Criteri di concessione dei prestiti per l'acquisto di abitazioni e prospettive del mercato residenziale



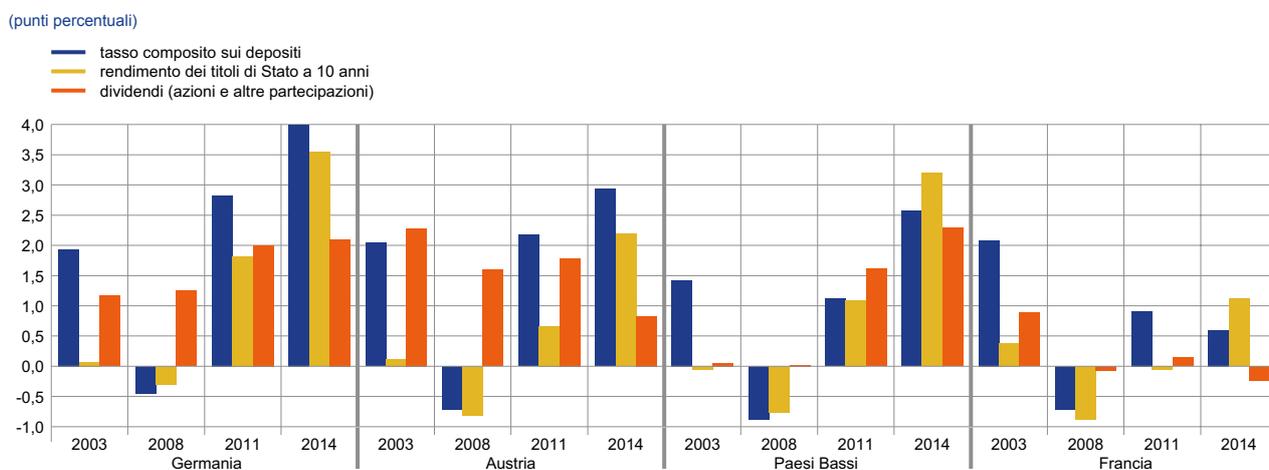
Fonte: indagini della BCE sul credito bancario nell'area dell'euro.
Note: le aree ombreggiate segnalano le recessioni individuate dallo Euro Area Business Cycle Dating Committee del CEPR. Retrospectiva di tre mesi. Le percentuali nette ponderate si calcolano come differenza fra irrigidimento e allentamento. Le ultime rilevazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2015.

² La misura basata sulle annualità aumenta il rapporto prezzo/reddito come segue: $r/(1-(1+r)^{-T})^*$ (indice dei prezzi delle abitazioni)/(indice del reddito), dove T è la durata del mutuo e r il tasso di interesse nominale sui mutui. Tipicamente si ipotizzano una durata del mutuo pari a 20 anni e un tasso di interesse fisso. Il grado di sottovalutazione o sopravvalutazione è quindi calcolato come deviazione percentuale del rapporto dalla sua media di lungo termine. In alternativa, i prezzi delle abitazioni possono essere regrediti sul reddito e sui tassi di interesse dei mutui, e i residui considerati stime della valutazione.

I tassi sui prestiti bancari e i criteri di concessione del credito sono diventati sempre più favorevoli negli ultimi trimestri. Questa evoluzione rappresenta senza dubbio un secondo fattore di supporto: dopo la fine dell'ultima recessione agli inizi del 2013, l'allentamento delle condizioni di finanziamento ha coinciso con la ripresa del ciclo dei prezzi delle case. Da allora i tassi sui mutui per l'acquisto di abitazioni sono diminuiti di oltre 90 punti base nell'area dell'euro (cfr. figura 6), pur con una certa eterogeneità fra paesi; nello stesso arco di tempo, i criteri di affidamento sono diventati successivamente meno restrittivi sino a mostrare un allentamento (cfr. figura 7). Le migliori prospettive del mercato residenziale hanno costituito un elemento importante per l'allentamento dei criteri di erogazione dei prestiti. Ciò dimostra che un miglioramento durevole di tali prospettive, riconducibile a fattori diversi dai criteri di affidamento, può trarre slancio da un ulteriore allentamento di questi ultimi. Esistono buone probabilità che le altre determinanti dei criteri di concessione del credito restino favorevoli, tenuto conto che il loro irrigidimento nel biennio 2011-2012 è stato dovuto inizialmente più all'evolversi della crisi del debito sovrano (attraverso i maggiori costi di finanziamento e i vincoli di bilancio che essa ha causato) che al deterioramento delle prospettive per il mercato delle abitazioni.

Anche l'attuale contesto di bassi tassi di interesse potrebbe fornire un ulteriore sostegno alla domanda di immobili residenziali e stimolarne i prezzi in un'ottica di portafoglio di investimento. Le abitazioni possono essere considerate non solo un bene di consumo ma anche un bene di investimento, il cui rendimento è valutabile e confrontabile con quello di investimenti alternativi. Nell'attuale contesto di tassi di interesse contenuti, gli immobili residenziali potrebbero diventare un investimento più interessante per famiglie e/o investitori qualora promettessero rendimenti superiori rispetto, per esempio, ai depositi bancari, a titoli quali le obbligazioni governative oppure alle azioni e altre partecipazioni. Le stime sui rendimenti degli immobili residenziali, disponibili solo per alcuni paesi dell'area dell'euro (Germania, Austria,

Figura 8
Rendimenti degli investimenti residenziali rispetto a quelli in attività alternative



Fonti: IPD, DataStream ed elaborazioni della BCE.

Note: il rendimento sugli immobili residenziali è il reddito netto annuale in percentuale del capitale utilizzato. Il tasso composito sui depositi corrisponde al tasso di interesse applicato dalle IFM ai depositi delle famiglie con scadenza prestabilita (scadenza originaria complessiva, copertura dei nuovi contratti).

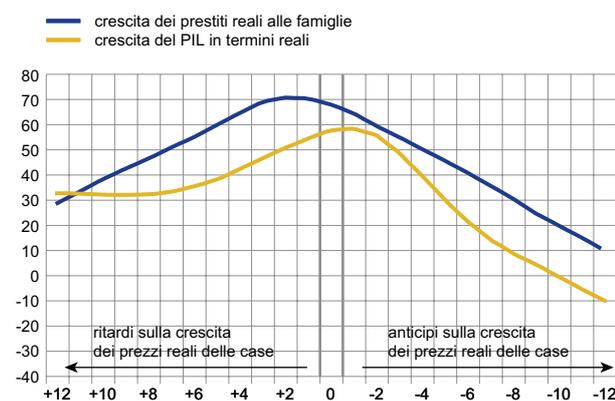
Paesi Bassi e Francia), sono circondate da notevole incertezza³. Un confronto tra questi paesi, inevitabilmente ampio, dimostra che negli ultimi anni (ad esempio nel 2011 e nel 2014) i rendimenti annuali delle abitazioni hanno generalmente superato i rendimenti nominali di lungo termine sui titoli di Stato, i rendimenti nominali dei depositi bancari e i dividendi distribuiti nei mercati azionari nazionali; inoltre, i differenziali si sarebbero ulteriormente ampliati tra il 2011 e il 2014 (cfr. figura 8). Nel complesso, negli anni recenti il rendimento relativo degli immobili residenziali è migliorato rispetto al 2008, quando risultavano più remunerativi depositi e titoli di Stato.

3 Fatti stilizzati del ciclo dei prezzi delle case nell'area dell'euro

Per valutare lo stato attuale del ciclo dei prezzi delle abitazioni e le prospettive per un'ulteriore ripresa occorre operare un confronto con gli andamenti storici. In particolare, è opportuno analizzare l'evoluzione dei cicli dei prezzi delle case nell'area dell'euro in rapporto sia al ciclo economico sia a quello del credito, poiché tali andamenti possono influenzarsi a vicenda. Le variabili corrispondenti (quotazioni residenziali, PIL e prestiti delle IFM alle famiglie) sono considerate in termini reali per tener conto delle differenze fra i tassi di inflazione medi degli ultimi decenni.

Figura 9
Correlazioni incrociate di crescita del PIL in termini reali e crescita dei prestiti reali alle famiglie con la crescita dei prezzi reali delle abitazioni

(valori percentuali)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.

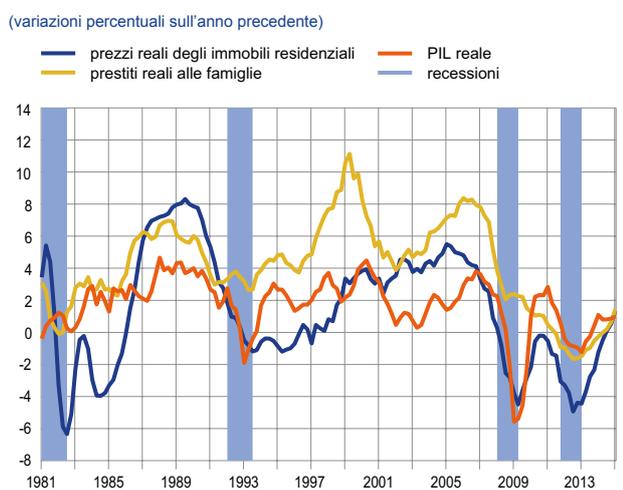
Note: correlazioni fra i tassi di incremento sul periodo corrispondente della crescita dei prezzi reali delle case (deflazionati con lo IAPC) e, rispettivamente, i tassi di crescita sul periodo corrispondente del PIL in termini reali e i tassi di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle famiglie (deflazionati con lo IAPC); i dati utilizzati si riferiscono al periodo dal primo trimestre del 1980 al primo trimestre del 2015.

Il ciclo dei prezzi reali delle abitazioni è ampiamente allineato sia con il ciclo economico sia con quello del credito, mostrando nel complesso un forte grado di comovimento con entrambi (cfr. figura 9). La correlazione massima fra la crescita sul periodo corrispondente dei prezzi reali delle abitazioni e l'espansione sul periodo corrispondente del PIL in termini reali è pari al 60 per cento circa, mentre quella con la crescita sul periodo corrispondente dei prestiti reali alle famiglie si aggira intorno al 70 per cento. In entrambi i casi si colloca su un livello sostanzialmente coincidente. L'allineamento è particolarmente pronunciato nelle fasi recessive (cfr. figura 10). Tutte le recessioni dell'area dell'euro dal 1980 sono state accompagnate da una dinamica calante e infine negativa delle quotazioni reali, che hanno iniziato a recuperare solo una volta superato il punto di minimo dell'attività economica reale. A loro volta, i periodi di flessione dei prezzi reali delle abitazioni sono tipicamente preceduti da un forte rallentamento dei

³ Le stime del rendimento in termini di reddito, provenienti dalla banca dati trimestrale IPD per le ricerche qualitative, riflettono i portafogli di immobili residenziali detenuti dagli investitori istituzionali; questi si concentrano verosimilmente sui segmenti di qualità primaria o comunque superiore, le cui dinamiche differiscono con ogni probabilità da quelle del mercato residenziale nel suo complesso. Inoltre, diverse classi di attività sono caratterizzate da un diverso livello di rischio e da un corrispondente premio per il rischio; in ultima istanza, il rendimento complessivo di ciascuna classe è determinato dal flusso di reddito ottenuto (attraverso canoni di locazione, dividendi e interessi) più l'apprezzamento/svalutazione dell'attività sottostante, elemento non considerato espressamente nell'analisi.

Figura 10

PIL in termini reali, prezzi reali delle abitazioni e prestiti reali alle famiglie nell'area dell'euro

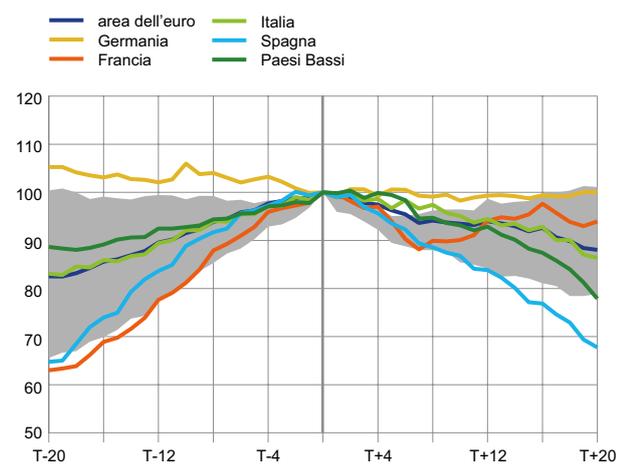


Fonti: Eurostat e BCE.
Note: i prezzi reali delle case e i prestiti reali delle IFM alle famiglie sono ottenuti deflazionando il rispettivo indice nominale con lo IAPC. Le aree ombreggiate segnalano le recessioni individuate dallo Euro Area Business Cycle Dating Committee del CEPR. Le ultime rilevazioni si riferiscono al primo trimestre del 2015.

Figura 11

Prezzi reali delle abitazioni intorno al picco del 2007

(indici normalizzati a 100 in corrispondenza di T = picco, dove T = 3° trimestre 2007 per l'area dell'euro e per i paesi dell'area riportati)



Fonti: BRI, BCE, fonti nazionali ed elaborazioni della BCE.
Note: l'area grigia segnala lo scarto interquartile degli andamenti osservati intorno ai picchi per il campione considerato (dal primo trimestre del 1970 al quarto trimestre del 2014).

prestiti reali, che però raramente si è tradotto in un tasso di variazione negativo. Diversamente dai periodi che precedono una recessione, la crescita dei prestiti reali non sembra anticipare il ciclo dei prezzi delle case nelle fasi di rialzo. In questo contesto, la ripresa attesa per la crescita del PIL reale nei prossimi trimestri e il recente lieve rafforzamento del ciclo del credito alle famiglie supportano l'ipotesi che il ciclo dei prezzi reali delle abitazioni continuerà probabilmente a recuperare a ritmi moderati nel breve e medio termine.

Le fasi espansive del ciclo dei prezzi delle case sono, in media, più forti e durature di quelle recessive.

Esaminando dieci paesi dell'area dell'euro fra il primo trimestre del 1970 e il quarto del 2014 (una scelta dettata dalla disponibilità dei dati), è possibile individuare 37 casi di consistente aumento dei prezzi reali delle abitazioni e 43 episodi di consistente calo⁴. In media, in una fase di forte ascesa le quotazioni reali crescono all'incirca del 50 per cento per un periodo di circa cinque anni, mentre le fasi di netto rallentamento mostrano ampiezza e durata inferiori, con una diminuzione pari in media approssimativamente al 16 per cento in un arco di circa tre anni. Un sottoinsieme di questi episodi significativi comprende veri e propri fenomeni di boom-bust, suscettibili di protrarsi più a lungo. Gli andamenti nelle fasi di netta crescita o flessione possono essere usati per derivare profili di riferimento utili a valutare le recenti fasi espansive e recessive dei prezzi reali delle abitazioni nell'area.

La flessione dei prezzi reali delle case nell'area dell'euro dopo il 2007 è stata ampiamente coerente con l'evoluzione storica,

come emerge confrontando gli andamenti evidenziati dalle quotazioni reali nell'area e in alcuni paesi intorno all'ultimo picco per l'insieme dell'area con un profilo discendente di riferimento (cfr. figura 11). Tale profilo è ottenuto sulla base degli episodi storici citati in precedenza, rappresentati da scarti interquartili di aumenti e cali storici (astruendo cioè dagli andamenti estremi rilevati nei quartili superiori e inferiori). Il raffronto mostra una notevole eterogeneità

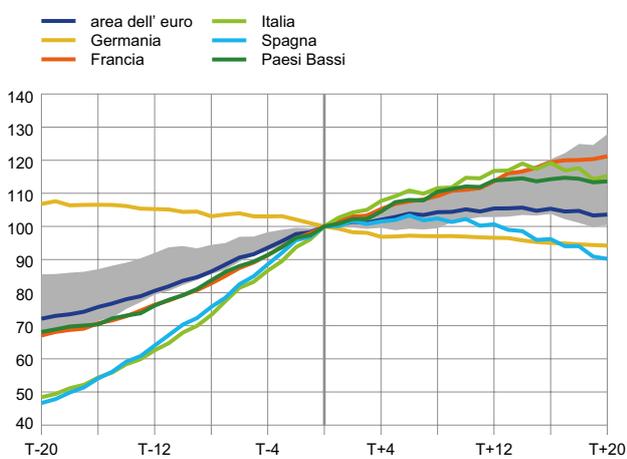
⁴ L'individuazione dei cicli più "significativi" dei prezzi delle abitazioni segue Claessens et al., "What happens during recessions, crunches and busts?", *Economic Policy*, vol. 24, 2009, pagg. 653-700. Una versione trimestrale dell'algoritmo di Bry-Boschan trova punti di massimo e di minimo per i cicli da massimo a massimo e quelli da minimo a minimo che si protraggono per almeno cinque trimestri, nonché per le fasi di durata superiore ai due trimestri. Sono esclusi gli episodi in corso di aumento e diminuzione congiunturali dei prezzi reali delle case, quelli durati meno di un anno e quelli compresi nel quartile inferiore (caratterizzati quindi da variazioni trascurabili).

fra paesi nella dinamica dei prezzi delle case dopo il picco. La contrazione è stata molto più pronunciata nelle economie che (come la Spagna) avevano registrato incrementi ben più cospicui anche prima del picco rispetto ai paesi (ad esempio la Germania) in cui le quotazioni residenziali risultavano più stabili sia prima sia dopo il picco. Per quanto concerne il ciclo del credito, i prestiti reali alle famiglie tendono a stabilizzarsi o addirittura ad aumentare per diversi trimestri dopo il raggiungimento del punto massimo del ciclo dei prezzi delle abitazioni (cfr. figura 12). Si osserva una marcata eterogeneità anche esaminando il profilo dei cicli dei prestiti reali alle famiglie nei diversi paesi intorno all'ultimo picco dei prezzi reali delle case nell'area dell'euro. Complessivamente, il fatto che il recente rallentamento dei prezzi reali nell'area sia sostanzialmente coerente con le flessioni storiche può dare adito all'attesa che anche la successiva ripresa sia verosimilmente in linea con le fasi di rialzo degli ultimi decenni.

Nondimeno, l'attuale rialzo dei prezzi reali delle case nell'area dell'euro è stato in certa misura inferiore al tipico aumento osservato storicamente negli stadi iniziali di un rafforzamento. Questa valutazione sembra trovare riscontro anche nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro (cfr. figura 13). Difatti, dopo l'ultimo punto di minimo toccato nell'area nel 2013, solo alcune economie (ad esempio la Germania) hanno registrato una ripresa delle quotazioni reali, mentre altre hanno visto i prezzi stabilizzarsi, per poi aumentare lievemente (come Spagna e Paesi Bassi), o addirittura scendere ancora (come Francia e Italia). Queste differenze dipendono da vari fattori, fra cui l'attuale eterogeneità fra i cicli economici dei diversi paesi e misure nazionali che si ripercuotono sul mercato residenziale e su quello dei mutui. Quanto al ciclo del credito, i prestiti reali alle famiglie sembrano aumentare considerevolmente sia prima sia dopo il manifestarsi di una ripresa dei prezzi delle abitazioni (cfr. figura 14). L'ultimo incremento dei prestiti, al pari di quello evidenziato di recente dalle quotazioni residenziali, appare più debole di quanto non accada

Figura 12
Prestiti reali delle IFM alle famiglie intorno al picco del 2007

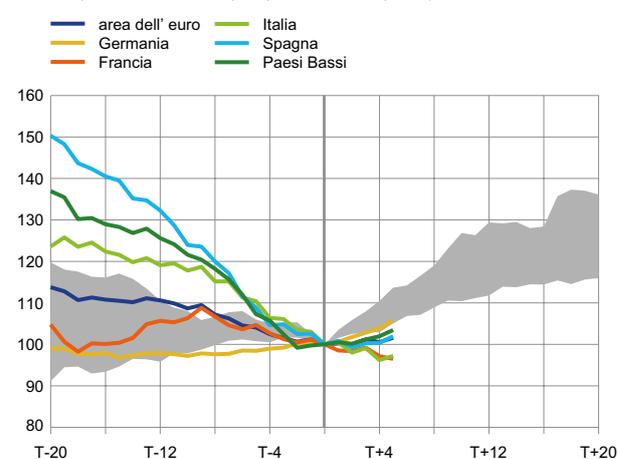
(indici normalizzati a 100 in corrispondenza di T = picco, dove T = 3° trimestre 2007 per l'area dell'euro e per i paesi dell'area riportati)



Fonti: BRI, BCE, fonti nazionali ed elaborazioni della BCE.
Note: l'area grigia segnala lo scarto interquartile degli andamenti evidenziati dai prestiti reali alle famiglie intorno ai picchi dei prezzi reali delle case per il campione considerato (dal primo trimestre del 1970 al quarto trimestre del 2014).

