



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 7 / 2015





BANCA CENTRALE EUROPEA
EUROSISTEMA

Bollettino economico



© Banca centrale europea, 2015

Indirizzo

60314 Frankfurt am Main
Germany

Telefono

+49 69 1344 0

Sito internet

www.ecb.europa.eu

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

Traduzione e pubblicazione a cura della Banca d'Italia.

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

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

ISSN 2363-3433 (epub)

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-15-007-IT-E (epub)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-15-007-IT-N (online)

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

Indice

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

Sintesi	4
1 Contesto esterno	6
2 Andamenti finanziari	8
3 Attività economica	10
4 Prezzi e costi	12
5 Moneta e credito	15

Riquadri

1 I legami commerciali fra l'area dell'euro e la Cina	18
2 I fattori all'origine del recente aumento della volatilità dei prezzi petroliferi	22
3 Una valutazione della recente crescita dei consumi nell'area dell'euro	25
4 Nuovi dati sui prestiti al settore privato corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni	28
5 La creazione del Comitato europeo per le finanze pubbliche	32

Articoli

1 La trasmissione delle recenti misure non convenzionali di politica monetaria della BCE	36
2 Gli effetti a breve termine sui conti pubblici delle riforme strutturali	57
3 Statistiche europee: collaborazione tra il Sistema europeo di banche centrali e il Sistema statistico europeo	78

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

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

Sintesi

L'attività economica mondiale è rimasta moderata nel terzo trimestre del 2015, con notevoli divergenze tra le principali economie. La crescita sembra aver perso slancio negli Stati Uniti e nel Regno Unito, dopo il rafforzamento dell'attività economica osservato nel secondo trimestre, e ha continuato a evidenziare un ritmo relativamente modesto in Giappone. In Cina i dati per il terzo trimestre restano coerenti con un graduale rallentamento dell'economia. Quanto ai paesi emergenti, il passato calo dei prezzi delle materie prime ha indotto un andamento divergente della crescita tra importatori ed esportatori di tali prodotti. L'interscambio internazionale rimane debole, mentre l'inflazione complessiva a livello mondiale si è stabilizzata su valori contenuti negli ultimi mesi.

I mercati finanziari dell'area dell'euro hanno continuato a mostrare una certa volatilità. I rendimenti sui titoli di stato si sono ridotti considerevolmente in tutti i paesi dell'area, con un calo dall'inizio di settembre di circa 30 punti base per i rendimenti a dieci anni ponderati rispetto al PIL, che il 21 ottobre si collocavano all'1,16. Le quotazioni azionarie dell'area dell'euro registravano un aumento del 2 per cento circa alla fine del periodo, malgrado qualche significativa oscillazione e un temporaneo calo del 6 per cento circa. Il tasso di cambio effettivo dell'euro si è mantenuto sostanzialmente stabile.

Pur a fronte di un contesto esterno meno favorevole, procede la ripresa economica dell'area dell'euro, sempre più sorretta da fattori interni, in particolare dai consumi privati. Nel secondo trimestre del 2015 il PIL in termini reali è salito dello 0,4 per cento sul periodo precedente, dopo un incremento dello 0,5 per cento nel primo. Gli indicatori più recenti segnalano un ritmo di crescita pressoché simile nel terzo trimestre. In prospettiva, la ripresa economica dovrebbe continuare, benché attenuata da una domanda esterna più debole delle attese. 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, il calo dei prezzi del petrolio dovrebbe corroborare il reddito disponibile reale delle famiglie e la redditività delle imprese, fornendo sostegno ai consumi privati e agli investimenti. Nondimeno, i rischi per le prospettive di crescita dell'area dell'euro restano orientati verso il basso, riflettendo in particolare una maggiore incertezza riguardo all'evoluzione delle economie emergenti, potenzialmente in grado di esercitare ulteriori effetti sulla crescita mondiale e sulla domanda esterna di esportazioni dell'area dell'euro. La maggiore incertezza che si è manifestata di recente negli andamenti dei mercati finanziari potrebbe avere ricadute negative anche sulla domanda interna dell'area.

In seguito alla diminuzione dei corsi energetici, l'inflazione complessiva è tornata in territorio negativo a settembre, collocandosi al - 0,1 per cento; l'inflazione armonizzata al netto della componente energetica si è invece mantenuta stabile allo 0,9 per

cento. Sulla base delle informazioni disponibili e dei prezzi correnti dei contratti future sul greggio, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC dovrebbe rimanere molto bassa nel breve periodo per poi aumentare al volgere dell'anno, soprattutto per gli effetti base connessi al calo delle quotazioni petrolifere al termine del 2014. L'inflazione, secondo le previsioni, 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, incorporata nei contratti future, di corsi petroliferi lievemente più elevati nei prossimi anni. Tuttavia, vi sono rischi, derivanti dalle prospettive economiche e dagli andamenti dei mercati finanziari e delle materie prime, che potrebbero ulteriormente rallentare la ripresa graduale dell'inflazione verso livelli più prossimi al 2 per cento.

Nonostante una certa moderazione, ad agosto l'espansione dell'aggregato monetario ampio si confermava vigorosa e continuava a essere trainata dalle componenti più liquide. È cresciuta ancora una volta l'importanza delle fonti interne di creazione della moneta, anche per effetto delle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE. Si sono evidenziati un perdurante ridimensionamento delle passività finanziarie a più lungo termine e un incremento dei flussi di credito, andamento quest'ultimo riconducibile all'impatto del programma ampliato di acquisto di attività (PAA). Nel contempo, la dinamica dei prestiti continua a segnare un graduale recupero, ancorché frenata in alcuni paesi. I tassi sui prestiti bancari alle società non finanziarie si sono ulteriormente ridotti in agosto: un miglioramento al quale hanno contribuito in maniera notevole le misure non convenzionali della BCE. Inoltre, dall'indagine di ottobre 2015 sul credito bancario nell'area dell'euro emerge che le variazioni dei criteri di affidamento e la domanda di prestiti continuano a sostenere una ripresa della crescita del credito.

Nella riunione del 22 ottobre 2015, sulla base della consueta analisi economica e monetaria e in linea con le indicazioni prospettiche (forward guidance), il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE. Per quanto riguarda le misure non convenzionali di politica monetaria, gli acquisti di attività procedono in maniera regolare e continuano ad avere un impatto favorevole sul costo e sulla disponibilità del credito a imprese e famiglie. Il Consiglio direttivo ha messo in evidenza la necessità di analizzare approfonditamente l'intensità e la persistenza dei fattori che attualmente rallentano il ritorno dell'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. I rischi per le prospettive di inflazione sono tenuti sotto attenta osservazione dal Consiglio direttivo. Il grado di accomodamento monetario sarà pertanto riesaminato nella riunione di politica monetaria di dicembre, quando saranno disponibili le nuove proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema. Il Consiglio direttivo ha ribadito la propria volontà e capacità di agire ricorrendo a tutti gli strumenti disponibili nell'ambito del proprio mandato se necessario per mantenere il grado appropriato di accomodamento monetario. In particolare ha rammentato che il PAA è dotato di flessibilità sufficiente da poterne adeguare dimensioni, composizione e durata oltre ad affermare che nel frattempo gli acquisti mensili di attività per 60 miliardi di euro continueranno a essere effettuati per intero. 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 risconterà un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi, coerente con l'obiettivo della BCE di conseguire tassi di inflazione inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine.

Gli indicatori a livello globale suggeriscono che la crescita del PIL mondiale in termini reali è rimasta moderata nel terzo trimestre del 2015, con sostanziali differenze tra le maggiori economie. L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto, escludendo l'area dell'euro, è sceso lievemente nel terzo trimestre e si è mantenuto inferiore alla sua media di lungo termine (cfr. figura 1), segnalando il perdurare di una crescita contenuta del PIL. Gli andamenti hanno evidenziato profili in qualche misura divergenti tra le economie avanzate, anche se il PMI composito trimestrale relativo al prodotto per Stati Uniti, Regno Unito e Giappone si è attestato su livelli prossimi o superiori alle rispettive medie di lungo termine. Al contempo, il PMI delle economie di mercato emergenti (EME) ha continuato a pesare sull'indice globale, con una notevole debolezza, nel terzo trimestre, del PMI trimestrale relativo al prodotto per il Brasile.

Il commercio internazionale resta debole. Per la prima volta dal 2009 la crescita dell'interscambio mondiale è passata in territorio negativo nella prima metà del 2015. Nel corso del terzo trimestre le importazioni globali di beni in termini di volume si sono stabilizzate, a luglio 2015, con un'espansione nulla sui tre mesi precedenti, in aumento dal -0,5 per cento in giugno. Tuttavia, le prospettive per il commercio internazionale permangono deboli, come suggerisce l'ulteriore diminuzione del PMI mondiale relativo ai nuovi ordinativi dall'estero in settembre, con l'indice che si è attestato al di sotto della soglia di 50 per il terzo mese consecutivo.

L'inflazione complessiva a livello mondiale si è stabilizzata su un livello basso nei mesi recenti. L'inflazione sui dodici mesi nei paesi OCSE è rimasta invariata allo 0,6 per cento da maggio 2015 e anche il dato al netto di alimentari ed energia si è

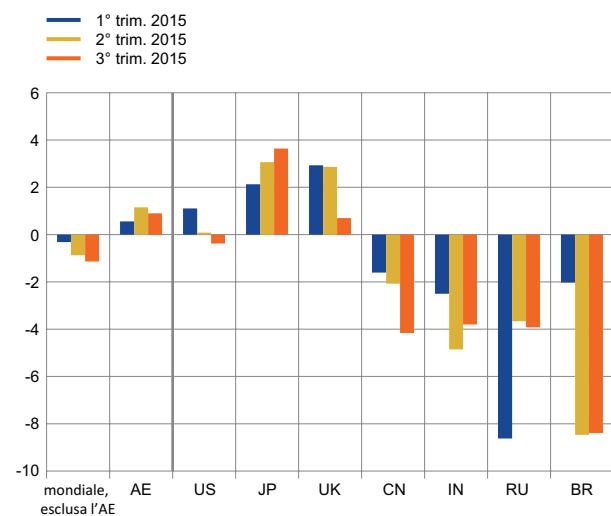
mantenuto stabile all'1,7 per cento in agosto. Quanto alle principali economie non appartenenti all'OCSE, l'inflazione è scesa in Cina e Brasile, segnando invece un incremento marginale in Russia. In Russia e Brasile l'inflazione permane elevata, in ragione della spinta al rialzo esercitata dal deprezzamento della valuta locale sui prezzi all'importazione.

La crescita dell'attività negli Stati Uniti sembra essersi attenuata nel terzo trimestre del 2015, dopo una forte ripresa nel secondo trimestre. Il PIL in termini reali ha mostrato vigore nel secondo trimestre, salendo dell'1,0 per cento sul periodo precedente (in aumento dallo 0,2 per cento del primo trimestre). La spesa per consumi ha continuato a trainare la crescita e ci si aspetta che permanga robusta, sostenuta dall'incremento dei redditi reali, dal ridotto onere per il servizio del debito, dai bassi tassi di interesse e dai prezzi in calo della benzina. Allo stesso tempo, la debolezza del settore manifatturiero sembra essersi aggravata di recente, come indica la

Figura 1

PMI composito del prodotto mondiale

(indice di diffusione; deviazioni della media di lungo periodo)



Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: le medie di lungo termine si riferiscono al periodo con inizio dal 1999 oppure, se i dati sono successivi a tale anno, dalla prima osservazione utile. I dati sono disponibili da settembre 2007 per il Giappone, novembre 2005 per la Cina, dicembre 2005 per l'India, ottobre 2001 per la Russia e marzo 2007 per il Brasile.

flessione dell'indice dell'Institute of Supply Management relativo a questo settore nell'arco degli ultimi tre mesi. Inoltre, dati recenti sul commercio suggeriscono che le esportazioni nette potrebbero frenare l'attività nel terzo trimestre, a fronte di un dollaro statunitense forte e di una domanda estera relativamente fiacca. Il mercato del lavoro ha continuato a migliorare, ma a un ritmo più lento rispetto ai mesi precedenti dell'anno. L'inflazione si è mantenuta su livelli bassi e l'inflazione generale sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è risultata nulla in settembre. Escludendo beni alimentari ed energetici, l'inflazione è di poco salita portandosi all'1,9 per cento, per effetto di un aumento del dato nel settore dei servizi.

In Giappone, lo slancio espansivo è rimasto relativamente contenuto, dopo una contrazione dell'attività economica nel secondo trimestre di quest'anno.

Il PIL in termini reali è sceso nel secondo trimestre (-0,3 per cento sul trimestre precedente), in parte a causa di fattori temporanei quali condizioni meteorologiche avverse, ma anche per via della sostanziale debolezza dei consumi privati e della domanda estera. Gli indicatori mensili disponibili per il terzo trimestre delineano un quadro dai toni contrastanti. Sebbene l'incremento dell'indice sintetico dei consumi in agosto segnali una ripresa della spesa per consumi, la fiducia dei consumatori resta fragile. Al contempo, gli ordinativi dei principali macchinari da parte del settore privato (un indicatore anticipatore della spesa per investimenti delle imprese) sono diminuiti in maniera considerevole in luglio e agosto. L'inflazione generale sui dodici mesi misurata sull'IPC è rimasta su livelli bassi in agosto, mentre il dato congiunturale al netto di alimentari ed energia ha proseguito il suo graduale percorso al rialzo.

L'economia del Regno Unito si sta dirigendo verso un moderato rallentamento nella seconda metà dell'anno.

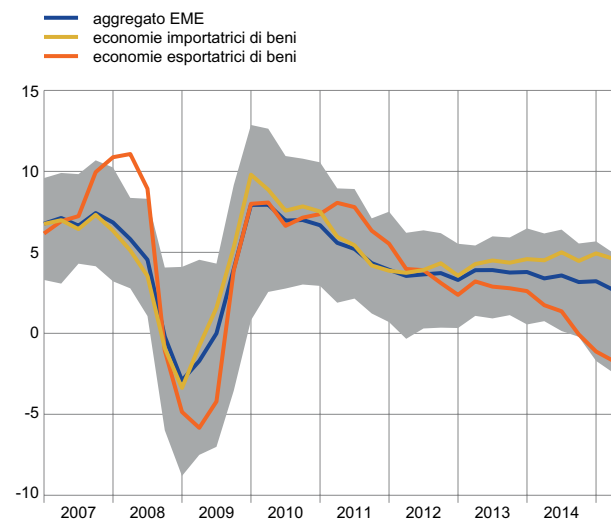
Nel secondo trimestre del 2015 la crescita del PIL in termini reali ha recuperato, aumentando dello 0,7 per cento sul trimestre precedente. La domanda interna ha continuato a sostenere la dinamica espansiva, dato che i prezzi ridotti dei beni energetici hanno fornito un temporaneo innalzamento del reddito reale disponibile e dei consumi, mentre le esportazioni nette hanno offerto un notevole contributo positivo alla crescita nel secondo trimestre del 2015. Gli indicatori di breve periodo, in particolare i dati delle indagini PMI per il settore dei servizi, stanno seguendo una tendenza discendente, delineando un rallentamento dell'attività economica. Il tasso di disoccupazione è sceso al 5,4 per cento nei tre mesi fino ad agosto 2015, mentre la crescita degli utili si è stabilizzata attorno al 3 per cento. L'inflazione generale al consumo sui dodici mesi continua a rimanere prossima allo zero sulla scia dei prezzi contenuti di beni energetici e alimentari, mentre il dato al netto di alimentari ed energia si è portato in media a circa l'1 per cento nel terzo trimestre del 2015.

In Cina, i dati recenti permangono nel complesso coerenti con un graduale rallentamento dell'economia.

Il PIL in termini reali nel terzo trimestre del 2015 è cresciuto dell'1,8 per cento sul trimestre precedente, con un profilo immutato rispetto al secondo trimestre. Benché alcuni indicatori (specie quelli relativi all'industria pesante e alle costruzioni) abbiano segnato un netto peggioramento nei trimestri recenti, i cambiamenti strutturali in atto nell'economia (con uno spostamento dall'industria pesante verso servizi e consumi), unitamente alla maggiore tenuta degli altri settori, suggeriscono che, nel complesso, i dati disponibili rimangono in linea con una dinamica economica in progressivo rallentamento. L'attività è sospinta

Figura 2**Crescita del PIL nelle economie di mercato emergenti (EME)**

(variazioni percentuali annue)



Fonti: fonti nazionali e Harver Analytics.

Note: l'ultima osservazione si riferisce al secondo trimestre del 2015. Le linee rappresentano i valori medi di crescita del PIL ponderati sul PIL nelle EME. L'intervallo indica la differenza tra il 90° e il 10° percentile di crescita delle 23 EME. Economie importatrici di beni: Corea, Hong Kong, India, Malesia, Messico, Polonia, Repubblica Ceca, Singapore, Thailandia, Turchia, Ungheria. Economie esportatrici di beni: Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Indonesia, Russia, Sud Africa e Venezuela.

dalle misure di stimolo monetario e fiscale attuate in passato che si stanno ora trasmettendo all'economia, preservando in tal modo l'attività cinese da un rallentamento più marcato. Al tempo stesso le spinte sui prezzi restano contenute. Il riquadro 1 esamina il ruolo della Cina nell'interscambio internazionale e i legami commerciali con l'area dell'euro.

Il vigore espansivo permane debole ed eterogeneo tra altre economie emergenti.

Le EME stanno subendo numerosi shock, compreso il forte ribasso delle materie prime, che inaspriscono le condizioni di finanziamento esterno e aggravano il rallentamento economico in Cina. Il precedente calo dei prezzi delle materie prime ha portato a una disparità di crescita tra le economie importatrici di materie prime e quelle esportatrici (cfr. figura 2). L'attività ha continuato a mostrare una certa tenuta nei paesi importatori (tra cui India, Turchia e paesi dell'Europa centrale e orientale non appartenenti all'area dell'euro), mentre ha seguito a rallentare nei paesi esportatori. Questo rallentamento è stato particolarmente evidente in due grandi paesi esportatori di materie prime, Russia e Brasile, dove le rispettive recessioni si sono intensificate nel secondo trimestre del 2015.

Dopo una nuova flessione durante l'estate, le quotazioni petrolifere si sono sostanzialmente stabilizzate nell'arco di settembre e ottobre, rispecchiando i primi segnali di una moderazione dell'eccesso di offerta. Dal lato dell'offerta, l'OPEC ha mantenuto la sua produzione prossima a livelli record, trainata da Arabia Saudita e Iraq, nonostante la persistente decelerazione della dinamica produttiva. Al contempo, i prezzi più contenuti e i ridotti investimenti sembrano aver innescato un calo graduale della produzione statunitense di petrolio da scisti. Dal lato della domanda, la crescita della domanda mondiale di greggio si è tenuta al di sopra dall'andamento tendenziale, alimentata dalle basse quotazioni petrolifere, sebbene in genere sia rimasta troppo debole per stare al passo con il ritmo di crescita dell'offerta. Il riquadro 2 esamina i fattori all'origine del recente aumento della volatilità dei prezzi petroliferi. I prezzi delle materie prime non petrolifere si sono mantenuti pressoché invariati nel corso degli ultimi due mesi.

2

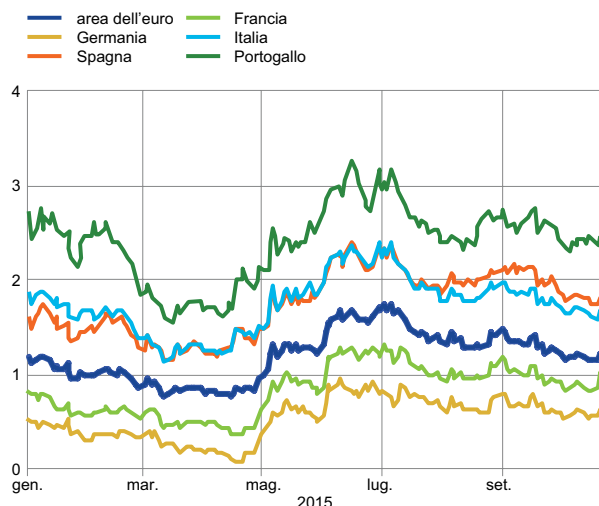
Andamenti finanziari

Nel periodo in esame, dal 2 settembre al 21 ottobre 2015, i rendimenti dei titoli di Stato sono sensibilmente diminuiti nell'area dell'euro. Il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è sceso di circa 30 punti base, collocandosi all'1,16 per cento alla fine del periodo in rassegna (cfr. figura 3). Gran parte della flessione si è verificata subito dopo la riunione del Federal Open Market Committee (FOMC) di metà settembre, durante la quale è stato deciso di non

Figura 3

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

(percentuali in ragione d'anno)



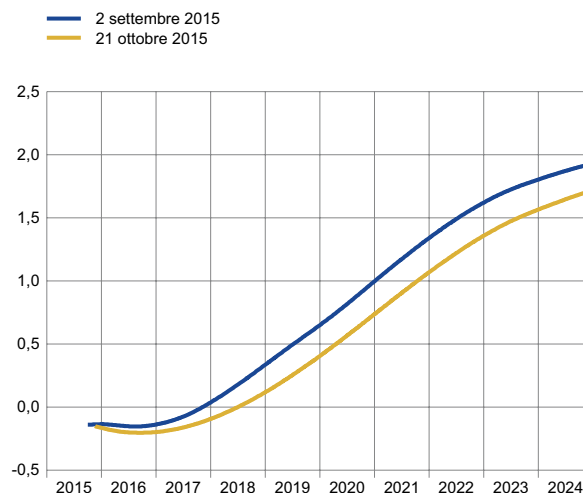
Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: area dell'euro indica la media dei rendimenti delle obbligazioni sovrane a 10 anni ponderata rispetto al PIL. L'ultima osservazione è del 21 ottobre.

Figura 4

Tassi a termine sull'EONIA

(percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

innalzare i tassi ufficiali negli Stati Uniti. I rendimenti sovrani sono diminuiti in tutti i paesi dell'area dell'euro e i paesi a più basso rating hanno registrato cali più marcati rispetto a quelli a più alto merito di credito. Ciò ha comportato un'ulteriore riduzione dei differenziali di rendimento sovrani rispetto alla Germania.

I tassi a termine sull'Eonia sono diminuiti in linea con l'andamento dei mercati del debito sovrano. L'intera curva a termine dell'Eonia – eccetto il segmento a brevissimo termine nel quale il tasso sui depositi presso la BCE è ancora al livello a circa -20 punti base – si è spostata verso il basso di circa 20 punti base nel periodo in esame (cfr. figura 4). Le quotazioni giornaliere dell'Eonia sono rimaste stabili in un corridoio ristretto tra -12 e -15 punti base nel periodo in rassegna.

I mercati azionari dell'area dell'euro hanno complessivamente segnato un lieve rialzo nel periodo in esame, dopo un calo temporaneo di circa il 6 per cento.

L'Euro Stoxx 50 ha guadagnato circa il 2 per cento tra gli inizi di settembre e il 21 ottobre. Vi sono state variazioni significative delle quotazioni nel periodo e le azioni dell'area hanno subito una flessione di circa il 6 per cento a fine settembre, in parte a causa della pressione al ribasso sul mercato azionario in seguito alla riunione del FOMC e alle rivelazioni di irregolarità relative a Volkswagen. Il mercato azionario statunitense, misurato dall'indice Standard & Poor's 500, ha registrato risultati migliori rispetto a quello dell'area dell'euro e ha chiuso il periodo in rialzo di circa il 4 per cento.

La volatilità è lievemente diminuita, ma è rimasta leggermente superiore ai bassi livelli osservati nella prima metà dell'anno. Dopo il significativo aumento della volatilità del mercato legato alla svalutazione del renminbi cinese e le conseguenti ampie oscillazioni del mercato azionario, gli andamenti recenti sono stati relativamente moderati, il che si è tradotto in un graduale calo della volatilità. Alla

fine del periodo in esame, le misure della volatilità implicita del mercato azionario nell'area dell'euro e negli Stati Uniti erano solo lievemente più elevate rispetto ai bassi livelli osservati nella prima metà dell'anno.

Il tasso di cambio effettivo dell'euro è rimasto sostanzialmente stabile. In termini bilaterali, l'euro si è apprezzato dello 0,9 per cento nei confronti del dollaro statunitense, rispecchiando cambiamenti delle aspettative del mercato in merito alla politica monetaria futura negli Stati Uniti. L'euro si è apprezzato anche rispetto allo yen giapponese, alle valute della maggior parte delle economie emergenti e a quelle di diversi paesi dell'Europa centrale e orientale. Si è invece deprezzato nei confronti della sterlina britannica, della corona svedese, del rublo russo e delle valute dei paesi esportatori di materie prime.

3 Attività economica

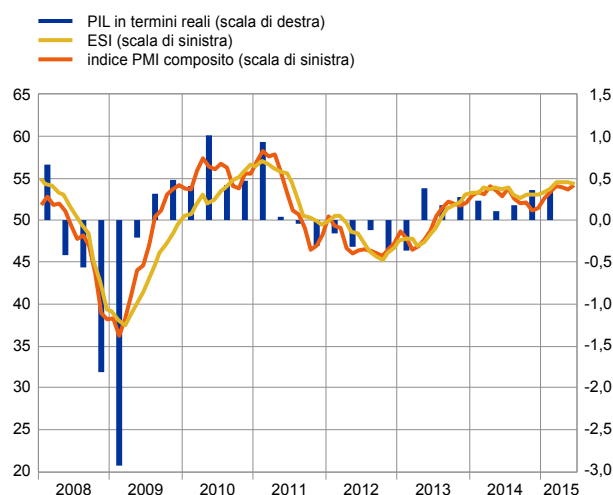
Nonostante un contesto esterno meno favorevole, la ripresa economica nell'area dell'euro sta proseguendo, sempre più favorita da fattori interni, soprattutto per quanto riguarda i consumi privati. Nel secondo trimestre del 2015 il prodotto è aumentato dello 0,4 per cento su base congiunturale, dopo un incremento dello 0,5 per cento nel trimestre precedente (cfr. figura 5).¹ I più recenti indicatori suggerirebbero un ritmo di crescita del PIL nel terzo trimestre

sostanzialmente analogo. Guardando all'andamento della ripresa fino a oggi, il prodotto ha registrato un andamento crescente negli ultimi due anni e mezzo e nel secondo trimestre di quest'anno il PIL reale dell'area dell'euro ha superato del 2,7 per cento il valore minimo registrato nel primo trimestre del 2013, pur rimanendo dello 0,8 per cento al di sotto del valore di picco antecedente la crisi registrato nel primo trimestre del 2008.

Figura 5

PIL in termini reali, indice del clima economico (ESI) e indice composito dei responsabili degli acquisti (PMI) relativo alla produzione nell'area dell'euro

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



Fonti: Eurostat, Commissione europea, Markit e BCE.

Note: l'indice del clima economico (ESI) è normalizzato con la media e la deviazione standard dell'indice dei responsabili degli acquisti (PMI). Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2015 per l'andamento del PIL in termini reali e a settembre 2015 per l'indice del clima economico e per l'indice dei responsabili degli acquisti.

I consumi privati continuano a essere la determinante principale della ripresa in corso.

La tendenza dei consumi si è rafforzata a seguito dell'aumento del reddito, del calo dei corsi petroliferi e dei minori vincoli nei bilanci familiari (cfr. riquadro 3). Gli aumenti del reddito reale disponibile aggregato a partire dall'inizio del 2013 sono stati per la maggior parte legati ai miglioramenti del mercato del lavoro, suggerendo come la ripresa dei consumi privati sia principalmente il risultato di una ripresa economica interna in via di miglioramento. Dalla seconda metà del 2014 il calo dei prezzi del petrolio ha anche sostenuto il reddito reale e, di conseguenza, i consumi privati. In un'ottica di più breve periodo, i dati recenti sul commercio al dettaglio

¹ Nel secondo rilascio dei conti nazionali per l'area dell'euro, l'Eurostat ha rivisto al rialzo la crescita di 0,1 punti percentuali sia per il primo sia per il secondo trimestre del 2015.

e le nuove immatricolazioni di autoveicoli, nonché i dati delle indagini sulla fiducia dei consumatori, sono in linea con una forte e persistente crescita dei consumi privati.

Gli investimenti, deboli sin dall'inizio della crisi, sono rimasti invece moderati nella prima metà del 2015, con valori attualmente del 15 per cento inferiori ai livelli antecedenti la crisi del 2008. Ciò si deve principalmente al forte calo della domanda sia estera sia interna, alla bassa redditività delle imprese, a un periodo prolungato di condizioni finanziarie avverse e a un clima generale di elevata incertezza nonché a un calo degli investimenti pubblici e ad aggiustamenti del mercato immobiliare in vari paesi. Più di recente, gli investimenti hanno mostrato una certa volatilità, registrando un forte incremento nel primo trimestre del 2015 per poi diminuire nel secondo. Questo profilo riflette gli sviluppi degli investimenti nell'edilizia residenziale, sospinti nel primo trimestre dalle condizioni meteorologiche favorevoli in alcune parti dell'area dell'euro. I recenti sviluppi nella produzione dei beni capitali indicano un ulteriore aumento degli investimenti al netto delle costruzioni nell'area dell'euro nel terzo trimestre, mentre la produzione nel comparto edilizio segnala il perdurare di sviluppi deboli nel settore. Inoltre, le più recenti indagini sui prestiti bancari nell'area dell'euro mostrano che le condizioni di credito rimangono favorevoli e la domanda di accesso al credito da parte delle aziende per finanziare gli investimenti sta aumentando. In prospettiva, ci si attende una ripresa ciclica degli investimenti, sostenuta da condizioni finanziarie favorevoli, margini di profitto in aumento e una riduzione della capacità produttiva inutilizzata. Tuttavia, la necessità di un ulteriore ridimensionamento della leva finanziaria nel settore delle imprese in alcuni paesi e le ridotte aspettative di crescita a lungo termine da parte degli investitori potrebbero influire sulla velocità della ripresa.

La crescita delle esportazioni nell'area dell'euro dovrebbe aver subito un rallentamento nel terzo trimestre, riflettendo la debolezza del commercio mondiale. I dati sul commercio per luglio e agosto suggeriscono un rallentamento della crescita delle esportazioni nel terzo trimestre del 2015, probabilmente legato a un indebolimento della crescita nelle economie di mercato emergenti e alla progressiva decelerazione in Cina. Gli indicatori più recenti, quali le indagini qualitative, segnalano un ulteriore indebolimento della domanda estera e della crescita delle esportazioni a breve termine. Inoltre, il recente apprezzamento dell'euro potrebbe incidere sulle esportazioni future.

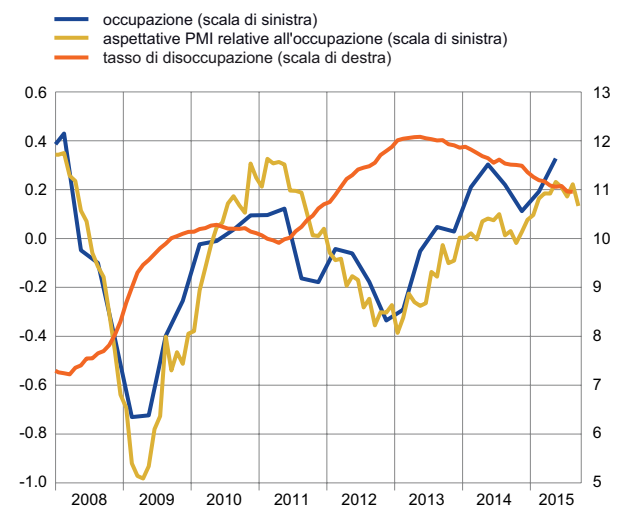
Complessivamente, gli indicatori più recenti sono coerenti con il protrarsi dell'espansione economica nella seconda metà di quest'anno. I dati quantitativi e i risultati delle indagini qualitative sono in linea con il protrarsi della crescita all'incirca allo stesso tasso del secondo trimestre. La produzione industriale al netto delle costruzioni nei mesi di luglio e agosto ha registrato mediamente valori dello 0,3 per cento al di sopra della propria media del secondo trimestre, quando era calata dello 0,1 per cento su base trimestrale. L'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) è migliorato tra il secondo e il terzo trimestre dell'anno, mentre l'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) non ha subito variazioni (cfr. figura 5).

La situazione del mercato del lavoro continua a migliorare gradualmente. Nel secondo trimestre del 2015 l'occupazione è salita di un ulteriore 0,3% in termini

Figura 6

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

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



Fonti: Eurostat, Markit e BCE.

Note: il *Purchasing Managers' Index* (PMI) è espresso come deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2015 per l'occupazione, a settembre 2015 per l'indice PMI e ad agosto 2015 per la disoccupazione.

congiunturali (cfr. figura 6), registrando il più forte incremento annuale dal secondo trimestre del 2008. Come risultato, l'occupazione è stata superiore dello 0,9% rispetto all'anno precedente. Il tasso di disoccupazione per l'area dell'euro, che aveva iniziato a ridursi dalla metà del 2013, ha proseguito la sua flessione nel secondo trimestre del 2015, per giungere ad una sostanziale stabilizzazione intorno all'1,0% nei mesi di luglio e agosto. I dati più recenti ricavati dai risultati delle indagini campionarie evidenzerebbero un ulteriore graduale miglioramento del mercato del lavoro per il prossimo futuro.

Guardando al futuro, la ripresa economica dovrebbe continuare, seppur frenata, in particolare, da una domanda estera più debole.

La domanda interna dovrebbe essere ulteriormente sostenuta dalle misure di politica monetaria e dal loro impatto favorevole sulle condizioni finanziarie, nonché dai progressi compiuti sul fronte del risanamento dei conti pubblici e delle riforme strutturali. Inoltre, i prezzi del petrolio più bassi dovrebbero sostenere il reddito disponibile reale delle famiglie e la redditività

delle imprese, fornendo un ulteriore sostegno ai consumi privati e agli investimenti. Nel contempo, il recupero della domanda interna nell'area dell'euro continua a essere frenato dai necessari aggiustamenti di bilancio in diversi settori e dalla lenta attuazione delle riforme strutturali. I rischi per le prospettive di crescita dell'area dell'euro restano orientati al ribasso, riflettendo soprattutto l'acuirsi delle incertezze circa gli sviluppi nelle economie di mercato emergenti. I risultati delle ultime Survey of Professional Forecasters della BCE, condotte all'inizio di ottobre, mostrano delle previsioni di crescita del PIL del settore privato sostanzialmente invariate rispetto alle indagini precedenti condotte all'inizio di luglio (<http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>).

4

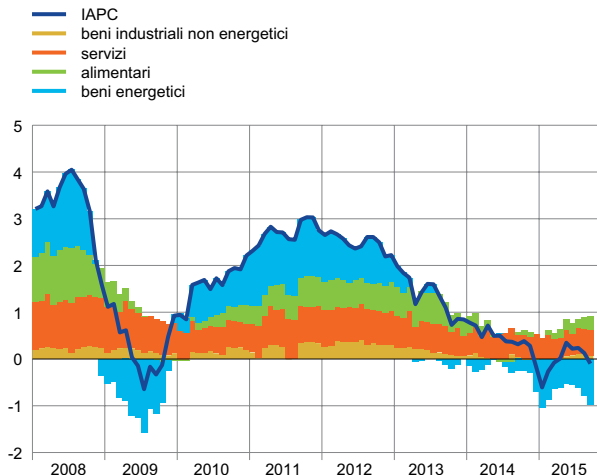
Prezzi e costi

L'inflazione complessiva è scesa di nuovo in territorio negativo in settembre, riflettendo la riduzione dei prezzi dell'energia. Secondo l'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sulla base dello IAPC è stata pari a -0,1 per cento in settembre 2015, in calo dallo 0,1 per cento in agosto (cfr. figura 7). La riduzione dell'inflazione dei beni energetici ha più che compensato il lieve incremento di quella degli alimentari, aumentata per due mesi consecutivi soprattutto a causa dei maggiori rincari rispetto a un anno fa nella componente ortofrutticola degli alimentari non trasformati.

Figura 7

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 degli esperti della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2015.

L'inflazione di fondo si è stabilizzata dopo il suo precedente aumento.

L'inflazione al netto di energia e alimentari è rimasta invariata allo 0,9 per cento in settembre. Mentre l'inflazione per i beni industriali non energetici, che ha fornito il principale contributo al recente incremento dell'inflazione di fondo, ha registrato un calo in settembre (portandosi allo 0,3 per cento, dallo 0,4), quella per i servizi si è mantenuta stabile all'1,2 per cento. Anche altri indicatori dell'inflazione di fondo per l'area dell'euro, come l'indice di diffusione e una misura basata su un modello dinamico a fattori², non hanno registrato ulteriori aumenti di recente, benché in settembre 2015 tutti gli indicatori abbiano di nuovo raggiunto livelli più alti di quelli osservati all'inizio dell'anno. Prosegue la trasmissione degli effetti del minor tasso di cambio dell'euro rispetto ai primi mesi dell'anno, tuttavia una certa perdita di slancio dell'inflazione di fondo è riconducibile al più recente rafforzamento della moneta unica e agli effetti indiretti degli ultimi nuovi

cali dei prezzi petroliferi (cfr. riquadro 2 sulla volatilità delle quotazioni del greggio).

Mentre la crescita dei prezzi all'importazione rimane sostenuta, gli indicatori di pressioni interne per l'inflazione di fondo segnalano il protrarsi di una dinamica debole.

Nonostante alcune spinte al ribasso derivanti dal recente apprezzamento dell'euro, i prezzi all'importazione per i beni di consumo non energetici continuano a registrare una crescita robusta in termini tendenziali. Dal lato interno, gli indicatori di pressioni inflazionistiche per i beni di consumo non energetici mostrano ancora un'evoluzione debole lungo la catena di formazione dei prezzi. La variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione per il mercato interno di beni non alimentari destinati al consumo è rimasta in agosto su un livello modesto, allo 0,1 per cento per il secondo mese consecutivo. Anche i dati delle indagini sui prezzi di input e output fino a settembre indicano il persistere di pressioni interne contenute sui prezzi alla produzione. È probabile che un ulteriore indebolimento emerga nei dati di settembre sui prezzi all'importazione e alla produzione, considerato che gli effetti del recente apprezzamento dell'euro e del calo delle quotazioni petrolifere stanno continuando a trasmettersi.

I margini di profitto hanno contribuito a rafforzare leggermente le pressioni interne sui prezzi, mentre le spinte sul costo del lavoro sono rimaste moderate.

Nel secondo trimestre del 2015 la crescita salariale nell'area dell'euro è rimasta invariata in termini tendenziali, se misurata in base al reddito per occupato, mentre è risultata alquanto più debole se misurata in termini di ore lavorate. La crescita dei redditi per occupato è stata simile a quella dei salari contrattuali, indicando che elementi di aumento salariale, quali le gratifiche, hanno esercitato uno scarso impatto. La crescita del costo del lavoro per unità di prodotto si è ulteriormente

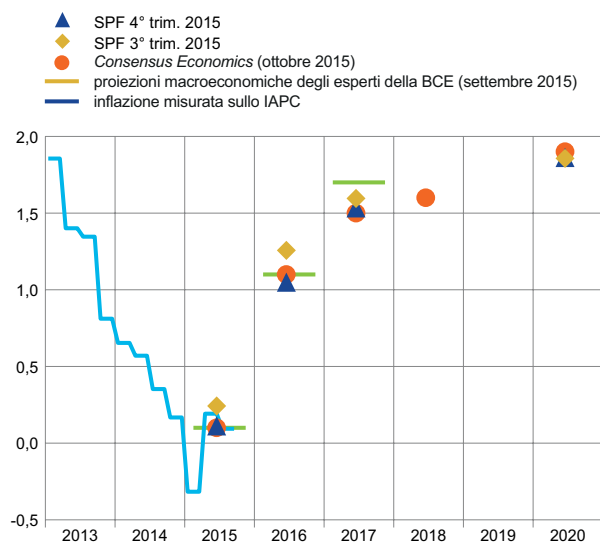
² Cfr. il riquadro *L'inflazione di fondo ha raggiunto un punto di svolta?* nel numero 5/2015 di questo Bollettino.

indebolita nel secondo trimestre del 2015, per effetto della dinamica più sostenuta della produttività rispetto al reddito per occupato. Nel contempo la crescita degli utili (misurata come avanzo operativo lordo) si è consolidata, probabilmente favorita dai minori costi degli input e dai moderati costi per i salari. Di riflesso agli andamenti del costo del lavoro e dei margini di profitto, il deflatore del PIL, che segnala le spinte inflazionistiche interne, ha evidenziato un'ulteriore accelerazione nel secondo trimestre del 2015 e ha proseguito il percorso al rialzo osservato a partire dal terzo trimestre del 2014.

Figura 8

Misure delle aspettative di inflazione ricavate dalle indagini

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Survey of Professional Forecasters (SPF), Consensus Economics, elaborazioni della BCE.

Nota: i dati per lo IAPC effettivo sono riportato fino al 3° trimestre 2015.

Le misure delle aspettative di inflazione a lungo termine desunte dalle indagini si sono mantenute stabili, mentre quelle relative al breve e medio periodo sono lievemente diminuite (cfr. figura 8).

Dai risultati dell'ultima edizione della Survey of Professional Forecasters (SPF) della BCE, riguardante il quarto trimestre del 2015, emerge che i previsori hanno rivisto al ribasso le attese di inflazione, allo 0,1, all'1,0 e all'1,5 per cento per il 2015, il 2016 e il 2017 rispettivamente, soprattutto in ragione dell'impatto delle minori quotazioni petrolifere (cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>). Tuttavia, le aspettative di inflazione a più lungo termine su un orizzonte quinquennale permangono immutate, all'1,9 per cento.

Le più recenti misure delle attese di inflazione a lungo termine ricavate dai dati di mercato sono pressoché sui livelli dei primi di settembre.

Dopo la flessione nel corso di settembre, tali misure, basate sui dati di mercato, sono cresciute di nuovo dall'inizio di ottobre, chiudendo il periodo in rassegna pressoché immutate. Più in particolare, il tasso swap a termine a

cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale è sceso da 1,69 a 1,57 per cento in settembre, salendo poi a partire dai primi di ottobre, per collocarsi all'1,68 per cento. Le misure dell'inflazione attesa basate sul mercato rimangono di poco inferiori al livello massimo raggiunto a inizio luglio. Rispetto ai valori più stabili desunti dalle indagini, i recenti andamenti delle aspettative di inflazione ricavate dal mercato potrebbero essere ricondotti a variazioni del premio per il rischio di inflazione dovute alla dinamica dell'incertezza macroeconomica.

Sulla base dei prezzi correnti dei contratti future sul greggio, l'inflazione sui dodici mesi misurata dallo IAPC dovrebbe rimanere su livelli negativi o contenuti fino a novembre 2015, per poi aumentare solo sul finire dell'anno, principalmente a causa di effetti base connessi al calo delle quotazioni petrolifere al termine del 2014. L'inflazione dovrebbe crescere ancora durante il 2016 e il 2017, sospinta dall'atteso recupero dell'economia, dalla trasmissione dell'impatto dei passati deprezzamenti dell'euro e dall'ipotesi di un lieve rincaro del petrolio nei prossimi anni, come emerge attualmente dai mercati dei contratti future per il greggio. Tuttavia, sussistono rischi derivanti dalle prospettive economiche

e dagli andamenti del mercato finanziario e di quello delle materie prime che potrebbero ridurre ulteriormente il graduale rafforzamento dell'inflazione verso livelli più prossimi al 2 per cento.

5 Moneta e credito

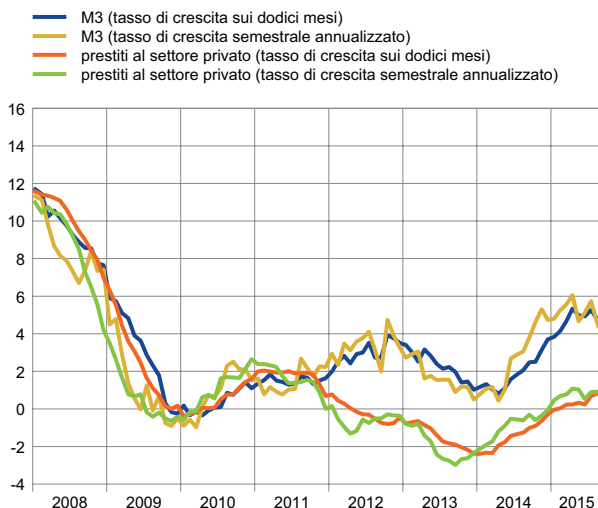
La crescita monetaria rimane forte. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 ha tuttavia mostrato una riduzione nel mese di agosto (cfr. figura 9). La crescita di M3 continua a essere trainata dalle solide dinamiche di M1 (il cui tasso di crescita sui dodici mesi è calato ad agosto). In tale contesto, la robusta crescita dei depositi overnight svolge un ruolo importante e può essere attribuita ai bassi costi opportunità per la detenzione degli strumenti più liquidi, nonché all'impatto del Programma ampliato di acquisto di attività della BCE (PAA). Nel complesso, gli andamenti recenti dell'aggregato monetario ristretto continuano ad essere in linea con una protratta ripresa dell'attività economica nell'area dell'euro.

I depositi overnight hanno fornito un contributo significativo alla crescita di M3, mentre i depositi a breve termine diversi da quelli overnight, soprattutto quelli con una durata prestabilita non superiore ai due anni, stanno subendo una contrazione. Il tasso di crescita degli strumenti negoziabili (ossia M3 meno M2), che incide in maniera limitata su M3, resta positivo riflettendo, tra l'altro, la ripresa delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari osservata a partire dalla metà del 2014. Inoltre, la crescita dei titoli di debito detenuti dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) nel settore detentore di moneta con un periodo prestabilito non superiore ai due anni è stata sostenuta dall'inizio del 2015.

Le fonti interne di creazione di moneta hanno mantenuto una crescente importanza ad agosto. Tale andamento è in parte dovuto alle misure non convenzionali di politica monetaria adottate dalla BCE. Dal punto di vista delle controparti, le dinamiche di M3 sembrerebbero essere legate principalmente alla riduzione delle passività finanziarie a più lungo termine e all'incremento del credito delle IFM. Quest'ultimo riflette gli andamenti positivi dell'erogazione di credito al settore privato (la determinante principale della crescita monetaria negli anni precedenti) e l'impatto del PAA. La contrazione delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) detenute dal settore detentore di moneta ha continuato senza variazioni ad agosto. Il contributo significativo alla crescita M3 di queste ultime riflette, in particolare, la curva di rendimento relativamente piatta e (in parte) la sostituzione da parte delle IFM dei titoli di debito a più lungo termine con fondi provenienti da operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT). Il contributo alla crescita di M3 sui dodici mesi da parte delle attività nette sull'estero è rimasto negativo. Rispetto al picco raggiunto a metà del 2014, il sostegno da parte delle attività nette sull'estero del settore delle IFM si è ridotto ulteriormente ad agosto, nonostante l'ingente avanzo del conto corrente. La recente riduzione delle attività nette sull'estero riflette principalmente crescenti flussi netti di portafoglio in uscita dall'area dell'euro nel contesto del PAA, contribuendo ad un riequilibrio a favore degli strumenti di investimento al di fuori dell'area dell'euro.

Figura 9**M3 e prestiti al settore privato**

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

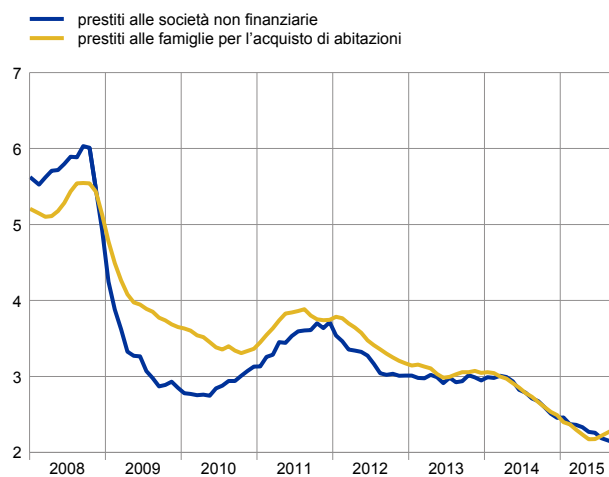


Fonte: BCE.

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

Figura 10**Tassi compositi sui prestiti bancari alle società non finanziarie e alle famiglie**

(percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Note: l'indicatore dei tassi compositi sui prestiti bancari è calcolato aggregando i tassi a breve e a lungo termine mediante una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. L'ultima osservazione si riferisce ad agosto 2015.

La graduale ripresa delle dinamiche del credito prosegue³.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è aumentato leggermente ad agosto (cfr. figura 9). Il graduale miglioramento delle dinamiche di credito è stato significativo sia per le imprese sia per le famiglie. Il tasso di crescita sui dodici mesi del credito alle società non finanziarie (SNF) (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) ha registrato un ulteriore incremento ad agosto, raggiungendo un valore sensibilmente superiore a quello minimo osservato a febbraio 2014. Anche la crescita annuale dei prestiti alle famiglie è migliorata ad agosto, superando di molto il tasso medio dello 0,1% registrato sin dall'estate del 2012. Nonostante tali sviluppi positivi, il consolidamento dei bilanci bancari e l'esigenza di un'ulteriore riduzione della leva finanziaria in alcuni settori economici e giurisdizioni bancarie continuano ad ostacolare le dinamiche di credito.

I tassi attivi bancari per le SNF sono diminuiti ulteriormente ad agosto, in particolare per effetto delle misure non convenzionali adottate dalla BCE (cfr. figura 10).

L'orientamento accomodante della politica monetaria della BCE, la migliorata situazione dei bilanci e la sempre minore frammentazione dei mercati finanziari in generale, hanno indotto un ulteriore calo dei costi compositi della provvista bancaria, i quali si sono stabilizzati in prossimità dei minimi storici. Dall'annuncio del pacchetto di misure di allentamento a giugno 2014, le banche hanno progressivamente trasferito il calo dei costi della provvista bancaria sotto forma di tassi attivi inferiori. Di conseguenza, i tassi sui prestiti alle SNF erano più favorevoli ad agosto (i tassi attivi bancari compositi per le SNF dell'area dell'euro sono scesi al 2,16%). A partire da maggio 2014, tali tassi sono diminuiti di circa 80 punti base. Inoltre, i tassi sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di immobili sono aumentati ad agosto, proseguendo la tendenza osservata nel mese precedente (i tassi attivi bancari compositi per le famiglie per l'acquisto di immobili erano

al 2,26%). Nondimeno, la riduzione totale dei tassi sui mutui da maggio 2014 resta considerevole, intorno ai 60 punti base.

³ Il 21 settembre 2015 la BCE ha pubblicato i nuovi dati sul credito corretti per cessioni e cartolarizzazioni sulla base di un metodo di correzione migliorato. Il nuovo metodo consente di ottenere un quadro più completo degli andamenti dei prestiti erogati dalle IFM dell'area dell'euro, tenendo in considerazione, su base continuativa, i titoli azionari e il rimborso dei prestiti che non figurano più nei bilanci delle IFM (ossia i prestiti cancellati). Per ulteriori dettagli sull'argomento si rimanda al riquadro *Nuovi dati sui prestiti al settore privato corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni* in questo numero del Bollettino.

L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di ottobre 2015 evidenzia che i cambiamenti negli standard di credito e nella domanda di prestiti continuano a sostenere la ripresa della crescita del credito (cfr. l'indagine

all'indirizzo: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>). Le banche hanno allentato ulteriormente (in termini netti) gli standard di

credito per i prestiti alle società non finanziarie nel terzo trimestre del 2015 e ciò principalmente in ragione dell'accresciuta concorrenza del settore bancario. Per le famiglie, i criteri di concessione di credito sono diventati ancora più restrittivi per i prestiti per l'acquisto di abitazioni (rispecchiando soprattutto l'andamento nei Paesi Bassi), mentre hanno continuato ad allentarsi per il credito al consumo. Le banche hanno nuovamente dichiarato che stanno utilizzando la liquidità addizionale derivante dal PAA per erogare credito. In un tale contesto, il PAA ha avuto un effetto di allentamento netto dei criteri di concessione di credito e, più specificatamente, dei termini e delle condizioni dei prestiti. Inoltre, l'indagine evidenzia una ripresa della domanda di credito in tutte le categorie, di cui un basso livello generale dei tassi di interesse, un'accresciuta richiesta di investimenti fissi e le prospettive per il mercato immobiliare hanno rappresentato le determinanti principali.

Inoltre, i dati mensili mostrano un ulteriore rallentamento dell'emissione netta di titoli di debito da parte delle SNF ad agosto e settembre, dopo il rimbalzo temporaneo di luglio. Questa tendenza è da attribuirsi probabilmente ai recenti

aumenti del costo del finanziamento del debito sul mercato. Anche l'ulteriore rafforzamento degli utili non distribuiti potrebbe aver svolto un ruolo in tale contesto, riducendo la necessità delle SNF di ricorrere a fonti esterne di finanziamento. L'indebolimento dell'emissione di titoli di debito segue il forte ricorso a questo strumento di finanziamento da parte delle SNF e delle rispettive società veicolo sulla scia del Programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP), il quale ha prodotto condizioni di mercato molto favorevoli.

Il costo nominale complessivo del finanziamento esterno delle SNF dell'area dell'euro è aumentato ulteriormente nel terzo trimestre del 2015, dopo aver raggiunto i minimi storici a febbraio. L'aumento è stato trainato dal calo dei prezzi

dei beni finanziari, con un conseguente aumento del costo sia del capitale di rischio sia del finanziamento diretto sul mercato delle SNF; nel terzo trimestre del 2015 tali costi sono saliti di circa 30 punti base rispetto al secondo trimestre e di 50 punti base rispetto a febbraio. Tuttavia, nel corso del mese di ottobre, il costo del capitale di rischio è diminuito a seguito dell'incremento dei prezzi delle azioni, mentre il costo del finanziamento diretto sul mercato ha continuato ad aumentare.

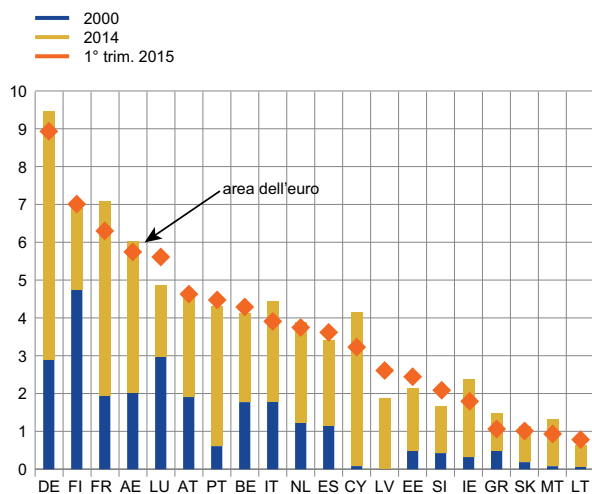
Riquadro 1

I legami commerciali fra l'area dell'euro e la Cina

Il ruolo della Cina nell'interscambio mondiale è cresciuto considerevolmente negli ultimi decenni. Grazie alle molteplici riforme economiche varate dalla fine degli anni '70, il paese ha mostrato una rapida espansione, assumendo un rilievo sempre maggiore per l'economia internazionale. Nel 1980 l'incidenza delle importazioni sul PIL cinese si collocava appena sopra il 6 per cento; nel 2014 era salita al 19 per cento, di riflesso alla liberalizzazione degli scambi, all'adesione del paese all'Organizzazione mondiale del commercio nel 2001 e al rapido incremento degli investimenti nell'economia cinese. Oltre che per il commercio tradizionale, la Cina svolge un ruolo di spicco anche nelle catene di approvvigionamento mondiali, attraverso la lavorazione di input intermedi destinati alla riesportazione verso paesi terzi. Dal 2011 si osserva tuttavia un deterioramento delle prospettive di crescita del paese, con il riequilibrio dell'economia da una crescita trainata dagli investimenti a un profilo di espansione più bilanciato.

Figura A
Esportazioni verso la Cina

(in percentuale del totale delle esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro)



Fonte: Direction of Trade Statistics dell'FMI.

Nota: le esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro non comprendono i flussi commerciali tra paesi dell'area.

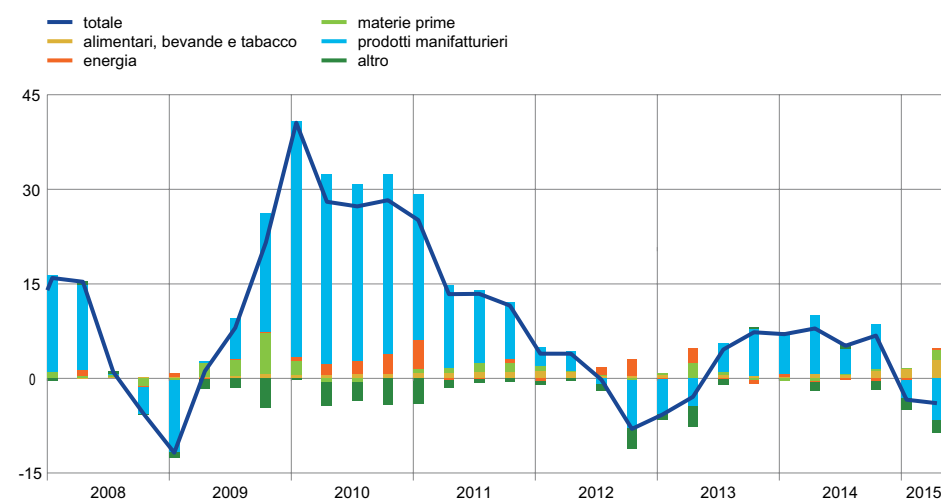
La Cina rappresenta una quota relativamente modesta delle esportazioni dell'area dell'euro, che si è però ampliata nel tempo. Negli ultimi 15 anni le esportazioni verso il paese sono aumentate rapidamente per l'insieme delle economie dell'area, passando dal 2 al 6 per cento delle esportazioni complessive verso l'esterno dell'area dell'euro alla fine del 2014. Registrano le quote più consistenti Germania, Francia e Finlandia, mentre i contributi degli altri paesi variano dal quasi 6 per cento del Lussemburgo all'1 per cento della Lituania (cfr. Figura A). L'incidenza della Cina sulle esportazioni all'esterno dell'area è comparabile a quella della Svizzera e corrisponde a meno della metà delle quote relative a Stati Uniti e Regno Unito.

Il rallentamento della crescita cinese osservato da inizio 2015 ha causato una riduzione delle esportazioni dell'area dell'euro, specie nel caso dei macchinari e dei mezzi di trasporto. Questa evoluzione ha avuto ricadute negative soprattutto

sugli esportatori di beni manifatturieri (cfr. figura B), cui va ricondotto quasi il 90 per cento delle esportazioni di merci verso la Cina. Per contro, hanno mostrato una buona tenuta la categoria alimentari, bevande e tabacco nonché le materie prime, indicando il perdurante vigore dei beni intermedi e di consumo. Gli andamenti recenti rispecchiano l'importanza della Cina nella lavorazione degli input intermedi per il consumo finale, nonché il riequilibrio dell'economia nazionale verso i consumi e a discapito della crescita sostenuta da investimenti.

Figura B**Esportazioni di beni dell'area dell'euro verso la Cina per categoria di prodotto**

(variazione percentuale sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le categorie di prodotto sono definite secondo la Standard International Trade Classification (classificazione standard del commercio internazionale).

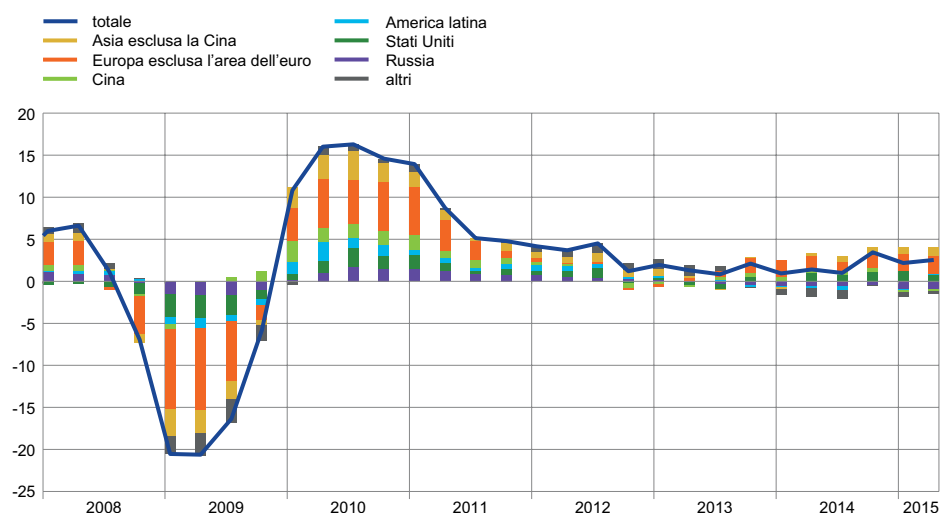
Il calo delle esportazioni di beni dell'area dell'euro verso la Cina è stato in parte compensato dall'aumento dei flussi verso altre economie avanzate. Nonostante

il contributo negativo fornito dalla Cina con la rapida contrazione della sua quota, la crescita delle esportazioni dell'area ha tratto slancio dalla maggiore domanda delle economie avanzate (ad esempio degli Stati Uniti e dei paesi europei non appartenenti all'area dell'euro). Si dimostra così la ritrovata importanza di queste ultime per l'espansione dell'interscambio mondiale nel 2015, di fronte al rallentamento delle economie emergenti (cfr. figura C).