Figura 13
Prezzi reali delle abitazioni intorno al punto di minimo del 2013

(indici normalizzati a 100 in corrispondenza di T = punto di minimo, dove T = 4° trimestre 2013 per l'area dell'euro e per i paesi dell'area riportati)

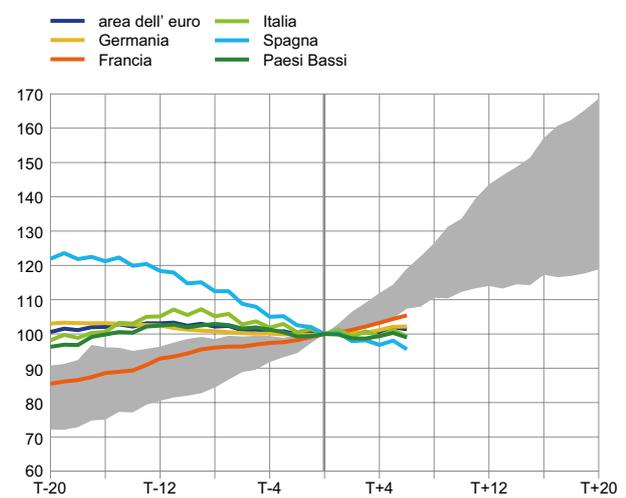


Fonti: BRI, BCE, fonti nazionali ed elaborazioni della BCE.
Note: l'area grigia segnala lo scarto interquartile degli andamenti evidenziati dai prezzi reali delle case intorno ai punti di minimo per il campione considerato (dal primo trimestre del 1970 al quarto trimestre del 2014).

Figura 14

Prestiti reali delle IFM alle famiglie intorno al punto di minimo del 2013

(indici normalizzati a 100 in corrispondenza di T = picco, dove T = 4° trimestre 2013 per l'area dell'euro e per i paesi dell'area riportati)



Fonti: BRI, BCE, fonti nazionali ed elaborazioni della BCE.

Note: l'area grigia segnala lo scarto interquartile degli andamenti evidenziati dai prestiti reali alle famiglie intorno ai punti di minimo dei prezzi reali delle case per il campione considerato (dal primo trimestre del 1970 al quarto trimestre del 2014).

tipicamente durante una ripresa del ciclo dei prezzi reali delle case. La stessa evoluzione è riscontrabile anche in gran parte dei paesi dell'area. Sembra pertanto che, finora, i più recenti andamenti dei prestiti alle famiglie preannuncino solo un aumento relativamente moderato dei prezzi delle case nel breve-medio termine.

Nel complesso, l'aggiustamento al ribasso dei prezzi reali delle case nell'area dell'euro dopo il 2007 e il loro recente recupero sono in linea con i profili ciclici storici.

Al tempo stesso, la ripresa sembra aver una dinamica leggermente più fiacca del normale, che potrebbe dipendere dalla relativa debolezza del ciclo del credito allo stadio attuale. Inoltre, il ciclo dei prezzi delle case e quello del credito continuano a evidenziare una tempistica e una forza eterogenee nei diversi paesi dell'area dell'euro, che potrebbero anche riflettere differenze strutturali fra i mercati delle abitazioni e dei mutui nelle varie economie (cfr. riquadro 1).

Riquadro 1

Cicli dei prezzi delle case e caratteristiche strutturali dei mercati residenziali

Le differenze fra paesi nell'andamento congiunturale dei prezzi delle abitazioni potrebbero essere riconducibili a caratteristiche strutturali diverse. Tali caratteristiche, o loro eventuali mutamenti, sono in grado di limitare o amplificare l'impatto esercitato sui prezzi delle case dalle condizioni di domanda e offerta del mercato residenziale nell'arco del ciclo economico. Questo riquadro passa in rassegna alcuni aspetti strutturali rilevanti per i mercati delle abitazioni nell'area dell'euro.

Studi empirici individuano diverse categorie di caratteristiche strutturali che sono correlate con la variabilità del ciclo dei prezzi delle abitazioni⁵. Le più significative riguardano i parametri fissati nel quadro regolamentare in materia finanziaria e fiscale e quelli che influenzano la reattività dell'offerta di abitazioni a shock della domanda. È tuttavia difficile valutare il preciso impatto di questi parametri, che dipende in genere dalla combinazione delle caratteristiche strutturali presenti.

Le caratteristiche strutturali connesse con la normativa fiscale comprendono essenzialmente le imposte e i sussidi per la casa. Ad esempio, a parità di altre condizioni, imposte più elevate sulle compravendite immobiliari dovrebbero deprimere l'attività nel mercato delle abitazioni e, di conseguenza, il relativo ciclo dei prezzi; il loro impatto potrebbe però

⁵ "House price imbalances and structural features of housing markets", Quarterly Report on the Euro Area, Commissione europea, vol. 10, n. 3, ottobre 2011; Tsatsaronis, K. e Zhu, H., "What Drives Housing Price Dynamics: Cross-Country Evidence", Quarterly Review, Banca dei regolamenti internazionali, marzo 2004.

risultare più contenuto laddove è consentita una maggiore deducibilità fiscale degli interessi sui mutui, in genere necessari per l'acquisto di una casa. In circa metà delle economie dell'area dell'euro è possibile detrarre in qualche misura gli interessi sui mutui dall'imponibile, così come la quasi totalità dei paesi riscuote imposte ricorrenti sugli immobili⁶. La tassazione delle compravendite immobiliari è prevista in quasi tutte le giurisdizioni, pur con qualche eccezione, ad esempio Estonia, Slovacchia e Lituania. Nell'ultimo periodo il trattamento fiscale degli immobili residenziali è stato modificato in una serie di paesi, fra cui Spagna, Irlanda, Portogallo, Finlandia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Italia, Grecia e Portogallo; tutti hanno aumentato le aliquote applicate o ridotto la deducibilità degli interessi sui mutui.

Le caratteristiche legate al mercato dei mutui riguardano le condizioni generali per l'accensione e la concessione di prestiti per l'acquisto di abitazioni. Ad esempio, in presenza di rapporti prestito/valore dell'immobile e prestito/reddito più elevati le quotazioni delle case risultano tipicamente più sensibili al ciclo economico e a quello del credito, poiché le famiglie sono meno vincolate dal credito e dal reddito al momento dell'acquisto. Pur riconoscendo i diversi problemi di misurazione associati al tipico rapporto prestito/valore, si fa presente che, in base ai dati raccolti prima della crisi, i rapporti si collocavano su livelli relativamente elevati nei Paesi Bassi e in Francia, mentre rientravano nell'intervallo inferiore in Italia e in Germania⁷. Inoltre, in una fase espansiva la possibilità di estrarre liquidità dal capitale immobiliare (mortgage equity withdrawal) può, in genere, amplificare la risposta dei prezzi delle case a una maggiore domanda; se si prospetta un rincaro, l'appetibilità degli immobili residenziali tende infatti a crescere ulteriormente in quanto bene stanziabile in garanzia. Tuttavia, a differenza degli Stati Uniti nei paesi dell'area dell'euro non si è fatto ampio uso di questa possibilità in passato.

Tra le caratteristiche strutturali connesse alla reattività dell'offerta di abitazioni si annoverano principalmente la normativa urbanistica e le procedure per il rilascio dei permessi di costruire. Ad esempio, l'offerta di case potrebbe essere relativamente inelastica nelle regioni in cui le caratteristiche geografiche o la regolamentazione locale sull'uso del territorio ostacolano lo sviluppo residenziale nei centri urbani. In questi casi un aumento della domanda di abitazioni determina, a parità di altre condizioni, aumenti più consistenti dei prezzi rispetto alle regioni che possono soddisfare il fabbisogno aggiuntivo in tempi relativamente brevi perché più spedito è il processo di conversione dei terreni e rilascio dei permessi⁸. Le caratteristiche strutturali di questo genere possono avere un peso maggiore nelle aree urbane che in quelle rurali.

In conclusione, esistono diversi aspetti strutturali in grado di influire sull'ampiezza e sulla tempistica del ciclo dei prezzi delle case. L'eterogeneità di queste caratteristiche nei diversi

⁶ "Tax Reforms in EU Member States 2014. Tax Policy Challenges for Economic Growth and Fiscal Sustainability", European Economy, Commissione europea, vol. 6, 2014; "Possible Reforms of Real Estate Taxation: Criteria for Successful Policies", European Economy, Commissione europea, Occasional Papers, n. 119, ottobre 2012.

⁷ "Housing finance in the euro area", Occasional Paper Series, BCE, n. 101, marzo 2009.

⁸ Saiz, A., "The Geographic Determinants of Housing Supply", The Quarterly Journal of Economics, agosto 2010, pagg. 1253-1296; Gyourko, J., "Housing Supply", Annual Review of Economics, settembre 2009, pagg. 295-318; Andrews, D., "Real House Prices in OECD Countries. The Role of Demand Shocks and Structural and Policy Factors", Economics Department Working Papers, Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico, n. 831; Catte, P., Girouard, N., Price, R. e André, C., "The Contribution of Housing Markets to Cyclical Resilience", Economic Studies, Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico, vol. 38, 2004/1; Glaeser, E., Gyourko, J. e Saiz, A., "Housing Supply and Housing Bubbles", Journal of Urban Economics, settembre 2008, pagg. 198-217.

paesi dell'area dell'euro è tale da spiegare le difformità nei cicli dei prezzi delle abitazioni a livello nazionale, anche in presenza di condizioni macroeconomiche simili.

4 Implicazioni degli andamenti dei prezzi delle case per il quadro macroeconomico e per la stabilità finanziaria

La ripresa dei prezzi delle abitazioni può ripercuotersi sia sugli andamenti macroeconomici sia sulla stabilità finanziaria⁹. Ciò è dovuto ai nessi intrinseci fra quotazioni residenziali, economia reale e settore finanziario, nonché ai molteplici canali mediante i quali l'evoluzione dei prezzi delle case può influire sulle decisioni economiche di famiglie e banche. Tuttavia, poiché il recupero in atto si inserisce in un contesto di bassi tassi di interesse, è importante valutarne l'impatto positivo sul quadro macroeconomico e sul settore finanziario a fronte dei possibili rischi collaterali per la stabilità finanziaria.

Tipicamente l'impatto dei prezzi delle abitazioni sulla situazione macroeconomica prende la forma di effetti sulla ricchezza e sulle garanzie – che a loro volta incidono sui consumi – nonché di incentivi agli investimenti immobiliari. Nell'area dell'euro la ricchezza residenziale rappresenta infatti, in media,

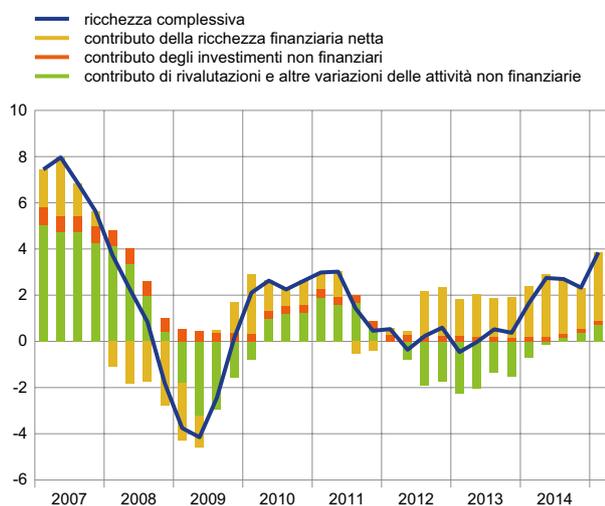
il 37 per cento della ricchezza netta delle famiglie.

Quest'ultima risente pertanto in via diretta di qualsiasi movimento dei prezzi delle case attraverso plusvalenze o minusvalenze sui beni non finanziari, che costituiscono in genere la principale causa di variazioni della ricchezza delle famiglie (cfr. figura 15).

Un prolungato periodo di rincari delle case, o un'aspettativa in tal senso, potrebbe essere percepito dalle famiglie come un incremento permanente della ricchezza, suscettibile a sua volta di stimolare i consumi mediante una minore propensione al risparmio o una maggiore propensione a richiedere prestiti e, pertanto, di dare impulso all'espansione economica¹⁰. Il riquadro 2 esamina gli effetti macroeconomici di uno shock alla domanda di abitazioni nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. In aggiunta agli effetti sulla ricchezza, un apprezzamento delle case accresce il valore delle garanzie stanziate dalle famiglie per richiedere fondi; in questo modo aumentano non solo la propensione delle famiglie ad accendere prestiti ma anche la loro capacità di ottenerli e, di riflesso, potenzialmente anche la spesa.

Figura 15
Variazioni della ricchezza netta delle famiglie nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sull'anno precedente e contributi in punti percentuali)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

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

⁹ Cfr. ad esempio "Structural factors in the EU housing markets", BCE, 2003; "Housing Finance in the euro area", Structural Issues Report, BCE, 2009; "House price developments in the euro area and the United States" nel numero di novembre 2011 del Bollettino mensile della BCE; Hartmann, P., "Real Estate Markets and Macro prudential Policy in Europe", Journal of Money, Credit and Banking, 2015.

¹⁰ L'entità dell'effetto positivo della crescita dei prezzi delle abitazioni sui consumi è una questione empirica. Tuttavia, diversi risultati della letteratura indicano che la ricchezza residenziale esercita sui consumi un impatto maggiore di quella finanziaria, negli Stati Uniti in misura superiore all'area dell'euro.

In una prospettiva di investimento, un incremento dei prezzi delle case può generare una maggiore domanda di investimenti residenziali se il valore dei nuovi alloggi cresce rispetto ai costi di costruzione (vale a dire se sale la q di Tobin per gli investimenti di questo tipo); aumentano così sia la redditività dei nuovi fabbricati sia gli incentivi a costruire. In tale contesto i prezzi delle case, come quelli di altri beni, costituiscono un elemento potenzialmente importante per la trasmissione della politica monetaria, poiché le variazioni dei tassi di interesse e altre misure (non convenzionali) di politica monetaria, influenzando sui prezzi delle abitazioni, finiscono per incidere sui consumi privati e sugli investimenti residenziali tramite i canali appena descritti.

Riquadro 2

Effetti macroeconomici di shock alla domanda di abitazioni

Il presente riquadro mette a confronto l'impatto macroeconomico dei prezzi delle case nell'area dell'euro e negli Stati Uniti¹¹. L'analisi poggia su un modello vettoriale autoregressivo (VAR) che comprende variabili macroeconomiche quali il PIL in termini reali, i prezzi al consumo,

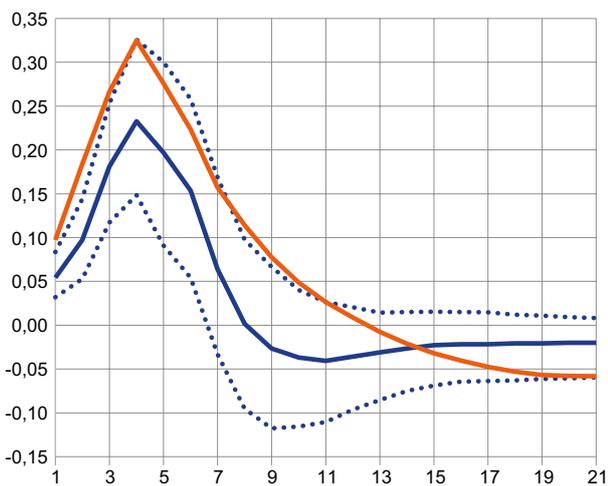
Figura

Risposta a impulso a uno shock della domanda di abitazioni nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(variazioni percentuali sull'anno precedente)

asse delle ascisse: trimestri successivi allo shock
 asse delle ordinate: impatto in punti percentuali

— area dell'euro
 intervalli di confidenza (area dell'euro)
 — Stati Uniti



Fonte: simulazioni della BCE.

il tasso di interesse a breve termine e, per il settore residenziale, prezzi e investimenti reali in abitazioni. In tale contesto viene individuato uno shock alla domanda di abitazioni ipotizzando che, al suo manifestarsi, esso determini un comovimento positivo fra prezzi delle case e investimenti residenziali. L'analisi simula uno shock assumendo che questo corrisponda all'ordine di grandezza di una deviazione standard e sia dunque uno shock di dimensioni standard per il periodo esaminato (dal primo trimestre del 1990 al quarto trimestre del 2014).

Uno shock alla domanda di abitazioni aumenta la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro per circa due anni. Il suo impatto sulla dinamica del PIL si va intensificando fino a raggiungere un picco di circa 0,25 punti percentuali dopo quattro trimestri, per poi ridursi e venir meno del tutto nell'arco di circa due anni (cfr. figura).

¹¹ I risultati sono ottenuti attraverso una versione aggiornata del metodo esposto in Jarocinski, M. e Smets, F., "House prices and the stance of monetary policy", Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, luglio 2008, pagg. 339-366. Il campione dell'analisi comprende dati trimestrali per il periodo dal primo trimestre del 1990 al quarto trimestre del 2014; sono inclusi quattro ritardi, come è prassi nel caso di dati trimestrali. La stima è bayesiana, con a priori standard per i modelli VAR. Le a priori mirano a migliorare le proprietà econometriche del modello, date le sue considerevoli dimensioni rispetto al campione. Quelle qui utilizzate si basano su una versione semplificata di quelle in Sims, C. e Zha, T., "Bayesian Methods for Dynamic Multivariate Models", International Economic Review, 1998. Riducendo il numero di coefficiente, essi permettono di ovviare all'eccessiva parametrizzazione del modello VAR.

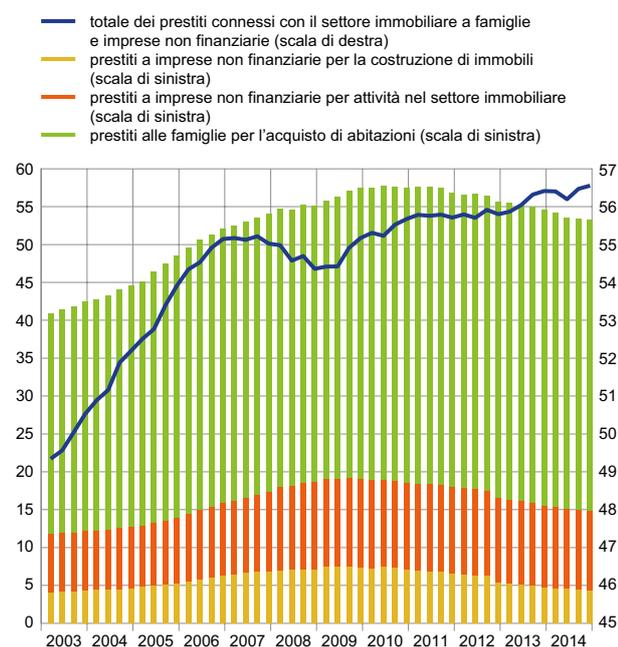
I risultati per l'area dell'euro sono sostanzialmente coerenti con quelli di altri lavori. Le stime riguardanti i paesi industrializzati mostrano una risposta significativa del PIL in termini reali agli shock dei prezzi delle abitazioni¹². Dai risultati per i paesi dell'OCSE¹³ emerge che gli shock alla domanda di case esercitano sul PIL reale un impatto contenuto ma significativo sotto il profilo economico. Gli studi empirici che vertono sugli effetti macroeconomici di shock alle quotazioni residenziali nell'area dell'euro, pur essendo in numero piuttosto ridotto rispetto ai lavori su singoli paesi, tendono a confermare queste conclusioni, malgrado qualche differenza nell'entità e nel profilo delle risposte agli shock.