Gli effetti indiretti sul commercio che si trasmetteranno dalla Cina all'area dell'euro saranno probabilmente modesti e interesseranno soprattutto gli altri

Figura C**Esportazioni di beni verso l'esterno dell'area dell'euro e contributi per paese**

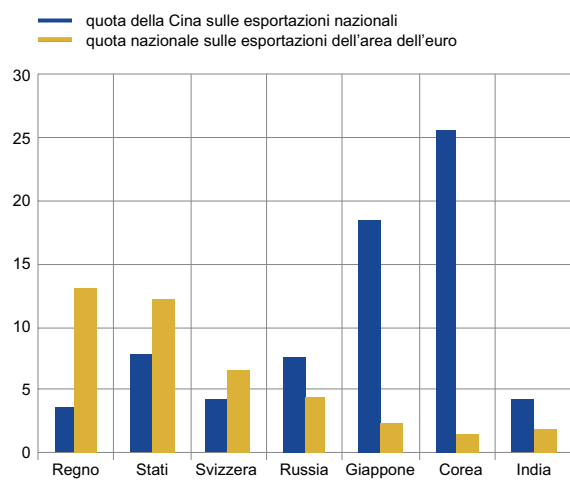
(variazione percentuale sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura D**Esposizione commerciale verso la Cina**

(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

paesi asiatici. Benché i legami commerciali diretti fra area dell'euro e Cina restino limitati, l'interscambio potrebbe risentire del rallentamento delle economie che, oltre a essere importanti mercati di sbocco per i prodotti dell'area, rientrano fra i maggiori partner commerciali cinesi. Se si esclude la Cina, i principali mercati di esportazione dell'area dell'euro sono Stati Uniti, Regno Unito e Svizzera. Tali economie mostrano, a loro volta, un'esposizione commerciale relativamente contenuta nei confronti della Cina ed è improbabile che scontino gravemente una moderazione della sua attività economica (cfr. figura D). I paesi che più rischiano di subire ripercussioni negative sono i vicini asiatici della Cina, i quali rappresentano nel loro insieme una quota relativamente cospicua della domanda di esportazioni dell'area dell'euro (circa il 21 per cento). Nondimeno, secondo le stime disponibili, una flessione dell'1 per cento del PIL in termini reali cinese produrrebbe sul commercio effetti diretti e indiretti relativamente modesti

nel complesso, determinando un calo dell'attività economica nell'area dell'euro compreso fra circa 0,1 e 0,15 punti percentuali nell'arco di due o tre anni.

Il ruolo della Cina nelle catene produttive mondiali potrebbe limitare la trasmissione di andamenti negativi all'area dell'euro.

Le esportazioni di beni intermedi verso il paese hanno assunto un'importanza sempre maggiore nel tempo, passando dal 53 al 59 per cento fra il 1995 e il 2011. Questa quota relativamente significativa mette in luce il ruolo di primo piano della Cina nelle catene produttive mondiali, in quanto destinazione di prodotti che, dopo l'assemblaggio o un'ulteriore lavorazione, vengono riesportati in altri mercati per il consumo finale. In questo contesto, almeno l'8 per cento delle esportazioni dell'area dell'euro verso la Cina non è connesso direttamente agli andamenti nel paese, ma dipende piuttosto dall'evoluzione della domanda in altre economie (si precisa che gli ultimi dati disponibili risalgono al 2011). Inoltre, potrebbero confluire nelle reti produttive mondiali anche alcune esportazioni di beni finali, sostenendo la produzione di merci destinate a paesi terzi e riflettendo quindi la domanda finale di altri mercati. Pertanto, è probabile che il rallentamento dell'attività economica cinese eserciti un impatto inferiore a quanto non suggeriscano i flussi commerciali lordi.

Mentre le ricadute sul commercio di una protratta moderazione dell'attività economica cinese incideranno in misura verosimilmente modesta sul PIL dell'area dell'euro, altri canali di propagazione potrebbero svolgere un ruolo importante. L'economia cinese esercita, per le sue dimensioni, un'influenza notevole sui prezzi del petrolio, affievolitasi negli ultimi anni con il protrarsi del calo della crescita. Il rallentamento della Cina potrebbe dunque avere ricadute limitate sui corsi petroliferi, ma è determinante in tal senso se la crescita frenerà anche negli altri paesi emergenti. Tra questi ultimi, alcuni paesi produttori di materie prime potrebbero risentire dell'evoluzione in Cina per effetto delle minori importazioni di metalli, sebbene i grandi esportatori di metalli rappresentino una quota piuttosto ridotta dell'interscambio dell'area dell'euro. Un altro possibile canale di trasmissione

di shock negativi all'area è costituito dagli effetti per la fiducia, che potrebbero, ad esempio, indurre deflussi di capitali e causare così un inasprimento delle condizioni finanziarie nei mercati emergenti e un ulteriore rallentamento della domanda esterna all'area dell'euro. Inoltre, se non compensati da altri flussi ufficiali o privati, i deflussi di capitale dalla Cina potrebbero dar luogo a un deprezzamento della moneta nazionale e, di riflesso, delle valute di altri paesi emergenti. Infine, è possibile che un aumento dell'incertezza su scala mondiale abbia ripercussioni dirette sul clima di fiducia di famiglie e imprese nell'area dell'euro, ostacolando i consumi e spingendo a rimandare le decisioni di investimento. Pertanto, l'impatto sull'area dell'euro di un eventuale ulteriore rallentamento della Cina dipende, in ultima istanza, dall'entità degli effetti che ne scaturiranno in generale per le altre economie emergenti, nonché dalla misura in cui la perdita di fiducia che ne deriverà influirà sui mercati finanziari e sul commercio mondiale.

Riquadro 2

I fattori all'origine del recente aumento della volatilità dei prezzi petroliferi

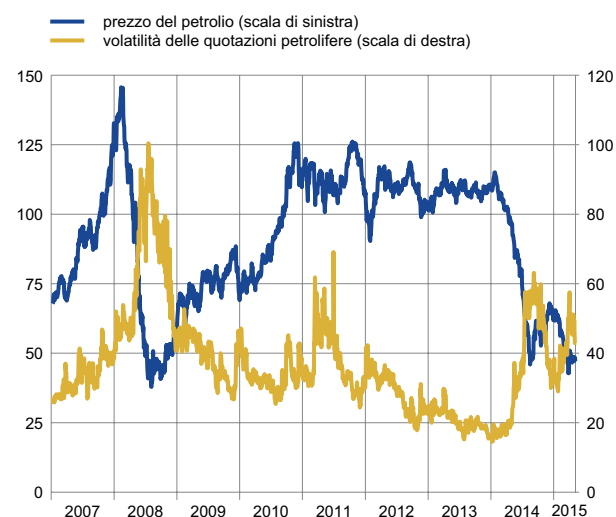
Dopo aver raggiunto livelli storicamente elevati durante la crisi finanziaria mondiale, la volatilità delle quotazioni del petrolio è diminuita in modo graduale negli ultimi anni, prima di riprendere a salire nel 2014 e nel 2015. Sebbene il dato corrente non sia particolarmente alto rispetto ai valori storici, la volatilità dei prezzi petroliferi di per sé può pesare sulle prospettive economiche¹; è quindi importante comprendere i fattori all'origine delle variazioni di tale volatilità. Questo riquadro esamina le determinanti generali della volatilità delle quotazioni petrolifere e discute le probabili cause del recente aumento.

La variazione nel tempo della volatilità dei corsi petroliferi può essere ricondotta a una serie di fattori. Le tre possibili ragioni principali di una volatilità più elevata sono (a) forti shock a livello di domanda e offerta di petrolio, (b) un'accresciuta sensibilità delle quotazioni petrolifere alle variazioni della domanda e dell'offerta e (c) un maggiore uso del greggio come attività finanziaria. Questi tre potenziali fattori di variazione temporale della volatilità dei prezzi petroliferi potrebbero avere delle ripercussioni in qualsiasi momento.

Figura A

Prezzi del petrolio e volatilità delle quotazioni petrolifere

(dollari statunitensi al barile)



Fonte: Datastream.

Note: dati giornalieri, l'ultima osservazione si riferisce al 5 ottobre 2015. I prezzi del petrolio sono espressi in termini nominali. Quotazioni del greggio di qualità Brent. La volatilità dei corsi petroliferi è misurata dal Chicago Board Options Exchange (CBOE) Crude Oil Exchange-Traded Fund (ETF) Volatility Index (OVX). L'indice di volatilità OVX è fortemente correlato alla volatilità effettiva dei prezzi petroliferi.

Una maggiore volatilità delle quotazioni petrolifere può essere semplicemente dovuta a forti shock a livello di domanda e offerta di petrolio. La flessione della domanda mondiale di greggio innescata dalla crisi finanziaria globale del 2008 è un esempio di come grandi cambiamenti nei fondamentali dal lato della domanda e dell'offerta possano incrementare la volatilità dei corsi petroliferi (cfr. figura A).

Le quotazioni del greggio possono divenire più sensibili alle variazioni della domanda e dell'offerta di petrolio come conseguenza della minore elasticità ai prezzi dei livelli di domanda e offerta, che provoca un aumento della volatilità.

Una minore elasticità ai prezzi della domanda e offerta di petrolio significa che sia la domanda sia l'offerta sono meno reattive alle variazioni dei corsi petroliferi indotte da shock. Dato che questo comporta un minore aggiustamento delle quantità in seguito a shock, la risposta dei prezzi ne risulta amplificata, generando in tal modo un incremento della loro volatilità.

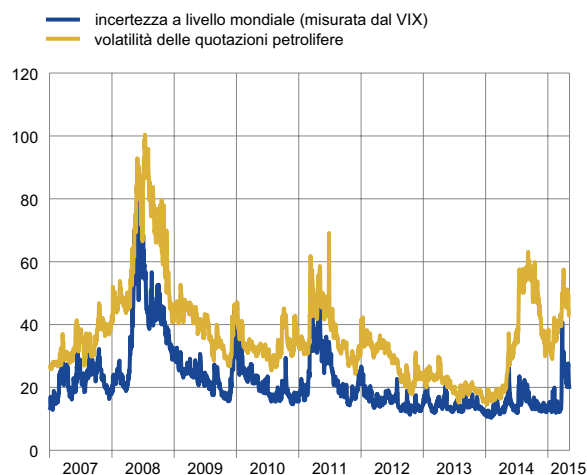
¹ Jo, S., "The effects of oil price uncertainty on global real economic activity", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 46, n. 6, 2014, pagg. 1113-1135.

Vari fattori, come il livello di capacità produttiva inutilizzata o di scorte, possono spiegare le ragioni per cui l'elasticità ai prezzi della domanda e dell'offerta di petrolio possa ridursi in determinati periodi. Da un lato, una minore flessibilità nel mutare l'offerta di greggio in seguito a variazioni di prezzo può essere ricondotta a livelli bassi di capacità inutilizzata oppure a una quantità limitata di scorte detenute. A metà del 2012, ad esempio, i corsi petroliferi hanno reagito con forza alla notizia di perduranti e potenziali interruzioni nell'offerta, alla luce dell'embargo sul petrolio iraniano, dato che la capacità produttiva inutilizzata tra i membri dell'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) era su livelli contenuti e le scorte detenute erano inferiori alle medie storiche, così che l'offerta non poteva crescere facilmente, per compensare eventuali cali ulteriori della produzione. D'altro canto, una minore sensibilità della domanda di petrolio ai prezzi potrebbe essere connessa, ad esempio, a un ridotto potenziale di sostituzione del greggio con fonti di energia alternative. Il potenziamento del risparmio energetico dopo gli shock delle quotazioni petrolifere degli anni settanta può aver acuito la volatilità di tali quotazioni poiché la domanda è divenuta meno sensibile alle variazioni di prezzo².

Figura B

Volatilità delle quotazioni petrolifere e incertezza a livello mondiale

(in punti indice)



Fonte: Datastream.

Note: dati giornalieri, l'ultima osservazione si riferisce al 5 ottobre 2015. L'indice di volatilità VIX è basato sulla volatilità implicita delle opzioni sull'indice S&P 500.

Il clima di incertezza a livello mondiale è un altro fattore che potrebbe causare una minore elasticità di domanda e offerta di petrolio ai prezzi. Una

incertezza più elevata può incidere sull'elasticità ai prezzi sia della domanda sia dell'offerta di greggio³. In un contesto di maggiore incertezza, la produzione e il consumo di petrolio hanno una reazione meno marcata alle variazioni dei corsi petroliferi per via del cosiddetto "valore di opzione dell'attesa"⁴. Questa ridotta reattività modera l'aggiustamento delle quantità in seguito a shock e amplifica l'impatto sulle quotazioni petrolifere, intensificando in tal modo la loro volatilità. Episodi precedenti di elevata incertezza a livello mondiale, misurata dall'indice di volatilità VIX, hanno infatti coinciso con una maggiore volatilità dei prezzi del greggio. Ciò è avvenuto, ad esempio, durante la crisi del debito sovrano in Europa nel 2011 (cfr. figura B).

Infine, si ritiene spesso che l'utilizzo più diffuso del petrolio come attività finanziaria produca un aumento della volatilità dei corsi petroliferi,

sebbene le evidenze empiriche su questa ipotesi rimangano contrastanti.

Dall'inizio degli anni duemila, il greggio ha assunto in maniera crescente il ruolo di attività finanziaria, secondo un processo noto come "finanziarizzazione" dei mercati dei contratti future sul petrolio. L'incremento dell'uso del petrolio a fini di

² Baumeister, C. e Peersman, G., "The role of time-varying price elasticities in accounting for volatility changes in the crude oil market", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 28, n. 7, 2013, pagg. 1087-1109.

³ Baumeister, C. e Peersman, G., "The role of time-varying price elasticities in accounting for volatility changes in the crude oil market", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 28, n. 7, 2013, pagg. 1087-1109.

⁴ Bernanke, B.S., "Irreversibility, uncertainty, and cyclical investment", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 98, n. 1, 1983, pagg. 85-106.

investimento, copertura e speculazione finanziari potrebbe aver acuito la sensibilità delle quotazioni petrolifere al clima di fiducia degli investitori. Tuttavia, le analisi empiriche sulla rilevanza di questo fattore non trovano chiari riscontri⁵.

Prendendo in esame il periodo più recente, l'effetto congiunto di un ampio shock dal lato dell'offerta di greggio e della maggiore incertezza a livello mondiale è la probabile causa dell'aumento della volatilità dei corsi petroliferi a partire dalla fine del 2014. In primo luogo, il calo dei prezzi del petrolio nella seconda metà del 2014 è stato accompagnato da elevati incrementi dell'offerta e il rafforzamento della produzione globale su base annua è stato sostanzialmente superiore alle medie storiche. Unito alla debole domanda e alla decisione dell'OPEC di non ridurre la sua produzione, ciò ha condotto alla fine del 2014 a una forte contrazione dei corsi petroliferi e all'intensificarsi della loro volatilità. Più di recente, il nuovo aumento della volatilità delle quotazioni petrolifere ha coinciso con un netto rialzo dell'incertezza mondiale alla fine di agosto 2015 (cfr. figura B), connesso soprattutto ai timori per il vigore della crescita cinese. Per contro, le variazioni nelle scorte di petrolio e nella capacità produttiva inutilizzata probabilmente non hanno sospinto la volatilità dei corsi del greggio dato che le scorte detenute sono ai massimi storici e la capacità inutilizzata complessiva dell'OPEC non è di molto inferiore alle medie registrate in passato.

Considerata la probabilità che l'incertezza mondiale permanga elevata nel breve termine, i prezzi petroliferi continueranno a essere sensibili a qualsiasi nuova informazione sull'andamento della domanda e dell'offerta di petrolio.

⁵ Cfr., tra gli altri, Singleton, K.J., "Investor flows and the 2008 boom/bust in oil prices", *Management Science*, vol. 60, n. 2, 2013, pagg. 300-318, rispetto a Fattouh, B., Kilian, L. e Mahadeva, L., "The role of speculation in oil markets: what have we learned so far?", *Energy Journal*, vol. 34, n. 3, 2013, pagg. 7-33.

Riquadro 3

Una valutazione della recente crescita dei consumi nell'area dell'euro

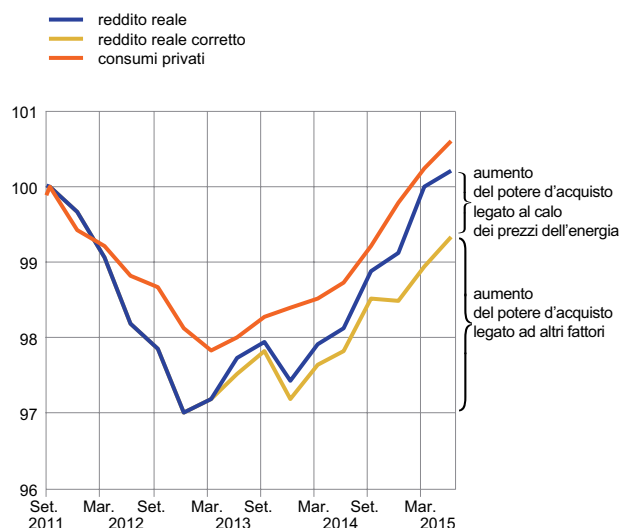
I consumi privati hanno continuato a crescere dal primo trimestre del 2013, diventando la principale determinante della ripresa economica in atto nell'area dell'euro. Questo riquadro esamina i principali fattori alla base dell'andamento della crescita dei consumi nell'area dell'euro dal primo trimestre 2013, che ha rappresentato il più recente punto di minimo del ciclo economico¹.

Il calo dei prezzi del petrolio ha favorito la crescita dei consumi privati, in particolare dalla seconda metà del 2014. Il potere d'acquisto delle famiglie è aumentato di circa 0,9 punti percentuali per effetto del calo dei prezzi dell'energia tra l'inizio della ripresa e il secondo trimestre del 2015 (cfr. figura A)². Tuttavia, ciò ha rappresentato all'incirca solo un terzo del miglioramento complessivo del potere

Figura A

Andamenti del reddito reale disponibile legati all'energia o ad altri fattori

(indice; 3° trim. 2011 = 100)

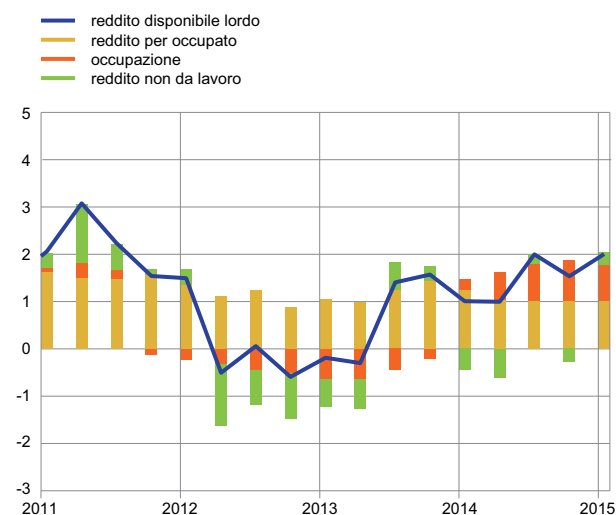


Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: il reddito reale corretto è calcolato ipotizzando prezzi reali dell'energia costanti dal primo trimestre 2013 in poi al fine di approssimare il reddito reale disponibile "controfattuale" che si sarebbe potuto avere qualora i prezzi del petrolio non fossero diminuiti come osservato.

Figura B

Crescita del reddito nominale disponibile lordo e relativi contributi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: il reddito non da lavoro è costituito dal margine operativo, dal reddito da capitale, dalle prestazioni sociali nette e dai contributi sociali e dalle imposte dirette (con segno invertito).

¹ Come evidenziato dal Centre for Economic Policy Research.

² Le variazioni del potere d'acquisto delle famiglie dovute alle fluttuazioni dei prezzi dell'energia sono pari al prodotto tra la quota di spesa nominale per energia e il tasso percentuale di variazione dei prezzi energetici reali.

d'acquisto delle famiglie osservato in tale periodo. L'ulteriore miglioramento è principalmente attribuibile a marcati incrementi del reddito da lavoro³.

I consumi privati sono stati favoriti da una crescita sostenuta del reddito disponibile reale dall'inizio del 2013, in seguito a miglioramenti graduali ma costanti del mercato del lavoro. La crescita dei compensi per dipendente ha accelerato, benché temporaneamente, nella seconda metà del 2013. Il contributo negativo della crescita dell'occupazione al reddito disponibile lordo si è stabilizzato agli inizi del 2013 ed è costantemente migliorato successivamente, divenendo positivo nel primo trimestre del 2014 per la prima volta dal 2011 (cfr. figura B).

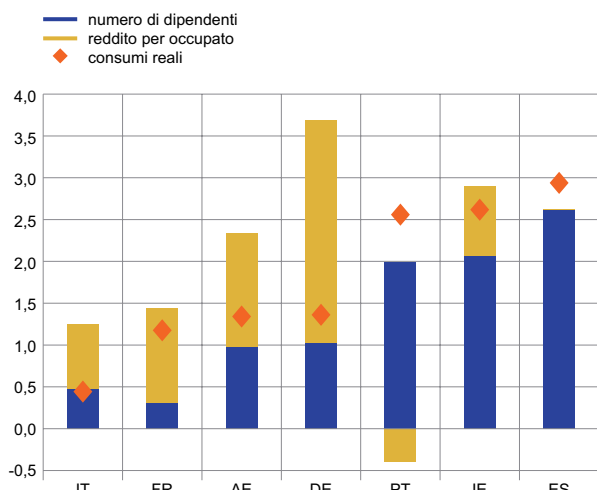
In linea con ciò, il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro ha smesso di aumentare nel 2013 e ha iniziato a diminuire nel 2014. Ciò nonostante, il livello attuale dell'occupazione rimane inferiore di circa il 2 per cento ai massimi pre-crisi del 2008, mentre la disoccupazione è ancora elevata, con un tasso dell'11 per cento lo scorso agosto.

La recente crescita dei consumi è stata più elevata nei paesi in cui i mercati del lavoro sono migliorati in misura maggiore. In Spagna, in Irlanda e in Portogallo, la ripresa del mercato del lavoro, in termini sia di occupazione sia di salari, è stata relativamente sostenuta, dando luogo ad aumenti più significativi del reddito disponibile e a una crescita dei consumi reali (cfr. grafico C). Dopo anni di riduzione dell'indebitamento delle famiglie in questi paesi, il maggiore reddito disponibile sta anch'esso favorendo il rafforzamento dei bilanci delle famiglie (cfr. figura D). Mentre

Figura C

Reddito da lavoro e consumi privati in alcuni paesi dell'area dell'euro

(variazioni percentuali)



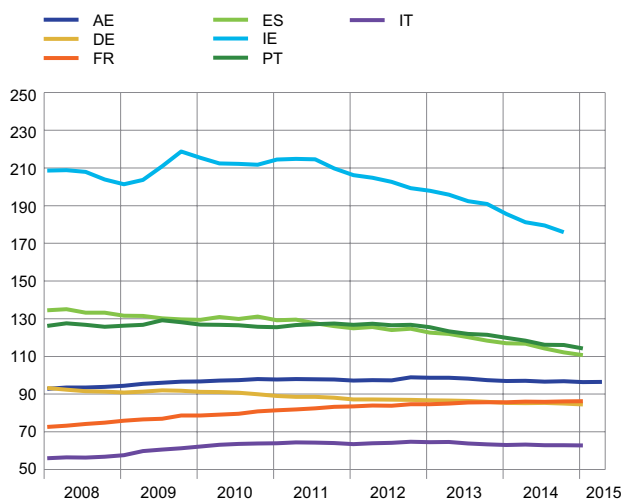
Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: i dati si riferiscono alle variazioni percentuali medie sul periodo corrispondente tra il secondo trimestre del 2014 e il secondo del 2015.

Figura D

Leva finanziaria delle famiglie in alcuni paesi dell'area dell'euro

(in percentuale del reddito disponibile)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: l'indice di leva finanziaria è calcolato come rapporto tra il debito delle famiglie e la somma mobile su quattro trimestri del reddito disponibile.

³ Sebbene il prezzo del greggio in euro sia diminuito di oltre il 40 per cento dalla seconda metà del 2014, il calo dei prezzi al consumo dei beni energetici è stato nettamente inferiore. Ad esempio, il prezzo dei combustibili liquidi e dei carburanti e lubrificanti per il trasporto privato è sceso di solo il 12 per cento nello stesso periodo nell'area dell'euro.

i consumi sono in crescita, l'indice di leva finanziaria continua a diminuire (eccetto per la Francia). Ciò suggerisce che potrebbe essere in atto un circolo virtuoso tra una ripresa del mercato del lavoro, l'aumento del reddito disponibile e una crescita dei consumi più sostenuta, mentre il grado di indebitamento delle famiglie continua a ridursi.

Un confronto delle proiezioni sui consumi tra diversi aggiornamenti delle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE/Eurosistema per l'area dell'euro indica che il recente andamento dei consumi è stato sostanzialmente in linea con le aspettative, una volta tenuto conto dei cali dei prezzi del

petrolio. Nel giugno 2014, prima che si osservassero i cali marcati dei prezzi del petrolio, le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema avevano anticipato una crescita moderata dei consumi dello 0,7 per cento nel 2014, seguita da una ripresa più sostenuta dell'1,5 per cento nel 2015. Da allora la crescita dei consumi ha accelerato nella seconda metà del 2014 e ha continuato a rafforzarsi costantemente nella prima metà del 2015. Quest'andamento era già stato delineato nelle proiezioni macroeconomiche BCE del marzo 2015, le prime in cui gli esperti dell'istituto hanno tenuto conto di un calo dei prezzi del petrolio dimostratosi più persistente delle attese. Questa previsione di una crescita dei consumi sostenuta è rimasta invariata nelle previsioni macroeconomiche BCE del settembre 2015, con un tasso di crescita dell'1,7 per cento per il 2015 a fronte dell'1,0 per cento registrato nel 2014. Questa proiezione è stata altresì sostanzialmente confermata dai dati più recenti pubblicati sulla crescita dei consumi nel secondo trimestre del 2015.

Riquadro 4

Nuovi dati sui prestiti al settore privato corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni

Il monitoraggio del finanziamento dell'economia da parte delle banche è un elemento essenziale dell'analisi monetaria della BCE. Il credito bancario è la principale fonte di espansione monetaria nell'area dell'euro e rappresenta un canale fondamentale tramite cui le condizioni di politica monetaria vengono trasmesse all'economia reale.

Le serie statistiche sui prestiti corrette per le cessioni e le cartolarizzazioni mirano a fornire indicatori del credito bancario che non siano influenzati dai trasferimenti di prestiti da e nei bilanci delle banche. I bilanci bancari sono la fonte primaria dei dati sul credito bancario pubblicati dalla BCE ¹. Ciò implica che quando una banca cede parte del suo portafoglio di prestiti a un soggetto non bancario ed elimina tali prestiti dal proprio bilancio (ad esempio nell'ambito di attività di cartolarizzazione), viene contabilizzata una riduzione del credito bancario, mentre l'ammontare effettivo del finanziamento ricevuto dall'economia reale rimane invariato. Al fine di fornire una misura dei prestiti bancari che non sia influenzata da questo tipo di operazioni, la BCE pubblica dal dicembre 2008 serie statistiche sui prestiti corrette per le cessioni e le cartolarizzazioni.

Nel settembre 2015 la BCE ha pubblicato nuovi dati sui prestiti corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni basati su un metodo perfezionato che offre un quadro più completo di tutto il credito all'economia reale erogato dalle banche nonché una migliore confrontabilità tra i paesi. Il metodo precedente correggeva le operazioni di prestito per l'impatto a tantum del trasferimento netto da (o nei) bilanci nel periodo in questione. Il nuovo metodo continua a fare ciò, ma tiene anche conto dei rimborsi in atto di quei prestiti che non vengono più contabilizzati nei bilanci delle banche (cosiddetti prestiti cancellati), nella misura in cui i dati siano disponibili ². Considera altresì gli ammontari in circolazione di prestiti cancellati nel calcolo dei tassi di crescita corretti. Pertanto, dal momento in cui sono disponibili dati sui rimborsi di prestiti cancellati, il nuovo metodo offre una panoramica completa dall'andamento dei prestiti concessi dalle banche dell'area dell'euro,

¹ Per i dettagli dei calcoli delle transazioni e dei tassi di crescita per le serie di prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM), si vedano le Note tecniche del Bollettino statistico della BCE (Sezioni da 2.1 a 2.6), all'indirizzo <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022>

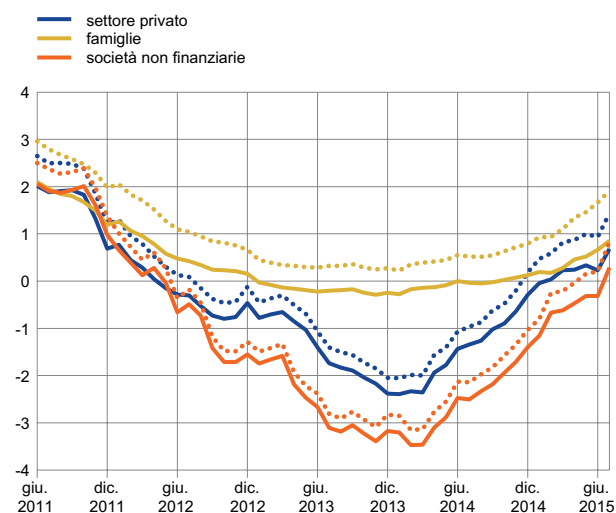
² Ai sensi del Regolamento BCE/2013/33 del 24 settembre 2013 relativo al bilancio del settore delle IFM, dal dicembre 2014 le IFM comunicano dati sui prestiti cancellati che sono stati cartolarizzati e il cui servizio del debito continua ad essere onorato dalle IFM. Inoltre, alcune banche centrali nazionali forniscono anche dati, ove disponibili, sui prestiti cartolarizzati il cui servizio del debito non è onorato dalle IFM e sui prestiti trasferiti con operazioni diverse dalla cartolarizzazione. Sono stati altresì compilati dati storici su base comparabile al fine di dare maggiore coerenza alle serie statistiche sui prestiti corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni nel tempo (ossia tassi di crescita annuali corretti per i prestiti al settore privato a partire dal settembre 1998 e per i prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie a partire dal gennaio 2010).

indipendentemente dal fatto che tali finanziamenti siano contabilizzati o meno nei bilanci bancari al momento della segnalazione statistica. Così facendo, il metodo migliora anche la confrontabilità dei dati sul credito bancario tra paesi, a prescindere dalle prassi contabili applicabili ai trasferimenti di prestiti.

Figura A

Prestiti delle IFM al settore privato dell'area dell'euro corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni

(tassi di crescita annuali; destagionalizzati)



Fonte: BCE.

Note: le linee continue rappresentano il nuovo metodo e le linee tratteggiate rappresentano il metodo precedente. L'ultima osservazione si riferisce a luglio 2015.

Il nuovo metodo di correzione si traduce

generalmente in tassi di crescita più bassi rispetto al metodo precedente, ma i trend rimangono sostanzialmente invariati (cfr. figura A).