L'economia statunitense risponde a uno shock della domanda di abitazioni in modo simile ma con maggior forza¹⁴. I risultati del modello VAR indicano che le risposte stimate per gli Stati Uniti sono lievemente più pronunciate all'emergere dello shock, oltre a protrarsi più a lungo di quelle osservate nell'area dell'euro. Una possibile spiegazione sta nel fatto che il canale della costituzione in garanzia di immobili residenziali è più sviluppato negli Stati Uniti, dove l'utilizzo delle abitazioni come collaterale per l'erogazione di prestiti alle famiglie rappresenta una prassi più diffusa e, di conseguenza, è più stretto il nesso fra credito e prezzi delle abitazioni. Le variazioni di questi ultimi dovrebbero quindi esercitare un impatto più marcato su condizioni di concessione del credito, consumi, investimenti e crescita del PIL.

Figura 16

Prestiti connessi con il settore immobiliare erogati dalle IFM dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL e in percentuale dei prestiti complessivi a famiglie e imprese non finanziarie)



Fonte: BCE.

Nota: l'ultima rilevazione si riferisce al quarto trimestre del 2014.

Anche gli effetti dell'evoluzione dei prezzi sulla ricchezza e sulle garanzie reali influenzano in misura notevole lo stato di salute del settore finanziario.

Lo dimostra la grande importanza dell'attività di prestito connessa al comparto immobiliare per i bilanci bancari e l'attività economica complessiva. Infatti, a fine 2014 i prestiti a famiglie e società non finanziarie connessi al settore immobiliare rappresentavano nell'area dell'euro circa il 57 per cento dei prestiti bancari complessivi al settore privato non finanziario, all'incirca il 17 per cento delle attività totali del settore bancario e il 53 per cento del PIL; la parte più consistente era costituita dai mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (cfr. figura 16). Tipicamente le banche stabiliscono il volume del prestito sulla base della capacità del prestatore di onorare il debito con il proprio reddito (rapporto prestito/reddito) e in funzione del valore dell'immobile stanziato in garanzia (rapporto prestito/valore). Di conseguenza, gli effetti favorevoli sulla ricchezza descritti in precedenza e le sottostanti variazioni positive del valore delle garanzie ridurrebbero le probabilità di insolvenza o di perdite in caso di insolvenza. Tuttavia, andamenti insostenibili delle quotazioni immobiliari possono tradursi in un accumulo di rischi nei bilanci del settore finanziario, specie se

¹² È interessante notare che l'impatto di shock ai prezzi delle abitazioni non si intensifica nei periodi di boom di questi ultimi. Cfr. Goodhart, C. e Hoffman, B., "House Prices, Money, Credit and the Macroeconomy", Working Paper Series, BCE, n. 888, 2008. La loro analisi, incentrata su 17 paesi industrializzati, si basa su un modello VAR che utilizza dati panel a effetti fissi.

¹³ Cfr. Cardarelli, R., Monacelli, T., Rebucci, A. e Sala, L., "Housing finance, housing shocks and business cycle: VAR evidence from OECD countries", lavoro non pubblicato, 2008.

¹⁴ Cfr. Musso, A., Neri, S. e Stracca, L., "Housing, Consumption and Monetary Policy: How different are the US and the Euro Area?", Working Paper Series, BCE, n. 1161, 2011.

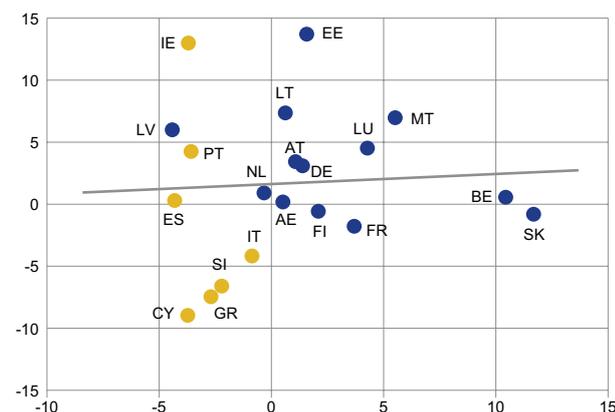
l'evoluzione dei prezzi delle case non solo influisce sul volume dei prestiti concessi, ma induce anche un allentamento delle condizioni di credito.

Gli effetti positivi di un rialzo dei prezzi delle abitazioni sulla crescita economica e sul settore bancario vanno dunque valutati anche alla luce dei rischi che potrebbero ingenerare per la stabilità finanziaria. Nell'attuale contesto di bassi tassi di interesse una maggiore propensione al rischio potrebbe spingere i prezzi reali degli immobili su livelli ingiustificati rispetto ai loro valori fondamentali; questa evoluzione potrebbe inoltre essere accentuata da comportamenti imitativi degli investitori in un clima di eccessivo ottimismo. Non a caso, i mercati residenziali sono stati spesso alla base di episodi di tensione finanziaria in passato, quando a una dinamica vigorosa dei prezzi hanno iniziato ad accompagnarsi una forte crescita del credito e un elevato grado di leva finanziaria. Tuttavia, al momento

sono pochi i segnali che l'attuale ripresa dei mercati residenziali possa ingenerare squilibri diffusi nei prezzi delle abitazioni oppure una repentina espansione dei mutui residenziali nel complesso dell'area dell'euro o a livello nazionale (cfr. figura 17), in particolare se si considera che prima della crisi i prestiti alle famiglie registravano una crescita a due cifre in gran parte dei paesi dell'area. Un eventuale disaccoppiamento dell'espansione dei prestiti dai prezzi delle abitazioni nell'attuale fase di ripresa del mercato residenziale potrebbe riflettere fattori specifici, come la presenza di compratori stranieri in alcuni segmenti di mercato (specie di fascia alta), soprattutto nelle grandi città, o acquisti in contanti. In tale contesto, i paesi che (come Germania e Austria) negli ultimi anni hanno evidenziato una crescita più sostenuta dei prezzi medi delle abitazioni mostrano segnali di vivacità a livello regionale, dove i prezzi delle case potrebbero eccedere i valori fondamentali di più lungo termine¹⁵.

Figura 17
Prezzi delle abitazioni e prestiti alle famiglie nel 2014

(variazioni percentuali sull'anno precedente; asse delle ascisse: prestiti alle famiglie, asse delle ordinate: prezzi delle case)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati sui prestiti bancari sono corretti per le cartolarizzazioni. I paesi più colpiti dalla crisi finanziaria (Irlanda, Grecia, Spagna, Italia, Cipro, Portogallo e Slovenia) sono contrassegnati dal punto giallo.

Le politiche macroprudenziali sembrano essere le più indicate a mitigare i rischi per la stabilità finanziaria connessi con il settore immobiliare, poiché consentono di adottare misure granulari e mirate. Oltre a stimolare l'assunzione di rischi economici (necessaria ad assicurare il raggiungimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi), le attuali condizioni molto accomodanti della politica monetaria potrebbero anche causare effetti collaterali indesiderati, incoraggiando l'assunzione di rischi finanziari¹⁶. Occorre pertanto tenere sotto osservazione i comportamenti in materia di assunzione di rischio e, nello specifico, la crescita dei prezzi degli immobili residenziali, soprattutto se accompagnati da un aumento del grado di leva finanziaria. Questi andamenti potrebbero infatti acuire il rischio di una brusca

¹⁵ Cfr. il numero di febbraio 2015 del Monatsbericht della Deutsche Bundesbank e Schneider, M., Wagner, K., e Waschiczek, W., The OeNB property market monitor, aprile 2015. Secondo questi studi, è possibile che i prezzi delle case fossero sopravvalutati del 10-20 per cento nel 2014 nelle città tedesche e del 19 per cento a fine 2014 a Vienna.

¹⁶ Per un'esposizione più dettagliata, cfr. il riquadro Accommodative monetary policy and euro area financial stability in Financial Stability Review, maggio 2015.

correzione dei prezzi delle case e, se diffusi, arrecherebbero instabilità al sistema finanziario, ostacolando la trasmissione della politica monetaria e in ultima istanza la stabilità dei prezzi. La politica macroprudenziale, con la gamma di misure granulari a sua disposizione, offre gli strumenti più adeguati a mitigare i rischi per la stabilità finanziaria e contenere i rischi sistemici; in questo modo sostiene e integra la politica monetaria, orientata all'adempimento del mandato della stabilità dei prezzi della BCE.

Dagli inizi del 2014 diversi paesi dell'area dell'euro hanno adottato strumenti macroprudenziali nel settore immobiliare, o intendono farlo. Il nuovo strumentario macroprudenziale offre alle autorità nazionali numerose possibilità di intervento nel comparto che, per gli obiettivi perseguiti, possono contribuire ad alleviare le future sfide congiunturali rendendo meno volatile il ciclo del credito nonché ad accrescere la tenuta delle banche a eventuali sopravvalutazioni degli immobili. Gli strumenti rivolti alle banche agiscono attraverso la normativa sui requisiti patrimoniali, in via diretta (con l'imposizione di requisiti più stringenti) o indiretta (intervenendo cioè sulle variabili che influenzano i requisiti applicabili alle esposizioni al settore immobiliare). Ad esempio, il Belgio ha disposto un aggiustamento delle ponderazioni del rischio ai sensi del regolamento e della quarta direttiva sui requisiti patrimoniali, in vigore dal 1° gennaio 2014. Gli strumenti mirati ai prenditori incidono direttamente su termini e condizioni dei prestiti vincolando il volume del mutuo al valore dell'immobile sottostante o alla capacità del prenditore di ripagare il debito¹⁷. Alcuni paesi hanno scelto di introdurre o modificare i massimali del rapporto prestito/valore dell'immobile (Estonia, Irlanda e Paesi Bassi) e le restrizioni ai rapporti prestito/reddito (Irlanda) o servizio del debito/reddito (Estonia e Lituania) previsti dalla legislazione nazionale.

5 Conclusioni

L'attuale ripresa dei prezzi delle case nell'area dell'euro appare sostenibile. Sembra però che l'attuale recupero sia più debole del tipico aumento osservato storicamente quando i prezzi delle abitazioni iniziano a recuperare terreno dopo un punto di minimo e che finora non sia stato accompagnato da un incremento significativo dei prestiti reali alle famiglie dell'area. La ripresa in corso dei prezzi delle abitazioni dovrebbe essere ulteriormente sostenuta dalle migliori prospettive reddituali e occupazionali per le famiglie, nonché da condizioni finanziarie favorevoli. Grande importanza rivestiranno in tal senso l'attuale contesto di bassi tassi di interesse e le sue implicazioni per i rendimenti.

In diversi paesi dell'area dell'euro si sono osservate cospicue correzioni di precedenti squilibri nei prezzi delle case. Dopo il 2007, quando ha avuto avvio il declino dei prezzi delle abitazioni dell'area, i loro andamenti hanno mostrato un'ampia eterogeneità, riconducibile fra l'altro a cicli di boom-bust in alcuni paesi, alle condizioni di domanda e offerta e a fattori strutturali. I mercati

¹⁷ Per una descrizione più particolareggiata degli strumenti macroprudenziali nel settore immobiliare, cfr. ESRB Handbook on Operationalising Macro-Prudential Policy in the Banking sector, marzo 2014, pagg. 49-76.

residenziali delle economie che hanno già corretto precedenti eccessi della crescita delle quotazioni beneficeranno probabilmente in misura maggiore del contesto attuale, reso favorevole dai tassi di interesse contenuti e dalle migliori condizioni macroeconomiche, e viceversa.

I rischi per la stabilità finanziaria appaiono limitati allo stadio attuale, anche perché finora il recupero dei prezzi delle case non ha indotto una brusca espansione del credito. I nuovi strumenti macroprudenziali hanno permesso a diversi paesi di contenere possibili episodi di esuberanza dei prezzi delle case e del credito; le numerose possibilità di intervento nel settore immobiliare promettono di alleviare le sfide congiunturali che possano emergere in futuro, contribuendo inoltre a rafforzare la capacità tenuta delle banche e dei prenditori.

L'impatto fiscale degli interventi a sostegno del settore finanziario durante la crisi

Durante la crisi finanziaria, gran parte dei governi dell'area dell'euro ha attuato interventi a sostegno delle istituzioni finanziarie in difficoltà con l'obiettivo di salvaguardare la stabilità del settore ed evitare una stretta creditizia. Nel periodo 2008-2014 il valore lordo cumulato di tali interventi è stato pari a 8 punti percentuali del PIL dell'area, di cui 3,3 sono stati recuperati. I costi fiscali delle misure attuate sono comparabili a quelli sostenuti in occasione di altre crisi bancarie sistemiche passate, avendo determinato un peggioramento del saldo di bilancio e del debito dell'area dell'euro rispettivamente pari all'1,8 e al 4,8 per cento del PIL su base cumulata. Tuttavia, essi rappresentano in media una parte relativamente ridotta del forte aumento complessivo del debito delle amministrazioni pubbliche dallo scoppio della crisi. Al tempo stesso le garanzie statali in essere (pari al 2,7 per cento del PIL dell'area dell'euro a fine 2014) e le ulteriori perdite potenziali dei veicoli cui sono state trasferite le attività deteriorate comportano ancora rischi fiscali aggiuntivi per i governi. In prospettiva è importante sia rafforzare la struttura patrimoniale, la regolamentazione e la vigilanza delle banche per ridurre la probabilità che tali istituzioni debbano confrontarsi con gravi problemi di bilancio sia promuovere politiche di risoluzione bancaria che prevedano il coinvolgimento del settore privato tutelando di conseguenza i contribuenti. In questo senso, i recenti passi compiuti verso un'autentica unione bancaria europea sono incoraggianti e dovrebbero non solo contribuire a evitare e/o risolvere crisi bancarie future nell'area dell'euro, ma anche attenuare l'impatto fiscale potenziale delle stesse sul disavanzo e il debito delle amministrazioni pubbliche.

1 Introduzione

Dall'insorgere della crisi finanziaria, gran parte dei governi dell'area dell'euro ha fornito un sostegno finanziario considerevole alle istituzioni finanziarie con lo scopo di salvaguardare la stabilità del settore ed evitare una stretta creditizia. Le misure adottate hanno contribuito all'aumento del debito delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro, che tra il 2008 e la fine del 2014 è salito di 27 punti percentuali, al 92 per cento del PIL. Se nell'insieme dell'area i costi fiscali netti diretti dell'assistenza al settore finanziario (inferiori al 5 per cento del PIL) costituiscono solo una delle determinanti di questa forte espansione del debito, in alcuni paesi hanno svolto un ruolo molto maggiore. L'impatto fiscale degli interventi a sostegno del settore finanziario dell'area dell'euro è stato oggetto di una prima valutazione nella fase iniziale della crisi finanziaria¹. Risulta ora opportuno

¹ Cfr. ad esempio l'articolo *L'impatto degli interventi governativi a sostegno del settore bancario sulle finanze pubbliche dell'area dell'euro* nel numero di luglio 2009 del Bollettino mensile della BCE; van Riet, A. (a cura di), "Euro area fiscal policies and the crisis", *Occasional Paper Series*, n. 109, BCE, 2010; Stolz, S. e Wedow, M., "Extraordinary measures in extraordinary times: public measures in support of the financial sector in the EU and the United States", *Occasional Paper Series*, n. 117, BCE, 2010.

un riesame alla luce dell'assistenza ulteriore fornita nel frattempo al settore e in considerazione della graduale ripresa di quest'ultimo e delle riforme introdotte di recente per favorire la prevenzione delle crisi bancarie.

Il presente articolo affronta tre questioni. Quali interventi sono stati messi in campo per sostenere il settore finanziario? Qual è stato il costo degli stessi per i contribuenti, in che parte è stato recuperato finora e in che misura i provvedimenti adottati hanno contribuito al forte aumento del debito pubblico? Quali sono i rischi fiscali residui connessi al sostegno finanziario fornito? Nell'esaminare questi interrogativi, l'articolo presenta una descrizione dettagliata delle azioni intraprese dalle amministrazioni pubbliche per assistere le istituzioni finanziarie dagli inizi della crisi². Rispetto alle altre crisi bancarie sistemiche nelle economie avanzate, i costi fiscali diretti delle misure di assistenza finanziaria adottate nell'area dell'euro durante la crisi in esame sono di entità simile mentre l'aumento complessivo del debito delle amministrazioni pubbliche è notevolmente maggiore. Le stime dei costi per la finanza pubblica connessi agli interventi pubblici nel settore bancario variano tuttavia considerevolmente nei diversi studi, a seconda della loro definizione e della metodologia di calcolo utilizzata. Questo articolo segue principalmente un approccio induttivo (bottom-up) che consiste nel sommare tutte le misure pubbliche connesse alla crisi finanziaria, sebbene alcune siano difficili da quantificare soprattutto se poste in essere da istituzioni classificate come esterne alle amministrazioni pubbliche³. Esso si concentra sui provvedimenti pubblici a sostegno del settore finanziario e non considera quelli di liquidità di banca centrale adottati durante la crisi⁴.

L'articolo è strutturato come segue: la seconda sezione analizza gli interventi a sostegno del settore finanziario attuati dai governi dell'area dell'euro nel periodo 2008-2014, con particolare riferimento agli acquisti di attività e ai trasferimenti di capitale; la terza affronta l'impatto fiscale di tali interventi sui saldi di bilancio e sul debito delle amministrazioni pubbliche ed esamina i tassi di recupero relativi alle attività acquistate; la quarta delinea i rischi di bilancio residui connessi alle garanzie pubbliche e ai veicoli per la gestione delle attività deteriorate; la quinta e ultima presenta alcune conclusioni sul piano delle politiche.

² L'analisi si fonda su dati compilati dal Gruppo di lavoro sulle statistiche di finanza pubblica del Sistema europeo di banche centrali (SEBC). Il quadro statistico è descritto in maggiore dettaglio in Maurer, H. e Grussenmeyer, P., "Financial assistance measures in the euro area from 2008 to 2013: statistical framework and fiscal impact", *Statistics Working Paper Series*, n. 7, BCE, 2015.

³ In letteratura i costi fiscali degli interventi a sostegno del settore finanziario sono stimati in due modi principali (cfr. anche BCE, 2009, op. cit.). L'approccio induttivo (bottom-up) somma tutte le misure ufficiali; cfr. ad esempio Laeven, L. e Valencia, F., "Systemic banking crises database: an update", *Working Paper Series*, n. 163, FMI, 2012. Quello deduttivo (top-down) ipotizza che qualunque variazione del rapporto debito/PIL dallo scoppio della crisi sia da ricondurre alla crisi finanziaria pur includendo anche variazioni del debito non connesse alle misure a sostegno del settore finanziario. Questo secondo approccio viene seguito tra gli altri da Reinhart, C. e Rogoff, K., "Recovery from Financial Crises: Evidence from 100 Episodes", *American Economic Review*, vol. 104(5), 2014, pagg. 50-55.

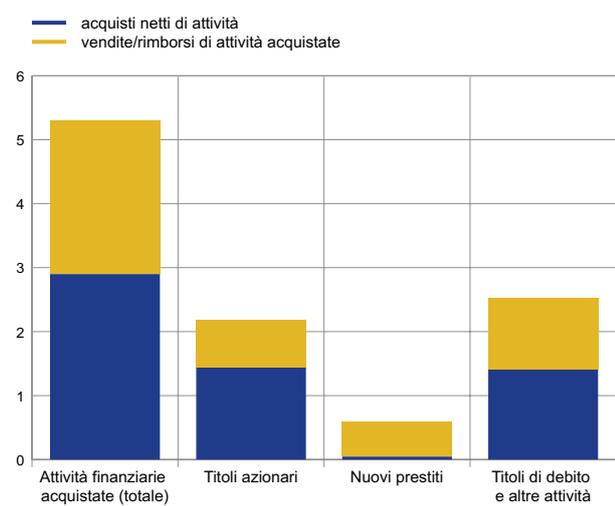
⁴ Le misure di offerta di liquidità di banca centrale sono ad esempio analizzate negli articoli *Impatto e graduale rientro delle misure non convenzionali della BCE*, *La risposta della BCE alla crisi finanziaria e L'attuazione della politica monetaria dall'agosto 2007*, rispettivamente nei numeri di luglio 2011, ottobre 2010 e luglio 2009 del Bollettino mensile della BCE.

Gran parte dei governi dell'area dell'euro ha adottato una serie di misure a sostegno del settore finanziario, anche se si rilevano considerevoli differenze tra paesi e nel tempo. Ad esempio, i governi hanno sostenuto le istituzioni finanziarie acquistandone le attività finanziarie illiquide e fornendo loro prestiti diretti. Gli acquisti includono azioni, titoli di debito e altri attivi che sono stati scambiati a fronte di contante o altre garanzie al valore di mercato. Alcuni paesi hanno dovuto immettere capitale nelle istituzioni finanziarie in sofferenza acquistandone le attività a prezzi ben superiori a quelli di mercato. Intese a ripianare le perdite accumulate dalle banche, tali ricapitalizzazioni hanno generato perdite nei bilanci delle amministrazioni pubbliche. Taluni governi sono stati altresì costretti a nazionalizzare degli istituti (di importanza sistemica). Inoltre, alcune attività deteriorate sono state acquistate da veicoli di nuova costituzione. In cambio delle attività trasferite, le istituzioni finanziarie hanno ricevuto contante e/o obbligazioni emesse dalle suddette società veicolo e di norma coperte da una garanzia pubblica. I governi hanno anche fornito garanzie esplicite alle istituzioni finanziarie, ad esempio garanzie con limiti di tempo per le obbligazioni o i prestiti interbancari, e innalzato il livello di copertura offerto dai loro regimi di assicurazione dei depositi bancari. Inoltre, l'ampliamento del debito pubblico risultante da gran parte di queste azioni ha originato costi fiscali indiretti sotto forma di maggiori interessi passivi. Al tempo stesso gli interventi hanno generato entrate indirette a titolo di commissioni per le garanzie prestate, dividendi sulle azioni acquistate e interessi attivi sui prestiti erogati e i titoli di debito acquistati.

Figura 1

Attività acquistate nel periodo 2008-2014

(in percentuale del PIL del 2014)



Fonte: SEBC.

Nota: la somma di acquisti netti (blu) e vendite/rimborsi (giallo) corrisponde all'ammontare lordo delle rispettive attività acquistate.

Tra le misure richiamate in precedenza, l'acquisto di attività finanziarie è stato utilizzato dai governi dell'area dell'euro in particolare negli anni iniziali della crisi. Gli acquisti di attività finanziarie nel periodo 2008-2014, corrispondenti al 5,3 per cento del PIL dell'area dell'euro in termini lordi (cfr. figura 1), sono stati effettuati per due terzi nei primi tre anni della crisi. Poiché nel frattempo le attività acquistate sono state in parte rivendute senza perdite, nel 2014 la loro incidenza netta sul PIL era pari al 2,9 per cento. Del totale acquistato nel periodo 2008-2014, la stragrande maggioranza (circa il 90 per cento) è rappresentata da titoli di debito e azionari e una quota molto inferiore è costituita da nuovi prestiti. Gli acquisti netti di attività finanziarie sono stati particolarmente consistenti e ben superiori al 5 per cento del PIL in Germania, Irlanda, Grecia, Cipro, Lussemburgo, Portogallo e Slovenia (cfr. la colonna A della tavola 2).

Inoltre, i governi dell'area dell'euro hanno sostenuto le istituzioni finanziarie in difficoltà

mediante trasferimenti di capitale. Oltre alle attività finanziarie acquistate a prezzi superiori a quelli di mercato, i trasferimenti di capitale hanno riflesso l'attivazione delle garanzie pubbliche e altre tipologie di accollo dei debiti. Pari al 2,1 per cento del PIL dell'area dell'euro nel periodo 2008-2014, tali trasferimenti con effetti

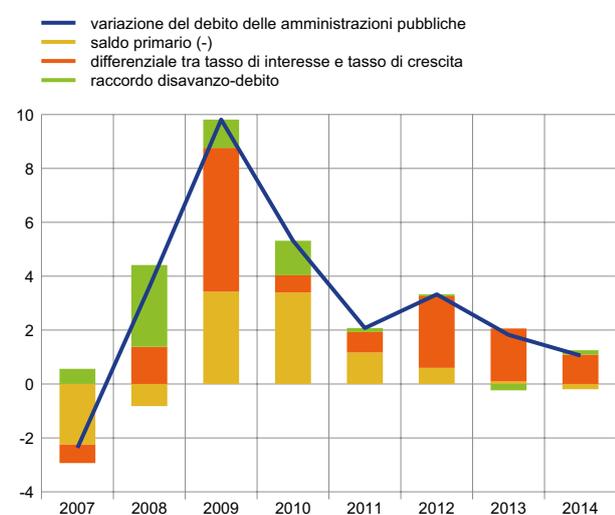
accrescitivi del disavanzo hanno svolto un ruolo in particolare in Irlanda (con importi corrispondenti a più del 25 per cento del PIL), Grecia, Cipro e Slovenia e sono stati invece più limitati negli altri paesi (cfr. la colonna C della tavola 2).

3 L'impatto fiscale degli interventi a sostegno del settore finanziario

Figura 2

La variazione del debito lordo delle amministrazioni pubbliche e le sue determinanti

(in percentuale del PIL)



Fonti: Eurostat e BCE.

Note: il raccordo disavanzo-debito è la differenza tra il disavanzo pubblico e la variazione del debito pubblico. Per maggiori dettagli, cfr. l'articolo "Il raccordo disavanzo-debito delle amministrazioni pubbliche" nel numero di aprile 2007 di questo Bollettino.

Il debito delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro è salito dal 65 al 92 per cento del PIL fra l'inizio del 2008 e la fine del 2014.

Gli interventi a sostegno delle istituzioni finanziarie in sofferenza attuati dai governi per garantire la stabilità del settore rappresentano solo una parte relativamente ridotta di questo aumento del debito pubblico, che è stato particolarmente pronunciato nei primi anni della crisi finanziaria, a livello di intera area dell'euro; in alcuni paesi partecipanti, tuttavia, hanno avuto un impatto sostanziale. Per meglio comprendere gli effetti sulle finanze pubbliche esercitati dalla crisi finanziaria in generale e dalle misure a sostegno del settore finanziario in particolare, risulta utile scomporre l'aumento del debito nelle sue determinanti principali (cfr. figura 2).

In primo luogo l'effetto di amplificazione del debito derivante dall'esistenza di un differenziale positivo tra tasso di interesse e tasso di crescita, che

rileva la differenza tra il tasso di interesse pagato per il servizio del debito delle amministrazioni pubbliche e il tasso di espansione dell'economia, è stato

particolarmente forte negli anni iniziali della crisi finanziaria dopo il rallentamento ciclico nell'area dell'euro innescato dalla crisi e ha iniziato a diminuire in termini relativi nel periodo più recente come conseguenza dei bassi tassi di interesse e della ripresa congiunturale in atto.

In secondo luogo la crescita del debito pubblico è stata anche dovuta al netto deterioramento del saldo primario.

Ciò va ricondotto tra l'altro all'espansione della spesa primaria che ha riflesso sia l'effetto di stabilizzatori automatici quali l'aumento dei sussidi di disoccupazione sia misure discrezionali di politica fiscale. Queste ultime includono altresì una parte degli interventi a sostegno del settore finanziario e in particolare i costi dei trasferimenti di capitale intesi a ripianare le perdite accumulate dalle banche in difficoltà. Anche le minori entrate pubbliche conseguenti al rallentamento ciclico e il processo di riequilibrio hanno contribuito a peggiorare il saldo di bilancio attraverso i cosiddetti effetti di secondo impatto in un contesto in cui il calo dell'occupazione, degli utili societari e del valore delle attività innescato dalla crisi finanziaria ha influito negativamente sul gettito.

Una terza determinante è costituita dal raccordo disavanzo-debito, che è riconducibile a vari fattori. Tra questi figurano le misure a sostegno del settore finanziario che non hanno influito sul saldo primario ma che hanno esercitato un impatto sul debito delle amministrazioni pubbliche, quali ad esempio gli acquisti di titoli azionari a prezzi di mercato o l'erogazione di prestiti pubblici al settore finanziario. Gli acquisti di attività hanno fatto aumentare il debito su base lorda, lasciandolo invece per lo più invariato su base netta. I raccordi disavanzo-debito sono stati particolarmente pronunciati fino al 2010 per l'area dell'euro nel suo insieme.

Per quantificare l'impatto delle misure di assistenza al settore finanziario sui conti pubblici è necessario esaminare le singole operazioni e il conseguente fabbisogno di finanziamento. L'impatto sulle finanze pubbliche dipende dalla natura e dall'entità delle misure di assistenza (cfr. tavola 1).

Tavola 1

Il quadro contabile relativo agli interventi pubblici a sostegno del settore finanziario

	Esempi	Impatto sul debito delle amministrazioni pubbliche	Impatto sul saldo di bilancio
Impatto diretto degli interventi			
Acquisto di attività finanziarie	Acquisto di titoli azionari (a prezzi di mercato)	↑	0
	Acquisto di altre attività, ad es. strumenti di debito	↑	0
	Erogazione di prestiti	↑	0
	Vendita di titoli azionari	↓	0
	Rimborso di prestiti	↓	0
Trasferimenti di capitale alle banche	Acquisto di attività finanziarie a prezzi superiori a quelli di mercato	↑	↑
	Immissioni di capitale per ripianare le perdite delle banche	↑	↑
	Operazioni di accollo del debito	↑	↑
	Escussione delle garanzie pubbliche	↑	↑
Impatto indiretto degli interventi			
Entrate e uscite varie	Commissioni sulle garanzie	↓	↓
	Dividendi	↓	↓
	Interessi passivi/attivi	↑↓	↑↓
Riclassificazione di enti e altri flussi (senza transazioni)			
Enti riclassificati dal settore finanziario a quello delle amministrazioni pubbliche	Passività degli enti (vale a dire, passività non consolidate)	↑	0
	Attività degli enti (vale a dire, solo attività consolidate)	(↓)	0
Offerta di garanzie			
Garanzie pubbliche	Garanzie sulle passività (passività potenziali)	0	0
	Garanzie sulle attività	0	0

Fonte: SEBC.

- Tutti gli strumenti - fatta eccezione per le garanzie pubbliche in essere - fanno salire il debito delle amministrazioni pubbliche, ma la maggior parte non influisce sul saldo di bilancio (cfr. tavola 1). In particolare, gli acquisti netti di attività finanziarie (compresi i titoli azionari, i prestiti e gli strumenti di debito a prezzi di mercato) accrescono il debito.
- Gli acquisti di attività finanziarie influiscono di norma sul solo debito lordo delle amministrazioni pubbliche, lasciando sostanzialmente invariato il debito netto.

- Per contro, tutte le misure a sostegno del settore finanziario che comportano una spesa annua irreversibile per il governo sono registrate nel saldo di bilancio cumulato (cfr. tavola 1 e colonna B della tavola 2). Esse includono i trasferimenti in conto capitale (ad esempio l'accollo del debito delle banche da parte delle amministrazioni pubbliche), l'esercizio delle garanzie pubbliche, l'acquisto di attività finanziarie a prezzi superiori a quelli di mercato e le immissioni di capitale con effetti di amplificazione del debito volte a ripianare perdite pregresse delle banche interessate. Il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche varia anche in funzione delle entrate connesse alle operazioni di sostegno finanziario, sotto forma ad esempio di commissioni per le garanzie prestate e dividendi o interessi attivi sui titoli azionari e di debito acquistati. La somma degli acquisti netti di attività finanziarie e dell'impatto cumulato sul saldo di bilancio costituisce il costo fiscale netto delle misure di assistenza finanziaria per le amministrazioni pubbliche (cfr. tavola 2).
- La riclassificazione di soggetti dal settore finanziario a quello delle amministrazioni pubbliche (in particolare nel caso delle nazionalizzazioni di banche) fa aumentare il debito pubblico.
- Le garanzie pubbliche esercitano un impatto diretto sulle finanze pubbliche solo se sono attivate.

Le misure di assistenza finanziaria hanno determinato un peggioramento del saldo di bilancio dell'area dell'euro pari all'1,8 per cento del PIL su base cumulata tra il 2008 e il 2014. Il riquadro di questo articolo descrive il trattamento del loro impatto sui conti pubblici nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. L'effetto sul saldo di bilancio è stato notevolmente diverso nei vari paesi e particolarmente forte in Irlanda, dove il disavanzo è aumentato di quasi il 25 per cento del PIL su base cumulata (cfr. tavola 2). Anche Grecia, Cipro e Slovenia hanno visto peggiorare notevolmente il saldo di bilancio come conseguenza delle misure di sostegno, con un impatto cumulato sul disavanzo compreso fra l'8 e il 13 per cento del PIL nel periodo 2008-2014. In gran parte degli altri paesi tale effetto è stato più limitato e compreso fra lo 0,4 per cento in Belgio e il 4,4 per cento in Spagna. In Francia, Italia e Lussemburgo le entrate cumulate derivanti dalle misure di assistenza finanziaria sono state persino lievemente superiori alle uscite.

Il debito delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro è salito di 4,8 punti percentuali in rapporto al PIL nel periodo 2008-2014 come conseguenza degli interventi a sostegno del settore finanziario. L'impatto sul debito pubblico è dato dalla somma dei costi fiscali netti dell'assistenza fornita alle istituzioni finanziarie (4,7 punti percentuali) e dell'effetto delle riclassificazioni e degli altri flussi (0,1 punti percentuali)⁵. Gli interventi a sostegno del settore finanziario sono responsabili di meno di un quinto dell'aumento del debito pubblico nel periodo considerato (cfr. tavola 2), un risultato complessivo che cela tuttavia notevoli differenze tra paesi. Essi hanno fatto salire l'incidenza del debito sul PIL in misura sostanziale (circa 20 punti percentuali) in Irlanda, Grecia, Cipro e Slovenia. Un impatto forte è stato osservato

⁵ La differenza è di norma molto ridotta, anche se si rilevano alcune eccezioni. Ad esempio, in Irlanda alcune misure di assistenza finanziaria sono state finanziate con la cessione di attività detenute dai fondi pensione pubblici.

Tavola 2

Impatto fiscale dell'assistenza fornita al settore finanziario nel periodo 2008-2014

(in percentuale del PIL del 2014)

	Costi fiscali netti				Impatto sul debito PDE	Per memoria: variazione del debito pubblico
	Totale (A)+(B)	Acquisti netti di attività finanziarie (A)	Impatto cumulato sul saldo di bilancio (disavanzo (+), avanzo (-))			
			totale (B)	dovuto a trasferimenti di capitale (C)	(fine 2014) (D)	(2008-14)
BE	3,7	3,3	0,4	1,1	4,6	19,7
DE	8,0	6,7	1,3	1,8	8,2	11,0
IE	31,1	7,0	24,1	25,7	22,6	85,7
GR	22,1	9,6	12,5	14,9	22,2	73,7
ES	5,0	0,6	4,4	4,8	5,0	62,2
FR	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,1	31,1
IT	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	32,4
CY	18,8	10,3	8,5	9,1	19,4	53,4
LV	5,2	1,9	3,3	3,3	5,5	31,6
LT	1,3	0,2	1,1	0,9	0,9	25,0
LU	5,5	5,6	-0,1	0,1	5,3	16,0
NL	4,8	4,1	0,7	0,7	5,5	26,1
AT	3,5	0,4	3,1	3,6	8,4	19,7
PT	11,3	8,4	2,9	2,6	11,0	61,7
SI	18,1	6,1	12,0	11,5	18,2	58,2
EA	4,7	2,9	1,8	2,1	4,8	27,0

Fonti: SEBC ed Eurostat.

Note: Estonia, Malta, Slovacchia e Finlandia non sono incluse nella tabella poiché non hanno fornito alcun sostegno al settore finanziario. La differenza tra il saldo di bilancio cumulato (B) e i trasferimenti di capitale (C) include uscite o entrate finanziarie nette varie quali le commissioni sulle garanzie, i dividendi e gli interessi passivi o attivi connessi agli strumenti finanziari acquistati. Per quanto concerne la colonna (D), rispetto ai costi fiscali netti, l'impatto sul debito come definito nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi (PDE) include anche l'effetto delle riclassificazioni di enti finanziari (ad esempio, bad bank) nel settore delle amministrazioni pubbliche (senza transazioni), degli altri flussi e delle operazioni finanziarie non registrate nel debito PDE.

anche in Germania (specie come conseguenza delle misure adottate agli inizi della crisi) e in Austria e Portogallo (principalmente a causa di interventi più recenti). In Italia e Francia, invece, l'effetto è stato quasi nullo.

Rispetto alle precedenti crisi finanziarie nelle economie avanzate, in quella in esame il deterioramento dei conti pubblici nell'area dell'euro è stato maggiore anche se le misure di assistenza al settore finanziario sono di entità analoga.

Stando a uno studio recente del Fondo monetario internazionale (FMI), che ha misurato i costi fiscali di 60 crisi bancarie sistemiche fra il 1970 e il 2011, l'aumento mediano del debito pubblico complessivo in rapporto al PIL è stato di circa 12 punti percentuali e 7 di questi sono riconducibili ai costi fiscali diretti del sostegno al settore finanziario⁶. Con riferimento alla crisi recente (2007-2011), l'analisi dell'FMI considera un campione di 25 crisi bancarie sistemiche riguardanti soprattutto le economie avanzate. L'aumento mediano del rapporto debito/PIL è stato pari a 18 punti percentuali, di cui 4,2 riconducibili ai costi fiscali diretti; il dato riferito all'area

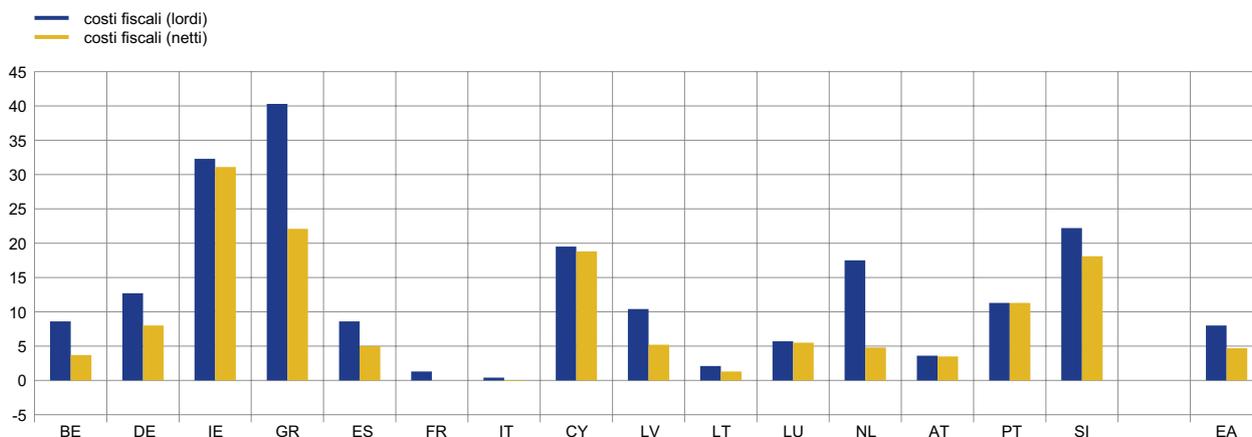
⁶ Cfr. "From Banking to Sovereign Stress – Implications for Public Debt", FMI, 2015, che analizza l'impatto sui costi fiscali delle crisi bancarie esercitato da determinate caratteristiche del paese e del settore bancario in questione.

dell'euro è di quasi 22 punti percentuali, di cui appena 4,6 dovuti al sostegno diretto al settore finanziario. Tali differenze stanno a indicare che, rispetto alle crisi bancarie sistemiche precedenti, la crisi finanziaria nell'area dell'euro ha comportato costi macroeconomici indiretti più pronunciati.