La differenza è spiegata dagli effetti di flusso e di stock. In primo luogo, l'inclusione dei rimborsi di prestiti cancellati dà luogo a flussi di prestiti corretti leggermente inferiori rispetto al metodo precedente. In secondo luogo, l'inclusione delle consistenze di prestiti cancellati amplia la base su cui vengono calcolati i tassi di crescita, riducendo pertanto tali tassi in valore assoluto. In altre parole, l'effetto di stock contribuisce a far diminuire i tassi di crescita positivi e a rendere i tassi di crescita negativi meno negativi nel nuovo metodo rispetto al precedente³.

I tassi di crescita inferiori osservati con il nuovo metodo di correzione sono principalmente dovuti ai rimborsi di prestiti cancellati (effetto di flusso).

Lo stock di prestiti cancellati è modesto rispetto alle consistenze totali di prestiti (i prestiti cancellati al settore privato dell'area dell'euro ammontavano a

400 miliardi di euro nel luglio 2015, rispetto a prestiti totali nei bilanci delle IFM per 10.800 miliardi). Pertanto, l'inclusione delle consistenze di prestiti stralciati ha in genere un impatto modesto (al rialzo o al ribasso) sui tassi di crescita. I rimborsi di prestiti cancellati hanno invece un'incidenza significativa al ribasso. Le figure B e C mostrano l'impatto del nuovo metodo di correzione sui tassi di crescita annuali per i prestiti alle famiglie (figura B) e per i prestiti alle società non finanziarie (SNF) (figura C) dovuto agli effetti di flusso e di stock, nonché i quattro maggiori contributi a livello di singoli paesi.

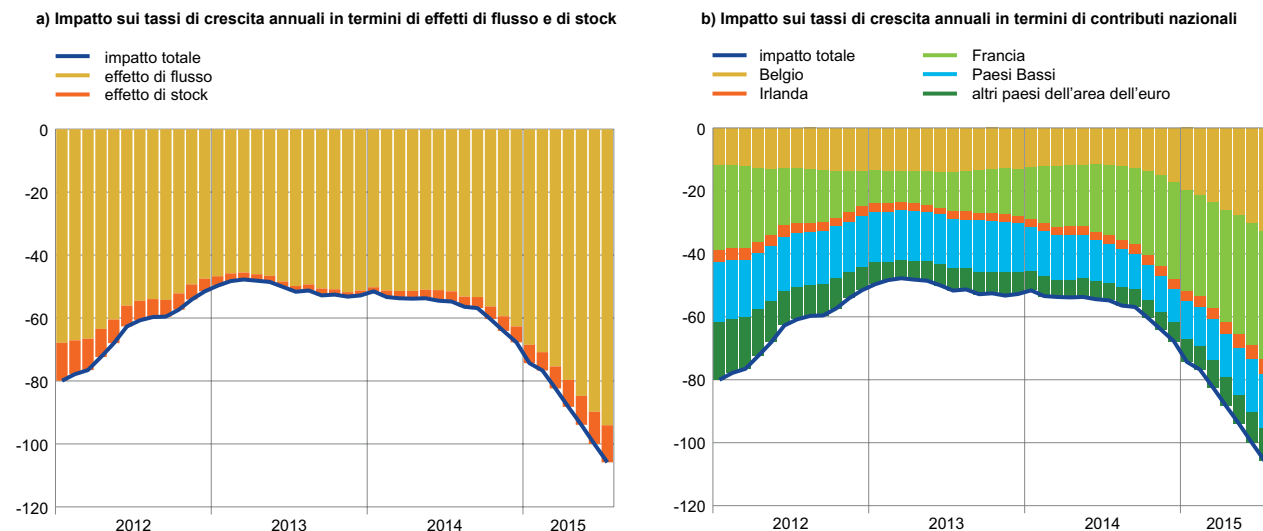
Con riferimento ai prestiti alle famiglie, la differenza nei tassi di crescita è riconducibile a paesi con una quota relativamente elevata di prestiti cancellati, che si traduce in maggiori rimborsi di prestiti inclusi nel nuovo metodo. Ciò comprende il Belgio e la Francia, che hanno rispettivamente quote del 15 e del 25 per cento dei prestiti alle famiglie cancellati nell'area dell'euro e forniscono quindi i principali contributi nazionali all'impatto complessivo del nuovo metodo (cfr. figura B). Irlanda e Paesi Bassi, insieme con altri paesi, hanno contribuito in misura minore.

³ Ulteriori dettagli sulle differenze tra i nuovi e i precedenti metodi di correzione sono forniti in una nota esplicativa del sito Internet della BCE, all'indirizzo http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150921_explanatory_note_adjusted_loans.pdf

Figura B

Prestiti delle IFM alle famiglie dell'area dell'euro: impatto del nuovo metodo di correzione sui tassi di crescita annuali

(differenza nei tassi di crescita annuali tra il nuovo e il precedente metodo di correzione; punti base; dati non destagionalizzati)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

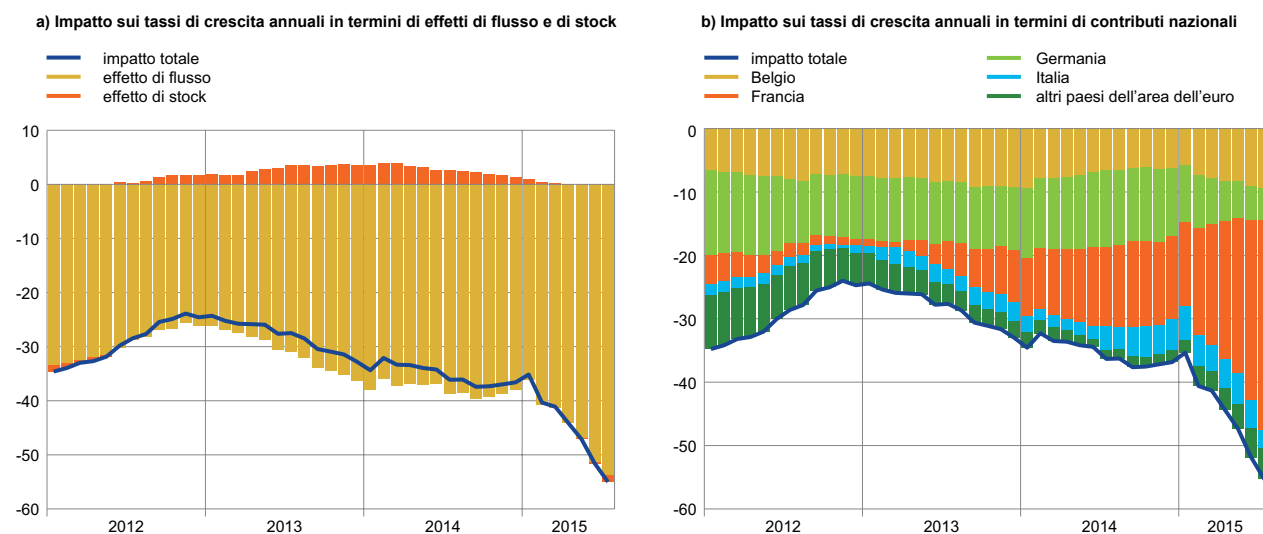
Nota: l'ultima osservazione si riferisce a luglio 2015.

Con riferimento ai prestiti alle SNF, l'elevato tasso di rimborsi di prestiti cancellati spiega la differenza tra i tassi di crescita calcolati con il nuovo metodo e quelli basati sul metodo precedente. I prestiti alle SNF tendono ad avere scadenze più brevi, il che si traduce in rimborsi elevati rispetto agli importi in essere. Di fatto, il contributo principale è ascrivibile alla Francia (cfr. figura C), dove i rimborsi sono aumentati di recente per via di un incremento delle cartolarizzazioni

Figura C

Prestiti delle IFM alle imprese non finanziarie dell'area dell'euro: impatto del nuovo metodo di correzione sui tassi di crescita annuali

(differenza nei tassi di crescita annuali tra il nuovo e il precedente metodo di correzione; punti base; dati non destagionalizzati)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

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

di prestiti a breve termine. Il Belgio e la Germania hanno parimenti regolarmente contribuito al calo dei tassi di crescita annuali dei prestiti alle SNF, mentre altri paesi hanno avuto un'incidenza limitata.

Nel complesso, il nuovo metodo di correzione migliora l'analisi dei tassi di crescita dei prestiti a livello di area dell'euro e a livello nazionale. Il

recente ampliamento della differenza tra i tassi di crescita annuali calcolati con il nuovo metodo e quelli basati sul precedente evidenzia altresì la pertinenza del metodo di correzione per interpretare i trend di queste serie. La BCE e le banche centrali nazionali continuano a lavorare sui dati storici con l'obiettivo di integrare ulteriormente l'analisi dei prestiti alle famiglie e alle SNF dell'area dell'euro su base corretta per le cessioni e le cartolarizzazioni.

Riquadro 5

La creazione del Comitato europeo per le finanze pubbliche

Il 21 ottobre 2015 la Commissione europea ha adottato la Comunicazione sulle tappe verso il completamento dell'Unione economica e monetaria¹, facendo seguito alle proposte di riforma delineate per il breve termine nella Relazione dei cinque presidenti². La comunicazione presenta un ampio ventaglio di misure, tese a migliorare il funzionamento dell'Unione economica e monetaria (UEM), che meriterebbero una specifica analisi. Il presente riquadro si limita tuttavia a un particolare elemento, la Decisione della Commissione³ che istituisce un Comitato consultivo europeo indipendente per le finanze pubbliche. Conformemente alla tabella di marcia indicata nella relazione, il Comitato europeo per le finanze pubbliche è stato istituito il 1° novembre 2015 e dovrebbe diventare operativo entro la metà del 2016.

LE TAPPE VERSO IL MIGLIORAMENTO DELLA GOVERNANCE DI BILANCIO

Una valutazione indipendente dell'applicazione, da parte di Commissione e Consiglio, delle regole del Patto di stabilità e crescita (PSC) dovrebbe contribuire a rendere più trasparente e coerente la sorveglianza di bilancio a livello europeo. Le recenti riforme del quadro di riferimento dell'UE per i conti pubblici (note come “six-pack” e “two-pack”) miravano ad assicurare un'attuazione più efficace delle regole del PSC. Il quadro rafforzato è divenuto sempre più complesso, rendendo difficile per i cittadini e per i loro rappresentanti eletti chieder conto alla Commissione e al Consiglio dell'operato svolto in assenza di informazioni aggiuntive, che devono provenire da un organismo competente e indipendente. Con questa consapevolezza, il Consiglio direttivo della BCE invocava già nel 2010 la creazione di un'agenzia per i conti pubblici indipendente a livello dell'area dell'euro. La specificità dell'area richiede inoltre una valutazione indipendente dell'orientamento complessivo delle politiche di bilancio, che andrebbe svolta tenendo conto delle regole del PSC e dovrebbe considerare attentamente gli aspetti di sostenibilità propri a ciascun paese. Per essere efficace un organismo di questo genere deve aver facoltà di formulare e pubblicare le proprie valutazioni in tempo reale. Queste contribuirebbero così a un dibattito informato sulle decisioni del Consiglio e della Commissione sia nell'opinione pubblica sia in seno al Parlamento europeo.

La maggior parte dei paesi dell'UE ha istituito consigli indipendenti per le finanze pubbliche al fine di rafforzare i quadri di bilancio nazionali. Le recenti riforme del quadro di governance di bilancio dell'UE hanno ampliato il ruolo e i compiti degli organismi pubblici indipendenti negli Stati membri, con l'obiettivo di rafforzare la disciplina di bilancio e potenziare l'assimilazione a livello nazionale delle regole dell'UE

¹ <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/IT/1-2015-600-IT-F1-1.PDF>.

² La relazione, intitolata Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa, è disponibile all'indirizzo http://ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/5-presidents-report_it.pdf.

³ http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2015.282.01.0037.01.ITA.

sui conti pubblici⁴. Sebbene il loro mandato vari considerevolmente da un paese all'altro dell'UE, i consigli nazionali per le finanze pubbliche si occupano in genere di tenere sotto osservazione la conformità alle regole di bilancio nazionali, ivi compreso il funzionamento del meccanismo di correzione automatica previsto dal Patto di bilancio nel quadro del Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione economica e monetaria. Inoltre, il "two-pack" stabilisce criteri specifici per l'assetto istituzionale degli organismi di bilancio indipendenti attivi a livello nazionale. Vi rientra non solo la capacità di comunicare tempestivamente con il pubblico, ma anche, a titolo di esempio, un'ampia indipendenza organizzativa che si fondi su un regime statutario sancito da leggi, regolamenti e provvedimenti amministrativi vincolanti⁵.

La Relazione dei cinque presidenti, diffusa il 22 giugno 2015, raccomanda l'istituzione di un Comitato consultivo europeo per le finanze pubbliche allo scopo di integrare i consigli nazionali per le finanze pubbliche e rendere più trasparente l'applicazione del PSC. Principale compito per tale organo dovrebbe essere valutare "a livello europeo, pubblicamente e in indipendenza, la performance dei bilanci, con la relativa esecuzione, a fronte degli obiettivi economici e delle raccomandazioni stabiliti nel quadro di governance di bilancio dell'UE". La relazione specifica che, "ove lo ritenga necessario, il Comitato dovrebbe poter formulare pareri, specie per quanto concerne la valutazione dei programmi di stabilità, la presentazione dei progetti di documenti programmatici di bilancio annuali e l'esecuzione dei bilanci nazionali". La Commissione, in linea con le prerogative a essa conferite dai trattati dell'UE, dovrebbe avere facoltà di discostarsi dai pareri del Comitato circa l'attuazione delle regole di bilancio, ma con l'obbligo di esporre le proprie motivazioni (principio di "conformità o spiegazione"). Ciò significa che il Comitato europeo per le finanze pubbliche dovrà condurre e diffondere le proprie analisi in tempo reale. Dovrebbe altresì valutare ex post le modalità di attuazione del quadro di governance, oltre a esprimere un giudizio economico sull'orientamento di bilancio, a livello nazionale e per l'intera area dell'euro, adeguato secondo il PSC. I contributi del Comitato dovrebbero confluire nelle decisioni che la Commissione europea adotta nell'ambito del Semestre europeo, introdotto dal "six-pack" al fine di migliorare il coordinamento delle politiche economiche e di bilancio degli Stati membri. Infine, al nuovo organismo consultivo spetterebbe anche coordinare e integrare i consigli nazionali per le finanze pubbliche istituiti ai sensi della direttiva dell'UE sui quadri di bilancio⁶, conformandosi ai medesimi standard di indipendenza istituzionale previsti per tali consigli.

COMPOSIZIONE, RUOLO E MANDATO DEL COMITATO EUROPEO PER LE FINANZE PUBBLICHE

Il Comitato europeo per le finanze pubbliche sarà composto da cinque membri (compreso il presidente), scelti fra esperti di fama che dispongono di competenze ed esperienze credibili in ambito macroeconomico nonché nella

⁴ Cfr. il riquadro *Gli uffici di bilancio nei paesi dell'UE* nel numero di giugno 2014 del Bollettino mensile della BCE.

⁵ Cfr. l'articolo 2 del Regolamento (UE) n. 473/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013 sulle disposizioni comuni per il monitoraggio e la valutazione dei documenti programmatici di bilancio e per la correzione dei disavanzi eccessivi negli Stati membri della zona euro.

⁶ Cfr. la Direttiva 2011/85/UE del Consiglio relativa ai requisiti per i quadri di bilancio degli Stati membri.

conduzione pratica di politiche di bilancio. La Commissione europea nominerà il presidente e uno dei membri su proposta del presidente della Commissione stessa, previa consultazione con il vicepresidente responsabile per l'euro e il dialogo sociale e con il commissario deputato agli affari economici e finanziari, la fiscalità e le dogane; designerà invece gli altri tre membri, su proposta del proprio Presidente, dopo aver consultato i consigli nazionali per le finanze pubbliche, la BCE e il gruppo di lavoro "Eurogruppo". Il Comitato sarà assistito da un segretariato, formato da un capo del segretariato e da personale di sostegno dedicato. La struttura farà riferimento, a fini amministrativi, al Segretariato generale della Commissione europea, ma risponderà esclusivamente al Comitato. La funzione di capo del segretariato è attribuita al capo analista economico, figura consultiva creata in seno alla Commissione europea alla fine del 2011 per far fronte alle richieste di un'azione di monitoraggio più indipendente, nell'interesse di un'applicazione uniforme delle regole.

Il Comitato europeo per le finanze pubbliche dovrà contribuire, nella sua veste consultiva, alla sorveglianza multilaterale di bilancio nell'area dell'euro. In primo luogo, il Comitato offrirà alla Commissione europea una valutazione dell'attuazione del quadro dell'UE per i conti pubblici, in particolare per quanto riguarda la coerenza orizzontale delle decisioni e la conduzione della sorveglianza di bilancio laddove sussista il rischio di grave inosservanza delle regole. Può altresì formulare proposte per la futura evoluzione del quadro di bilancio dell'Unione. In secondo luogo, il Comitato presterà consulenza alla Commissione europea circa l'adeguatezza del futuro orientamento di bilancio per l'area dell'euro e per i singoli paesi sulla base di un giudizio economico. In terzo luogo, collaborerà con i consigli nazionali per le finanze pubbliche mirando soprattutto a realizzare uno scambio di migliori prassi e a favorire intese comuni.

Alle decisioni del Comitato europeo per le finanze pubbliche va data una vasta risonanza presso i cittadini. Questo aspetto, essenziale per un'attuazione più coerente e trasparente delle regole del PSC, è contemplato nella Relazione dei cinque presidenti. La Decisione della Commissione non dispone che le valutazioni del Comitato siano diffuse in tempo reale, né menziona la prerogativa di formulare pareri pubblici. Lo stesso vale per il principio di "conformità o spiegazione" enunciato dalla Relazione dei cinque presidenti. La Decisione indica che il Comitato fornirà pareri e valutazioni solo in via diretta alla Commissione, senza specificare in che modo tali contributi saranno integrati nel processo decisionale interno. Sebbene non sia specificato se emetterà o meno comunicati pubblici in tempo reale, si fa riferimento alla pubblicazione da parte del Comitato di una relazione annuale.

Sarà importante che l'assetto del Comitato europeo per le finanze pubbliche segua i principi stabiliti per la creazione di organismi indipendenti nazionali (quali i consigli per le finanze pubbliche). La Relazione dei cinque presidenti afferma che il Comitato dovrebbe osservare gli stessi standard di indipendenza applicabili ai consigli nazionali per le finanze pubbliche. La Decisione della Commissione riconosce l'indipendenza dei cinque membri del Comitato, sebbene tutti siano nominati e retribuiti dalla Commissione stessa. Inoltre, l'istituzione del Comitato in forza di una decisione della Commissione entro l'assetto organizzativo di quest'ultima non è in linea con gli standard definiti per gli omologhi organismi nazionali.

Nel complesso, l'istituzione del Comitato europeo per le finanze pubbliche è un passo nella giusta direzione. Il suo mandato e la sua indipendenza istituzionale potrebbero essere ulteriormente chiariti e rafforzati, per assicurare che esso svolga un ruolo significativo nel migliorare la trasparenza e la conformità alle regole di bilancio. Innanzitutto, poiché l'efficacia del Comitato dipende essenzialmente dalla sua risonanza presso i cittadini, sarà importante che esso possa pubblicare altri documenti in aggiunta a una relazione annuale. In particolare il Comitato dovrebbe essere in grado di formulare valutazioni sulle decisioni della Commissione connesse al PSC e divulgarle in tempo reale. In secondo luogo, occorre chiarire in che modo i contributi del Comitato saranno integrati nel quadro della sorveglianza di bilancio a livello europeo, ad esempio conferendo al Presidente del Comitato il diritto di presentare proposte al Parlamento europeo nonché durante le pertinenti riunioni del Consiglio o dell'Eurogruppo. A questo proposito, qualora si discosti dal parere del Comitato su una particolare questione, la Commissione potrebbe impegnarsi a fornire le ragioni alla base della sua decisione. In terzo luogo, è fondamentale precisare il mandato del Comitato, specie per quanto riguarda l'interazione fra la valutazione dell'applicazione del PSC e quella sul futuro orientamento delle politiche di bilancio. Mentre la prima poggia su basi metodologiche ben consolidate, lo stesso non può dirsi della valutazione sull'adeguatezza dell'orientamento di bilancio, in particolare al livello dell'area dell'euro. Pertanto, sarà fondamentale far sì che, nel condurre tale valutazione, si considerino quali elementi essenziali la conformità al PSC in tutti i paesi nonché i rischi per la sostenibilità del debito. Infine, l'assetto istituzionale del Comitato europeo per le finanze pubbliche potrebbe essere riesaminato nel tempo, con l'obiettivo, in particolare, di incorporarlo dalle strutture istituzionali della Commissione europea per farne un organismo indipendente dotato di una propria personalità giuridica.

Articoli

La trasmissione delle recenti misure non convenzionali di politica monetaria della BCE

Questo articolo valuta la trasmissione, attraverso l'intermediazione bancaria, l'attività creditizia delle banche e la moneta, delle misure non convenzionali annunciate dalla BCE a partire da giugno 2014, vale a dire il pacchetto di allentamento creditizio, in particolare le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT), e il programma ampliato di acquisto di attività (PAA), soprattutto riguardo al programma di acquisto di attività del settore pubblico (public sector purchase programme, PSPP). I risultati presentati suggeriscono che le misure hanno ridotto considerevolmente i rendimenti in un'ampia gamma di segmenti dei mercati finanziari, in genere con effetti sempre più marcati all'aumentare della scadenza e della rischiosità. Entrambi i programmi hanno contribuito a ridurre i costi di finanziamento per le banche, incentivando queste ultime a trasmettere i benefici ai prenditori finali con la concessione di più credito a condizioni migliori. Nel complesso, l'allentamento delle condizioni creditizie nell'area dell'euro ha concorso al rafforzamento della trasmissione dell'accomodamento della politica monetaria affinché, attraverso la catena di intermediazione, raggiungesse famiglie e imprese.

1

Introduzione

Dall'inizio della crisi finanziaria la BCE e tutte le altre principali banche centrali hanno integrato i rispettivi assetti operativi con una serie di misure non convenzionali di politica monetaria. In tempi "normali" la BCE persegue il mandato della stabilità dei prezzi fissando il prezzo delle riserve presso la banca centrale, orientando in questa maniera i tassi di interesse a breve termine del mercato monetario verso la politica monetaria desiderata. Il segnale di politica monetaria si trasmette quindi tramite il sistema finanziario, influenzando su un ampio insieme di condizioni di finanziamento e, in ultima istanza, sugli andamenti macroeconomici. Durante la crisi finanziaria l'assetto operativo convenzionale si è dimostrato insufficiente per due ordini di motivi. In primo luogo, le tensioni presenti in alcuni segmenti dei mercati finanziari ostacolavano il meccanismo attraverso il quale l'orientamento di politica monetaria si trasmette dal prezzo delle riserve di banca centrale (controllato dalla banca centrale) a condizioni finanziarie più generali, che incidono sulle decisioni di investimento e consumo di imprese e famiglie. In secondo luogo, la crisi finanziaria mondiale ha avuto una durata e una gravità tali da esaurire lo spazio di manovra per fornire stimolo monetario all'economia mediante la riduzione dei tassi di interesse nominali a breve termine del mercato monetario, poiché questi hanno raggiunto il loro limite inferiore effettivo.

Le misure non convenzionali introdotte dalla BCE prima del giugno 2014 miravano a correggere le disfunzioni riscontrabili in diversi stadi del meccanismo di trasmissione.

Gli interventi comprendevano l'erogazione di liquidità al sistema bancario in base alla domanda e secondo modalità flessibili, con scadenze prolungate e disponibilità in valute diverse dall'euro, ma anche la conduzione di acquisti definitivi di attività nei segmenti di mercato soggetti a disfunzioni¹. Elemento comune a tutti gli interventi era il fatto che non miravano ad alterare l'orientamento di politica monetaria della BCE, bensì ad assicurarne l'opportuna trasmissione all'economia intervenendo sugli squilibri nel meccanismo di trasmissione².

Dal giugno 2014 è stata introdotta gradualmente una serie di nuove misure, che hanno formato un pacchetto di politiche di allentamento creditizio.

Obiettivo degli interventi era migliorare la trasmissione della politica monetaria, ma anche rafforzare l'orientamento accomodante di quest'ultima alla luce delle prospettive di inflazione persistentemente deboli, della perdita di slancio della crescita e della modesta dinamica della moneta e del credito riscontrate in quel momento. Poiché le modalità inizialmente scelte per l'attuazione delle misure non convenzionali (fornire sostegno al fabbisogno di liquidità delle banche) erano divenute meno adeguate con l'avvio di una nuova fase di riduzione attiva della leva finanziaria da parte degli intermediari, occorre nuovi incentivi per rimettere in moto l'attività di prestito. Nel giugno dello scorso anno la BCE ha annunciato l'introduzione delle OMRLT. Queste permettono alle banche di prendere in prestito fondi dall'Eurosistema a tassi di interesse fissi per un periodo massimo di quattro anni, attraverso una serie di otto operazioni condotte con cadenza trimestrale a decorrere da settembre 2014. Si noti che, nel caso delle prime due OMRLT, gli importi ottenibili sono legati allo stock di prestiti idonei – prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro, esclusi i mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni – detenuti dalle banche al 30 aprile 2014; per le restanti sei operazioni, invece, l'ammontare dipende dall'andamento dell'erogazione di prestiti idonei da maggio 2014³. Inoltre nel giugno dello stesso anno, nel contesto di una più ampia riduzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE, il Consiglio direttivo ha deciso di introdurre per la prima volta un tasso di interesse negativo sui depositi presso la banca centrale e sulle riserve in eccesso rispetto alla riserva obbligatoria. A settembre il tasso è stato abbassato ulteriormente, raggiungendo l'attuale livello del -0,20 per cento. Nello stesso mese la BCE ha annunciato anche il varo di due programmi di acquisto di attività: il programma di acquisto di titoli garantiti da attività (asset-backed securities purchase programme, ABSPP) e il terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite (covered bond purchase programme, CBPP3).

¹ Per una rassegna di queste misure, cfr. l'articolo *La risposta della BCE alla crisi finanziaria* nel numero di ottobre 2010 del Bollettino mensile della BCE. Un'analisi più recente è disponibile nell'articolo *Il ruolo del bilancio della banca centrale nella politica monetaria*, apparso nel numero 4/2015 di questo Bollettino.

² A partire dal luglio 2013 la BCE ha altresì introdotto la prassi di offrire indicazioni verbali esplicite in merito all'evoluzione futura della politica monetaria (indicazioni prospettiche o "forward guidance"); l'obiettivo è fornire maggior chiarezza sull'orientamento di politica monetaria del Consiglio direttivo in base alla valutazione delle prospettive per la stabilità dei prezzi, migliorando così l'efficacia della politica monetaria della BCE nelle attuali circostanze. Per ulteriori informazioni, cfr. l'articolo *La forward guidance della BCE*, nel numero di aprile 2014 del Bollettino mensile della BCE.

³ Per una trattazione dettagliata delle modalità delle OMRLT, cfr. il documento *Targeted longer-term refinancing operations: updated modalities*, consultabile all'indirizzo http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140729_updated_modalities.pdf.

Infine, nel gennaio 2015 la BCE ha annunciato l'introduzione del PAA ampliato al fine di allentare ancora l'orientamento di politica monetaria. La misura è stata ritenuta necessaria alla luce di due considerazioni: i tassi di interesse di riferimento avevano ormai raggiunto il limite inferiore, con il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) della BCE allo 0,05 per cento dal settembre 2014; inoltre, le prospettive di inflazione si erano deteriorate ulteriormente dall'introduzione del pacchetto di allentamento creditizio. Il PAA ampliato comprende i due programmi di acquisto avviati in precedenza (ABSPP e CBPP3) oltre ad acquisti di titoli del settore pubblico. Secondo le intenzioni gli acquisti nell'ambito del programma, che ammontano a 60 miliardi di euro al mese, saranno condotti sino alla fine di settembre 2016, o anche dopo se necessario, e in ogni caso finché non si risconterà 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 termine⁴.

Il presente articolo analizza l'impatto esercitato sull'intermediazione bancaria, sull'attività di prestito delle banche e sulla moneta dalle misure non convenzionali adottate dalla BCE da giugno 2014⁵. Esulano dalla trattazione gli effetti di tali interventi sugli intermediari finanziari diversi dalle banche e le ricadute che, in ultima istanza, essi avranno per l'attività economica e l'inflazione. La sezione 2 esamina l'impatto delle misure sulle banche in termini di evoluzione dei bilanci, condizioni di finanziamento e capacità di assumere rischi, allo scopo di stabilire in che modo esse influiscano sulla capacità delle banche di fungere da intermediari finanziari e, di conseguenza, da veicolo efficace per la trasmissione del segnale di politica monetaria. La sezione 3 approfondisce più nello specifico gli effetti degli interventi sull'esito del processo di intermediazione, ossia l'erogazione di prestiti. La sezione 4 verte sulle conseguenze del PAA per l'aggregato monetario ampio, in considerazione dell'aumento esogeno della liquidità di banca centrale indotto dal programma. La sezione 5 conclude. I due riquadri offrono una panoramica stilizzata dei principali canali di trasmissione delle misure (riquadro 1) e del loro impatto sui prezzi di diversi strumenti finanziari (riquadro 2).

Riquadro 1

I canali di trasmissione delle misure non convenzionali

Nonostante una certa varietà, le misure non convenzionali introdotte dalla BCE da giugno 2014 agiscono sull'economia tramite simili canali di trasmissione generali, benché attivati in misura diversa a seconda dell'intervento. Una vasta letteratura, dedicata principalmente ai programmi di acquisto di attività, ha individuato alcuni dei canali mediante i quali le misure non convenzionali possono influire sull'inflazione e sul prodotto. Attingendo a quei lavori, il presente riquadro si sofferma su tre canali di trasmissione principali, vale a dire la traslazione diretta, il ribilanciamento dei portafogli e la segnalazione.

Attraverso il primo canale, quello della traslazione diretta, le misure non convenzionali dovrebbero migliorare le condizioni di erogazione del credito al settore privato non

⁴ Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro *Il programma ampliato di acquisto di attività del Consiglio direttivo* nel numero 1/2015 del Bollettino economico della BCE.

⁵ I dati utilizzati in questo articolo sono aggiornati al 25 settembre 2015.

finanziario allentando le condizioni di rifinanziamento per le banche, in modo da incoraggiare i prestiti e la spesa per investimenti e consumi. Questo canale svolge forse un ruolo più preponderante nel caso delle OMRLT, concepite per ridurre i costi marginali della raccolta bancaria a beneficio di una specifica attività di prestito. L'azione mirata delle OMRLT spinge le banche ad accrescere l'erogazione di particolari tipologie di prestiti netti all'economia reale, assicurando che i minori costi di finanziamento beneficino almeno in parte i prenditori. Inoltre, permettendo alle banche di sostituire la raccolta sul mercato con fondi della banca centrale, le OMRLT possono determinare un calo dell'offerta di obbligazioni bancarie nell'economia. La debole attività di emissione di tali strumenti dovrebbe indurre una diminuzione dei loro rendimenti, anche per i titoli emessi da intermediari che non partecipano alle OMRLT. Anche gli acquisti di attività, specie di quelle interessate dal pacchetto di allentamento creditizio, possono influire sulle condizioni per la concessione di credito al settore privato. Gli acquisti condotti dalla banca centrale aumentano il prezzo delle obbligazioni garantite e dei titoli garantiti da attività oggetto delle misure; ciò incoraggia le banche a incrementare l'offerta di prestiti cartolarizzabili, che tende a comprimere i tassi sui prestiti bancari.