I tassi di recupero, vale a dire la quota di attività acquistate che i governi sono riusciti a rivendere, stanno aumentando ma rimangono relativamente bassi rispetto ai parametri storici. I tassi di recupero sono ricavati dalla differenza tra gli acquisti lordi e netti di attività finanziarie. Finora, a otto anni dallo scoppio della crisi, sono una piccola parte dei costi fiscali sostenuti dall'area dell'euro è stata recuperata (cfr. figura 3). La porzione dei costi lordi cumulati delle misure a sostegno del settore finanziario⁷ che è stata recuperata attraverso la rivendita di attività e altre entrate varie connesse alle attività acquistate e alle garanzie concesse (ad esempio dividendi, interessi attivi e commissioni) rappresenta il 3,3 per cento del PIL, su un totale di 800 miliardi di euro pari all'8 per cento del PIL. Ciò corrisponde a un tasso di recupero dei costi fiscali lordi lievemente superiore al 40 per cento, che è relativamente basso in una prospettiva internazionale. Ad esempio, la Svezia era riuscita a recuperare quasi il 95 per cento delle uscite di bilancio cinque anni dopo la crisi iniziata nel 1991⁸. I

Figura 3
Costi fiscali e tassi di recupero nel periodo 2008-2014

(in percentuale del PIL del 2014)



Fonti: SEBC ed Eurostat.

Note: Estonia, Malta, Slovacchia e Finlandia non sono incluse nella figura poiché questi paesi non hanno fornito alcun sostegno al settore finanziario. Per la Grecia, si veda anche la nota 9 nel testo dell'articolo. Per tasso di recupero si intende la differenza tra le attività finanziarie acquistate in termini lordi e netti.

⁷ Per formarsi un'idea dell'esposizione finanziaria dei governi risultante dal sostegno al settore finanziario, occorre aggiungere ai costi fiscali netti le garanzie pubbliche esistenti e includere le entrate indirette. Tuttavia, in letteratura si sostiene a volte che i costi fiscali lordi (comprensivi delle attività recuperate) riflettono meglio l'onere sostenuto dai contribuenti quando l'assistenza è stata fornita. Tale indicatore potrebbe costituire altresì la base per la determinazione delle riserve finanziarie necessarie per assicurare il sostegno pubblico in caso di crisi future (cfr. ad esempio Laeven, L. e Valencia, F., op.cit.).

⁸ Cfr. anche la tavola 1 in BCE, luglio 2009, op. cit.

tassi di recupero osservati fino ad oggi sono particolarmente ridotti in Irlanda, a Cipro e in Portogallo, mentre risultano relativamente elevati nei Paesi Bassi⁹.

I tassi di recupero variano in ogni caso a seconda delle attività acquistate.

Da un'analisi delle diverse tipologie di strumenti emerge che gran parte (il 92 per cento) dei prestiti erogati alle banche è stata rimborsata entro la fine del 2014 (cfr. figura 1) e che invece i titoli di debito e azionari acquistati sono ancora in buona parte detenuti dalle amministrazioni pubbliche, le quali sono in ogni caso riuscite a rivendere rispettivamente il 43 e 34 per cento del totale. Di conseguenza, a fine 2014 gli acquisti netti cumulati di strumenti di debito e azionari rappresentavano nel loro insieme l'1,4 per cento del PIL.

Al tempo stesso è anche necessario analizzare attentamente i tassi di recupero assieme alle perdite cumulate connesse alle misure di assistenza.

Un basso tasso di recupero potrebbe essere di fatto riconducibile a scenari molto diversi e non è necessariamente indicativo di un alto livello di perdite accumulate. Ad esempio, nell'ipotesi migliore potrebbe mostrare che il governo mantiene la proprietà di una banca sana in grado di generare plusvalenze sostanziali in caso di successiva privatizzazione. In quella peggiore potrebbe invece stare a indicare che gli interventi hanno dato origine a forti perdite irreversibili, come nel caso di Cipro, dove la ristrutturazione di una delle banche più grandi ha determinato per il governo perdite in conto capitale sugli strumenti azionari pari al 10,5 per cento del PIL. Nel periodo 2008-2014 le perdite accumulate nell'area dell'euro hanno costituito in media l'1,8 per cento del PIL, a indicare che quasi il 25 per cento del fabbisogno fiscale lordo è adesso costituito da perdite irrecuperabili.

Riquadro

Il trattamento degli interventi a sostegno del settore finanziario nel Patto di stabilità e crescita

Il Patto di stabilità e crescita (PSC) riserva un trattamento particolare agli interventi a sostegno del settore finanziario in considerazione del ruolo importante da essi svolto nella salvaguardia della stabilità finanziaria. Quando emergono gravi problemi bancari, gli Stati membri non sono di norma tenuti a compensare i costi fiscali derivanti dall'assistenza fornita al settore finanziario se questa ha natura temporanea¹⁰. Ciò sembra sostanzialmente giustificato, in quanto i costi fiscali sostenuti per assicurare la stabilità finanziaria sono in larga parte indipendenti dal controllo dei governi. È di fatto importante che il PSC non offra disincentivi all'adozione di efficaci misure pubbliche di sostegno. Un approccio analogo è stato seguito anche nei programmi di risanamento congiunti dell'UE e dell'FMI, nei quali gli obiettivi di bilancio nominali sono definiti esplicitamente escludendo l'impatto sul disavanzo esercitato dagli interventi a sostegno del settore finanziario.

⁹ Nel caso della Grecia la differenza sostanziale tra i costi fiscali lordi e netti è riconducibile principalmente ai fattori indicati qui di seguito. Fino al 2012 il Fondo ellenico per la stabilità finanziaria ha fornito prestiti al settore bancario greco. Tali prestiti sono stati successivamente utilizzati come "ponte" durante il tempo intercorso fino alle ricapitalizzazioni sotto forma di acquisto di azioni (2013). Anche se ciò si configura sostanzialmente come una sostituzione di strumenti, i costi fiscali lordi includono sia i prestiti sia le ricapitalizzazioni e quelli netti sono invece corretti per tener conto dei prestiti cancellati dopo le ricapitalizzazioni.

¹⁰ Cfr. il riquadro *Implicazioni per i conti pubblici degli interventi a sostegno del settore finanziario* nel numero di giugno 2013 del Bollettino mensile della BCE.

Nell'ambito del meccanismo preventivo del PSC le iniezioni di capitale non vengono incluse nel calcolo dello sforzo strutturale se sono di natura temporanea. Lo sforzo strutturale è il principale indicatore utilizzato nel meccanismo preventivo per valutare eventuali deviazioni dal percorso di aggiustamento verso l'obiettivo di bilancio a medio termine (OMT). Esso è calcolato in termini di variazione del saldo strutturale, che esclude le misure temporanee e quelle una tantum come le iniezioni di capitale.

Nel quadro della parte correttiva del PSC le misure a sostegno del settore finanziario non determinano l'avvio di una procedura per i disavanzi eccessivi (PDE). Gli interventi a sostegno del settore finanziario non comportano l'avvio di una PDE ove determinino una violazione temporanea del criterio del disavanzo, sempre che quest'ultimo rimanga su livelli prossimi al 3 per cento del PIL (senza cioè superare di oltre 0,5 punti percentuali il tasso di riferimento), o di quello del debito. Tali interventi (comprese le passività potenziali) sono considerati in entrambi i casi dei fattori significativi, come nelle valutazioni di conformità con il criterio del debito nell'ambito della PDE per Belgio e Italia pubblicate a febbraio 2015.

Inoltre, il sostegno al settore finanziario non determina il rafforzamento di una PDE esistente. L'adempimento degli obblighi previsti dalle PDE si valuta sulla base dello sforzo strutturale, che esclude le misure temporanee e quelle una tantum. Gli Stati membri che intervengono per sostenere il settore finanziario non sono quindi costretti a compiere sforzi ulteriori di risanamento dei conti pubblici, sempre che realizzino i necessari sforzi strutturali. Ad esempio, nel contesto della proroga del termine per la correzione del disavanzo eccessivo concessa alla Slovenia nel 2013, la raccomandazione del Consiglio ha fatto altresì riferimento agli obiettivi per il disavanzo al netto dei costi fiscali attesi delle misure a sostegno del settore finanziario. Inoltre, se un paese non è in grado di correggere il proprio disavanzo eccessivo entro il termine concordato a causa dell'attuazione di dette misure, la procedura non viene rafforzata ma la sua abrogazione è ritardata di qualche tempo (generalmente un anno). La decisione di abrogare una PDE si fonda tuttavia sul disavanzo nominale (complessivo), che non è corretto per il sostegno finanziario in esame.

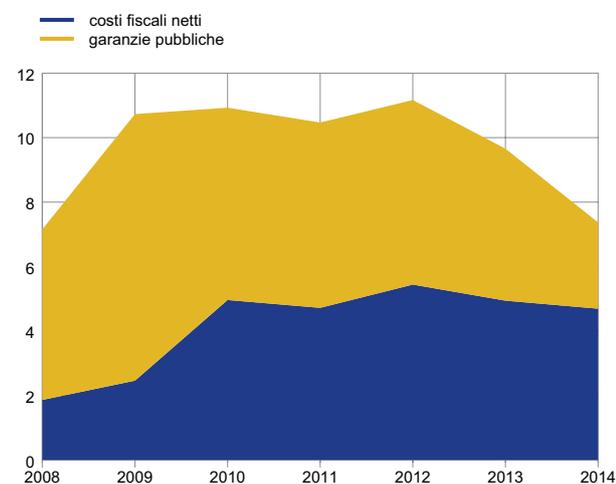
4 I rischi di bilancio connessi agli interventi pubblici nelle istituzioni finanziarie

Oltre ai costi fiscali richiamati in precedenza, gli interventi a sostegno del settore finanziario possono comportare significativi rischi di bilancio. Se si includono le passività potenziali esplicite connesse alle garanzie ufficiali prestate alle istituzioni finanziarie, che non hanno alcun impatto diretto immediato sulle finanze pubbliche ma comportano un rischio potenziale per le stesse nel caso in cui debbano essere onorate, l'esposizione delle amministrazioni pubbliche risulta

Figura 4

Esposizione finanziaria dei governi derivante dagli interventi a sostegno delle istituzioni finanziarie

(in percentuale del PIL)



Fonte: SEBC.

Note: l'esposizione finanziaria dei governi derivante dagli interventi a favore delle istituzioni finanziarie include le misure di assistenza finanziaria contabilizzate come costi fiscali netti diretti e l'ammontare delle garanzie pubbliche in essere. Le garanzie pubbliche e i costi fiscali netti sono espressi in percentuale del PIL annuo. Le garanzie pubbliche non includono i regimi di assicurazione dei depositi.

molto maggiore¹¹. Inoltre i governi hanno anche fornito garanzie implicite alle istituzioni finanziarie, in parte motivate dal fatto che erano considerate troppo grandi per fallire e al fine di evitare effetti di contagio. Queste garanzie implicite sono tuttavia difficili da quantificare e non vengono quindi considerate nel prosieguo dell'articolo.

All'inizio della crisi finanziaria, molti governi dell'area dell'euro hanno fornito garanzie esplicite alle istituzioni finanziarie per sostenere la stabilità del settore.

Gran parte delle garanzie pubbliche esplicite concesse a istituzioni finanziarie in difficoltà ha riguardato tipologie di passività e attività quali ad esempio le obbligazioni collocate, i depositi interbancari, le passività non garantite con grado di prelazione maggiore, i titoli emessi a seguito di operazioni di cartolarizzazione e il debito subordinato a scadenza. Alcuni paesi - ad esempio Irlanda, Spagna e Francia - hanno prestato garanzie anche per il finanziamento dei veicoli per la gestione delle attività deteriorate (in misura mediamente corrispondente a circa il 20 per cento del totale delle garanzie pubbliche

in essere a fine 2014). Le garanzie esplicite sono state concesse principalmente nei primi anni della crisi. La loro incidenza sul PIL è stata superiore a quella dei costi fiscali netti sostenuti per le misure di assistenza al settore finanziario fino al 2012 (cfr. figura 4). Nell'area dell'euro le garanzie pubbliche (escluse quelle sui depositi al dettaglio) hanno raggiunto un massimo a quasi l'8 per cento del PIL nel 2009, per poi scendere al 2,7 per cento a fine 2014.

Dal 2012 le garanzie pubbliche in essere sono notevolmente diminuite. Il calo è riconducibile a tre fattori. In primo luogo una porzione considerevole di queste garanzie è nel frattempo scaduta e il ripristino di condizioni di stabilità finanziaria non ha richiesto proroghe. Nel 2014 le nuove garanzie concesse a istituzioni finanziarie sono state scarse o nulle. In secondo luogo, in alcuni casi le garanzie sono state attivate e i relativi importi sono stati contabilizzati come debito delle amministrazioni pubbliche. In terzo luogo alcuni enti finanziari che hanno ricevuto garanzie pubbliche sono stati recentemente riclassificati all'interno delle amministrazioni pubbliche. Le loro passività sono quindi divenute parte del debito pubblico, mentre l'importo delle relative garanzie ufficiali si è ridotto di conseguenza.

Gran parte dei paesi appartenenti all'area dell'euro ha fornito garanzie pubbliche esplicite, anche se di entità diversa. L'incidenza di gran lunga più elevata delle garanzie pubbliche sul PIL è stata osservata in Irlanda, dove ha raggiunto un massimo

¹¹ L'impatto diretto immediato delle garanzie statali sulle finanze pubbliche è connesso alle commissioni che le istituzioni finanziarie devono di norma versare in cambio della garanzia ricevuta e che determinano entrate pubbliche. Tuttavia, le commissioni percepite sono state di norma piuttosto limitate in gran parte dei paesi e mediamente inferiori allo 0,05 del PIL su base annua nel periodo 2008-2014 nell'insieme dell'area dell'euro.

Tavola 3

Garanzie pubbliche in essere

	Importo massimo		Fine 2014
	Percentuale del PIL	Anno	
BE	15,4	(2009)	9,3
DE	5,5	(2009)	0,8
IE	190,0	(2008)	12,9
GR	37,9	(2011)	28,5
ES	9,9	(2012)	5,2
FR	4,7	(2009)	2,2
IT	5,3	(2012)	1,4
CY	16,9	(2010)	5,7
LV	2,8	(2009)	0,2
LU	4,8	(2013)	4,6
NL	12,1	(2009)	0,0
AT	5,0	(2009)	0,0
PT	9,5	(2012)	3,6
SI	5,9	(2010)	0,3
EA	7,6	(2009)	2,7

Fonti: SEBC ed Eurostat.

Note: Estonia, Lituania, Malta, Slovacchia e Finlandia non sono incluse nella tavola poiché non hanno fornito alcuna garanzia alle istituzioni finanziarie. Le garanzie pubbliche in essere non includono le garanzie sui depositi al dettaglio e le garanzie statali per il credito di ultima istanza. Queste ultime non rientrano nell'ambito delle statistiche sulle garanzie pubbliche.

al 190 per cento nel 2008 per poi scendere sostanzialmente a circa il 13 per cento a fine 2014 (cfr. tavola 3). Alla fine del 2014 le garanzie ufficiali erano ancora consistenti in Grecia e in misura minore in Belgio, mentre erano state quasi interamente ritirate nei Paesi Bassi e in Austria. In quest'ultimo caso il calo è dovuto alla riclassificazione di un'istituzione finanziaria all'interno delle amministrazioni pubbliche, che ha fatto venir meno le rispettive garanzie statali determinando al contempo un aumento del debito pubblico lordo corrispondente alle passività dell'istituzione interessata.

Vari paesi hanno subito perdite per garanzie pubbliche divenute esigibili. Per l'insieme dell'area dell'euro la quota di garanzie pubbliche divenuta esigibile sembra piuttosto limitata e corrispondente a circa lo 0,3 per cento del totale in essere (meno dello 0,01 per cento del PIL) nel 2014, ma il dato potrebbe essere lievemente fuorviante. In particolare nei casi di grandi ristrutturazioni di istituzioni finanziarie cui erano state in precedenza concesse garanzie pubbliche, queste ultime sono diminuite come conseguenza dell'acquisto di attività deteriorate precedentemente garantite. In tal senso, le stime delle probabilità di insolvenza possono contribuire alla valutazione del rischio di utilizzo delle garanzie pubbliche¹².

Inoltre, molti paesi hanno innalzato il livello minimo di copertura offerto dai loro regimi di assicurazione dei depositi. Agli inizi della crisi il livello minimo di copertura offerto dai regimi nazionali è stato portato a 50.000 euro per depositante per banca. Tale soglia è stata poi ulteriormente innalzata a 100.000 euro nel quadro delle revisioni della direttiva dell'UE relativa ai sistemi di garanzia dei depositi, che

¹² Cfr. "Fiscal implications of the global economic and financial crisis", *Occasional Paper Series*, n. 269, FMI, 2009. In base alla stima degli spread applicati agli "expected default frequency implied credit default swap" (EICDS) utilizzando statistiche di mercato relative a novembre 2008, la spesa per le garanzie pubbliche nelle economie avanzate sarebbe stata dell'ordine dell'1-3 per cento del PIL in termini cumulati nel periodo 2009-2013.

hanno anche introdotto il principio in base al quale sono le banche - e non i governi - a dover assicurare la copertura. A differenza delle garanzie esplicite fornite sulle attività delle istituzioni finanziarie, le garanzie sui depositi non hanno una scadenza temporale e quindi non diminuiscono con il tempo a meno che non si decida di abbassare la soglia di copertura. Eventuali richieste di indennizzo sarebbero in prima istanza coperte dall'assicurazione e avrebbero quindi un impatto presumibilmente limitato sui saldi di bilancio.

Le garanzie pubbliche potrebbero inoltre comportare un aumento dei costi fiscali nel lungo periodo in quanto - al pari degli altri interventi a sostegno delle istituzioni finanziarie - potrebbero dare origine a incentivi avversi per queste ultime. Le istituzioni beneficiarie di garanzie pubbliche e di altre misure potrebbero essere di fatto indotte ad assumersi maggiori rischi o a rimandare le azioni in grado di risanare rapidamente i loro bilanci (cfr. FMI, 2015, op. cit.). Inoltre le garanzie pubbliche potrebbero non essere interamente credibili: ciò vale in particolare se sono ampie a fronte di un margine di manovra fiscale limitato, perché il governo non sarebbe in condizione di pagare nel momento in cui dovessero diventare esigibili¹³. I timori connessi alla credibilità renderebbero tuttavia la risoluzione potenzialmente più costosa in quanto aumenterebbero la probabilità di escussione delle garanzie e la necessità di adottare ulteriori misure a sostegno del settore finanziario. Quindi, anche se le garanzie pubbliche hanno un impatto diretto immediato pressoché nullo sulle finanze pubbliche, possono in ultima istanza tradursi in un aumento dei costi fiscali diretti.

Tavola 4

Caratteristiche fondamentali di alcuni veicoli di gestione delle attività deteriorate

	Anno di costituzione	Quota delle amministrazioni pubbliche	Finanziamento (emissioni obbligazionarie in essere) ¹⁾ percentuale del PIL	Attività ¹⁾ percentuale del PIL		Scarti di garanzia sulle attività trasferite ²⁾ per cento	Perdita (-)/ utile (+) netto nel 2014 percentuale del PIL
				totale	di cui prestiti bancari		
NAMA (Irlanda)	2009	49%	7,3	8,4	7,2	57	0,2
SAREB (Spagna)	2012	45%	4,3	4,8	3,1	46/63	-0,1
BAMC (Slovenia)	2013	100%	4,2	4,7	3,8	71	0,1

Fonti: siti Internet dei veicoli e Gandrud e Hallerberg (2014, op. cit.).

1) I dati si riferiscono alle consistenze a fine 2014.

2) Scarti di garanzia medi applicati da determinati veicoli di gestione del risparmio (cfr. Gandrud e Hallerberg, 2014, op.cit.). Per l'Irlanda gli scarti riguardano prestiti per un totale di 74 miliardi di euro trasferiti a NAMA dalle cinque istituzioni partecipanti (dietro pagamento di un corrispettivo di 31,8 miliardi di euro) entro la fine del 2011. Per la Spagna lo scarto medio applicato alle attività trasferite è stato pari al 46 per cento nel caso dei prestiti e al 63 per cento nel caso delle attività immobiliari. Il dato relativo alla Slovenia riguarda le attività trasferite nel 2013.

Vi sono anche rischi di bilancio connessi ai nuovi veicoli per la gestione delle attività deteriorate, i cui costi fiscali potrebbero rivelarsi più alti del previsto.

Oltre la metà dei paesi dell'area dell'euro ha creato veicoli di gestione delle attività per alleggerire i bilanci delle istituzioni finanziarie trasferendo ai nuovi soggetti le attività deteriorate a un valore di carico ridotto. In generale, questi veicoli possono

¹³ In parte come conseguenza delle sostanziali garanzie pubbliche, le agenzie di rating hanno declassato alcuni paesi dell'area dell'euro facendone salire i costi di finanziamento (cfr. Stolz e Wedow, 2010, op. cit.).

essere considerati un mezzo efficace per gestire i prestiti in sofferenza¹⁴. Essi comportano tuttavia rischi di bilancio potenziali che variano notevolmente da paese a paese e dipendono dalle caratteristiche specifiche in termini di proprietà pubblica, responsabilità pubblica in caso di perdite e strategia di finanziamento dei soggetti in questione¹⁵. In particolare, quando tali enti sono classificati nel settore delle amministrazioni pubbliche - come nel caso della Società di gestione delle attività bancarie (Bank Asset Management Company, BAMC) in Slovenia (cfr. tavola 4) - le loro passività fanno interamente parte del debito pubblico e l'impatto futuro sul saldo di bilancio dipende dall'evoluzione futura delle entrate e delle uscite. Quando invece sono classificati nel settore finanziario, l'impatto fiscale diretto è probabilmente più limitato e principalmente connesso al rischio che i dividendi futuri non coprano le perdite future e che sia quindi richiesta l'attivazione delle garanzie pubbliche. Inoltre la proprietà potrebbe essere condivisa, come per i veicoli di Irlanda (NAMA) e Spagna (SAREB). A ciò si aggiunge il fatto che, come dimostrato da NAMA e BAMC nel 2014, tali veicoli possono anche generare utili.

5 Conclusioni

Durante la crisi finanziaria gran parte dei governi dell'area dell'euro ha attuato interventi a sostegno delle istituzioni finanziarie con l'obiettivo di salvaguardare la stabilità del settore ed evitare una stretta creditizia. L'incidenza sul PIL dei costi lordi cumulati connessi alle misure di assistenza finanziaria è pari a 8 punti percentuali, di cui appena 3,3 sono stati recuperati. I costi fiscali di tali interventi nel periodo 2008-2014 hanno determinato un peggioramento del saldo di bilancio e del debito dell'area dell'euro rispettivamente pari all'1,8 e al 4,8 per cento del PIL su base cumulata. Se nell'insieme dell'area i provvedimenti a sostegno del settore finanziario spiegano solo una piccola parte del forte aumento del debito pubblico dagli inizi della crisi, in alcuni paesi partecipanti hanno svolto un ruolo sostanziale. I paesi dell'area hanno sostenuto le istituzioni finanziarie con misure molteplici (ricapitalizzazioni, erogazione di prestiti pubblici, acquisto di attività deteriorate, nazionalizzazioni e concessione di garanzie pubbliche) che influiscono sul debito e il disavanzo pubblico in grado differente. L'entità degli interventi è molto diversa nei vari paesi dell'area. Il tasso di recupero complessivo dei relativi costi è in media relativamente basso in una prospettiva internazionale, ma il processo è ancora in atto. Per completare il quadro risulta altresì importante tener conto dei rischi di bilancio connessi all'assistenza finanziaria, che riguardano principalmente le garanzie pubbliche ancora in essere (corrispondenti al 2,7 per cento del PIL dell'area a fine 2014) e le perdite potenziali (o i possibili profitti) dei veicoli di gestione delle attività deteriorate.

¹⁴ Cfr. "Resolving the legacy of non-performing exposures in euro area banks", *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2015

¹⁵ I veicoli privati di gestione delle attività impongono di norma scarti più elevati sulle attività acquistate rispetto agli omologhi di proprietà pubblica e ciò influisce sulla redditività di questi soggetti e sui conseguenti rischi di bilancio. Lo scarto applicato alle attività trasferite varia dallo zero a oltre il 50 per cento. Cfr. Gandrud, C. e Hallerberg, M., "Bad banks in the EU: the impact of Eurostat rules", *Working Paper Series*, n. 15, Bruegel, 2014.

In prospettiva, è importante assicurare la stabilità finanziaria limitando al tempo stesso il coinvolgimento dei contribuenti. A questo scopo occorre in prima istanza ridurre la probabilità che le istituzioni finanziarie si trovino ad affrontare gravi problemi di bilancio. Sono già stati compiuti notevoli progressi nell'inasprimento della normativa bancaria, nel rafforzamento della vigilanza sulle banche e nella messa a punto di appropriati strumenti di risoluzione per gli istituti effettivamente in crisi. Un modo importante per ridurre i costi fiscali potenziali delle misure di assistenza finanziaria consiste nell'assicurare un opportuno coinvolgimento dei soggetti privati detentori di azioni e obbligazioni. A livello dell'UE il Regolamento sui requisiti patrimoniali e la Direttiva sui requisiti patrimoniali IV, assieme al neocostituito Meccanismo di vigilanza unico, accresceranno di fatto la tenuta delle banche e dovrebbero evitare l'accumulo nei bilanci di queste ultime di gravi problemi che potrebbero sfociare in ultima istanza in una grave crisi bancaria. Inoltre, la Direttiva UE sul risanamento e sulla risoluzione delle banche e il Meccanismo di risoluzione unico faranno in modo che il settore privato intervenga prima di quello pubblico. Nell'insieme, questi pilastri fondamentali dell'Unione bancaria europea dovrebbero garantire la graduale attenuazione del rischio di un coinvolgimento ulteriore dei contribuenti.

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	2,2	0,7	1,7	7,8	-0,8	2,3	1,8	2,1	2,8	0,0	2,6	2,5
2013	3,0	1,5	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	1,1	0,7	-0,3	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	0,2	0,4	1,1	1,3	0,4	0,6	1,7	-0,1	0,1	2,3	1,2	-0,3
2° trim.	.	0,9	0,7	-0,4	.	0,3	0,5	1,6	0,0	0,0	0,5	1,4	0,2
2015 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.	-	-	-	-	-	-	0,6	1,6	0,1	0,0	0,4	1,4	0,2
lug.	-	-	-	-	-	-	0,6	1,7	0,2	0,1	0,3	1,6	0,2
ago. ³⁾	-	-	-	-	-	-	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.

3) Il dato per l'area dell'euro è una stima basata su dati nazionali provvisori con copertura solitamente pari a circa il 95 per cento dell'area dell'euro, nonché su informazioni preliminari sui prezzi energetici.

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	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	3,7	2,5	4,4
2013	53,3	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,3	52,7	50,7	3,2	-0,2	5,2
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,4	54,1	51,5	3,5	3,6	3,5
2014 3° trim.	55,6	59,8	58,5	51,3	52,2	52,8	53,6	56,2	51,6	2,7	1,4	3,4
4° trim.	53,3	55,6	56,3	50,9	51,4	51,5	52,4	53,6	50,4	1,5	1,8	1,3
2015 1° trim.	53,9	56,9	57,4	50,4	51,5	53,3	52,8	54,3	50,3	-2,7	1,7	-5,0
2° trim.	53,4	55,9	57,2	51,3	51,1	53,9	50,9	54,2	49,3	-1,1	-1,2	-1,0
2015 mar.	54,9	59,2	58,8	49,4	51,8	54,0	52,9	55,5	49,8	-2,7	1,7	-5,0
apr.	54,1	57,0	58,4	50,7	51,3	53,9	51,0	55,1	49,1	-1,9	0,9	-3,4
mag.	53,4	56,0	55,8	51,6	51,2	53,6	51,2	54,0	48,7	-1,9	-0,3	-2,8
giu.	52,7	54,6	57,4	51,5	50,6	54,2	50,5	53,4	50,0	-1,1	-1,2	-1,0
lug.	53,1	55,7	56,6	51,5	50,2	53,9	50,8	53,9	49,1	.	.	.
ago.	.	55,0	.	.	.	54,1	50,0	.	48,9	.	.	.

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
2015 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
lug.	-0,12	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,29	0,10
ago.	-0,12	-0,09	-0,03	0,04	0,16	0,32	0,09

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 - 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	,009	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	,015	,011	0,58	1,77
2015 feb.	-0,21	-0,25	-0,20	-0,08	0,37	0,62	1,80	1,45	,016	,017	0,31	1,19
mar.	-0,21	-0,25	-0,22	-0,08	0,26	0,51	1,69	1,19	,020	,020	0,29	0,81
apr.	-0,28	-0,26	-0,21	0,03	0,42	0,68	1,81	1,39	,022	,008	0,46	1,05
mag.	-0,24	-0,25	-0,23	0,06	0,61	0,85	1,87	1,32	,025	,014	0,68	1,46
giu.	-0,27	-0,26	-0,23	0,19	0,95	1,21	2,09	1,52	,025	,010	1,08	2,09
lug.	-0,27	-0,29	-0,26	0,08	0,73	1,02	1,87	1,35	,029	,013	0,76	1,84
ago.	-0,25	-0,27	-0,22	0,14	0,82	1,09	1,84	1,46	,025	,007	0,86	1,97

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	Petroliero 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
2015 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
lug.	366,3	3.545,1	744,0	266,0	645,2	302,1	198,0	505,5	378,1	281,3	395,1	864,8	2.094,1	20.372,6
ago.	356,7	3.444,4	711,9	261,9	615,0	287,7	193,9	504,6	359,9	274,9	390,0	856,9	2.039,9	19.919,1

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 indiv. duali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore compo. sito del finanzia. mento			
	A vista	Rimbor. sabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TVPA ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso			TVPA ³⁾	Indicatore compo. sito del finanzia. mento					
			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 5 anni	oltre 5 e 10 anni	oltre 10 anni
2014 ago.	0,22	0,96	1,20	1,66	7,30	17,00	5,51	6,71	7,05	3,06	2,55	2,74	2,71	2,86	2,96	2,73		
set.	0,21	0,95	1,17	1,70	7,37	17,06	5,35	6,67	6,99	2,94	2,49	2,69	2,61	2,82	2,88	2,66		
ott.	0,20	0,94	1,09	1,65	7,20	16,96	5,38	6,59	6,98	2,89	2,42	2,63	2,54	2,78	2,81	2,60		
nov.	0,20	0,91	1,01	1,66	7,18	17,12	5,58	6,66	6,98	2,92	2,41	2,50	2,51	2,72	2,76	2,53		
dic.	0,20	0,89	0,96	1,58	7,14	17,10	5,07	6,21	6,53	2,75	2,42	2,52	2,53	2,68	2,76	2,49		
2015 gen.	0,19	0,86	1,01	1,94	7,18	17,12	5,25	6,42	6,73	2,76	2,30	2,55	2,43	2,44	2,68	2,40		
feb.	0,18	0,84	0,97	1,51	7,13	17,05	5,18	6,47	6,82	2,79	2,07	2,47	2,32	2,49	2,58	2,37		
mar.	0,17	0,82	0,89	1,37	7,13	17,05	5,16	6,16	6,49	2,72	2,11	2,45	2,29	2,41	2,55	2,30		
apr.	0,16	0,79	0,87	1,15	7,03	17,01	4,89	6,13	6,42	2,66	2,01	2,38	2,17	2,36	2,49	2,24		
mag.	0,16	0,82	0,83	1,08	6,98	17,08	5,04	6,29	6,60	2,67	2,05	2,33	2,09	2,29	2,45	2,17		
giu.	0,15	0,78	0,77	1,18	6,97	17,02	4,88	6,14	6,45	2,59	2,02	2,25	2,12	2,31	2,48	2,18		
lug. ^(p)	0,15	0,74	0,67	1,10	6,82	17,04	5,09	6,22	6,50	2,60	2,04	2,26	2,21	2,36	2,56	2,22		

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 compo. sito del costo del finanzia. mento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0.25 milioni di euro			oltre 0.25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
2014 ago.	0,28	0,50	1,56	3,74	4,17	4,27	3,55	2,56	3,20	2,85	1,80	2,42	2,54	2,71
set.	0,26	0,51	1,46	3,72	4,01	4,03	3,53	2,46	3,01	2,77	1,83	2,38	2,42	2,68
ott.	0,25	0,50	1,37	3,64	4,00	3,94	3,53	2,43	2,90	2,71	1,75	2,25	2,46	2,60
nov.	0,25	0,44	1,16	3,57	3,82	3,86	3,42	2,38	2,84	2,63	1,74	2,17	2,27	2,51
dic.	0,24	0,43	1,26	3,49	3,68	3,75	3,26	2,35	2,78	2,50	1,74	2,16	2,13	2,46
2015 gen.	0,23	0,44	1,19	3,49	3,78	3,85	2,98	2,31	2,82	2,05	1,67	2,03	2,20	2,46
feb.	0,22	0,35	1,04	3,43	3,57	3,72	3,12	2,24	2,71	2,39	1,52	1,99	2,14	2,37
mar.	0,21	0,32	1,07	3,39	3,45	3,65	3,13	2,16	2,67	2,33	1,63	2,11	2,02	2,37
apr.	0,19	0,30	0,89	3,34	3,46	3,58	2,95	2,18	2,64	2,26	1,62	1,93	2,03	2,33
mag.	0,18	0,30	0,91	3,28	3,37	3,51	2,96	2,15	2,46	2,23	1,57	1,85	2,04	2,27
giu.	0,18	0,31	1,10	3,25	3,19	3,48	2,91	2,09	2,33	2,23	1,60	1,91	2,04	2,26
lug. ^(p)	0,17	0,31	0,87	3,19	3,27	3,60	2,86	2,07	2,36	2,22	1,51	1,73	2,05	2,19

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	-	59	538	50	410	219	34	-	39	93	25
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	600	134	-	80	533	62	350	158	37	-	38	82	35
mag.	1.396	591	135	-	80	532	59	326	140	36	-	36	80	33
giu.	1.329	560	121	-	75	517	56	298	126	30	-	34	77	32
A lungo termine														
2012	15.205	4.814	3.166	-	842	5.758	624	255	98	45	-	16	84	12
2013	15.109	4.405	3.087	-	921	6.069	627	222	70	39	-	16	89	9
2014	15.120	4.040	3.158	-	994	6.286	643	219	65	43	-	16	85	10
2015 gen.	15.222	4.058	3.201	-	1.004	6.316	642	261	80	48	-	8	113	13
feb.	15.266	4.038	3.209	-	1.017	6.356	646	207	64	21	-	18	86	17
mar.	15.355	4.026	3.251	-	1.034	6.399	644	285	84	62	-	17	112	10
apr.	15.276	4.000	3.213	-	1.034	6.389	641	220	70	33	-	21	87	10
mag.	15.356	3.982	3.235	-	1.037	6.462	640	185	49	41	-	6	85	4
giu.	15.344	3.938	3.255	-	1.032	6.485	634	207	69	34	-	13	87	5

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	16.631,5	5.395,8	3.312,1	.	917,0	6.316,2	690,4	4.597,1	404,7	617,9	3.574,5
2013	16.355,8	4.881,7	3.208,6	.	987,9	6.597,8	679,8	5.638,0	569,1	751,0	4.317,9
2014	16.432,4	4.585,5	3.277,8	.	1.052,3	6.823,7	693,1	5.949,4	591,0	787,9	4.570,6
2015 gen.	16.609,5	4.657,1	3.327,9	.	1.069,7	6.859,1	695,6	6.423,2	573,0	836,0	5.014,3
feb.	16.665,3	4.643,5	3.343,0	.	1.086,8	6.890,6	701,5	6.855,9	650,5	899,7	5.305,7
mar.	16.775,5	4.630,4	3.388,6	.	1.104,8	6.941,6	710,1	7.056,1	688,7	933,3	5.434,0
apr.	16.686,7	4.600,2	3.347,4	.	1.113,6	6.921,8	703,6	6.960,1	683,8	908,3	5.368,0
mag.	16.751,9	4.572,2	3.369,7	.	1.116,3	6.994,0	699,7	6.983,6	675,3	901,6	5.406,7
giu.	16.672,3	4.498,3	3.375,7	.	1.106,5	7.001,4	690,4	6.803,4	664,2	879,4	5.259,8
Tasso di crescita											
2012	1,3	-1,8	-0,3	.	14,4	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	-7,8	0,1	.	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	2,3	.	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	1,5	6,8	1,1	0,8
mag.	-0,8	-7,2	0,1	.	5,8	2,1	1,4	1,3	5,8	1,2	0,7
giu.	-1,1	-7,7	0,8	.	4,6	1,6	-0,8	1,0	4,1	0,6	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	97,6	95,0	93,3	88,3	99,7	95,8	107,0	92,5
2013	101,2	98,2	96,7	91,4	102,5	99,1	111,9	95,6
2014	101,8	97,9	96,7	91,6	102,8	100,7	114,7	96,1
2014 3° trim.	101,3	97,2	96,2	90,8	102,2	100,3	113,7	95,1
4° trim.	99,0	94,9	94,3	89,1	99,7	98,1	112,3	93,5
2015 1° trim.	93,0	89,2	89,4	84,2	93,7	92,6	106,4	88,3
2° trim.	91,2	87,5	88,2	.	.	.	104,4	86,3
2015 mar.	90,6	86,9	87,4	-	-	-	103,8	86,0
apr.	89,7	86,1	86,9	-	-	-	102,4	84,8
mag.	91,6	87,9	88,6	-	-	-	104,7	86,6
giu.	92,3	88,5	89,1	-	-	-	106,0	87,6
lug.	91,3	87,5	88,3	-	-	-	105,1	86,7
ago.	93,0	89,0	90,0	-	-	-	108,1	89,1
				<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>				
2015 ago.	1,8	1,8	1,9	-	-	-	2,9	2,8
				<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>				
2015 ago.	-8,4	-8,7	-6,6	-	-	-	-5,2	-6,6

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 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
lug.	6.827	7.586	27.094	7.462	311.531	135.681	4.152	0.707	4.4391	9.386	1.049	1.100
ago.	7.063	7.558	27.041	7.463	311.614	137.124	4.195	0.714	4.4235	9.515	1.078	1.114
							<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2015 ago.	3,5	-0,4	-0,2	0,0	0,0	1,1	1,0	1,0	0,4	1,4	2,7	1,3
							<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2015 ago.	-13,8	-1,0	-2,8	0,1	-0,7	0,0	0,1	-10,4	0,0	3,6	-11,1	-16

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 estero
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2014 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 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	-
2° trim.	62,2	-23,6	85,7	62,3	52,4	133,5	13,8	7,5	-138,8	-89,7	-2,4	-
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.	111,8	121,5	-9,6	15,4	24,1	33,2	-19,5	5,8	61,3	116,8	-3,9	-
mag.	22,8	-0,5	23,3	31,1	13,2	74,6	54,2	4,3	-85,6	-67,9	-1,6	-
giu.	-72,5	-144,5	72,0	15,8	15,0	25,7	-21,0	-2,5	-114,6	-138,6	3,1	-
<i>transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2015 giu.	834,4	606,1	228,4	347,3	245,2	459,8	291,1	65,3	-43,3	69,7	5,2	-
<i>transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2015 giu.	8,2	6,0	2,2	3,4	2,4	4,5	2,9	0,6	-0,4	0,7	0,1	-

Fonte: BCE,

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

3 Attività economica

3.1 Pil e componenti della domanda

(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 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
2° trim.	0,3	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<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 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
2° trim.	1,2	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2014 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	-	-
2° trim.	0,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
<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 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	-	-
2° trim.	1,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