Attraverso il secondo canale, quello del ribilanciamento dei portafogli, si riducono i rendimenti di un'ampia gamma di attività. Con l'acquisto di titoli da parte della banca centrale, aumenta la liquidità detenuta dalle controparti delle operazioni. Se questa non è considerata un sostituto perfetto delle attività cedute, lo scambio può dar adito a una ricomposizione dei portafogli verso altre attività. Per una catena di tentativi di ribilanciamento di questo genere, i prezzi delle attività salgono fino al raggiungimento di un nuovo equilibrio, causando una flessione dei rendimenti e dei costi del finanziamento esterno. I fondamenti teorici di questo canale risalgono almeno agli anni '60⁶. La ricomposizione dei portafogli può sostenere l'espansione del credito bancario, poiché la compressione dei rendimenti sui titoli accresce l'appetibilità relativa dei prestiti. Con l'aumentare dell'offerta di prestiti bancari diminuisce il loro costo. Il ribilanciamento dei portafogli può, in parte, determinare un incremento delle attività sull'estero detenute dai residenti nell'area dell'euro oppure il rimpatrio di fondi da parte dei non residenti, esercitando così pressioni al ribasso sul cambio dell'euro. Anche le OMRLT sono in grado di attivare effetti di ribilanciamento dei portafogli, poiché gli importi ottenibili sono multipli dei prestiti idonei erogati dalle controparti; in questo modo si permette alle banche di finanziare anche acquisti di attività quali titoli dei settori pubblico e privato. Inoltre, il fatto che le banche partecipanti alle OMRLT rimborsino le obbligazioni bancarie in scadenza, anziché rinnovarle, probabilmente spinge i titolari di tali obbligazioni a ricomporre i propri portafogli. L'importanza empirica di questo canale è stata sottoposta a test in alcune ricerche, incentrate principalmente sull'impatto delle politiche di allentamento quantitativo per i mercati finanziari; nella maggior parte dei casi le evidenze confermano la sua rilevanza⁷.

⁶ Cfr. Tobin, J., "Money, Capital, and Other Stores of Value", *American Economic Review*, atti della 73ª riunione annuale della American Economic Association, vol. 51, n. 2, 1961, pagg. 26-37; Friedman, M. e Schwartz, A.J., "Money and Business Cycles", *Review of Economics and Statistics*, vol. 45, n. 1, 1963, pagg. 32-64; Brunner, K. e Meltzer, A.H., "Mr Hicks and the 'Monetarists'", *Economica*, vol. 40, n. 157, 1973, pagg. 44-59; Vayanos, D. e Vila, J.-L., "A Preferred-Habitat Model of the Term Structure of Interest Rates", *NBER Working Paper Series*, n. 15487, 2009.

⁷ Per evidenze riguardanti l'area dell'euro cfr. Altavilla C., Carboni G. e Motto, R., "Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area", *Working Paper Series*, BCE, di prossima pubblicazione. Per il Regno Unito, cfr. Joyce, M., Lasasosa, A., Stevens, I. e Tong, M., "The Financial Market Impact of Quantitative Easing in the United Kingdom", *International Journal of Central Banking*, vol. 7, n. 3, 2011, pagg. 113-61. Per gli Stati Uniti, cfr. Gagnon, J., Raskin, M., Remache, J. e Sack, B., "The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases", *International Journal of Central Banking*, vol. 7, n. 1, 2011, pagg. 3-43. Cfr. anche D'Amico, S., English, W., López-Salido, J.D. e Nelson, E., "The Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchase Programs: Rationale and Effects", *Economic Journal*, vol. 122, 2012, pagg. 415-46.

Nel caso del terzo canale, ovvero la segnalazione, l'adozione di misure non convenzionali, specie di quelle che hanno ricadute sostanziali per il bilancio della banca centrale, mira a sottolineare l'impegno dell'autorità monetaria nell'adempimento del suo mandato⁸. Possono scaturirne due effetti. In primo luogo, si potrebbe indurre una revisione al ribasso delle attese di mercato sui tassi di interesse a breve termine futuri. Per i programmi di acquisto di attività della BCE, il motivo è da rintracciarsi nel lungo periodo di abbondante liquidità implicito nel profilo per scadenze delle attività acquistate. Quanto alle OMRLT, l'effetto dipende dal tasso fisso applicato e dalla loro lunga scadenza, stabilita a quattro anni per le operazioni iniziali. In secondo luogo, si potrebbe avere un effetto di ancoraggio o, a seconda dei casi, aumento delle aspettative di inflazione. Di riflesso, i tassi reali a lungo termine si collocheranno su livelli più contenuti, sostenendo investimenti e consumi. Da studi precedenti emerge che il contributo del canale della segnalazione è soggetto a grande incertezza. Le evidenze indicano un impatto modesto nel Regno Unito, moderato nell'area dell'euro ed estremamente incerto negli Stati Uniti, dove le stime oscillano fra il 10 e il 50 per cento del calo complessivo dei rendimenti sui titoli del Tesoro⁹.

2 L'impatto sull'intermediazione bancaria

Le misure non convenzionali della BCE interagiscono con i processi e le capacità di intermediazione bancaria in modo complesso e spesso di vasta portata, influenzando l'evoluzione dei bilanci e le condizioni di finanziamento delle banche, nonché la loro capacità di assumere rischi.

Questa sezione esamina alcuni degli aspetti salienti di tale interazione nel caso delle OMRLT e del PAA, al fine di stabilire come tali misure incidano sulla capacità delle banche di fungere da veicoli efficaci della trasmissione del segnale di politica monetaria.

2.1 L'utilizzo delle OMRLT da parte delle banche

Le OMRLT intendono influire sui bilanci bancari delle controparti essenzialmente in due modi, complementari fra loro. Innanzitutto, tali operazioni offrono un incentivo all'espansione dal lato degli attivi, specie per quanto riguarda i prestiti a imprese e famiglie, in linea con la natura mirata dell'intervento. Poiché i fondi ottenibili a titolo di OMRLT rappresentano un multiplo dei prestiti idonei erogati, essi permettono alle banche di finanziare anche le strategie di espansione di altre attività. Secondariamente, le OMRLT, in quanto fonte appetibile di finanziamento a lungo termine, sono pensate per consentire alle banche di sostituire forme di raccolta più costose e prolungare la scadenza delle loro passività, affinché sia più adeguata a quella dei prestiti cui la misura è rivolta.

⁸ Per un'analisi dell'impatto delle misure sul bilancio dell'Eurosistema, cfr. l'articolo *Il ruolo del bilancio della banca centrale nella politica monetaria* nel numero 4/2015 di questo Bollettino.

⁹ Cfr. Krishnamurthy, A. e Vissing-Jorgensen, A., "The Ins and Outs of LSAPs", *Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2013; Bauer, M.D. e Rudebusch, G.D., "The Signaling Channel for Federal Reserve Bond Purchases", *International Journal of Central Banking*, vol. 10, n. 3, 2014, pagg. 233-289; Christensen, J.H.E. e Rudebusch, G.D., "The Response of Interest Rates to US and UK Quantitative Easing", *The Economic Journal*, vol. 122, n. 564, 2012, pagg. F385-F414.

Infatti, dall'introduzione delle OMRLT si è registrata una crescita delle attività bancarie, che ha però interessato soprattutto paesi attualmente considerati meno vulnerabili¹⁰. È importante valutare l'incremento delle

attività potenzialmente favorito dalle OMRLT rispetto a un profilo controfattuale dell'espansione dei bilanci bancari in assenza di tale misura. Malgrado tale profilo sia difficile da immaginare, va ricordato che al momento dell'annuncio delle operazioni alcune banche dell'area dell'euro (e in taluni paesi vulnerabili l'intero sistema bancario) si trovavano a dover ridurre il grado di leva finanziaria, necessità persino sancita in qualche caso da piani di ristrutturazione. La figura 1 mostra le variazioni delle principali voci di bilancio per le banche che hanno partecipato alle OMRLT tra la fine di agosto 2014 (antecedentemente alla conduzione della prima operazione) e la fine di luglio 2015. È chiaro che questi movimenti risentono anche di numerosi altri fattori e considerazioni indipendenti dalle OMRLT, che una rappresentazione schematica non può riportare in dettaglio; andrebbero quindi interpretati con cautela e unitamente alle evidenze che li accompagnano. Dalla figura 1 emerge che i partecipanti alle OMRLT hanno incrementato il credito al settore privato nel periodo considerato. Occorre tuttavia considerare che questo risultato è riconducibile interamente alle banche insediate nei paesi attualmente considerati meno vulnerabili. Per contro, nelle economie vulnerabili il credito erogato al settore privato dalle controparti delle OMRLT ha continuato a diminuire, di riflesso al processo di riduzione della leva finanziaria in atto in quei paesi. Nell'insieme delle economie, vulnerabili e meno vulnerabili, i partecipanti alle OMRLT hanno registrato acquisizioni nette di attività sull'estero, mentre il credito fornito ai soggetti sovrani dell'area dell'euro ha mostrato una variazione complessivamente modesta¹¹. Non sussistono evidenze che, in termini aggregati, le controparti delle OMRLT abbiano distribuito la liquidità ottenuta ad altre banche, vista la contrazione del credito alle istituzioni finanziarie monetarie (IFM). La figura 1 evidenzia inoltre che i partecipanti alle operazioni hanno lasciato parte dei fondi nei depositi detenuti presso l'Eurosistema; va però ricordato che il PAA ampliato, introdotto nell'ultima parte del periodo considerato, ha indotto nel sistema un aumento cospicuo e costante delle riserve presso la banca centrale.

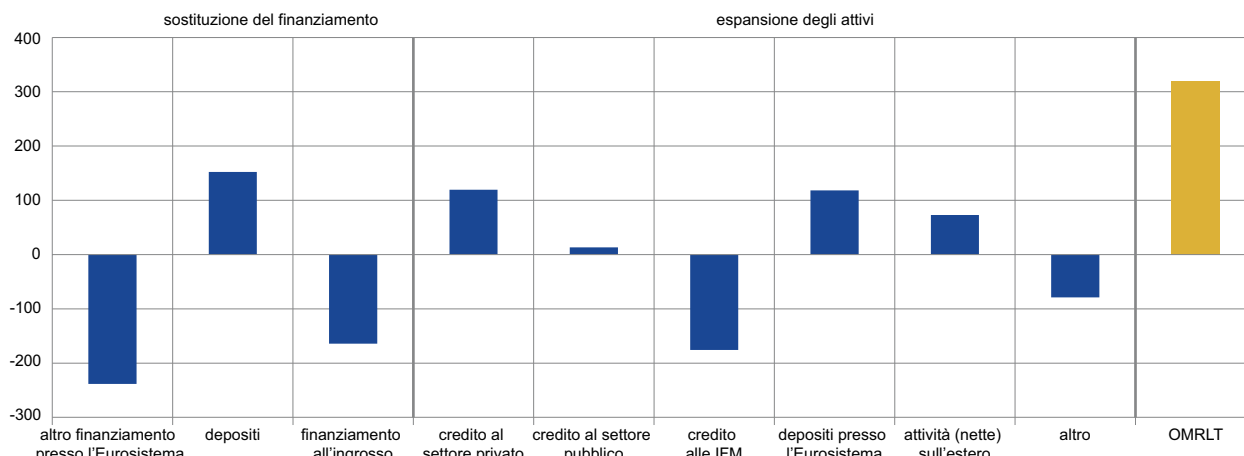
La sostituzione del finanziamento avvenuta a seguito delle OMRLT ha causato un significativo allungamento delle scadenze della provvista bancaria. I partecipanti alle operazioni hanno ridotto nettamente il ricorso ad altre fonti di finanziamento presso l'Eurosistema (cfr. figura 1), di riflesso alla scadenza, a gennaio e a febbraio 2015, delle operazioni di rifinanziamento a lungo termine a tre anni condotte rispettivamente nel dicembre 2011 e nel febbraio 2012, nonché alla preferenza mostrata dalle banche per le OMRLT a discapito di altre operazioni (operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a tre mesi e ORP). Nel complesso, ne è derivato un notevole allungamento della scadenza media ponderata del finanziamento delle banche presso l'Eurosistema,

¹⁰ Ai fini del presente articolo l'espressione "paesi vulnerabili" si riferisce a Irlanda, Grecia, Spagna, Italia, Cipro, Portogallo e Slovenia, mentre i "paesi meno vulnerabili" comprendono le altre economie dell'area dell'euro.

¹¹ L'incremento delle attività nette sull'estero riflette principalmente l'intermediazione della banca in operazioni della clientela con l'estero e non rappresenta quindi in misura predominante una decisione attiva di portafoglio della banca. Nondimeno, nel periodo considerato sono aumentate anche le attività lorde sull'estero.

Figura 1**Variazioni nei bilanci delle banche partecipanti alle OMRLT**

(miliardi di euro)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

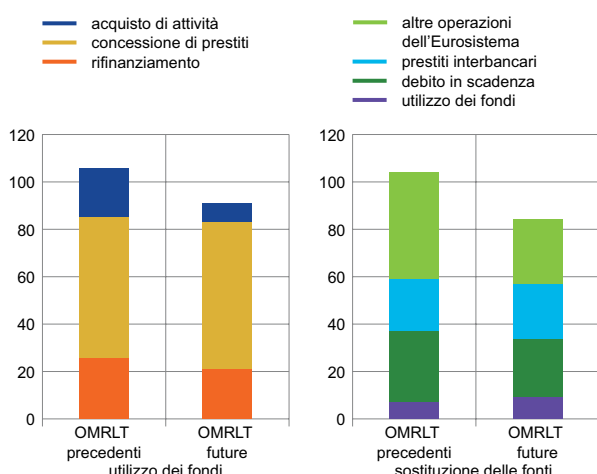
Note: le variazioni si riferiscono ai flussi cumulati nel periodo tra la fine di agosto 2014 e la fine di luglio 2015. I dati riguardano esclusivamente il sottoinsieme delle banche partecipanti alle OMRLT per cui sono disponibili le singole informazioni di bilancio. La voce "finanziamento all'ingrosso" è costituita dalle emissioni di titoli di debito e dai prestiti delle IFM.

da 130 giorni antecedentemente alla prima OMRLT a 804 giorni dopo il regolamento della quarta OMRLT nel giugno 2015¹². Il prolungamento delle scadenze offre alle banche certezza sulla provvista per un periodo maggiore, oltre a permettere loro di adeguare meglio la scadenza delle passività a quella di attività come i prestiti a

famiglie e imprese. Le controparti delle OMRLT hanno utilizzato meno anche il finanziamento all'ingrosso, costituito dalle emissioni di titoli di debito e dai prestiti interbancari. Effettivamente il calo del ricorso alle emissioni di titoli di debito risulta complessivamente più pronunciato per i partecipanti alle OMRLT che per le altre banche. Benché la riduzione dei titoli di debito, specie se non garantiti, rappresenti la forma di sostituzione del finanziamento più efficiente in termini di costo, il ridimensionamento di quelli in essere è limitato dal tasso di roll-off implicito nella loro struttura per scadenze nonché da considerazioni operative che ne giustificano una presenza continuativa nel mercato. In tale contesto le altre misure sul piano delle politiche adottate dalla BCE in questo periodo, in particolare il CBPP3, hanno sostenuto il proseguire dell'attività di emissione delle banche nel mercato delle obbligazioni garantite.

Figura 2**Utilizzo dei fondi delle OMRLT secondo l'indagine di luglio 2015 sul credito bancario**

(in percentuale dei partecipanti)



Fonte: BCE.

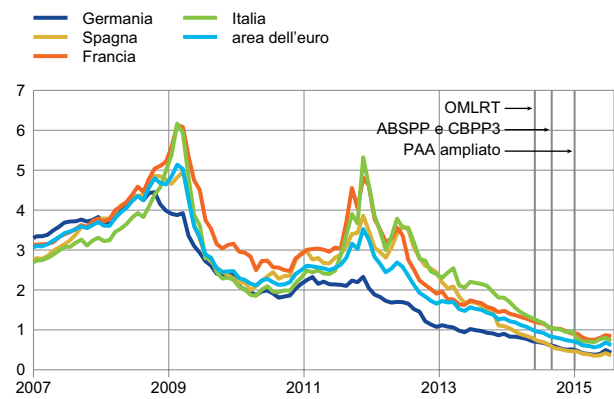
Note: per "OMRLT precedenti" si intendono tutte le OMRLT condotte fino a giugno 2015; le "OMRLT future" comprendono le operazioni effettuate dopo quella data. I valori riportati in figura corrispondono alla somma delle percentuali delle banche che hanno risposto "ha contribuito o contribuirà notevolmente" e "ha contribuito o contribuirà moderatamente" alla relativa domanda nell'indagine. I risultati sono calcolati come percentuale del numero di banche che non hanno risposto "non applicabile". I partecipanti possono indicare più di un utilizzo.

In prospettiva, le banche hanno indicato che prevedono di destinare una parte più consistente dei fondi ottenuti a titolo di OMRLT all'erogazione di prestiti. Dalle risposte all'indagine di luglio 2015

¹² Questo calcolo, svolto a fini illustrativi, ipotizza che tutte le OMRLT siano rimborsate alla scadenza finale nel settembre 2018 e non siano soggette a rimborso anticipato volontario né obbligatorio.

Figura 3**Costo composito del finanziamento bancario tramite depositi e obbligazioni**

(valori percentuali in ragione d'anno)

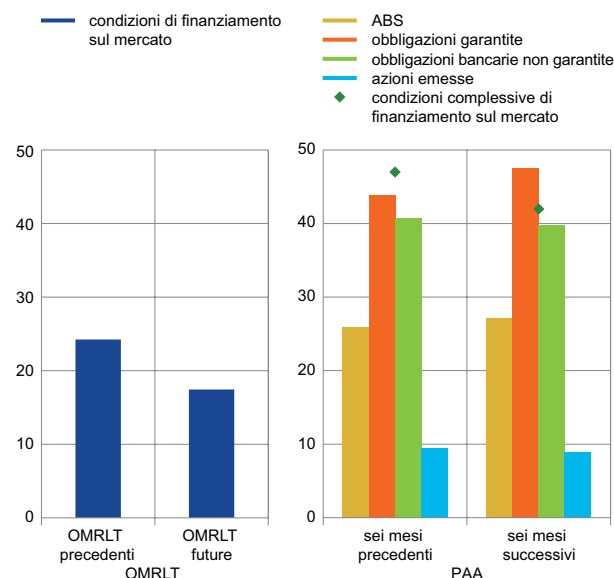


Fonti: BCE, Merrill Lynch Global Index ed elaborazioni della BCE.

Note: media dei tassi sui nuovi depositi e del costo del finanziamento mediante ricorso al debito sul mercato ponderata per i corrispondenti importi in essere. Le linee verticali indicano la data di annuncio della rispettiva misura. L'ultima osservazione si riferisce a luglio 2015.

Figura 4**Miglioramento delle condizioni di finanziamento sul mercato per le banche a seguito delle OMRLT e del PAA secondo l'indagine sul credito bancario**

(in percentuale dei partecipanti; saldi percentuali dei partecipanti)



Fonte: BCE.

Note: per "OMRLT precedenti" si intendono tutte le OMRLT condotte fino a giugno 2015; le "OMRLT future" comprendono le operazioni effettuate dopo quella data. I valori riportati nel riquadro di sinistra della figura corrispondono alla somma delle percentuali delle banche che hanno risposto "ha registrato o registrerà un notevole miglioramento" e "ha registrato o registrerà un moderato miglioramento" alla relativa domanda nell'indagine di luglio 2015. I valori nel riquadro di destra rappresentano la differenza tra la somma delle percentuali delle risposte "notevole incremento/miglioramento" e "moderato incremento/miglioramento" e la somma delle percentuali delle risposte "moderata contrazione/moderato peggioramento" e "notevole contrazione/peggioreamento" in base alle segnalazioni dell'indagine di aprile 2015. I risultati sono calcolati come percentuale del numero di banche che non hanno risposto "non applicabile".

sul credito bancario nell'area dell'euro emerge che le banche si aspettano di impiegare le risorse ottenute più per la concessione di prestiti e meno per l'acquisizione di altre attività (cfr. il riquadro di sinistra della figura 2). Inoltre, la sostituzione delle altre operazioni dell'Eurosistema dovrebbe divenire meno pronunciata (cfr. riquadro di destra della figura 2), risultato non sorprendente se si considera in quale misura sono state finora sostituite dalle OMRLT.

2.2 Le misure non convenzionali della BCE e l'accesso delle banche al finanziamento sul mercato

Le misure non convenzionali della BCE hanno migliorato anche un'ampia gamma di condizioni a cui le banche reperiscono fondi sul mercato, indipendentemente dalla loro partecipazione alle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema.

La sostituzione di fonti di provvista più costose e a scadenza più breve è solo una parte dell'effetto di allentamento prodotto dalle OMRLT sulle condizioni della raccolta bancaria e, in ultima istanza, sul costo del finanziamento per imprese e famiglie. Le OMRLT, insieme alle altre misure convenzionali e non convenzionali adottate dalla BCE dal giugno 2014, in particolare il PAA, hanno determinato una notevole compressione dei rendimenti a medio e lungo termine su una serie di attività finanziarie, fra cui gli strumenti di raccolta bancaria (cfr. riquadro 2). Di conseguenza, il costo composito del finanziamento è sceso considerevolmente per le banche in tutte le economie dell'area dell'euro (cfr. figura 3) e ha continuato a ridursi anche la sua dispersione fra paesi. Questi miglioramenti hanno indotto un più ampio allentamento delle condizioni finanziarie, che beneficia le banche a prescindere dal volume dei fondi ottenuti nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema. Il ruolo delle misure non convenzionali della BCE quale determinante principale di questa evoluzione trova riscontro nelle risposte all'indagine sul credito bancario (cfr. figura 4). Circa un quarto dei partecipanti all'edizione di luglio 2015 segnalava che le OMRLT hanno contribuito ad allentare le condizioni alle quali le banche si finanziano sul

mercato. Come previsto, l'impatto positivo è più diffuso nel caso del PAA, che secondo quasi metà degli intervistati nell'indagine di aprile avrebbe migliorato le condizioni di finanziamento sul mercato nei sei mesi fino a marzo¹³. Per quanto riguarda i singoli strumenti, le risposte indicano un maggiore impatto favorevole sulla raccolta mediante obbligazioni bancarie garantite e non.

2.3 L'allocazione delle riserve generate dal PAA nei bilanci bancari

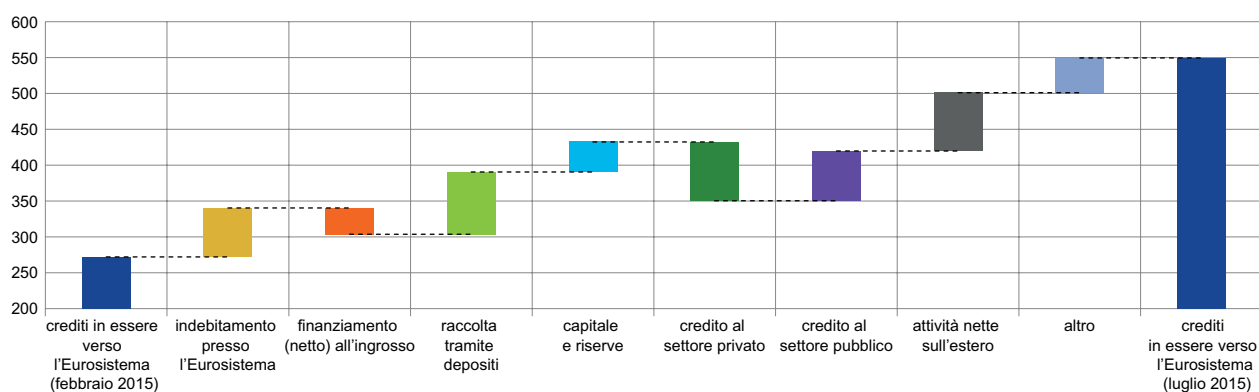
Gli acquisti di titoli effettuati dall'Eurosistema nel quadro del PAA hanno effetti profondi anche sui bilanci delle banche. L'Eurosistema paga le attività acquistate sotto forma di riserve, ovvero di depositi presso l'Eurosistema. Poiché in genere gli enti creditizi detengono conti di deposito presso la banca centrale¹⁴, gli acquisti sono sempre regolati su tali conti, indipendentemente dal venditore ultimo. L'allocazione di queste riserve nei bilanci bancari è associata a movimenti in altre voci di bilancio. Questo finirebbe per innescare una ricomposizione dei portafogli da parte delle banche, che cederebbero le riserve ricevute in cambio di altre attività.

All'incremento delle riserve dopo l'avvio del PAA ampliato corrispondono aumenti dei depositi nei bilanci bancari e, in misura lievemente inferiore, vendite di obbligazioni governative dai portafogli di proprietà degli intermediari. La contropartita più consistente dell'incremento delle riserve dal varo del PAA ampliato è costituita da un incremento dei depositi dei residenti nell'area dell'euro (cfr. figura 5), che riflette in parte l'intermediazione delle

Figura 5

Movimenti nei bilanci delle IFM diverse dall'Eurosistema in contropartita della variazione delle riserve detenute tra la fine di febbraio e la fine di luglio 2015

(miliardi di euro; dati non destagionalizzati)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: un incremento della posizione attiva netta riduce i crediti verso l'Eurosistema; un incremento della posizione passiva netta aumenta i crediti verso l'Eurosistema. La voce "finanziamento (netto) all'ingrosso" è costituita dalle emissioni di titoli di debito al netto delle consistenze di titoli di debito delle IFM nonché dai prestiti delle IFM diverse dall'Eurosistema al netto dei depositi presso le IFM diverse dall'Eurosistema.

¹³ Questi sono gli ultimi risultati disponibili al momento della formulazione della domanda sull'APP, inserita nell'indagine con cadenza semestrale.

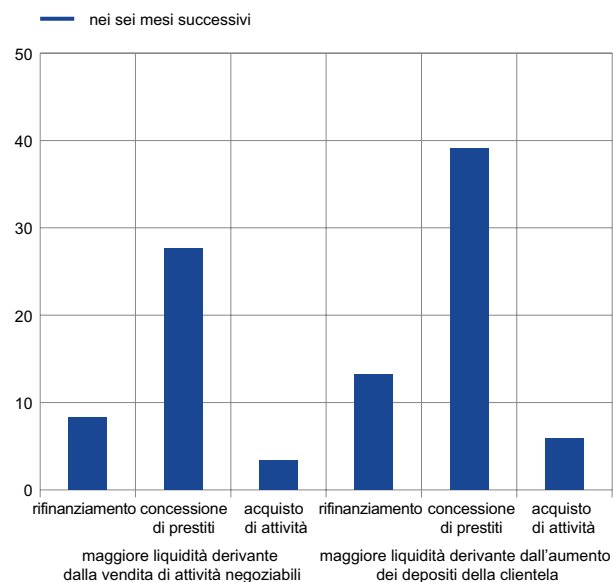
¹⁴ Anche alcuni altri soggetti, come le amministrazioni pubbliche o le agenzie governative, detengono conti di deposito presso le banche centrali nazionali dell'Eurosistema. Non svolgono tuttavia attività di intermediazione nella vendita di titoli all'Eurosistema.

vendite di obbligazioni all'Eurosistema da parte di soggetti diversi dalle banche. L'intermediazione delle vendite da non residenti nell'area dell'euro si traduce in un calo, anch'esso molto cospicuo, delle attività nette sull'estero. Una parte lievemente più contenuta ma comunque rilevante dell'incremento delle riserve ha in contropartita una flessione del credito bancario alle amministrazioni pubbliche, attribuibile almeno parzialmente alla vendita all'Eurosistema di titoli nei portafogli delle banche. La figura 5 mostra altresì un'espansione del credito al settore privato, altra concausa dell'incremento dei depositi descritto in precedenza.

Figura 6

Intenzioni circa l'utilizzo della liquidità aggiuntiva generata dal PAA secondo l'indagine di aprile 2015 sul credito bancario

(in percentuale dei partecipanti)



Fonte: BCE.

Note: le percentuali sono ottenute come somma delle percentuali delle risposte "contribuirà notevolmente a questo fine" e "contribuirà moderatamente a questo fine" alla relativa domanda nell'indagine di aprile. I risultati, calcolati come percentuale del numero di banche che non hanno risposto "non applicabile", si riferiscono alle valutazioni riguardanti i sei mesi successivi.

È probabile che la liquidità generata dal PAA finisca per essere destinata a scopi diversi da quelli inizialmente previsti. Il sistema bancario non

può, nel suo insieme, ridurre l'ammontare complessivo delle riserve detenute attraverso un ribilanciamento dei portafogli¹⁵. L'analisi di dati aggregati può dunque fornire indicazioni solo limitate sull'utilizzo della liquidità creata dal PAA, poiché alla liquidità impiegata da una banca corrisponderà un movimento nei bilanci della controparte che la riceve. Tuttavia, è possibile ricavare qualche segnale sulle intenzioni delle banche dalle indagini congiunturali. Tra i partecipanti all'indagine di aprile 2015 sul credito bancario, molti prevedevano di destinare la maggiore liquidità ricevuta all'erogazione di prestiti (cfr. figura 6). Questa risposta va però considerata con cautela; l'espansione dei prestiti è infatti un processo che richiede tempo per manifestarsi, non solo per ragioni operative, ma anche perché difficilmente la domanda di credito reagisce subito alle migliori di condizioni di offerta. È quindi probabile che la prima fase della ricomposizione interessi soprattutto il lato del passivo nei bilanci bancari, poiché gli intermediari utilizzeranno la maggiore liquidità a loro disposizione per ridurre le passività più onerose. Questa fase iniziale comporterà verosimilmente l'acquisto di alcune attività liquide, che può essere effettuato in tempi brevi e a costi di transazione

contenuti. Nondimeno, entrambe le operazioni contribuiscono ad attivare effetti di ribilanciamento dei portafogli e sono pertanto congruenti con gli obiettivi perseguiti dal PAA.