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									
		Ocupati dipendenti	Ocupati 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	159.111	3,9	18.187	11,4	5,2	14.630	10,1	3.557	23,6	9.758	11,3	8.429	11,5	1,6
2013	159.334	4,6	19.233	12,0	5,9	15.640	10,8	3.593	24,3	10.307	11,9	8.926	12,1	1,5
2014	160.315	4,6	18.625	11,6	6,1	15.213	10,4	3.412	23,7	9.917	11,5	8.708	11,8	1,7
2014 3°trim.	160.475	4,4	18.544	11,6	5,9	15.148	10,4	3.397	23,6	9.817	11,3	8.726	11,8	1,6
2014 4°trim.	160.966	4,6	18.402	11,5	6,1	15.081	10,3	3.322	23,2	9.753	11,3	8.649	11,7	1,8
2015 1°trim.	160.084	4,7	17.981	11,2	5,9	14.741	10,1	3.240	22,7	9.560	11,1	8.422	11,4	1,7
2015 2°trim.	.	.	17.759	11,1	.	14.589	10,0	3.170	22,3	9.402	10,9	8.356	11,3	.
2015 feb.	-	-	17.956	11,2	-	14.720	10,1	3.236	22,7	9.542	11,0	8.415	11,4	-
2015 mar.	-	-	17.912	11,2	-	14.688	10,1	3.224	22,6	9.513	11,0	8.399	11,4	-
2015 apr.	-	-	17.790	11,1	-	14.594	10,0	3.196	22,4	9.412	10,9	8.378	11,3	-
2015 mag.	-	-	17.741	11,1	-	14.588	10,0	3.153	22,2	9.417	10,9	8.323	11,2	-
2015 giu.	-	-	17.745	11,1	-	14.584	10,0	3.161	22,3	9.377	10,9	8.368	11,3	-
2015 lug.	-	-	17.532	10,9	-	14.439	9,9	3.093	21,9	9.265	10,7	8.267	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	-4,4	-1,0	-2,5	-0,1	-5,8	-3,8	-1,6	-1,3	-1,5	-5,0	-11,1
2013	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,8	-2,3	-0,1	-0,8	-0,9	-0,6	-0,9	-4,4
2014	0,8	1,7	1,2	1,8	2,6	-5,5	1,7	3,3	1,3	0,3	2,4	0,4	3,7
2014 3°trim.	0,6	1,2	0,4	1,5	1,9	-3,1	-1,4	2,3	0,8	-0,3	2,0	-0,3	4,1
2014 4°trim.	0,3	0,9	-0,4	0,9	2,6	-3,2	-0,8	2,9	1,9	0,8	2,9	1,5	1,6
2015 1°trim.	1,6	1,1	-0,1	1,1	2,3	4,6	-1,6	1,0	2,1	1,0	3,1	2,2	9,0
2015 2°trim.	1,2	1,5	0,7	2,6	0,8	-0,9	-1,0	4,7	2,1	1,1	3,1	2,3	6,9
2015 gen.	0,7	0,2	-0,2	0,5	0,3	2,6	0,4	0,6	2,4	2,0	2,9	2,7	11,0
2015 feb.	2,0	1,2	-0,3	1,4	2,5	6,9	-3,5	0,9	2,4	1,0	3,5	3,1	8,1
2015 mar.	2,1	1,9	0,2	1,2	4,1	4,5	-2,0	1,5	1,6	0,2	2,9	1,0	8,2
2015 apr.	0,8	0,9	0,0	2,1	-0,1	0,9	-1,2	2,8	2,6	1,4	3,6	2,9	6,4
2015 mag.	1,6	2,3	2,0	4,1	0,3	-3,6	0,2	4,3	2,6	1,9	3,4	2,2	6,8
2015 giu.	1,2	1,4	0,2	1,7	2,1	0,0	-2,3	7,0	1,2	0,1	2,3	1,8	7,5
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2015 gen.	0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,5	1,5	1,0	-2,2	0,6	0,7	1,1	0,5	1,5
2015 feb.	1,0	1,0	0,1	0,6	2,5	1,3	-1,4	0,1	0,0	-0,6	0,5	-0,7	0,0
2015 mar.	-0,5	-0,3	-0,1	-0,3	0,0	-1,8	0,6	0,6	-0,4	-0,4	-0,2	-0,8	-0,6
2015 apr.	0,1	0,2	0,1	0,5	-0,4	-1,0	-0,3	2,4	0,7	1,0	0,2	0,6	0,8
2015 mag.	-0,2	0,2	0,1	1,2	-0,3	-2,9	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,2	-0,2	-1,5
2015 giu.	-0,4	-0,9	-0,5	-1,8	-0,3	3,2	-1,9	2,1	-0,6	-0,8	-0,2	0,0	1,6

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	87,6	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	81,1	-6,3	-24,9	-1,6	5,6	88,2	51,4	52,6	53,6	53,3
2° trim.	103,7	-3,2	81,1	-5,3	-24,9	-0,2	7,6	88,3	52,3	53,4	54,1	53,9
2015 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	81,2	-4,6	-25,5	-0,8	7,0	88,5	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	-1,3	7,9	-	52,5	53,6	54,4	54,2
lug.	104,0	-2,9	81,1	-7,2	-23,8	1,1	8,9	88,1	52,4	53,6	54,0	53,9
ago.	104,2	-3,7	-	-6,9	-22,7	3,1	10,2	-	52,3	53,9	54,3	54,1

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	97,8	-0,1	1,9	1,8	0,5	1,1	33,6	3,7	,	3,0	10,1	2,0
2012	12,6	97,4	-1,8	1,7	-4,6	0,6	-2,3	31,0	1,8	133,3	1,4	-6,2	1,0
2013	12,7	96,0	-0,5	1,4	-3,5	0,4	-2,2	30,6	3,1	131,9	2,2	-1,7	1,1
2014 2° trim.	12,6	95,5	0,4	1,5	-0,2	2,7	-0,1	30,9	3,2	132,4	2,4	2,0	1,2
3° trim.	12,7	95,0	1,6	1,7	-0,7	2,7	0,4	31,5	3,2	132,1	2,0	1,9	1,0
4° trim.	12,7	95,1	1,3	1,7	-0,5	2,3	0,7	32,2	2,6	133,1	1,9	0,9	1,1
2015 1° trim.	12,7	94,7	2,2	1,9	-0,1	3,8	1,3	.	2,7	135,3	2,5	1,0	1,5

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 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
2° trim.	870,2	801,9	68,3	520,0	439,3	182,6	166,8	141,8	134,8	25,9	61,0	9,7	5,7
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.	292,8	269,0	23,8	174,3	145,8	59,7	56,2	50,9	45,7	7,9	21,3	2,4	1,3
mag.	291,5	272,4	19,1	172,9	147,9	62,2	55,6	46,8	46,0	9,6	22,9	3,7	1,5
giu.	285,9	260,5	25,4	172,8	145,6	60,6	55,0	44,1	43,1	8,4	16,8	3,5	2,9
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2015 giu.	3.414,0	3.148,5	265,5	2.025,4	1.731,0	718,1	654,9	571,4	529,0	99,1	233,6	37,7	18,1
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2015 giu.	33,6	31,0	2,6	19,9	17,0	7,1	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	
Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2014 3° trim.	2,9	0,4	486,1	236,1	96,9	139,5	397,7	439,5	269,4	62,1	101,0	287,7	73,3
4° trim.	4,5	0,0	498,3	237,4	102,4	145,1	409,4	435,6	260,3	63,3	102,9	293,5	65,9
2015 1° trim.	5,1	1,5	503,9	240,5	103,7	148,5	420,0	444,1	258,9	69,5	108,7	312,5	58,3
2° trim.	7,8	3,8	517,4	.	.	.	429,8	452,6	.	.	.	313,7	.
2015 gen.	-0,7	-5,6	163,9	78,4	34,0	47,6	135,9	143,0	83,1	22,4	35,1	100,2	19,2
feb.	4,3	1,0	168,6	80,5	35,1	49,7	141,0	147,4	86,1	23,3	36,0	104,4	18,9
mar.	11,0	9,1	171,4	81,6	34,6	51,3	143,1	153,7	89,8	23,9	37,6	107,9	20,2
apr.	8,6	4,8	173,4	81,7	35,4	51,3	144,0	151,8	89,1	23,7	36,3	105,4	19,3
mag.	2,5	-0,2	170,8	80,7	34,3	50,9	141,4	149,5	86,8	22,3	36,7	103,0	19,0
giu.	12,3	6,6	173,1	.	.	.	144,4	151,3	.	.	.	105,4	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2014 3° trim.	1,2	2,1	114,5	112,6	114,4	116,4	114,7	101,5	101,1	100,4	103,0	104,6	88,8
4° trim.	3,1	2,0	117,2	113,7	119,3	121,0	116,9	102,0	101,9	98,5	102,5	104,2	97,0
2015 1° trim.	2,5	4,8	117,3	114,5	118,7	121,9	117,7	105,1	105,7	103,5	104,8	107,3	111,0
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 gen.	-1,5	-0,3	115,8	113,0	117,9	119,7	115,3	103,8	104,1	102,8	103,1	105,0	117,3
feb.	1,5	4,7	117,7	115,0	120,7	121,9	118,8	104,7	105,6	105,2	103,6	107,7	108,9
mar.	7,0	10,1	118,3	115,6	117,6	124,1	119,2	106,8	107,4	102,6	107,8	109,3	106,8
apr.	3,1	2,8	118,3	114,6	119,0	122,4	118,5	104,0	104,6	101,8	102,8	105,8	98,8
mag.	-2,5	-2,3	116,2	113,0	116,5	120,2	116,3	102,0	101,0	97,3	103,5	104,0	91,2
giu.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

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

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

2) La stima si basa su dati nazionali provvisori con una copertura solitamente pari a circa il 95 per cento dell'area dell'euro, nonché su informazioni preliminari sui prezzi energetici

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									Beni energetici	Prezzi delle costruzioni	Prezzi degli immobili residenziali ¹⁾	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ^{1) 2)}
	Totale (indice: 2010 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia									
		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	-0,1
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	-1,6
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	1,3
2014 3° trim.	106,8	-1,4	-0,6	-0,1	-0,6	0,5	-0,1	-0,5	0,3	-4,5	0,4	0,5	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	2,8
2015 1° trim.	104,5	-2,9	-2,6	-0,6	-1,5	0,7	-0,7	-1,3	0,2	-8,5	0,3	1,1	.
2° trim.	104,9	-2,1	-1,7	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,5	.	.	.
2015 feb.	104,6	-2,8	-2,6	-0,7	-1,7	0,7	-0,7	-1,3	0,3	-8,1	.	.	.
mar.	104,9	-2,3	-1,9	-0,5	-1,2	0,7	-0,6	-1,1	0,3	-6,8	.	.	.
apr.	104,8	-2,1	-1,8	-0,4	-0,8	0,8	-0,8	-1,4	0,1	-6,4	.	.	.
mag.	104,9	-2,0	-1,5	-0,3	-0,6	0,7	-0,8	-1,3	0,0	-6,3	.	.	.
giu.	104,9	-2,1	-1,8	-0,4	-0,6	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,8	.	.	.
lug.	104,7	-2,1	-2,0	-0,4	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,2	-6,5	.	.	.

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

1) 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>).

2) I dati si riferiscono agli Euro 19.

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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
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	5,6	2,6
2015 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	-0,2	-0,3	-0,1	3,8	3,3	4,2
giu.	.	.	.	.	.	.	.	.	56,7	-0,1	3,1	-1,9	3,3	5,9	1,1
lug.	.	.	.	.	.	.	.	.	51,7	-3,6	11,1	-11,0	0,5	9,8	-7,1
ago.	.	.	.	.	.	.	.	.	43,0	-7,5	4,7	-13,7	-4,0	5,5	-11,6

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	-15,4	-0,8	54,7	54,4	50,4	49,0
2015 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	-14,9	0,1	55,7	54,1	51,0	48,9
lug.	-0,1	0,8	2,1	-14,0	0,9	54,4	54,3	50,4	49,5
ago.	-2,4	3,1	2,1	-13,2	0,3	49,6	53,2	50,5	49,1

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 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
2° trim.	,	,	,	,	,	,	1,5

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	Totale	Per settore di attività									
	(indice: 2010 =100)		Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
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 monetari¹⁾

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		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	9,781.0
2013	908.8	4,482.6	5,391.4	1,691.2	2,123.2	3,814.4	9,205.8	120.0	417.8	86.5	624.3	9,830.0
2014	967.3	4,949.1	5,916.4	1,605.0	2,129.6	3,734.5	9,650.9	122.2	427.3	104.4	653.9	10,304.8
2014 3° trim.	948.2	4,745.2	5,693.4	1,647.5	2,136.6	3,784.1	9,477.5	122.4	419.0	68.8	610.2	10,087.7
2014 4° trim.	967.3	4,949.1	5,916.4	1,605.0	2,129.6	3,734.5	9,650.9	122.2	427.3	104.4	653.9	10,304.8
2015 1° trim.	993.7	5,173.7	6,167.4	1,529.2	2,133.5	3,662.7	9,830.1	125.7	436.5	96.9	659.1	10,489.2
2015 2° trim.	1,015.0	5,303.2	6,318.2	1,478.8	2,162.1	3,640.9	9,959.0	91.1	438.0	97.0	626.1	10,585.2
2015 feb.	992.4	5,106.6	6,099.0	1,535.3	2,123.3	3,658.6	9,757.6	132.4	443.0	108.9	684.3	10,441.9
2015 mar.	993.7	5,173.7	6,167.4	1,529.2	2,133.5	3,662.7	9,830.1	125.7	436.5	96.9	659.1	10,489.2
2015 apr.	1,003.3	5,189.9	6,193.2	1,518.9	2,151.1	3,670.0	9,863.2	129.5	451.7	103.5	684.7	10,547.9
2015 mag.	1,006.7	5,264.9	6,271.6	1,486.1	2,157.2	3,643.3	9,914.9	111.7	442.9	92.7	647.3	10,562.2
2015 giu.	1,015.0	5,303.2	6,318.2	1,478.8	2,162.1	3,640.9	9,959.0	91.1	438.0	97.0	626.1	10,585.2
2015 lug. ^(p)	1,021.1	5,377.6	6,398.7	1,469.8	2,163.1	3,632.9	10,031.5	105.7	456.2	90.5	652.3	10,683.9
Transazioni												
2012	20.0	289.5	309.5	-36.0	114.9	78.9	388.5	-16.9	-20.2	-18.5	-55.6	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	370.2	428.1	-91.9	3.6	-88.3	339.8	0.8	10.7	12.5	24.0	363.7
2014 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
2014 4° trim.	19.1	125.9	145.1	-40.9	-9.0	-50.0	95.1	-0.5	11.2	18.4	29.1	124.2
2015 1° trim.	25.2	188.7	213.9	-63.3	4.8	-58.5	155.4	2.3	4.9	-8.7	-1.6	153.9
2015 2° trim.	21.3	151.6	172.8	-49.1	15.0	-34.1	138.7	-34.3	1.5	1.9	-30.9	107.9
2015 feb.	7.6	47.2	54.8	-19.3	2.7	-16.6	38.2	12.8	4.4	6.9	24.1	62.3
2015 mar.	1.3	59.8	61.1	-8.9	10.4	1.5	62.6	-7.0	-6.6	-13.2	-26.8	35.8
2015 apr.	9.6	37.7	47.4	-8.5	4.0	-4.5	42.8	4.1	15.3	7.5	26.9	69.7
2015 mag.	3.4	70.9	74.3	-34.1	6.0	-28.1	46.2	-18.0	-8.8	-11.1	-37.9	8.3
2015 giu.	8.2	43.0	51.2	-6.5	5.0	-1.5	49.7	-20.4	-4.9	5.4	-19.9	29.8
2015 lug. ^(p)	6.1	70.5	76.6	-14.1	1.0	-13.1	63.4	14.4	18.2	-6.4	26.2	89.7
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	-5.4	0.2	-2.3	3.7	0.7	2.6	18.3	3.9	3.7
2014 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
2014 4° trim.	6.4	8.2	7.9	-5.4	0.2	-2.3	3.7	0.7	2.6	18.3	3.9	3.7
2015 1° trim.	7.3	10.5	10.0	-7.7	0.3	-3.2	4.6	5.1	5.3	11.0	5.5	4.7
2015 2° trim.	8.8	12.3	11.7	-10.8	0.7	-4.3	5.2	-30.9	6.8	25.1	0.5	4.9
2015 feb.	7.9	9.4	9.1	-7.3	0.0	-3.2	4.1	0.5	3.4	22.1	4.8	4.1
2015 mar.	7.3	10.5	10.0	-7.7	0.3	-3.2	4.6	5.1	5.3	11.0	5.5	4.7
2015 apr.	8.2	11.0	10.5	-8.0	0.5	-3.3	4.9	6.2	9.2	40.0	11.6	5.3
2015 mag.	8.3	11.8	11.2	-10.3	0.7	-4.1	5.0	-9.5	7.7	15.1	4.7	5.0
2015 giu.	8.8	12.3	11.7	-10.8	0.7	-4.3	5.2	-30.9	6.8	25.1	0.5	4.9
2015 lug. ^(p)	8.9	12.7	12.1	-11.5	0.8	-4.6	5.4	-19.1	7.9	25.6	3.6	5.3

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	1,813.6	1,329.4	368.3	96.5	19.5	5,556.9	2,753.4	810.7	1,989.9	2.8	885.5	218.9	330.8
2014 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.	1,813.6	1,329.4	368.3	96.5	19.5	5,556.9	2,753.4	810.7	1,989.9	2.8	885.5	218.9	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	952.8	225.0	339.0
2° trim.	1,851.9	1,407.1	320.7	111.9	12.2	5,649.4	2,911.5	734.7	2,000.3	2.8	965.7	228.6	339.6
2015 feb.	1,851.7	1,393.7	347.1	97.0	13.9	5,566.5	2,810.2	771.1	1,980.9	4.3	905.4	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	952.8	225.0	339.0
apr.	1,844.5	1,387.5	333.3	112.8	10.9	5,611.5	2,859.2	756.7	1,991.9	3.7	959.3	229.8	344.3
mag.	1,852.0	1,403.6	324.3	111.9	12.2	5,624.4	2,878.1	745.8	1,996.7	3.8	966.4	230.7	346.4
giu.	1,851.9	1,407.1	320.7	111.9	12.2	5,649.4	2,911.5	734.7	2,000.3	2.8	965.7	228.6	339.6
lug. ^(p)	1,889.1	1,440.1	323.2	113.0	12.8	5,667.8	2,945.3	721.5	1,997.8	3.2	980.9	233.7	344.6
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	68.6	90.2	-25.4	1.4	2.5	140.4	209.1	-65.6	-1.4	-1.7	46.4	6.3	20.9
2014 3° trim.	29.6	33.6	-5.7	1.9	-0.2	47.3	61.9	-16.0	1.0	0.4	-8.3	-2.3	12.6
4° trim.	7.1	16.3	-12.1	-1.2	4.0	26.0	67.7	-33.0	-6.6	-2.0	56.4	-8.2	-5.7
2015 1° trim.	29.6	49.1	-17.2	2.5	-4.9	39.1	81.4	-43.3	-0.1	1.1	50.5	4.6	8.6
2° trim.	8.8	29.4	-19.0	1.0	-2.6	52.9	71.6	-27.2	9.6	-1.1	16.9	3.9	0.7
2015 feb.	11.7	13.5	-5.0	0.8	2.5	12.1	23.4	-12.7	1.0	0.4	18.3	-4.6	5.8
mar.	-9.0	-3.9	-8.0	2.0	0.9	30.7	32.8	-9.9	8.2	-0.4	43.0	0.3	-10.7
apr.	1.6	10.0	-6.3	1.9	-3.9	14.9	18.9	-5.0	1.3	-0.3	10.2	5.1	5.4
mag.	5.2	14.4	-9.5	-0.9	1.2	12.0	18.3	-11.2	4.7	0.2	4.8	0.7	2.0
giu.	2.0	5.0	-3.2	0.0	0.1	25.9	34.4	-11.1	3.6	-1.1	1.8	-1.9	-6.7
lug. ^(p)	33.3	31.4	0.3	1.1	0.5	17.6	33.2	-13.6	-2.4	0.4	13.0	4.8	3.2
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	4.0	7.5	-6.3	1.5	14.5	2.6	8.2	-7.5	-0.1	-37.2	5.5	3.4	7.0
2014 3° trim.	6.0	8.6	-2.1	3.4	47.4	2.2	7.3	-7.0	0.1	-20.8	-0.9	2.3	3.3
4° trim.	4.0	7.5	-6.3	1.5	14.5	2.6	8.2	-7.5	-0.1	-37.2	5.5	3.4	7.0
2015 1° trim.	4.6	9.5	-10.0	3.6	-5.7	2.8	9.7	-11.2	0.1	-31.0	14.6	-0.8	5.2
2° trim.	4.2	10.1	-14.1	4.5	-23.3	3.0	10.8	-13.9	0.2	-38.0	13.7	-1.3	5.1
2015 feb.	4.8	9.9	-8.9	1.3	-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	3.6	-5.7	2.8	9.7	-11.2	0.1	-31.0	14.6	-0.8	5.2
apr.	4.4	9.9	-11.4	5.5	-37.8	2.9	10.0	-11.4	0.1	-35.3	15.6	1.5	7.5
mag.	4.4	10.4	-13.9	4.5	-24.1	2.9	10.2	-12.7	0.2	-25.3	13.4	1.8	8.5
giu.	4.2	10.1	-14.1	4.5	-23.3	3.0	10.8	-13.9	0.2	-38.0	13.7	-1.3	5.1
lug. ^(p)	5.5	11.7	-14.3	4.6	-11.1	3.1	11.2	-15.1	0.2	-35.4	14.4	-1.6	4.9

Fonte: BCE.

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

2) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie. Nelle statistiche sui bilanci dell'IFM tali società rientrano tra le società finanziarie diverse dalle 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	3,609.7	1,131.7	2,478.0	12,562.5	10,512.2	-	4,280.3	5,199.3	904.6	128.1	1,276.5	773.8
2014 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.	3,609.7	1,131.7	2,478.0	12,562.5	10,512.2	-	4,280.3	5,199.3	904.6	128.1	1,276.5	773.8
2015 1° trim.	3,674.0	1,153.4	2,520.6	12,674.3	10,613.9	-	4,310.1	5,233.7	935.5	134.6	1,273.1	787.3
2° trim.	3,684.8	1,137.6	2,547.1	12,624.5	10,590.4	-	4,291.7	5,257.2	905.0	136.5	1,243.7	790.3
2015 feb.	3,638.7	1,146.7	2,492.0	12,650.5	10,588.3	-	4,312.8	5,221.0	917.4	137.1	1,272.9	789.3
mar.	3,674.0	1,153.4	2,520.6	12,674.3	10,613.9	-	4,310.1	5,233.7	935.5	134.6	1,273.1	787.3
apr.	3,702.3	1,151.6	2,550.7	12,654.0	10,610.4	-	4,303.9	5,236.3	933.1	137.1	1,262.0	781.7
mag.	3,698.4	1,144.0	2,554.4	12,659.4	10,611.2	-	4,300.4	5,243.4	923.2	144.2	1,257.2	791.0
giu.	3,684.8	1,137.6	2,547.1	12,624.5	10,590.4	-	4,291.7	5,257.2	905.0	136.5	1,243.7	790.3
lug. ⁶⁾	3,727.5	1,132.7	2,594.8	12,712.5	10,608.6	-	4,300.0	5,260.5	916.7	131.5	1,297.4	806.5
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	73.6	16.3	57.3	-106.8	-50.7	19.2	-58.3	-15.0	11.0	11.6	-90.0	33.9
2014 3° trim.	40.4	-1.4	41.8	-18.7	-10.3	-10.6	-18.4	8.2	-4.4	4.2	-14.1	5.7
4° trim.	47.5	12.8	34.7	1.7	22.8	33.6	4.3	5.1	6.8	6.6	-36.7	15.6
2015 1° trim.	38.5	21.5	17.0	34.6	45.8	52.9	8.3	20.1	11.5	6.0	-4.0	-7.2
2° trim.	59.8	-15.4	75.2	-13.1	4.0	22.3	1.2	29.7	-28.9	2.0	-24.3	7.1
2015 feb.	-20.1	2.7	-22.8	10.6	8.3	15.5	10.3	1.4	-1.5	-1.9	-5.7	8.0
mar.	27.2	5.4	21.9	14.0	21.5	20.9	-3.0	12.9	14.2	-2.6	-1.1	-6.4
apr.	39.3	-1.5	40.8	-1.9	12.5	23.1	2.2	7.1	0.6	2.7	-8.9	-5.6
mag.	8.9	-7.8	16.7	1.2	-1.7	6.6	-4.8	6.9	-10.9	7.0	-4.9	7.8
giu.	11.6	-6.0	17.6	-12.4	-6.8	-7.4	3.8	15.7	-18.7	-7.7	-10.5	4.9
lug. ⁶⁾	31.6	-5.0	36.7	77.2	21.2	35.9	9.7	4.5	12.1	-5.0	44.9	11.0
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	-1.3	-0.3	1.1	11.8	-6.6	4.2
2014 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	-1.3	-0.3	1.1	11.8	-6.6	4.2
2015 1° trim.	2.8	2.0	3.2	-0.3	0.1	0.8	-0.6	0.0	2.3	14.1	-5.0	2.9
2° trim.	5.3	1.6	7.1	0.0	0.6	0.9	-0.1	1.2	-1.9	17.8	-6.0	2.6
2015 feb.	1.9	1.5	2.1	-0.5	-0.1	0.6	-0.6	-0.2	0.5	15.4	-5.6	4.0
mar.	2.8	2.0	3.2	-0.3	0.1	0.8	-0.6	0.0	2.3	14.1	-5.0	2.9
apr.	3.9	2.4	4.7	0.0	0.1	0.9	-0.4	0.0	0.3	17.2	-2.5	2.7
mag.	4.1	0.9	5.6	0.2	0.6	1.0	-0.2	1.0	-0.9	27.0	-5.4	3.7
giu.	5.3	1.6	7.1	0.0	0.6	0.9	-0.1	1.2	-1.9	17.8	-6.0	2.6
lug. ⁶⁾	5.8	0.8	8.1	0.7	0.9	1.4	0.4	1.3	0.4	10.1	-2.8	3.0

Fonte: BCE.

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

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

3) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie.

Nelle statistiche sui bilanci dell'IFM tali società rientrano tra le società finanziarie diverse dalle 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
	1	Corretto per cessioni e cartolarizzazioni ⁴⁾				2	Corretto per cessioni e cartolarizzazioni ⁴⁾			
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	4,280.3	-	1,081.2	725.1	2,474.0	5,199.3	-	563.3	3,860.1	776.0
2014 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.	4,280.3	-	1,081.2	725.1	2,474.0	5,199.3	-	563.3	3,860.1	776.0
2015 1° trim.	4,310.1	-	1,089.9	738.9	2,481.3	5,233.7	-	567.9	3,890.4	775.4
2° trim.	4,291.7	-	1,084.5	744.4	2,462.8	5,257.2	-	578.5	3,907.6	771.1
2015 feb.	4,312.8	-	1,090.4	734.7	2,487.7	5,221.0	-	565.2	3,882.2	773.6
mar.	4,310.1	-	1,089.9	738.9	2,481.3	5,233.7	-	567.9	3,890.4	775.4
apr.	4,303.9	-	1,090.4	738.0	2,475.5	5,236.3	-	566.9	3,894.8	774.6
mag.	4,300.4	-	1,085.2	742.7	2,472.5	5,243.4	-	568.3	3,901.7	773.4
giu.	4,291.7	-	1,084.5	744.4	2,462.8	5,257.2	-	578.5	3,907.6	771.1
lug. ⁶⁾	4,300.0	-	1,086.9	744.7	2,468.3	5,260.5	-	578.7	3,911.7	770.1
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	-58.3	-45.0	-13.6	1.6	-46.2	-15.0	41.2	-3.0	-3.2	-8.8
2014 3° trim.	-18.4	-19.9	-3.1	-6.8	-8.4	8.2	9.6	1.2	13.1	-6.1
4° trim.	4.3	6.8	-7.3	8.5	3.0	5.1	13.9	-2.2	9.3	-2.1
2015 1° trim.	8.3	11.2	-0.7	7.3	1.8	20.1	24.2	2.2	17.9	0.0
2° trim.	1.2	10.7	-0.1	11.6	-10.2	29.7	38.7	9.1	21.7	-1.2
2015 feb.	10.3	12.4	3.1	-1.1	8.4	1.4	6.4	-0.7	3.8	-1.7
mar.	-3.0	-2.0	-1.8	3.7	-4.9	12.9	11.6	2.9	7.5	2.4
apr.	2.2	4.2	3.7	0.7	-2.2	7.1	15.4	-0.7	7.5	0.3
mag.	-4.8	1.1	-6.2	4.3	-2.8	6.9	9.2	1.7	6.4	-1.1
giu.	3.8	5.4	2.5	6.5	-5.2	15.7	14.0	8.2	7.8	-0.3
lug. ⁶⁾	9.7	14.6	2.1	0.3	7.2	4.5	14.0	0.8	4.4	-0.7
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	-1.3	-1.0	-1.3	0.2	-1.8	-0.3	0.8	-0.5	-0.1	-1.1
2014 3° trim.	-2.0	-1.8	-1.4	-3.3	-1.9	-0.5	0.5	-1.1	-0.2	-1.7
4° trim.	-1.3	-1.0	-1.3	0.2	-1.8	-0.3	0.8	-0.5	-0.1	-1.1
2015 1° trim.	-0.6	-0.2	-0.7	2.1	-1.2	0.0	1.1	-0.1	0.2	-1.1
2° trim.	-0.1	0.2	-1.1	2.8	-0.6	1.2	1.7	1.8	1.6	-1.2
2015 feb.	-0.6	-0.3	0.5	0.8	-1.5	-0.2	0.9	-0.5	0.0	-1.1
mar.	-0.6	-0.2	-0.7	2.1	-1.2	0.0	1.1	-0.1	0.2	-1.1
apr.	-0.4	0.0	0.4	1.4	-1.2	0.0	1.3	-0.1	0.2	-0.7
mag.	-0.2	0.2	0.4	2.4	-1.2	1.0	1.5	0.5	1.4	-1.0
giu.	-0.1	0.2	-1.1	2.8	-0.6	1.2	1.7	1.8	1.6	-1.2
lug. ⁶⁾	0.4	0.9	-0.2	3.1	-0.2	1.3	1.9	1.8	1.6	-0.5

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		
1	2	3	4	5	6	7	8	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali ³⁾	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali ³⁾	10
Consistenze in essere										
2012	305.4	7,578.1	2,395.9	106.0	2,680.8	2,395.4	1,029.8	154.4	260.8	201.2
2013	260.2	7,311.0	2,373.3	91.5	2,506.3	2,340.0	1,153.9	130.6	183.8	122.1
2014	262.0	7,175.5	2,253.5	92.2	2,375.1	2,454.6	1,388.8	181.2	185.3	139.8
2014 3° trim.	249.7	7,336.1	2,278.6	92.4	2,457.0	2,507.9	1,419.3	183.5	163.6	121.7
4° trim.	262.0	7,175.5	2,253.5	92.2	2,375.1	2,454.6	1,388.8	181.2	185.3	139.8
2015 1° trim.	287.6	7,314.0	2,259.8	90.5	2,394.8	2,568.8	1,511.5	230.9	234.8	159.1
2° trim.	265.1	7,155.8	2,219.9	86.5	2,331.5	2,517.9	1,457.0	239.8	224.5	143.7
2015 feb.	263.0	7,292.9	2,263.3	91.8	2,396.3	2,541.5	1,450.8	257.8	226.3	144.5
mar.	287.6	7,314.0	2,259.8	90.5	2,394.8	2,568.8	1,511.5	230.9	234.8	159.1
apr.	260.3	7,227.8	2,238.2	88.7	2,355.3	2,545.6	1,450.6	229.0	209.3	132.1
mag.	275.9	7,220.5	2,232.7	87.4	2,343.2	2,557.2	1,467.0	233.7	222.9	140.7
giu.	265.1	7,155.8	2,219.9	86.5	2,331.5	2,517.9	1,457.0	239.8	224.5	143.7
lug. ^(p)	248.1	7,148.2	2,228.9	85.7	2,316.0	2,517.5	1,391.7	248.5	202.2	137.4
Transazioni										
2012	-4.9	-112.8	-156.3	-10.2	-106.4	160.1	99.5	31.3	9.4	41.5
2013	-46.0	-90.8	-18.6	-14.3	-137.6	79.7	359.2	-66.6	32.2	43.9
2014	-6.9	-162.4	-120.1	2.1	-154.9	110.5	246.0	-18.3	1.5	17.7
2014 3° trim.	-20.9	-1.8	-28.4	2.3	-28.5	52.7	38.4	26.4	-7.7	2.6
4° trim.	4.5	-94.1	-25.5	1.2	-77.4	7.5	37.8	-52.4	21.7	18.1
2015 1° trim.	22.4	-50.8	-31.1	-2.8	-47.2	30.3	3.6	48.8	49.4	19.3
2° trim.	-22.5	-80.8	-39.3	-4.0	-48.3	10.8	-8.1	-34.0	-10.3	-15.4
2015 feb.	-43.1	-17.5	-8.6	-1.0	-12.1	4.2	-21.1	32.3	23.0	11.3
mar.	24.6	-15.2	-6.0	-1.3	-22.7	14.8	28.8	-24.8	8.4	14.6
apr.	-27.3	-38.1	-19.2	-1.8	-18.9	1.8	-30.3	-2.7	-25.4	-27.0
mag.	15.6	-17.7	-6.9	-1.3	-23.9	14.4	4.3	-8.1	13.6	8.6
giu.	-10.8	-25.0	-13.2	-0.9	-5.5	-5.4	17.9	-23.2	1.6	3.1
lug. ^(p)	-17.0	-6.2	12.7	-0.7	-21.5	3.4	-55.1	12.7	-22.3	-6.4
Variazioni percentuali										
2012	-1.5	-1.5	-6.1	-8.8	-3.8	7.1	-	-	2.5	26.1
2013	-15.1	-1.2	-0.8	-13.5	-5.1	3.4	-	-	10.3	23.5
2014	-2.7	-2.2	-5.1	2.3	-6.1	4.6	-	-	0.8	14.5
2014 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	2.3	-6.1	4.6	-	-	0.8	14.5
2015 1° trim.	5.7	-2.9	-5.9	-0.3	-6.8	3.9	-	-	32.5	36.3
2° trim.	-6.0	-3.1	-5.4	-3.7	-8.1	4.1	-	-	31.0	20.7
2015 feb.	-4.3	-2.5	-5.8	0.9	-5.9	4.2	-	-	27.0	28.4
mar.	5.7	-2.9	-5.9	-0.3	-6.8	3.9	-	-	32.5	36.3
apr.	-5.6	-3.1	-5.5	-2.3	-7.3	3.3	-	-	28.6	33.0
mag.	-2.5	-3.2	-5.3	-3.8	-8.4	4.2	-	-	51.4	51.4
giu.	-6.0	-3.1	-5.4	-3.7	-8.1	4.1	-	-	31.0	20.7
lug. ^(p)	-12.7	-3.1	-4.4	-5.1	-8.5	3.5	-	-	19.0	13.6

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
2011	-4,1	-3,3	-0,7	-0,2	0,0	-1,2
2012	-3,6	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6
2013	-2,9	-2,5	-0,2	0,0	-0,1	-0,1
2014	-2,4	-2,1	-0,2	0,0	-0,1	0,2
2014 2° trim.	-2,6	.	.	.	.	0,1
3° trim.	-2,4	.	.	.	.	0,3
4° trim.	-2,4	.	.	.	.	0,2
2015 1° trim.	-2,4	.	.	.	.	0,2

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

6.2 Entrate e spese

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

	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	Prestazioni sociali			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2011	44,8	44,4	11,7	12,6	15,1	0,4	49,0	44,7	10,4	5,3	3,0	22,2	4,3
2012	45,9	45,5	12,2	12,9	15,3	0,4	49,5	45,1	10,4	5,3	3,0	22,6	4,4
2013	46,6	46,1	12,5	12,9	15,5	0,5	49,4	45,4	10,4	5,3	2,8	22,9	4,0
2014	46,7	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,4	10,3	5,3	2,6	23,1	3,7
2014 2° trim.	46,7	46,2	12,5	13,0	15,5	0,5	49,3	45,4	10,3	5,3	2,7	23,0	3,9
3° trim.	46,6	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	3,7
4° trim.	46,7	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,4	10,3	5,3	2,6	23,1	3,7
2015 1° trim.	46,6	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,0	45,3	10,3	5,3	2,5	23,1	3,7

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

6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

(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	
	1	2	3	4	5	IFM 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 2° trim.	92,7	2,7	16,7	73,4	,	,	,	,	,	,	,	,	,	,
3° trim.	92,1	2,6	16,7	72,8	,	,	,	,	,	,	,	,	,	,
4° trim.	92,0	2,7	16,9	72,4	,	,	,	,	,	,	,	,	,	,
2015 1° trim.	92,9	2,7	16,7	73,5	,	,	,	,	,	,	,	,	,	,

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

6 Andamenti della finanza pubblica

6.4 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								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 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.	1,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,2	-0,3	0,3	1,2	2,7
4° trim.	1,1	-0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	-0,2	0,1	-0,1	0,1	1,1	2,7
2015 1° trim.	0,9	-0,2	0,1	0,2	0,4	-0,1	-0,2	0,1	-0,2	0,1	1,0	2,7

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

1) I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati salvo che nei dati trimestrali sul raccordo disavanzo.

2) Calcolato come differenza fra il rapporto debito/PIL alla fine del periodo di riferimento e quello dell'anno precedente.

6.5 Titoli del debito pubblico ¹⁾

(servizio del debito in percentuale del PIL; flussi nel periodo di servizio del debito; 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		Interesse			Consistenze in essere					Transazioni	
		Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso		Emissioni	Rimborsi
	Scadenze fino a 1 anno												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	16,3	14,2	4,9	2,1	0,5	6,3	3,8	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 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 1° trim.	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
2015 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.	15,4	13,4	4,9	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,4	2,8	0,3	1,4
lug.	15,3	13,3	4,3	2,0	0,5	6,6	2,8	1,2	-0,3	3,4	2,8	0,3	1,5

Fonte: BCE.

1) Dati registrati al valore facciale e non consolidati all'interno del settore delle amministrazioni pubbliche.

2) Esclusi pagamenti futuri su titoli di debito non ancora in essere e rimborsi anticipati.

3) Vita residua a fine periodo.

4) Consistenze in essere a fine periodo; transazioni come medie di dodici mesi.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.6 Andamenti delle finanze pubbliche nei paesi dell'area dell'euro

(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 2° trim.	-3,3	0,3	-0,3	-5,1	-3,0	-6,2	-3,9	-2,9	-11,9	
3° trim.	-3,1	0,5	-0,2	-4,6	-2,3	-5,7	-4,0	-2,8	-10,2	
4° trim.	-3,2	0,6	0,6	-4,0	-3,5	-5,8	-4,0	-3,0	-8,8	
2015 1° trim.	-3,5	0,7	0,4	-3,9	-4,6	-5,8	-3,9	-2,9	-0,2	
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 2° trim.	108,9	75,8	10,5	114,5	177,4	96,4	95,5	134,1	109,8	
3° trim.	108,3	75,3	10,5	112,6	175,8	96,8	95,7	132,0	104,7	
4° trim.	106,6	74,9	10,6	107,6	177,1	97,7	95,6	132,1	107,5	
2015 1° trim.	111,1	74,4	10,5	104,8	168,8	98,0	97,5	135,1	106,8	
	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 2° trim.	-0,3	-1,3	1,3	-3,4	-3,0	-1,2	-4,6	-12,8	-2,6	-2,7
3° trim.	0,0	-0,7	0,7	-2,8	-2,8	-0,4	-4,4	-12,8	-2,8	-2,8
4° trim.	-1,4	-0,7	0,6	-2,1	-2,4	-2,4	-4,5	-4,9	-2,9	-3,1
2015 1° trim.	-1,9	-0,8	0,3	-2,5	-2,0	-1,9	-4,4	-4,6	-2,8	-3,0
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 2° trim.	41,0	38,6	22,4	74,8	68,6	82,2	130,8	78,2	55,7	58,5
3° trim.	40,4	38,1	22,1	72,2	68,0	80,7	132,2	77,7	55,4	57,8
4° trim.	40,0	40,8	22,1	68,5	67,9	84,4	130,2	80,9	53,6	59,3
2015 1° trim.	35,0	38,1	21,6	70,3	68,9	84,7	129,6	81,9	54,0	60,3

Fonte: Eurostat.

© 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 2 settembre 2015.

ISSN 2363-3433 (epub)
ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-15-006-IT-E (epub)
Numero di catalogo dell'UE QB-BP-15-006-IT-N (online)

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