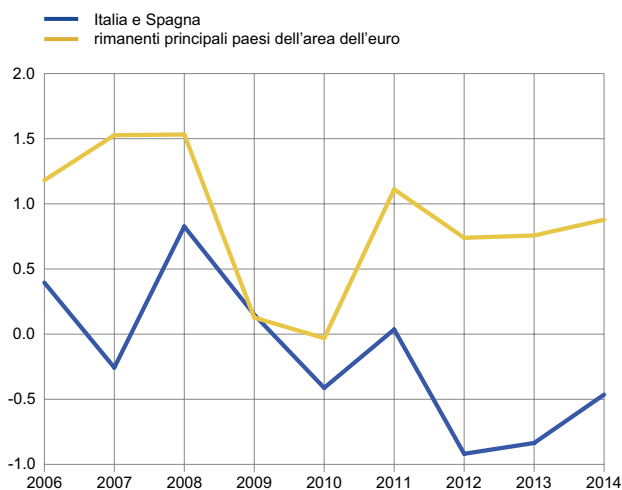
Secondo le attese, il PAA dovrebbe accrescere l'appetibilità dei prestiti rispetto ai titoli e orientare così le decisioni di allocazione dei portafogli delle banche, agendo sul rendimento corretto per il rischio a favore dei prestiti. Negli ultimi anni i rendimenti (corretti per il rischio ex post) ottenuti dalle banche sugli investimenti in titoli si collocavano ben al di sopra di quelli sugli investimenti in prestiti, specie

¹⁵ Il riassorbimento delle riserve può avvenire in piccola parte attraverso il rimborso di finanziamenti dell'Eurosistema. Inoltre, può ridurre l'ammontare complessivo delle riserve l'acquisto di banconote.

Figura 7

Differenza tra i rendimenti dei prestiti corretti ex post per il rischio e quelli dei titoli in alcuni paesi dell'area dell'euro

(punti percentuali)



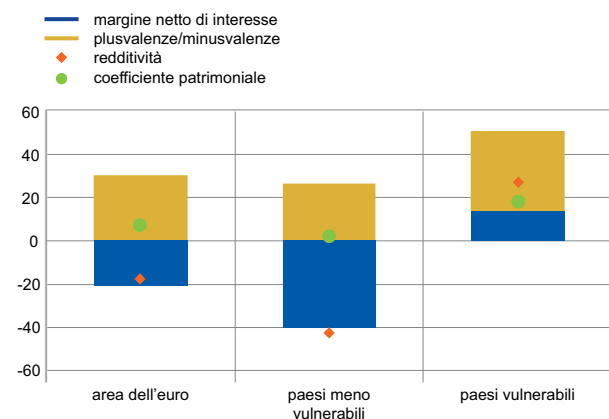
Fonti: Bankscope ed elaborazioni della BCE.

Note: rendimenti dei prestiti corretti per il rischio (pari al rapporto fra interessi percepiti, al netto di riduzioni durevoli di valore e requisiti patrimoniali, e ammontare dei prestiti netti) e dati corrispondenti per i titoli. Medie ponderate per un panel non bilanciato di 186 banche. Dati annuali. La voce "rimanti principali paesi dell'area dell'euro" comprende Germania, Francia e Paesi Bassi.

Figura 8

Impatto atteso del PAA sulla redditività e sui coefficienti patrimoniali delle banche secondo l'indagine di aprile 2015 sul credito bancario

(saldi percentuali dei partecipanti)



Fonte: BCE.

Note: impatto atteso nei prossimi sei mesi. I saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali delle risposte "notevole incremento/miglioramento" e "moderato incremento/miglioramento" e la somma delle percentuali delle risposte "moderata contrazione/moderato peggioramento" e "notevole contrazione/peggiore peggioramento" alla relativa domanda nell'indagine di aprile 2015. I risultati sono calcolati come percentuale del numero di banche che non hanno risposto "non applicabile".

nei paesi vulnerabili dell'area dell'euro (cfr. figura 7).

Tuttavia, gli effetti di ribilanciamento dei portafogli prodotti dal PAA comprimeranno la remuneratività dei titoli, mentre le spinte verso il basso che eserciteranno sui tassi sui prestiti saranno controbilanciate, ai fini della redditività delle banche, dal minore rischio di credito dei prestiti connesso al miglioramento delle prospettive macroeconomiche. Nel complesso, dunque, il PAA dovrebbe aumentare l'appetibilità dei prestiti al confronto con i titoli.

2.4 L'impatto del PAA sulla redditività e sul patrimonio delle banche

Il PAA ha ricadute anche sulla capacità delle banche di assumere rischi.

Le posizioni patrimoniali delle banche rivestono importanza fondamentale per la loro capacità di agire da intermediari e, di conseguenza, trasmettere l'accomodamento della politica monetaria messo in atto dalle misure non convenzionali della BCE. L'accumulazione di utili è uno dei principali metodi a disposizione delle banche per rafforzare le riserve di capitale e accrescere così la propria capacità di erogare prestiti e assumerne i relativi rischi. Il PAA incide sul patrimonio e sulla redditività delle banche in modi diversi, in parte contrastanti fra loro. Il calo dei rendimenti a più lungo termine indotto dal PAA, in un contesto in cui i tassi di interesse a breve si collocano su livelli pari o prossimi al limite inferiore effettivo, implica un appiattimento della curva dei rendimenti. Se si considera che le banche operano tradizionalmente per trasformazione delle scadenze, finanziando cioè l'acquisizione di attività a lungo termine con l'emissione di passività a breve termine, l'attuale situazione dei rendimenti può esercitare spinte al ribasso sui margini di intermediazione. Al tempo stesso, le ripercussioni per la redditività e il patrimonio bancari sono compensate dallo stimolo impresso dal PAA all'attività economica, che, come già accennato, ridimensiona il rischio di credito dei prestiti e riduce così il costo dei relativi accantonamenti. Inoltre il generale rincaro delle attività atteso in conseguenza del PAA innalzerà le valutazioni delle attività stesse nei bilanci bancari, generando, in determinate condizioni, plusvalenze.

Dai risultati dell'indagine sul credito bancario emerge che l'impatto complessivo del PAA sui patrimoni bancari è stato positivo, mentre gli

effetti sulla redditività varierebbero da paese a paese. Poiché il PAA esercita sulla redditività e sul patrimonio delle banche effetti in parte opposti, è difficile prevedere ex ante l'impatto globale del programma. Secondo l'indagine di aprile 2015, le banche si attendono nel complesso un lieve miglioramento dei coefficienti patrimoniali attraverso il PAA (cfr. figura 8), di riflesso all'aspettativa generalizzata di plusvalenze connesse al programma. Tuttavia, poiché parte di queste plusvalenze non trova corrispondenza negli utili contabili delle banche¹⁶, prevale l'effetto negativo del PAA sui margini netti di interesse da esse percepiti, con un impatto complessivamente avverso sulla loro redditività. Mentre le ricadute sui margini netti di interesse risultano complessivamente negative nell'insieme dell'area dell'euro, si riscontra una maggiore eterogeneità a livello dei singoli paesi. In particolare, si segnala un impatto positivo nelle economie dell'area vulnerabili, dove i prestiti sono spesso concessi a tassi variabili e i costi legati alla qualità del credito gravano maggiormente sulle banche.

Riquadro 2

L'impatto delle misure non convenzionali sui mercati finanziari

Il presente riquadro quantifica gli effetti delle misure non convenzionali adottate di recente dalla BCE sui prezzi delle attività finanziarie. La principale difficoltà con cui tale esercizio si scontra sta nel fatto che l'annuncio sia delle OMRLT (giugno 2014) sia del PAA (gennaio 2015) da parte della BCE fosse ampiamente atteso dai mercati finanziari, dopo una serie di comunicazioni ufficiali in cui la Banca aveva indicato la possibilità di ulteriori misure non convenzionali. Secondo la teoria, un mercato efficiente dovrebbe incorporare nei prezzi l'impatto di un intervento ancor prima della sua effettiva attuazione. Di conseguenza, le quotazioni delle attività dovrebbero reagire alle notizie riguardanti le OMRLT e il PAA con anticipo sull'annuncio ufficiale, poiché gli operatori di mercato valutano la probabilità che i programmi siano introdotti e l'entità attesa.

Questo riquadro utilizza una metodologia di analisi di eventi; l'insieme di eventi considerato include tutti gli annunci ufficiali della BCE da maggio 2014 che potrebbero aver influenzato le aspettative dei mercati in merito ai programmi. Nel caso delle OMRLT, gli eventi connessi alle politiche comprendono la riunione del Consiglio direttivo di maggio 2014 e quella di giugno¹⁷. Per il PAA è stato individuato un insieme più ampio di eventi, seguendo il metodo di Altavilla et al.¹⁸. Per ciascun evento sono considerate le variazioni occorse in una finestra non superiore a due giorni, in modo da includere eventuali reazioni dei prezzi delle attività manifestatesi con lentezza per la novità dei programmi. Pertanto, l'analisi di regressione controlla espressamente per i dati macroeconomici pubblicati. Nello specifico, le stime riportate nelle colonne sotto "analisi controllata di eventi" (cfr. tavola) sono ottenute attraverso una regressione delle variazioni giornaliere dei rendimenti sulle dummy selezionate, nonché della componente di sorpresa di un vasto insieme di dati macroeconomici. L'analisi tiene conto delle notizie macroeconomiche concernenti l'area dell'euro, le quattro maggiori economie dell'area e gli Stati Uniti in un periodo campione che va

¹⁶ La misura in cui le plusvalenze trovano corrispondenza negli utili contabili dipende dal portafoglio contabile nel quale sono detenute le attività in questione.

¹⁷ L'analisi stabilisce un nesso fra la riunione del Consiglio direttivo svoltasi l'8 maggio 2014 e le OMRLT anche perché, durante la conferenza stampa, il Presidente della BCE ha affermato espressamente la volontà del Consiglio direttivo di agire nel mese successivo. Di conseguenza, l'annuncio ufficiale delle OMRLT nel giugno 2014 era stato in parte incorporato nei prezzi già dopo la conferenza stampa.

¹⁸ Cfr. il primo lavoro citato nella nota 7.

dagli inizi di gennaio 2014 alla fine di marzo 2015. Le colonne sotto “analisi standard di eventi” contengono stime formulate senza controllare per le notizie macroeconomiche.

Tavola

Variazioni dei rendimenti di alcune attività finanziarie intorno al verificarsi degli eventi sul piano delle politiche

	OMRLT		PAA	
	Analisi standard di eventi	Analisi controllata di eventi	Analisi standard di eventi	Analisi controllata di eventi
Euribor a 3 mesi (punti base)	-4	-4	-5	-3
Titoli di Stato a 10 anni (punti base)				
Area dell'euro	-22	-23	-48	-47
Germania	-9	-10	-23	-18
Francia	-17	-18	-36	-27
Italia	-31	-33	-72	-60
Spagna	-29	-31	-69	-65
Obbligazioni emesse da società finanziarie (punti base)				
AAA	-14	-14	-13	-7
AA	-13	-13	-15	-11
A	-15	-14	-18	-14
BBB	-23	-24	-32	-27
Obbligazioni emesse da società non finanziarie (punti base)				
AAA	-10	-9	-26	-11
AA	-10	-10	-20	-12
A	-12	-12	-19	-15
BBB	-15	-15	-19	-23
Obbligazioni emesse da banche (punti base)				
Area dell'euro	-16	-16	-26	-22
Germania	-12	-12	-13	-8
Francia	-13	-13	-17	-11
Italia	-26	-26	-56	-59
Spagna	-18	-18	-15	-14
Tasso di cambio (valori percentuali)				
Cambio USD/EUR	-1	-1	-12	-12
Tasso di cambio effettivo nominale	-1	-1	-8	-8
Quotazioni azionarie (valori percentuali)				
Indice (ampio) Dow Jones EURO STOXX	2	3	5	1
Tassi swap sull'inflazione (punti base)				
A un anno	-1	1	5	33
A tre anni	2	3	14	27
A cinque anni	2	3	14	24

Fonti: Reuters, Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Note: il rendimento sui titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è riferito a un indicatore costruito dalla BCE sulla base del modello Nelson-Siegel-Svensson, che comprende tutti gli emittenti e tutte le classi di rating. Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro utilizzato nella stima è quello nei confronti delle valute del gruppo di partner commerciali del TEC-19 (Australia, Bulgaria, Canada, Cina, Corea del Sud, Croazia, Danimarca, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Polonia, Regno Unito, Repubblica Ceca, Romania, Singapore, Stati Uniti, Svezia, Svizzera e Ungheria). I rendimenti delle obbligazioni bancarie sono di qualità elevata (investment grade). Per le OMRLT si considerano gli eventi dell'8 maggio e del 5 giugno 2015, mentre nel caso del PAA l'esercizio si basa su 17 date. Per il 2014 sono state selezionate le seguenti date: 4, 12, 24 e 25 settembre; 2, 10 e 24 ottobre; 6, 17, 21 e 27 novembre; 4 dicembre. Le date per il 2015 sono 2, 8, 14 e 22 gennaio e 5 marzo.

I risultati indicano che l'impatto combinato delle misure non convenzionali attuate da giugno 2014 ha ridotto considerevolmente i rendimenti in un'ampia gamma di segmenti dei mercati finanziari. In genere gli effetti si intensificano all'aumentare della scadenza e della rischiosità. Ad esempio, si stima un impatto notevole per le obbligazioni sovrane a lungo termine, con un calo dei rendimenti sui titoli a dieci anni pari a circa 70 punti base per l'area dell'euro e a circa 100 punti base per Italia e Spagna. Per quanto concerne i rendimenti delle

attività escluse dalle misure, gli effetti di propagazione sarebbero significativi nel caso delle obbligazioni di società finanziarie e non finanziarie dell'area dell'euro.

Si osserva inoltre una spinta all'allentamento per altri prezzi nei mercati finanziari, ad esempio il tasso di cambio e le quotazioni azionarie. Come si evince dalla tavola, gli annunci connessi al PAA avrebbero determinato un deprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro pari al 12 per cento. Le stime segnalano inoltre un impatto positivo sull'indice dei mercati azionari in euro, pari al 3 per cento nel caso delle OMRLT e all'1 per cento per il PAA.

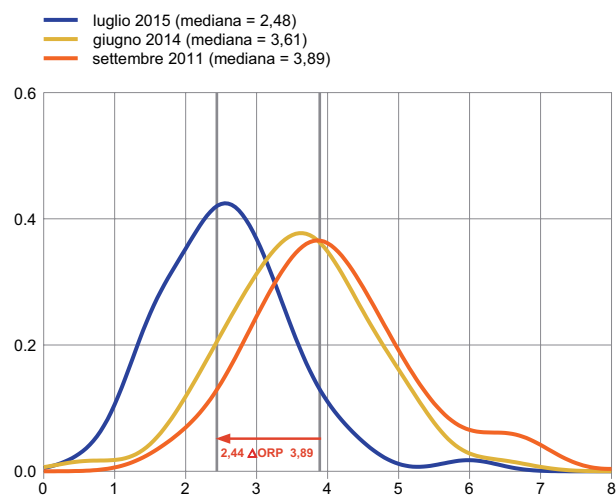
In base ai risultati, il PAA avrebbe contribuito a un incremento delle aspettative di inflazione a lungo termine. I tassi swap sull'inflazione per le scadenze comprese tra uno e cinque anni offrono una misura delle attese di inflazione del settore privato nei rispettivi orizzonti temporali. Per effetto del PAA tali tassi avrebbero registrato una variazione pari a circa 30 punti base per la scadenza a un anno e a circa 20 punti base per quella a cinque anni. La risposta delle aspettative di inflazione è fondamentale affinché il programma di allentamento creditizio e quello di acquisto di attività siano di stimolo all'economia; una flessione di tali attese di riflesso al calo dei rendimenti nominali lascerebbe invariati i tassi di interesse reali. Inoltre, la reazione delle aspettative di inflazione è uno dei parametri per valutare le percezioni dei mercati finanziari circa la credibilità del PAA nel fronteggiare i rischi di deflazione.

3 Gli effetti sull'attività di prestito delle banche

Figura 9

Tassi compositi sui prestiti alle SNF: distribuzione delle singole IFM nei paesi vulnerabili

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Nota: la figura mostra l'approssimazione di densità della distribuzione dei tassi sui prestiti ottenuta su un campione di 55 IFM in alcuni paesi vulnerabili (Irlanda, Spagna, Italia e Portogallo) in tre periodi diversi (settembre 2011, giugno 2014 e luglio 2015). Ne emerge che, se la riduzione del tasso sulle ORP operata da settembre 2011 (pari a 145 punti base) fosse stata interamente trasmessa al tasso medio sui prestiti osservato in quel periodo (3,89 per cento), nel luglio 2015 il tasso sui prestiti si sarebbe collocato al 2,44 per cento.

Dal punto di vista della trasmissione della politica monetaria, la capacità di intermediazione delle banche è rilevante anzitutto perché influisce sull'erogazione di prestiti bancari a imprese e famiglie. Questa sezione approfondisce pertanto l'impatto esercitato dalle recenti misure non convenzionali di politica monetaria della BCE sull'esito finale del processo di intermediazione, vale a dire su disponibilità, condizioni, tassi e volumi dei prestiti bancari.

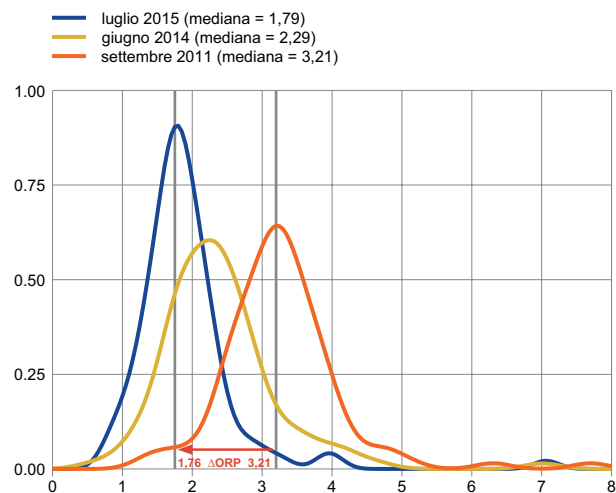
Esaminando i tassi sui prestiti bancari alle SNF emerge una migliore trasmissione delle misure di politica monetaria. I dati sui tassi applicati dalle singole IFM indicano che le successive riduzioni del tasso sulle ORP si sono trasmesse ai tassi sui prestiti alle SNF in misura diversa da un paese all'altro (cfr. figure 9 e 10). Osservando le distribuzioni dei tassi sui prestiti delle IFM alle imprese nel settembre 2011 (a ridosso cioè della prima serie di riduzioni del tasso sulle ORP, iniziata nel novembre 2011) e a giugno 2014, si nota che la riduzione di 125 punti base del tasso sulle ORP effettuata in questo periodo si è riflessa in maniera parziale e disomogenea

nel calo del tasso mediano sui prestiti; quest'ultimo è diminuito di 92 punti base nel

Figura 10

Tassi compositi sui prestiti alle SNF: distribuzioni delle singole IFM nei paesi meno vulnerabili

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Nota: la figura mostra l'approssimazione di densità della distribuzione dei tassi sui prestiti ottenuta su un campione di 105 IFM in alcuni paesi meno vulnerabili (Belgio, Germania, Francia, Paesi Bassi e Austria) in tre periodi diversi (settembre 2011, giugno 2014 e luglio 2015). Ne emerge che, se la riduzione del tasso sulle ORP operata da settembre 2011 (pari a 145 punti base) fosse stata interamente trasmessa al tasso mediano sui prestiti osservato in quel periodo (3,21 per cento), nel luglio 2015 il tasso sui prestiti si sarebbe collocato all'1,76 per cento.

gruppo dei paesi meno vulnerabili e di appena 28 punti base nelle economie vulnerabili. Pertanto, prima del varo del pacchetto di allentamento creditizio, la riduzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE si era trasmessa solo in minima parte ai costi di indebitamento di famiglie e imprese, specie nei paesi vulnerabili. Per contro, nel periodo successivo all'annuncio del pacchetto a giugno 2014, la flessione del costo del finanziamento è stata più cospicua nelle economie vulnerabili (113 punti base) rispetto a quelle meno vulnerabili (50 punti base), indicando che sia le OMRLT sia il PAA hanno sostenuto i flussi di credito al settore privato e allineato il prezzo di tale credito all'orientamento di politica monetaria desiderato.

Per analizzare le principali determinanti dei tassi sui prestiti è possibile ricorrere a un modello contabile semplificato della determinazione del prezzo dei prestiti da parte delle banche. Il modello permette di scomporre i tassi sui prestiti in quattro elementi essenziali¹⁹:

Tasso sul prestito = costo del finanziamento bancario + requisiti patrimoniali + margine di intermediazione + altri fattori

Questo modello semplificato ipotizza che la base utilizzata dalla banca nel calcolare il prezzo di un prestito sia un tasso di mercato di riferimento corrispondente essenzialmente al tasso al quale l'intermediario può ottenere fondi nel mercato monetario interbancario. Oltre a questo tasso, l'istituto addebita al prenditore finale una serie di spread per recuperare i costi legati all'accensione del prestito, fra cui il costo della raccolta tramite depositi e sul mercato (costo del finanziamento bancario). La banca deve inoltre recuperare il costo di capitale (requisiti patrimoniali). Quando si crea un nuovo prestito, infatti, la ponderazione del rischio regolamentare è positiva e la banca deve quindi effettuare un accantonamento a copertura dell'attività²⁰. In aggiunta, deve applicare un margine per i servizi di intermediazione (margine di intermediazione), finalizzato a remunerare la banca per una serie di fattori afferenti la rischiosità del prenditore; esso genera utili netti da attività di finanziamento. Infine, esistono altri fattori non considerati separatamente in questa formula semplificata (altri fattori) che possono esercitare un'influenza, talora significativa, sulla determinazione del prezzo dei prodotti bancari al dettaglio. Vi rientrano le variazioni della domanda di prestiti, la concorrenza all'interno del settore bancario e

¹⁹ I fattori alla base del costo della raccolta bancaria rientrano nella scomposizione sotto forma di differenziali di rendimento rispetto al tasso di mercato privo di rischio delle scadenze più vicine. Ad esempio, il differenziale relativo ai depositi è spesso negativo perché gli intermediari forniscono servizi di liquidità ai depositanti; il tasso di depositi si colloca quindi su livelli molto bassi, talvolta persino inferiori a quelli del tasso degli overnight index swap.

²⁰ Il costo del capitale può essere approssimato moltiplicando l'eccedenza di rendimento del capitale proprio per un coefficiente di consumo di capitale.

il costo opportunità dell'attività di prestito (tenendo conto soprattutto degli incentivi a detenere debito sovrano)²¹.

I tassi sui prestiti hanno mostrato, specie nei paesi vulnerabili, una vischiosità e una lentezza straordinarie fra il 2011 e il 2014, malgrado l'efficacia della politica monetaria nel comprimere i costi di finanziamento e persino il costo del capitale per le banche dopo l'annuncio delle operazioni monetarie definitive nell'agosto 2012 (cfr. figura 11).

Il costo della raccolta sul mercato dei capitali (ossia i differenziali di rendimento delle obbligazioni bancarie) è stato superiore nei paesi dell'area dell'euro vulnerabili rispetto a quelli meno vulnerabili, in particolare nel biennio 2011-2012. Tale disparità riflette il maggiore costo opportunità di investire in titoli emessi dagli istituti ubicati nelle economie vulnerabili, dove i rendimenti sovrani erano più elevati. Inoltre, il deterioramento del merito di credito di alcuni Stati in seguito alla crisi del debito sovrano ha avuto ricadute significative sul rischio di credito delle banche attive nei paesi vulnerabili, i cui costi di finanziamento hanno risentito delle consistenti esposizioni a titoli di Stato nazionali²².

Sullo sfondo delle ulteriori misure di politica monetaria, e soprattutto dopo l'annuncio del pacchetto di allentamento creditizio, i tassi sui prestiti sono bruscamente diminuiti. Hanno contribuito a tale evoluzione diversi fattori, ad esempio

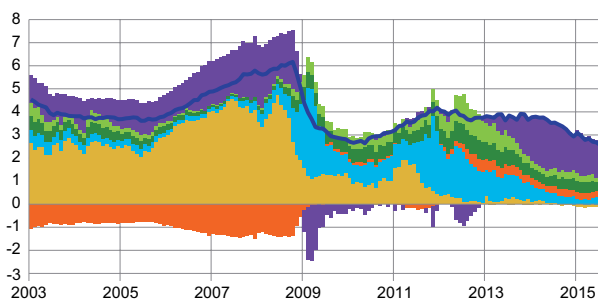
Figura 11

Scomposizione del costo composito dell'indebitamento per le SNF nei paesi vulnerabili

(valori percentuali in ragione d'anno)

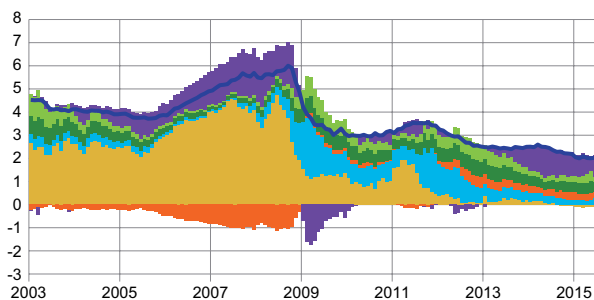
a) nei paesi vulnerabili

— tasso sui prestiti delle IFM alle SNF
— tasso di mercato
— differenziali di rendimento dei depositi
— perdite attese
— differenziali di rendimento delle obbligazioni bancarie
— requisiti patrimoniali
— margini e altri fattori



b) nei paesi meno vulnerabili

— tasso sui prestiti delle IFM alle SNF
— tasso di mercato
— differenziali di rendimento dei depositi
— perdite attese
— differenziali di rendimento delle obbligazioni bancarie
— requisiti patrimoniali
— margini e altri fattori



Fonti: BCE, Moody's e Merrill Lynch Global Index.

Note: per "tasso di mercato" si intende il tasso degli overnight index swap (OIS) a due anni. I "differenziali di rendimento dei depositi" sono calcolati su una media di depositi overnight, depositi con durata prestabilita e depositi rimborsabili con preavviso – ponderata per i corrispondenti volumi di nuovi contratti – nei confronti del tasso Euribor con scadenza più ravvicinata. I rendimenti per il calcolo dei "differenziali di rendimento delle obbligazioni bancarie" sono ricavati dal Merrill Lynch Global Index e aggregati in base agli importi in essere corrispondenti; i differenziali sono quindi calcolati nei confronti del tasso swap con scadenza più ravvicinata. I "requisiti patrimoniali" rappresentano il costo del capitale in conformità delle norme di Basilea 2. "Perdite attese" = $LGD \cdot PD$, dove PD sta per "probability of default" (probabilità di insolvenza) e corrisponde alla frequenza di insolvenza attesa calcolata da Moody's, mentre LGD sta per "loss given default" (perdita in caso di insolvenza) ed è fissata a 0,45. La voce "margini e altri fattori" è calcolata come residuo fra i tassi sui prestiti e tutte le altre componenti.

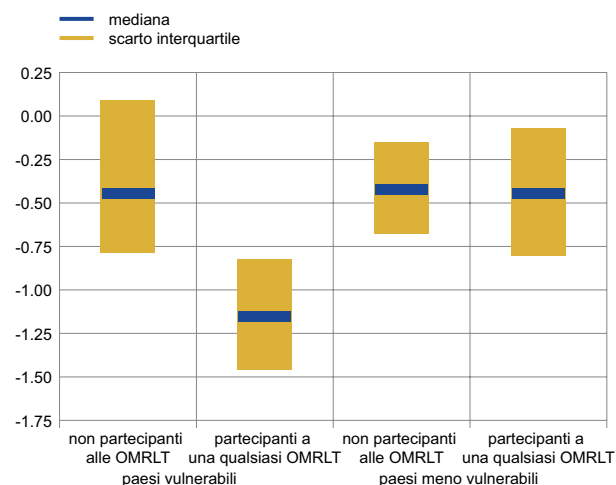
²¹ Si noti che questa formula semplificata per la determinazione del prezzo non può tradursi direttamente in singole misure dei costi di rifinanziamento, degli spread per il rischio e dei requisiti patrimoniali, sebbene per ciascuna di queste variabili siano disponibili diverse proxy. La scomposizione ha dunque scopo meramente illustrativo e perde validità con la scelta di una di queste proxy, che è soggetta a un elevato grado di incertezza.

²² Cfr. Altavilla C., Pagano M. e Simonelli, S., "Bank Exposures and Sovereign Stress Transmission", *CSEF Working Paper*, n. 410, 2015, e Acharya, V., Drechsler, I. e Schnabl, P., "A Pyrrhic Victory? Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk", *Journal of Finance*, vol. 69, n. 6, 2014, pagg. 2689-2739.

Figura 12

Variazioni dei tassi sui prestiti alle SNF

(punti percentuali)



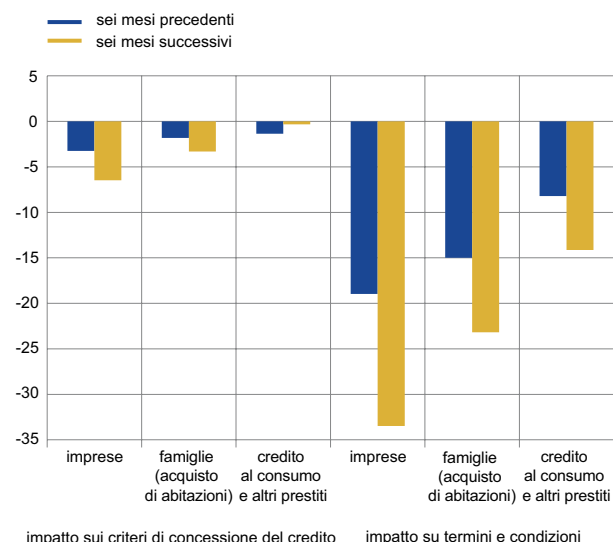
Fonte: BCE.

Note: la figura si riferisce al periodo da giugno 2014 a luglio 2015. Nei paesi "vulnerabili" il gruppo dei "non partecipanti alle OMRLT" comprende dieci banche e quello dei "partecipanti a una qualsiasi OMRLT" 49 banche. Per i paesi "meno vulnerabili" il gruppo dei "non partecipanti alle OMRLT" include 71 banche e quello dei "partecipanti a una qualsiasi OMRLT" 43 banche.

Figura 13

Impatto del PAA ampliato sulle condizioni di erogazione dei prestiti bancari secondo l'indagine di aprile 2015 sul credito bancario

(saldi percentuali dei partecipanti)



Fonte: BCE.

Note: i saldi percentuali consistono nella differenza tra la somma delle percentuali delle banche che hanno risposto "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" alla relativa domanda nell'indagine di aprile 2015 e la somma tra le percentuali delle risposte "hanno mostrato un moderato allentamento" e "hanno mostrato un notevole allentamento". I risultati sono calcolati come percentuale delle banche che non hanno risposto "non applicabile". Un valore positivo indica un irrigidimento netto, un valore negativo un allentamento netto.

l'ulteriore calo dei tassi del mercato monetario, passati in territorio negativo. Altra determinante alla base della flessione dei tassi sui prestiti è stata la contrazione della componente residua legata a "margini e altri fattori", specie nelle economie vulnerabili. Questo andamento è in linea con la finalità principale delle OMRLT, che consiste nel stimolare l'offerta di prestiti bancari e spingere così al ribasso i tassi sui prestiti allo scopo di attirare maggiore domanda, accrescere l'operatività e concorrere a una ripresa più vigorosa. Il contesto imprenditoriale più favorevole determinerà in ultima istanza un miglioramento della redditività delle banche.

Analizzando il ricorso delle banche alle OMRLT emerge uno stretto legame fra partecipazione alle operazioni e decisioni di prestito, soprattutto nei paesi vulnerabili. Le banche con sede in paesi vulnerabili che hanno preso parte ad almeno una delle prime quattro OMRLT hanno ridotto i tassi sui prestiti più di quante non hanno presentato richieste (cfr. figura 12). Anche i volumi di prestiti evidenziano la maggiore propensione al credito delle controparti.

Le politiche creditizie delle banche ubicate nei paesi meno vulnerabili non mostrano nessi significativi con la partecipazione alle OMRLT.

Qualche informazione sul potenziale del PAA di influenzare le decisioni di prestito delle banche emerge dalle risposte alle domande ad hoc incluse nell'indagine di aprile 2015 sul credito bancario nell'area dell'euro²³. La maggior parte delle banche dell'area ha segnalato l'impatto positivo del PAA su tutte le categorie di prestiti, specie per quanto riguarda termini e condizioni e, in misura inferiore, criteri di concessione del credito.

Circa il 5 per cento in termini netti riteneva probabile che nei sei mesi successivi si osservasse un impatto di allentamento sui criteri applicati ai prestiti alle imprese e ai mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (cfr. figura 13). Gli effetti favorevoli sul credito al consumo e sugli altri prestiti sarebbero più modesti. Una cospicua percentuale netta di intervistati ha attribuito al PAA un impatto favorevole su termini e condizioni per l'erogazione di prestiti alle imprese (-19 per cento), mutui residenziali (-15 per cento) nonché credito al consumo e altri

²³

Questi risultati provengono dall'indagine sul credito bancario di aprile 2015, il cui termine ultimo di partecipazione era fissato al 23 marzo. Le risposte rispecchiano pertanto le informazioni a disposizione degli intervistati in quel momento.

prestiti alle famiglie (-8 per cento). L'effetto si dovrebbe intensificare nel tempo per prestiti alle famiglie (-33 per cento), mutui residenziali (-23 per cento) nonché credito al consumo e altri prestiti alle famiglie (-14 per cento).

4 L'impatto sulla moneta

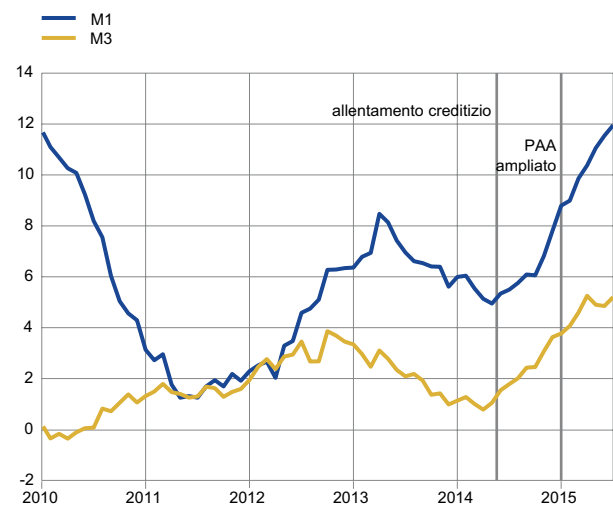
Il PAA si distingue da tutte le altre misure non convenzionali della BCE in quanto induce un aumento esogeno del volume di liquidità monetaria presente nell'economia. Secondo le intenzioni, le misure non convenzionali esaminate in questo articolo dovrebbero contribuire all'adempimento del mandato primario della BCE (ossia mantenere la stabilità dei prezzi nel medio termine) soprattutto attraverso un allentamento delle condizioni finanziarie per imprese e famiglie. Uno dei comportamenti che ci si attende da questi operatori economici in risposta a condizioni finanziarie più accomodanti è un maggiore indebitamento presso il sistema bancario, allo scopo di finanziare la spesa. L'espansione del credito che ne deriva induce un incremento dell'aggregato monetario ampio, poiché l'utilizzo dei prestiti avviene tipicamente mediante accrediti sul conto di deposito del prestatore (e, in ultima analisi, su quello del beneficiario della spesa del prestatore). In sostanza, tutte le misure non

convenzionali finiscono per incidere sulla creazione di moneta in senso lato. Difatti, le misure della crescita dell'aggregato monetario ampio registrano aumenti dall'attivazione del recente pacchetto di misure non convenzionali (cfr. figura 14). Nella maggior parte dei casi si tratta di un effetto indiretto che riflette la reazione endogena di banche, imprese e famiglie alle migliori condizioni finanziarie create dalla banca centrale. Il PAA presenta tuttavia una differenza sostanziale al riguardo. Come illustrato nella sezione 2, l'acquisto di titoli da parte dell'Eurosistema comporta sempre un incremento delle riserve detenute dalle IFM dell'area dell'euro presso l'Eurosistema stesso. Quando il venditore ultimo dei titoli è un intermediario diverso dalle IFM, alla crescita delle riserve presso la banca centrale corrisponde un aumento dei depositi del venditore presso l'ente creditizio che funge da intermediario nell'operazione. Vista l'unicità del PAA in tal senso, questa sezione analizza in dettaglio l'impatto del PAA sugli aggregati monetari.

Figura 14

Tassi di crescita sul periodo corrispondente di M1 e M3

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

Nota: le linee verticali indicano l'annuncio rispettivamente delle OMRLT (che segna l'avvio del pacchetto di allentamento creditizio) e del PAA.

4.1 Premesse teoriche

Gli acquisti condotti nel quadro del PAA esercitano due ordini di effetti sull'aggregato monetario ampio (M3): l'effetto diretto e meccanico dell'acquisto stesso e l'effetto indiretto connesso all'impiego della liquidità ottenuta. Nel primo caso, l'impatto su M3 dipende dal settore di appartenenza del venditore ultimo dei titoli all'Eurosistema.

Il PAA incide direttamente su M3 quando la controparte dell'acquisto proviene dal settore detentore di moneta dell'area dell'euro. Per i venditori appartenenti al settore detentore di moneta dell'area dell'euro (famiglie, SNF, compagnie di assicurazione e fondi pensione, altri intermediari finanziari e soggetti delle amministrazioni pubbliche diverse da quelle centrali), gli acquisti determinano innanzitutto un aumento diretto di uno a uno di M3²⁴. Nel caso dei venditori non residenti nell'area dell'euro, i depositi ricevuti non rientrano in M3 e, pertanto, non esercitano alcun impatto sull'aggregato per l'area dell'euro. Se la controparte è un ente creditizio o un fondo del mercato monetario dell'area (appartiene cioè al settore emittente di moneta dell'area), riceve riserve o depositi presso un'altra IFM; entrambi sono consolidati all'interno del settore delle IFM e non hanno alcuna ricaduta sull'aggregato M3 dell'area dell'euro²⁵.

Gli effetti indiretti del PAA su M3 scaturiscono dal ribilanciamento dei portafogli che, secondo le intenzioni, il programma dovrebbe indurre. Alcune delle operazioni di ricomposizione dei portafogli potrebbero dar luogo a deflussi dal settore detentore di moneta oppure verso strumenti non compresi in M3, finendo così per "distruggere" moneta. Per contro, il ribilanciamento dei portafogli attuato da soggetti non appartenenti al settore detentore di moneta potrebbe far affluire depositi verso tale settore, "creando" moneta. Si riportano di seguito alcuni esempi stilizzati di tali effetti indiretti.

La distruzione di moneta avviene laddove i detentori di moneta dell'area dell'euro acquistano attività da non residenti nell'area. I residenti nell'area dell'euro possono decidere di investire in attività detenute al di fuori della stessa, nel tentativo di diversificare i propri portafogli e ottenere remunerazioni più elevate di fronte ai bassi rendimenti nell'area dell'euro. Il regolamento di queste operazioni comporta uno spostamento di risorse da depositi di detentori di moneta dell'area, inclusi in M3, a depositi di non residenti; in questo modo si distrugge moneta.

Anche l'acquisto di passività delle IFM dell'area dell'euro non comprese in M3 da parte di detentori di moneta dell'area determina fenomeni di distruzione della moneta. Sebbene i depositi ricevuti a regolamento delle vendite di attività all'Eurosistema siano, quasi di certo, altamente liquidi e rientrino pertanto in M3, le controparti potrebbero poi decidere di acquistare dalle banche attività non incluse nell'aggregato ampio (come obbligazioni bancarie a lungo termine oppure azioni bancarie), al fine di ottenere rendimenti maggiori accrescendo l'esposizione al rischio di duration oppure ad altre tipologie di rischio. Anche qualora le passività bancarie rimanessero complessivamente invariate, il mutamento della loro composizione distruggerebbe moneta. Un effetto simile si verifica se i detentori di moneta dell'area dell'euro acquistano attività detenute da banche dell'area, quali obbligazioni governative e societarie, o rimborsano prestiti alle banche.

²⁴ Questo presuppone che i proventi della vendita siano versati su un conto di deposito bancario a breve termine, compreso in M3, come accade solitamente.

²⁵ Per la precisione esiste anche la possibilità che il venditore sia un'amministrazione centrale, appartenente al settore neutrale alla moneta. In tal caso le vendite non hanno un impatto diretto su M3. Poiché il PAA non può contemplare acquisti primari di debito pubblico, è improbabile che i casi di questo genere raggiungano importi rilevanti.

La moneta è creata quando IFM dell'area dell'euro o soggetti non residenti nell'area acquistano attività da detentori di moneta dell'area. Questi ultimi non sono i soli operatori economici impegnati in un ribilanciamento dei portafogli. Punteranno a una loro riottimizzazione sia i non residenti sia le IFM dell'area. A tale scopo potrebbero acquistare attività da altri soggetti non residenti o IFM dell'area dell'euro, il che non produrrebbe effetti sulla moneta M3 dell'area. Tuttavia, è probabile che parte del ribilanciamento consista nell'acquistare attività, ad esempio obbligazioni societarie o azioni, da detentori di moneta dell'area dell'euro (soprattutto perché questi ultimi saranno incentivati a emettere nuove attività alla luce dei minori costi di finanziamento)²⁶. Ci si attende che le banche finiscano per utilizzare parte delle riserve ottenute anche per erogare prestiti alle famiglie e alle imprese dell'area dell'euro. Tutte queste operazioni danno luogo a depositi intestati a detentori di moneta dell'area dell'euro e, pertanto, alla creazione di moneta.

4.2 Il contenuto informativo dell'aumento di M3

L'espansione di M3 connessa al PAA deriva principalmente da una variazione esogena dell'offerta di moneta; è quindi possibile ricavarne numerose informazioni sull'andamento futuro della spesa e dell'inflazione. In genere i movimenti dell'aggregato ampio forniscono indicazioni sull'evoluzione attuale e futura della spesa nell'economia, oltre a contenere segnali importanti sulla dinamica dell'inflazione in futuro. Non a caso, alla luce di questa considerazione, la strategia di politica monetaria della BCE comprende un pilastro a sé stante dedicato all'analisi degli andamenti monetari, al fine di individuare i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo termine. Le variazioni dell'aggregato ampio riconducibili a una maggiore domanda di attività monetarie hanno implicazioni più limitate per la futura dinamica dell'inflazione, poiché disponibilità monetarie più consistenti riflettono in realtà decisioni di portafoglio e, pertanto, non inducono né una ricomposizione dei portafogli né un incremento della spesa. Nel caso del PAA, però, l'espansione di M3 connessa al programma discende perlopiù da un aumento esogeno dei depositi bancari voluto dalla banca centrale.

Con la compressione dei rendimenti per effetto del PAA, la crescita di M3 determinata dal programma sarà in parte assorbita dalla maggiore domanda di moneta a fini di investimento, ma continuerà in misura sostanziale a esplicare i propri effetti macroeconomici e a fornire indicazioni sugli andamenti futuri di spesa e inflazione. Nel valutare le implicazioni dell'aumento di M3 indotto dal PAA per l'evoluzione futura dell'inflazione va considerato che il programma è teso innanzitutto a frenare i rendimenti su altre attività. A sua volta, questo riduce il costo opportunità di detenere moneta, stimolando la domanda degli operatori economici in tal senso. In un contesto già caratterizzato da bassi rendimenti, un ulteriore calo potrebbe causare un aumento sproporzionato della propensione degli operatori a detenere moneta. Ciò è dovuto al fatto che, per investire in attività non monetarie

²⁶ Occorre considerare che il settore bancario dell'area dell'euro non può, nel suo complesso, eliminare riserve attraverso operazioni di questo tipo. Tuttavia, il tentativo delle banche di cedere parte delle proprie riserve dà luogo a un aumento dei depositi detenuti dai soggetti non bancari. Per il settore nel suo insieme, quindi, la riottimizzazione dei portafogli avviene mediante l'espansione del bilancio e, di conseguenza, il graduale mutamento della sua composizione.

più sofisticate, i risparmiatori devono sopportare i costi fissi legati all'acquisizione di informazioni e competenze per la gestione di tali prodotti. L'onere rappresentato da questi costi risulta troppo elevato in presenza di una contenuta remunerazione eccedente. In sintesi, parte della moneta immessa nell'economia dalla banca centrale per vie esogene, attraverso il PAA, sarà assorbita dalla maggiore domanda di strumenti monetari da parte dei beneficiari, vanificando in parte il processo di reinvestimento e di spesa che produrrebbe effetti macroeconomici. In altre parole, nell'attuale contesto di rendimenti, l'espansione di M3 indotta dal PAA dovrebbe esercitare un impatto macroeconomico più modesto di quanto non accadrebbe, a parità di entità dell'intervento, in un quadro più tipico di tassi di interesse. L'effetto complessivo resta tuttavia chiaramente visibile, specie se si considera che la propensione a spendere incrementi "straordinari" dei saldi monetari risulterà con ogni probabilità maggiore nell'attuale contesto di rendimenti.

5 Conclusioni

Il presente articolo ha descritto l'impatto su moneta e credito delle ultime misure non convenzionali varate dalla BCE. Le evidenze empiriche indicano che tali politiche sono state efficaci nel migliorare le condizioni creditizie nell'area dell'euro, sostenendo l'attuale ripresa dell'attività di prestito.

Le OMRLT e il PAA hanno considerevolmente ridotto i rendimenti in un ampio ventaglio di segmenti dei mercati finanziari. Il finanziamento a lungo termine fornito alle banche attraverso le OMRLT e l'acquisto di attività a più lungo termine dei settori pubblico e privato nell'ambito del PAA hanno influito sui prezzi di una serie di attività, in misura perlopiù crescente all'aumentare della scadenza e della rischiosità.

La diminuzione dei rendimenti sulle obbligazioni bancarie, che rende meno onerosa per le banche la raccolta sul mercato allentando così il costo della provvista, ha favorito una maggiore propensione al prestito da parte delle banche. In pratica, eliminando l'illiquidità e i margini e differenziali di rendimento anormalmente elevati in un contesto di mercati malfunzionanti, si è creato un incentivo affinché le banche e gli altri prestatori trasmettessero il minor costo del finanziamento ai prenditori finali mediante flussi di credito più consistenti e migliori condizioni di prestito.

Nel complesso le misure non convenzionali hanno concorso al rafforzamento della trasmissione dell'accomodamento della politica monetaria affinché, tramite la catena di intermediazione, raggiungesse i prenditori finali, ossia famiglie e imprese. Questo contribuisce alla ripresa dell'attività economica e di prestito, che dovrebbe indurre un aggiustamento durevole dell'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine.

Gli effetti a breve termine sui conti pubblici delle riforme strutturali

La crisi economica e del debito sovrano ha rivelato notevoli lacune nella capacità di tenuta economica di vari paesi dell'area dell'euro, evidenziando una forte necessità di riforme strutturali. Nonostante i benefici a lungo termine delle riforme strutturali, la loro attuazione prima della crisi non era ottimale. In genere, la principale resistenza all'adozione e alla messa in atto di riforme di tipo strutturale si deve agli interessi di parte dei gruppi coinvolti nella società; oltre a questo, i possibili costi economici e di bilancio a breve termine delle riforme strutturali sono talvolta addotti come ulteriore motivo per il rinvio della loro attuazione, suggerendo un trade-off nel breve periodo tra risanamento dei conti pubblici e riforme. La comunicazione pubblicata dalla Commissione europea sul migliore utilizzo della flessibilità consentita dalle norme vigenti del Patto di stabilità e crescita (PSC)¹ segue questa logica e prevede un margine di tolleranza per i costi diretti di bilancio a breve termine delle riforme, concedendo agli Stati membri dell'Unione europea (UE) impegnati nell'adozione di riforme strutturali di ritardare l'aggiustamento delle finanze pubbliche rispetto al parametro di riferimento stabilito nel PSC. Questo articolo passa in rassegna le evidenze degli effetti a breve termine delle riforme strutturali, data l'importanza che tali effetti possono acquisire nell'applicazione del PSC. La loro quantificazione è caratterizzata da incertezza e dipende da un cospicuo numero di ipotesi. Detto ciò, non molte riforme strutturali sembrano avere costi di bilancio a breve termine diretti, tra cui le riforme "sistemiche" delle pensioni sono l'esempio di maggior rilievo. Questo indica che la clausola sulle riforme strutturali dovrebbe essere applicata con cautela. In particolare, è importante che le ipotesi alla base della decisione di applicare tale clausola siano enunciate in modo chiaro e trasparente, il che garantirà tra l'altro un'applicazione coerente nel tempo e tra paesi.

1 Introduzione

La crisi economica e del debito sovrano ha reso più urgente la necessità di attuare riforme strutturali in diversi paesi dell'area dell'euro. Ampi squilibri di bilancio, la debole competitività esterna, un settore finanziario a elevato coefficiente di leva, famiglie indebitate e scarsa produttività hanno influito negativamente sulla capacità dell'area di far fronte al deterioramento dell'attività economica provocato dalla crisi finanziaria. La crisi ha fatto affiorare le profonde radici degli squilibri di bilancio e, in alcuni paesi, ha svelato inefficienze più sostanziali del settore

¹ Comunicazione COM(2015) 12 final della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo, al Comitato delle regioni e alla Banca europea per gli investimenti, del 13 gennaio 2015, Sfruttare al meglio la flessibilità consentita dalle norme vigenti del Patto di stabilità e crescita.

pubblico. La debole tenuta di molte economie dell'area è altresì da imputare, in una certa misura, a interventi di riforma insufficienti durante il periodo pre-crisi².

Fattori di natura economica e politica sono spesso ritenuti di ostacolo all'adozione e all'attuazione di riforme strutturali. In genere, la principale resistenza alla messa in atto di riforme di tipo strutturale si deve agli interessi di parte dei gruppi coinvolti nella società. Anche i possibili costi (economici e di bilancio) transitori di queste riforme sono talvolta annoverati tra i fattori all'origine della resistenza politica a riformare. Questo è aggravato dal fatto che i governi hanno un orizzonte temporale di solito troppo breve per trarre un vantaggio politico dai benefici delle riforme strutturali nel lungo periodo e potrebbero dunque non essere disposti a tollerare i possibili costi di tali riforme nel breve termine.

La comunicazione della Commissione europea sul migliore utilizzo della flessibilità consentita dalle norme vigenti del PSC ha attribuito maggiore rilievo ai possibili costi di bilancio a breve termine delle riforme strutturali. La clausola sulle riforme strutturali del PSC è stata introdotta nel 2005, anche se nei successivi dieci anni è stata invocata da alcuni Stati membri solo per le riforme "sistemiche" delle pensioni. Al fine di favorire l'adozione e la messa in atto di riforme di tipo strutturale, la comunicazione ha conferito maggiore importanza alla clausola che consente agli Stati membri impegnati nell'attuazione di riforme strutturali di ritardare l'aggiustamento dei conti pubblici rispetto al parametro di riferimento prescritto dal PSC, compensando in tal modo i potenziali costi economici e di bilancio a breve termine delle riforme.

Dato che solo poche tipologie di riforme strutturali potrebbero effettivamente comportare costi di bilancio a breve termine, la flessibilità concessa dal PSC deve essere applicata con cautela per evitare il rischio di un uso inappropriato.

Questo articolo passa in rassegna i canali attraverso i quali le riforme strutturali influiscono sull'economia e sulle finanze pubbliche e affronta le principali questioni relative alla valutazione dei loro effetti. Le riforme strutturali comprendono provvedimenti sul piano delle politiche volti ad aumentare l'efficienza e la competitività dell'economia, con conseguenze positive per la sostenibilità di bilancio a lungo termine. Le riforme del mercato del lavoro e del mercato dei beni e servizi, nonché le riforme sistemiche delle pensioni che favoriscono la sostenibilità dei conti pubblici a lungo termine, sono esempi tipici di riforme strutturali. Le riforme strutturali riguardanti la finanza pubblica producono, in genere, vantaggi sia a breve sia a lungo termine, mentre i costi di bilancio a breve termine sono circoscritti a pochi esempi (cfr. riquadro 1). Questo articolo rileva che, con la importante eccezione delle riforme sistemiche delle pensioni, nessun significativo costo di bilancio a breve termine è solitamente connesso a riforme di tipo strutturale. Laddove sussistano costi di questo genere, la loro quantificazione risulta spesso incerta e, in larga parte, è frutto di giudizi discrezionali. Questo è in linea con il riscontro di studi precedenti, in base ai quali, sebbene alcune riforme possano presentare costi di bilancio a breve termine, tali costi appaiono piuttosto contenuti e le evidenze non sono sempre statisticamente

² Cfr. Leiner-Killinger, N., Lopéz Pérez, V., Stiegert, R. e Vitale, G., "Structural reforms in EMU and the role of monetary policy: a survey of the literature", *Occasional Paper Series*, n. 66, BCE, luglio 2007. Questo studio sottolinea che si sono compiuti progressi insufficienti in termini di attuazione delle riforme strutturali tra l'inizio dell'Unione economica e monetaria e il 2007.

significative³. Se ne desume che la clausola sulle riforme strutturali del PSC dovrebbe essere applicata con cautela. In particolare, è importante che le ipotesi alla base della decisione di applicare tale clausola siano enunciate in modo chiaro e trasparente, il che garantirà tra l'altro un'applicazione coerente nel tempo e tra paesi. In generale, tuttavia, il dibattito sulle politiche dovrebbe concentrarsi sulla ricerca di soluzioni migliori per incentivare l'adozione e l'attuazione di riforme strutturali. La sezione 2 riassume le disposizioni relative alle riforme strutturali previste dal PSC, compresa la recente comunicazione della Commissione europea. La sezione 3 fornisce una descrizione qualitativa dei principali canali attraverso i quali tali riforme potrebbero incidere sulla finanza pubblica nel breve periodo, direttamente oppure indirettamente tramite il loro impatto sugli aggregati macroeconomici. La sezione 4 esamina le difficoltà di quantificare tali effetti in modo preciso e affidabile per l'uso nel contesto del quadro di riferimento dell'UE per la sorveglianza dei conti pubblici. La sezione 5 conclude.

2 Le riforme strutturali nell'ambito del Patto di stabilità e crescita

La riforma del 2005 del PSC aveva lo scopo di rafforzare l'orientamento del Patto verso la crescita e di tenere in maggior conto le circostanze economiche specifiche a livello di paese⁴. La clausola sulle riforme strutturali introdotta nell'ambito del braccio preventivo del PSC nel 2005 attribuisce particolare attenzione alla messa in atto di riforme strutturali nell'applicazione del quadro. In particolare, gli Stati membri possono deviare temporaneamente dall'obiettivo di bilancio a medio termine (OMT) o dal percorso di avvicinamento ad esso nell'attuazione di "importanti riforme strutturali idonee a generare benefici di bilancio diretti a lungo termine, anche incrementando il potenziale di crescita sostenibile, e che pertanto abbiano un impatto quantificabile sulla sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche" (articolo 5 del Regolamento (CE) n. 1466/97)⁵. L'intento è quello di evitare che riforme strutturali con elevati costi di bilancio a breve termine, ma con cospicui benefici a lungo termine per la sostenibilità dei conti pubblici, non siano attuate per via del rischio di violazione del quadro. Fatte salve le cosiddette riforme sistemiche delle pensioni (cfr. nel prosieguo), il regolamento non stabilisce alcun legame diretto tra l'entità dei costi a breve termine delle riforme e la deviazione dall'obiettivo a medio termine consentita.

Le riforme sistemiche delle pensioni sono oggetto di particolare attenzione nelle disposizioni previste dal PSC che disciplinano le riforme strutturali. Le riforme sistemiche delle pensioni introducono un sistema multipilastro comprendente un pilastro privato finanziato mediante un sistema interamente a capitalizzazione. Tali riforme hanno un'incidenza negativa diretta e immediata sul disavanzo delle

³ Cfr. Deroose, S. e Turrini, A., "The short-term budgetary implications of structural reforms: evidence from a panel of EU countries", *CEPR Discussion Papers*, n. 5217, 2005.

⁴ Cfr., ad esempio, Morris, R., Ongena, H. e Schuknecht, L., "The reform and implementation of the Stability and Growth Pact", *Occasional Paper Series*, n. 47, BCE, giugno 2006.

⁵ Regolamento (CE) n. 1466/97 del Consiglio, del 7 luglio 1997, per il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche.

pubbliche amministrazioni, poiché parte dei contributi previdenziali del pilastro a gestione pubblica viene trasferita a un fondo pensione privato finanziato interamente a capitalizzazione che è classificato al di fuori del settore delle pubbliche amministrazioni. Nel corso del tempo si concretizzano effetti positivi sul bilancio, giacché parte delle pensioni e di altre prestazioni previdenziali sarà versata, stando alla riforma, dal regime pensionistico finanziato interamente a capitalizzazione con una riduzione corrispondente della spesa pubblica per le pensioni. La deviazione dall'OMT consentita rifletterà solo il costo netto diretto della riforma ma dovrebbe rimanere temporanea, e occorre mantenere un adeguato margine di sicurezza rispetto al valore di riferimento, pari al 3 per cento del PIL, per il disavanzo. La riforma del 2005 ha introdotto altresì delle modifiche al braccio correttivo del PSC, imponendo di tenere in debita considerazione l'attuazione di riforme sistemiche delle pensioni nella valutazione dell'osservanza del criterio del disavanzo e del debito e nelle fasi successive della procedura per i disavanzi eccessivi (PDE) (articolo 2 del Regolamento (CE) n. 1467/97)⁶. Nello specifico, all'avvio e alla revoca di PDE basate sul criterio del disavanzo, la relativa valutazione dei dati di disavanzo deve tenere conto dei costi netti delle riforme sistemiche delle pensioni, che devono essere verificati da Eurostat. Questo implica un margine di deviazione dal valore di riferimento per il disavanzo fintantoché l'eccedenza è pienamente giustificata dai costi di riforma e il disavanzo rimane prossimo al valore di riferimento⁷.

La clausola sulle riforme strutturali è stata applicata soltanto in pochi casi e in relazione alle sole riforme sistemiche delle pensioni. Nel quadro del braccio correttivo, la PDE per la Lituania è stata revocata nel 2013 tenendo conto del costo netto della riforma sistemica delle pensioni del 2012, la quale giustificava il fatto che nel 2012 il disavanzo delle amministrazioni pubbliche superasse dello 0,2 per cento del PIL il valore di riferimento del 3 per cento imposto dal Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE). In maniera analoga, la PDE per la Polonia è stata revocata all'inizio del 2015, sulla base dei dati convalidati per il 2014, con un anno di anticipo sulla scadenza fissata nella raccomandazione del Consiglio del 2013⁸, poiché l'eccedenza residua del disavanzo delle amministrazioni pubbliche rispetto al valore di riferimento imposto dal TFUE era riconducibile al costo netto di una precedente riforma pensionistica. Nel quadro del braccio preventivo, la Lettonia ha beneficiato della clausola sulla riforma delle pensioni nel 2013 e le sono stati concessi tre anni di deviazione dall'OMT.

In gennaio 2015 la portata della clausola sulle riforme strutturali è stata ampliata dalla comunicazione della Commissione europea sul migliore utilizzo della flessibilità consentita dalle norme vigenti del PSC. Per promuovere ulteriormente l'azione di riforma degli Stati membri entro il quadro esistente, ai paesi nell'ambito

⁶ Regolamento (CE) n. 1467/97 del Consiglio, del 7 luglio 1997, per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi.

⁷ Le modalità di considerazione del costo netto delle riforme sistemiche delle pensioni nel quadro della PDE sono state riviste nel 2011. Mentre la riforma del 2005 del PSC prevedeva un calo progressivo del margine di tolleranza nell'arco di un orizzonte temporale di cinque anni, la riforma del 2011 del PSC ha rimosso tale vincolo temporale ma ha introdotto la condizione di un rapporto debito pubblico/PIL inferiore al 60 per cento del PIL.

⁸ Cfr. inoltre la Raccomandazione COM(2013) 393 final di Raccomandazione del Consiglio intesa a far cessare la situazione di disavanzo pubblico eccessivo in Polonia, che fissa la scadenza per la correzione della PDE al 2015.

del braccio preventivo è stata concessa una deviazione temporanea dall'obiettivo di bilancio a medio termine, o dal percorso di avvicinamento ad esso, fino allo 0,5 per cento del PIL, a prescindere dal costo effettivo della riforma, in caso di attuazione di una serie più ampia di importanti riforme strutturali o pacchetti di riforme, a patto che si preservi un margine di sicurezza rispetto al valore di riferimento per il disavanzo. La comunicazione della Commissione europea conferma altresì che l'attuazione di riforme strutturali sarà considerata un fattore significativo nell'ambito della PDE. In assenza di un solido schema metodologico per stimare gli effetti sul bilancio delle riforme strutturali, la Commissione valuta l'ammissibilità ai fini della clausola sulle riforme strutturali in base a un apposito piano di riforme, presentato dallo Stato membro in primavera in occasione dell'aggiornamento annuale dei programmi di stabilità e di convergenza. Il programma deve riportare informazioni dettagliate e verificabili e un calendario credibile di adozione ed esecuzione della(e) riforma(e) prevista(e). Tuttavia, diversamente da quanto previsto dal codice di condotta del PSC⁹, la comunicazione della Commissione dispone che si possa anche tener conto di piani di riforme ex ante (a differenza delle riforme già attuate) nel concedere la deviazione temporanea dall'OMT o dal percorso di avvicinamento ad esso¹⁰.

Diversi paesi stanno beneficiando della maggiore flessibilità nell'ambito del PSC. In marzo 2015 l'impegno verso l'attuazione di riforme strutturali è stato reputato un fattore significativo ai fini della concessione alla Francia di un'estensione della scadenza della rispettiva PDE pari a due anni, anziché un anno come di norma previsto¹¹. Al contempo, nel valutare se avviare o meno una procedura per i disavanzi eccessivi per Italia e Belgio sulla base del criterio del debito, ai sensi dell'articolo 126, paragrafo 3, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, la Commissione europea ha considerato nelle sue relazioni che l'attuazione di riforme strutturali era uno dei fattori significativi a giustificazione della scelta di non avviare una PDE. Inoltre, nel quadro del braccio preventivo, all'Italia è stato concesso un margine complessivo dello 0,4 per cento del PIL per la deviazione dal percorso di aggiustamento verso l'OMT nel 2016, in ragione del piano di riforme strutturali presentato dalle autorità italiane recante una valutazione quantitativa dei costi di bilancio a breve termine delle riforme strutturali pari allo 0,2 per cento del PIL¹².

Questa flessibilità deve essere utilizzata con cautela per preservare la sostenibilità di bilancio e applicare in modo credibile le disposizioni del PSC.

La possibilità di applicare le disposizioni sulla flessibilità anche in riferimento a piani di riforme ex ante (a differenza delle riforme già efficacemente attuate) rischia di essere controproducente. Assicurare che i piani ex ante siano varati con efficacia necessita di un controllo continuo del processo di attuazione (cfr. anche la sezione

⁹ Le specifiche sull'applicazione del Patto di stabilità e crescita e le linee guida sulla forma e sul contenuto dei programmi di stabilità e di convergenza, a cura della Commissione europea, sono disponibili all'indirizzo http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/coc/code_of_conduct_en.pdf.

¹⁰ Cfr. il riquadro Flessibilità nell'ambito del Patto di stabilità e crescita nel numero 1/2015 di questo Bollettino.

¹¹ La Commissione europea già nel 2013 aveva sottolineato la necessità di attuare riforme strutturali, in particolare nel contesto della procedura per gli squilibri macroeconomici, in occasione della proroga di due anni concessa a Francia, Slovenia e Spagna per le scadenze delle rispettive PDE.

¹² Cfr. l'aggiornamento del Programma di stabilità dell'Italia per il 2015 all'indirizzo http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2015/sp2015_italy_it.pdf.

4) e di un intervento tempestivo in caso di assenza di risultati¹³, per evitare che i paesi abbiano motivo di ritardare o persino arretrare nell'esecuzione dei piani una volta concessa la flessibilità di bilancio. La possibilità di rinviare l'aggiustamento verso l'OMT, senza alcuna compensazione per la deviazione iniziale, ritarderebbe ulteriormente il conseguimento dell'obiettivo e contribuirebbe a renderlo un "obiettivo che si sposta nel tempo" anziché un punto fermo per la programmazione di bilancio¹⁴. Infine, e questo è il tema centrale del presente articolo, un'adeguata applicazione delle disposizioni sulle riforme strutturali richiede una valutazione chiara e trasparente dei costi di bilancio a breve termine di tali riforme. Si tratta di un aspetto importante, poiché la portata di tale valutazione è stata recentemente ampliata per interessare una vasta serie di riforme. Sinora non è stata sviluppata alcuna metodologia comune condivisa e si è adottato un approccio qualitativo per valutare l'impatto delle riforme strutturali.

3 Gli effetti delle riforme strutturali: un esame dei principali canali

Le riforme strutturali hanno effetti a lungo termine positivi sulla crescita del prodotto, sull'occupazione e sulla sostenibilità delle finanze pubbliche. Questi effetti favorevoli sono ampiamente documentati nella letteratura e forniscono la base per le raccomandazioni specifiche indirizzate periodicamente dalla Commissione europea e dall'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) ai rispettivi paesi membri. Ad esempio, le riforme atte a liberalizzare i mercati dei beni e servizi e a migliorare il contesto in cui operano le imprese stimolano l'occupazione e gli investimenti, e in ultima istanza favoriscono la produttività totale dei fattori, supportando indirettamente la sostenibilità di bilancio a lungo termine. Una maggiore flessibilità del mercato del lavoro riduce la disoccupazione strutturale tramite, tra l'altro, il potenziamento della mobilità del lavoro sia tra paesi sia al loro interno¹⁵. Le riforme sistemiche delle pensioni che diversificano la fonte del reddito pensionistico e alleggeriscono l'onere sui conti pubblici sono positive per la sostenibilità di bilancio a lungo termine nelle società interessate dall'invecchiamento demografico.

Le implicazioni di bilancio a breve termine delle riforme strutturali sono state esaminate in maniera meno approfondita¹⁶, ma sono divenute un aspetto di rilievo nell'applicazione delle disposizioni del PSC in materia di riforme strutturali. Le riforme di tipo strutturale possono incidere sull'economia attraverso molteplici canali. Per quanto riguarda le finanze pubbliche, gli effetti delle riforme

¹³ La comunicazione della Commissione europea (op. cit. nota 1) chiarisce che "se lo Stato membro non attuerà le riforme concordate, la deviazione temporanea dall'obiettivo a medio termine o dal percorso di avvicinamento ad esso non sarà più considerata giustificata".

¹⁴ Cfr. il riquadro *L'efficacia dell'obiettivo di medio termine per ancorare le politiche di bilancio* nel numero 4/2015 di questo Bollettino.

¹⁵ Per un'analisi approfondita dei canali attraverso i quali le riforme del mercato del lavoro e del mercato dei beni e servizi influiscono sull'economia, cfr. l'articolo *Progressi e possibile impatto delle riforme strutturali nell'area dell'euro* nel numero 2/2015 di questo Bollettino.

¹⁶ Cfr. anche Caldera Sanchez, A., de Serres, A. e Yashiro, N., "Reforming in a difficult macro context: what should be the priority?", *OECD Economics Department Working Papers*, OCSE (di prossima pubblicazione).

strutturali possono essere diretti (ad esempio una maggiore spesa connessa alle politiche attive per il mercato del lavoro) o indiretti tramite variazioni indotte nelle condizioni macroeconomiche sottostanti (ad esempio minori entrate dovute alle temporanee contrazioni dei salari nominali). Questa sezione fornisce un esame qualitativo dei principali canali attraverso i quali le riforme strutturali discusse in questo articolo influiscono sui conti pubblici e sull'economia nel breve periodo. In ciascuna sottosezione, una tavola riassume gli interventi di riforma più importanti e i rispettivi effetti a breve termine sul bilancio, sia diretti che indiretti. Si tratta di una valutazione puramente qualitativa basata sull'assunto che, in caso di variazione di uno strumento, tutti gli altri permangano invariati.

3.1 Riforme del mercato del lavoro e del mercato dei beni e servizi

Le diverse riforme del mercato del lavoro possono variare in base al loro impatto a breve termine diretto sul bilancio, benché in molti casi sia arduo determinarne gli effetti netti. Le riforme del mercato del lavoro sono motivate, in larga misura, dalla necessità di stimolare l'occupazione, incrementare i consumi privati e rafforzare la crescita, portando in tal modo a maggiori entrate pubbliche e a minori uscite connesse alla disoccupazione. Alcune misure, ad esempio l'aumento dei fondi pubblici destinati alle politiche attive per il mercato del lavoro o a riforme che possono comportare un incremento temporaneo della disoccupazione, potrebbero causare un deterioramento del saldo di bilancio nel breve termine. Tali costi sono controbilanciati dall'effetto positivo delle politiche attive per il mercato del lavoro sull'occupazione e sulla produttività del lavoro, che favoriscono anch'esse le entrate pubbliche nel medio e lungo periodo.

Le riforme dei meccanismi di fissazione dei salari hanno effetti incerti a breve termine sul saldo di bilancio. Le riforme volte a decentralizzare il sistema di contrattazione salariale o ad abbassare i salari minimi producono, di solito, effetti di moderazione salariale, che potrebbero ridurre le entrate derivanti dalle imposte sul lavoro. Al contempo, le contrazioni dei salari minimi incidono anche sui dipendenti del settore pubblico poiché comportano una minore spesa dell'amministrazione pubblica in veste di datore di lavoro, cosicché l'effetto netto sul saldo di bilancio di questo tipo di intervento risulta incerto a priori. Si possono attendere esiti analoghi dall'alleggerimento della legislazione in materia di tutela del posto di lavoro; inoltre, l'allentamento dei vincoli di tutela potrebbe generare un temporaneo aumento della disoccupazione per via delle condizioni di licenziamento meno restrittive durante le fasi di rallentamento economico, con una conseguente erosione del potere di acquisto delle famiglie. Nonostante ciò, una legislazione meno stringente sulla tutela del posto di lavoro e una maggiore decentralizzazione dei meccanismi di contrattazione salariale possono sostenere l'aggiustamento del mercato del lavoro e favorire la creazione di nuovi impieghi.

La riforma dei sussidi di disoccupazione presenta effetti diretti a breve termine positivi sulle finanze pubbliche, mentre gli effetti indiretti dipendono dalla dinamica occupazionale. Ad esempio, le misure volte a contenere la generosità dei sussidi hanno effetti positivi poiché riducono la spesa pubblica connessa alla disoccupazione. Inoltre, diminuendo il salario di riserva dei lavoratori, l'abbassamento dei

sussidi può rafforzare la propensione del disoccupato a cercare un impiego. In maniera analoga, le misure volte a moderare la portata di attribuzione dei sussidi producono un calo della spesa pubblica. Se il processo di ricerca e incontro fra domanda e offerta è efficace, i posti di lavoro disponibili saranno occupati più velocemente, dando così impulso a occupazione, consumi ed entrate pubbliche nette. A tale proposito, il riquadro 2 valuta le riforme del mercato del lavoro in Germania e i relativi effetti.

Tavola 1

Effetti a breve termine sui conti pubblici delle riforme del mercato del lavoro e del mercato dei beni e servizi

Principali tipologie di interventi di riforma	Effetto diretto sui conti pubblici	Effetto indiretto sui conti pubblici tramite l'impatto su:		
		Occupazione	Investimenti	Consumi
RIFORMA DEL MERCATO DEL LAVORO				
Decentralizzazione del meccanismo di contrattazione salariale collettiva e riduzione dei salari minimi	?	?		?
Alleggerimento della legislazione in materia di tutela del posto di lavoro	?	?		?
Riforma dei sussidi di disoccupazione (ad es. moderazione della generosità, riduzione della portata dei sussidi, condizioni più rigorose)	+	?		?
Aumento della spesa destinata alle politiche attive per il mercato del lavoro	-	+		+
RIFORMA DEL MERCATO DEI BENI E SERVIZI				
Introduzione di riforme che potenziano l'efficienza e la produttività (compresi ricerca e sviluppo)			+	
Allentamento dei vincoli normativi alla concorrenza		?	+	?
Alleggerimento della burocrazia (settore pubblico)	+		+	
Aumento dell'accesso al finanziamento			+	

Note: la tavola 1 mostra gli effetti a breve termine diretti e/o indiretti delle riforme strutturali sul saldo di bilancio attingendo ai risultati della letteratura. Gli effetti indiretti sui conti pubblici si producono tramite l'impatto delle riforme sui principali aggregati macroeconomici. Il simbolo "+" indica un effetto a breve termine positivo sul saldo di bilancio che sia diretto (seconda colonna) o indiretto (ultime tre colonne). Il simbolo "-" indica gli effetti negativi. Laddove il segno o l'incidenza di tali effetti siano incerti, si utilizza il simbolo "?". Le caselle vuote indicano che non ci si aspetta alcun impatto a breve termine della riforma sulla variabile interessata.

Le riforme del mercato dei beni e servizi rafforzano gli investimenti e, in alcuni casi, producono effetti positivi sul saldo di bilancio.

Le riforme che favoriscono l'accesso al finanziamento consentono un'allocatione efficiente delle risorse, pur salvaguardando la stabilità finanziaria. Tali riforme, di per sé, non hanno necessariamente un impatto diretto sul bilancio nel breve periodo, tuttavia rafforzerebbero la crescita e le entrate pubbliche a più lungo termine. Le riforme volte a potenziare l'efficienza e la produttività delle imprese (come gli interventi che migliorano il contesto in cui queste operano) e tese a ridurre le barriere normative in materia di concorrenza non hanno, in genere, effetti diretti sul bilancio. Se l'allentamento dei vincoli normativi alla concorrenza incoraggia la riallocazione delle risorse e potrebbe costringere alcune imprese meno produttive a chiudere i battenti, provocando un calo occupazionale, tale allentamento stimolerà la creazione di nuove imprese e l'aumento della competitività. Nel medio e lungo periodo, tutte queste misure spingono gli investimenti e rafforzano la produttività totale dei fattori e la crescita, incrementando in tal modo le entrate pubbliche. Le riforme che alleggeriscono la burocrazia procurano un vantaggio immediato all'attività del settore privato e possono quindi apportare effetti positivi sul bilancio.

3.2

Riforme dei sistemi pensionistici e dell'assistenza sanitaria

Le riforme dei regimi pensionistici, ad eccezione delle riforme sistemiche delle pensioni che introducono un pilastro privato, possono generare risparmi di bilancio a breve termine e alcune di esse possono conferire vigore all'occupazione. Le riforme che allentano la pressione a lungo termine esercitata sui conti pubblici dall'invecchiamento demografico sono state tra le priorità di

intervento di svariati paesi UE nel corso dell'ultimo decennio¹⁷. Dato che alcune riforme comportano una riduzione dei trattamenti pensionistici da liquidare in futuro ai lavoratori che stanno entrando nelle forze di lavoro, le riforme pensionistiche implicano un delicato compromesso tra considerazioni sulla sostenibilità di bilancio e adeguatezza della pensioni, specie per le fasce a basso reddito. Per questo motivo, la maggioranza dei paesi tende a proteggere i lavoratori a più basso reddito dalla riduzione dei trattamenti¹⁸. La tavola 2 prende in esame le riforme che aumentano la sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche e l'accessibilità finanziaria dei trattamenti pensionistici, riassume gli interventi di riforma più importanti e fornisce una valutazione qualitativa dei loro effetti a breve termine.

Tavola 2

Impatto a breve termine sui conti pubblici delle riforme dei sistemi pensionistici e dell'assistenza sanitaria

Principali tipologie di interventi di riforma	Effetto diretto sui conti pubblici	Effetto indiretto sui conti pubblici tramite l'impatto su:		
		Occupazione	Investimenti	Consumi
AUMENTO DEGLI INCENTIVI AL LAVORO				
Innalzamento dell'età pensionabile e/o dissuasione dal pensionamento anticipato	+	+		
Equiparazione dell'età pensionabile tra uomini e donne	+	+		
AUMENTO DELLA SOSTENIBILITÀ FINANZIARIA				
Indicizzazione dei contributi o dell'età di pensionamento all'aspettativa di vita	+			-
Incremento dei contributi privati agli schemi pensionistici a capitalizzazione	+			-
Riduzione dei trattamenti pensionistici (ad es. limiti all'indicizzazione delle pensioni, riduzione del tasso di sostituzione della pensione)	+			-
AUMENTO DELLA DIVERSIFICAZIONE DELLE FONTI DI REDDITO				
Introduzione del sistema pensionistico di secondo pilastro (riforma sistemica delle pensioni)	+			
Transizione dal finanziamento a benefici definiti a quello a contribuzione definita	+			
MIGLIORAMENTO DELLA QUALITÀ E DELL'EFFICIENZA DEI SERVIZI DI ASSISTENZA SANITARIA				
Applicazione di un massimale alla spesa per l'assistenza sanitaria (ad es. prodotti farmaceutici, salari)	+			
Attuazione di riforme a livello di governance (processo decisionale, gestione dirigenziale, sistemi di attribuzione dei contratti)	+			
Fornitura di servizi più efficiente (uso meno oneroso di medicinali, maggiore efficienza degli ospedali, meccanismo di ripartizione dei costi)	+			

Note: la tavola 2 mostra gli effetti a breve termine diretti e/o indiretti delle riforme strutturali sul saldo di bilancio attingendo ai risultati della letteratura. Gli effetti indiretti sui conti pubblici si producono tramite l'impatto delle riforme sui principali aggregati macroeconomici. Il simbolo "+" indica un effetto a breve termine positivo sul saldo di bilancio che sia diretto (seconda colonna) o indiretto (ultime tre colonne). Il simbolo "-" indica gli effetti negativi. Laddove il segno o l'incidenza di tali effetti siano incerti, si utilizza il simbolo "?". Le caselle vuote indicano che non ci si aspetta alcun impatto a breve termine della riforma sulla variabile interessata.

L'innalzamento dell'età pensionabile effettiva e la revoca delle opzioni di pensionamento anticipato hanno effetti positivi sull'occupazione e riducono la spesa pubblica per le pensioni. Questo tipo di riforme aumenterebbe il tasso di partecipazione alle forze di lavoro dei lavoratori più anziani¹⁹. Tuttavia, se tali riforme

¹⁷ Ogni tre anni la Commissione europea, in collaborazione con il gruppo di lavoro sugli effetti dell'invecchiamento del Comitato di politica economica, elabora l'Ageing Report, che contiene le proiezioni a lungo termine dell'impatto esercitato sui conti pubblici dall'invecchiamento della popolazione per i 28 Stati membri dell'UE e la Norvegia. Il rapporto per il periodo 2013-2060 è stato pubblicato nel 2015. Per un'analisi approfondita dei fattori che determinano le revisioni della spesa pubblica per le pensioni rispetto ai dati dell'Ageing Report del 2012, cfr. il riquadro Rapporto del 2015 sull'invecchiamento della popolazione: i costi dell'invecchiamento demografico in Europa nel numero 4/2015 di questo Bollettino.

¹⁸ Le riforme pensionistiche perseguono anche altri obiettivi (ad esempio un'adeguata copertura dei lavoratori mediante sia schemi obbligatori sia schemi volontari e congrui trattamenti pensionistici), che non rientrano nell'ambito di analisi del presente articolo.

¹⁹ Viene spesso ritenuto che le opzioni di pensionamento anticipato forniscano opportunità di lavoro per i giovani disoccupati. Tuttavia (come discusso in Jouten, A., Lefèbvre, M., Perelman, S. e Pestieau, P., "The effects of early retirement on youth unemployment: the case of Belgium", *IMF Working Papers*, n. 08/30, FMI, febbraio 2008, l'evidenza empirica indica al massimo un debole legame fra prepensionamenti e attività dei giovani. Nel caso del Belgio, gli autori riscontrano un legame negativo tra la disoccupazione giovanile e il prepensionamento, mostrando che sia il tasso di attività dei lavoratori giovani sia quello dei lavoratori anziani sono sensibili al ciclo economico.

sono introdotte gradualmente nel tempo (ossia, salvaguardando diritti acquisiti), come accade di solito, gli effetti positivi sul bilancio in termini di un minor numero di beneficiari di prestazioni pensionistiche si concretizzerebbero solo nel medio e lungo periodo. In modo analogo, l'impatto a breve termine sui consumi e sugli investimenti sarebbe trascurabile. Le misure volte a contenere la generosità dei trattamenti pensionistici (ad esempio la soppressione o riduzione dei meccanismi di indicizzazione e/o le variazioni al salario di riferimento usato per il calcolo dei trattamenti) producono effetti positivi più immediati sui conti pubblici. Per controbilanciare l'impatto della crescente aspettativa di vita sulla spesa per le pensioni, si prevede anche di collegare i contributi o l'età di pensionamento a un indice di aspettativa di vita. In tal caso, gli effetti negativi sui consumi si concretizzerebbero solo nella misura in cui gli operatori si attendessero variazioni nel reddito percepito nell'arco dell'intera vita.

Il passaggio da un meccanismo a benefici definiti a un meccanismo a contribuzione definita è stato al centro di diverse riforme nel corso degli ultimi anni.

In un sistema a contribuzione definita, i trattamenti pensionistici futuri sono legati all'ammontare dei contributi versati da un individuo e ai rendimenti generati dal loro investimento. Questo rafforza la sostenibilità a lungo termine del sistema pensionistico, mentre gli effetti positivi a breve termine sul bilancio dipendono dalla rapidità del processo di attuazione della riforma. Inoltre, molti paesi OCSE hanno introdotto un secondo pilastro pensionistico privato, volontario od obbligatorio (sono queste le riforme sistemiche delle pensioni nell'ambito della clausola sulle riforme strutturali del PSC), al fine di diversificare la fonte dei trattamenti pensionistici e alleggerire la pressione sulle finanze pubbliche. Ne deriva un calo delle entrate pubbliche non solo nel breve periodo, dato che parte dei contributi viene trasferita al secondo pilastro, ma forse anche nel medio e lungo periodo, giacché in molti paesi il risparmio in vista della pensione tramite piani pensionistici privati gode di un regime fiscale agevolato (ad esempio la detrazione totale o parziale dei contributi e dei rendimenti derivanti dal loro investimento e un minore carico fiscale per i pensionati).

Le riforme dell'assistenza sanitaria possono fornire un contributo decisivo nel ridurre i costi a lungo termine connessi all'invecchiamento e, in genere, producono effetti a breve termine positivi sui conti pubblici. Il rapporto congiunto CPE-CE del 2010 sui sistemi di assistenza sanitaria²⁰ ha concluso che occorre intensificare gli sforzi a livello delle politiche per garantire il raggiungimento degli obiettivi di bilancio e il contenimento dei costi legati all'invecchiamento²¹. Le riforme dell'assistenza sanitaria comprendono principalmente controlli a livello generale (ad esempio massimali sulla spesa corrente e per investimenti, controlli sui salari e accordi con le case farmaceutiche per limitare la spesa) e interventi a livello di governance (processi decisionali più efficienti e sistemi meno onerosi di attribuzione dei contratti). Anche le riforme a livello particolare sono molto importanti e comprendono, tra le altre cose, l'introduzione di meccanismi di ripartizione dei

²⁰ Cfr. il rapporto elaborato dalla Commissione europea e dal Comitato di politica economica (Ageing Working Group) "Joint report on health systems", *European Economy Occasional Papers*, n. 74, Commissione europea, dicembre 2010.

²¹ La spesa per l'assistenza sanitaria rappresenta una quota crescente della spesa pubblica nell'UE (circa il 15 per cento della spesa complessiva nell'UE nel 2012, in aumento da circa il 14 per cento nel 2003). Per maggiori ragguagli sui fattori determinanti e sulla distribuzione della spesa per l'assistenza sanitaria, cfr. il rapporto Ageing Report del 2015, op. cit. nota 17.

costi compatibili con gli incentivi e prassi meno onerose in materia di commesse pubbliche e uso di medicinali (soprattutto incoraggiando l'uso di medicinali generici), unitamente all'intensificazione delle terapie di prevenzione. Tutti questi interventi possono apportare benefici sostanziali ai conti pubblici nel breve periodo, se attuati secondo modalità e tempistiche adeguate.

Riquadro 1

Il trattamento delle riforme strutturali di bilancio

L'assenza di una definizione precisa di riforme strutturali nella legislazione dell'Unione europea ha spinto alcuni osservatori ad affermare che le riforme strutturali di bilancio dovrebbero rientrare nella clausola sulle riforme strutturali del Patto di stabilità e crescita (PSC). In questo riquadro si chiarisce innanzitutto che le riforme strutturali delle finanze pubbliche andrebbero distinte dalle politiche discrezionali che incidono sul saldo di bilancio e, nel prosieguo, si richiamano le ragioni per cui le riforme strutturali di bilancio possono avere effetti molto positivi sulla crescita e sull'andamento dei conti pubblici nel lungo periodo. Per la maggioranza di queste riforme, anche gli effetti a breve termine risultano positivi. Nel complesso, non sembra dunque essere giustificata l'inclusione delle riforme strutturali di bilancio nella clausola sulle riforme del PSC.

Occorre distinguere le riforme strutturali di bilancio dall'uso discrezionale delle politiche di bilancio come strumento anticiclico o volto a conseguire altri obiettivi di finanza pubblica a breve termine. Lo scopo primario delle riforme strutturali di bilancio è migliorare il funzionamento dell'amministrazione pubblica e limitare la portata dell'azione di governo a quelle funzioni legittimate da chiare motivazioni economiche. In questa prospettiva, tali riforme devono essere distinte dagli interventi di politica di bilancio riguardanti il livello di entrate fiscali e di spesa pubblica e comprendono piuttosto misure di ampio respiro relative all'imposizione fiscale e alla gestione finanziaria nel settore pubblico. Pertanto, le riduzioni delle imposte non controbilanciate da misure compensative, o gli interventi sulla spesa pubblica non accompagnati da un'azione più ampia di razionalizzazione delle uscite, non sono qualificabili come riforme strutturali.

Se adeguatamente elaborate e attuate, gran parte delle riforme strutturali di bilancio possono avere conseguenze positive sia a breve che a lungo termine. In genere, le riforme strutturali di bilancio non producono effetti avversi sulle finanze pubbliche; non dovrebbero quindi essere ricondotte alla clausola sulle riforme strutturali del PSC. In alcuni casi, tuttavia, le riforme possono generare costi a breve termine per i conti pubblici, che dovrebbero essere compensati da risparmi di bilancio a medio e lungo termine. In questi casi, e in linea con il regolamento e il codice di condotta, l'applicazione della clausola sulle riforme strutturali deve limitarsi soltanto a importanti riforme i cui benefici per la sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche siano chiaramente quantificabili²². Di seguito si descrivono le ragioni per cui le riforme strutturali di bilancio sono importanti per la crescita e dovrebbero alquanto rafforzare la dinamica delle finanze pubbliche nel lungo periodo.

Lo spostamento, privo di impatto sulle entrate, dell'onere fiscale verso imposte con effetti meno distorsivi è un esempio rilevante di riforma fiscale strutturale volta a rendere il sistema tributario

²² L'articolo 5, paragrafo 1, del Regolamento (CE) n. 1466/97 del Consiglio statuisce che le riforme strutturali possono essere prese in considerazione se "idonee a generare benefici finanziari diretti a lungo termine, compreso il rafforzamento del potenziale di crescita sostenibile, e che pertanto abbiano un impatto quantificabile sulla sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche".

più favorevole alla crescita²³. L'imposizione diretta sul reddito è distorsiva poiché scoraggia gli investimenti riducendo i rendimenti al netto delle imposte (nel caso delle imposte sui redditi di impresa), oltre a diminuire l'offerta e la domanda di lavoro (abbassando così il livello di lungo periodo del prodotto) creando uno scarto tra i costi sostenuti dalle imprese per assumere un lavoratore e la retribuzione reale netta (nel caso delle imposte sul lavoro)²⁴. Inoltre, l'aumento dei contributi previdenziali versati dai datori di lavoro, comportando un aumento del costo del lavoro per le imprese, ridurrebbe la domanda di lavoro. D'altro canto, le imposte sui consumi e sulla proprietà immobiliare hanno un effetto più neutro sulle decisioni economiche degli agenti. Le imposte sui consumi non influenzano le decisioni di risparmio degli individui poiché non si ripercuotono sul tasso di rendimento sui risparmi²⁵; tuttavia, possono avere effetti distributivi negativi (ad esempio sulle famiglie a basso reddito, specie se i tassi agevolati per alcuni beni venissero revocati) che indeboliscono gli incentivi politici ad adottare tali imposte. Le imposte ricorrenti sugli immobili sostengono i modelli di sviluppo e utilizzo dei terreni e aiutano a contenere i boom dei prezzi delle abitazioni e la volatilità a breve termine dei prezzi attorno a una tendenza al rialzo²⁶. Il valore di valutazione dell'imposta dovrebbe essere connesso al valore di mercato dell'immobile, sebbene il primo segua spesso con un certo ritardo l'andamento dei valori di mercato, e il passaggio a una valutazione interamente basata sul mercato è politicamente difficile. L'Eurogruppo appoggia gli sforzi profusi dagli Stati membri per la riduzione delle imposte sul lavoro secondo modalità prive di ripercussioni sulle finanze pubbliche. In particolare, dato il margine esiguo per gli interventi di bilancio in molti paesi, l'alleggerimento dell'onere fiscale sul lavoro dovrebbe essere accompagnato da una diminuzione compensativa della spesa (non produttiva) oppure da uno spostamento delle imposte sul lavoro verso imposte meno pregiudizievoli per la crescita, assicurando il conseguimento degli obiettivi di bilancio in linea con il PSC²⁷. Si ritiene che attenuare l'onere fiscale sul reddito da lavoro e controbilanciarlo tramite un incremento delle imposte indirette, soprattutto IVA e imposte sugli immobili, consenta il rilancio della competitività a livello interno in assenza della possibilità di svalutare il tasso di cambio nominale (come accade in seno a un'unione valutaria). Questo intervento è noto anche

²³ Queste raccomandazioni sin dal 2011 sono state fra gli argomenti ricorrenti delle raccomandazioni specifiche per paese indirizzate agli Stati membri dell'UE nel contesto del semestre europeo. Nel 2011 undici paesi hanno ricevuto raccomandazioni specifiche, mentre nel 2015 il numero è sceso a nove.

²⁴ Imposte sul lavoro più elevate incidono sull'offerta di lavoro attraverso sia un effetto di reddito (l'offerta di lavoro di solito aumenta, dato che il minor reddito disponibile riduce la domanda legata al tempo libero) sia un effetto di sostituzione (ossia una minore offerta di lavoro imputabile al minore rendimento delle ore lavorate), cosicché l'effetto netto risulta incerto a priori. Le evidenze empiriche suggeriscono che l'elasticità dell'offerta di lavoro è bassa per la componente maschile dei lavoratori, mentre è positiva e più elevata per quella femminile.

²⁵ Le imposte sui consumi escludono i risparmi correnti dalla base imponibile. In tal modo, il valore attuale di un'imposta sui consumi non cambia se la famiglia consuma ora o più avanti. Per contro, un'imposta sul reddito (senza detrazioni per i nuovi risparmi) grava maggiormente sui risparmiatori, poiché i loro risparmi rientrano nella base imponibile. Cfr. Garner, C.A., "Consumption taxes: macroeconomic effects and policy issues", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, secondo trimestre 2005.

²⁶ Cfr. Crowe, C., Dell'Ariccia, G., Igan, D. e Rabanal, P., "How to deal with real estate booms: lessons from country experiences", *IMF Working Papers*, n. 91, FMI, aprile 2011.

²⁷ In settembre 2014 l'Eurogruppo ha definito i principi comuni per l'elaborazione di riforme tese a ridurre l'onere fiscale sul lavoro. In aggiunta al principio di neutralità degli effetti sulle finanze pubbliche, vigono i seguenti principi: 1) l'elaborazione di riforme dovrebbe concentrarsi sulle problematiche specifiche per il singolo paese ed essere rivolta alle componenti pertinenti dell'onere fiscale nonché a gruppi specifici che devono affrontare le maggiori problematiche occupazionali; 2) l'impatto della riduzione dell'onere fiscale sul lavoro può essere notevolmente potenziato inquadrando le riforme in un più ampio pacchetto di riforme sul mercato del lavoro; 3) le riforme dell'imposizione fiscale sul lavoro che comprendono interventi di compensazione nell'ambito fiscale e della spesa pubblica possono influire sulla distribuzione del reddito; occorre pertanto assicurare un ampio sostegno sul piano politico e sociale. Questo può essere ottenuto, tra le altre cose, mediante la condivisione delle valutazioni sugli effetti e la consultazione di tutte le parti interessate, nonché tramite un'applicazione graduale delle riforme.

come svalutazione fiscale²⁸. Le riforme delle strutture impositive possono inoltre comportare modifiche al sistema degli scaglioni di imposta per ridurre le distorsioni legate alle variazioni di aliquota e/o per rendere il sistema più progressivo.

Le riforme che migliorano l'efficienza del sistema tributario generano maggiori entrate e, favorendo l'adempimento fiscale, sostengono la funzione redistributiva del regime fiscale.

L'autonomia dell'amministrazione delle entrate dall'interferenza politica (ad esempio riguardo all'organizzazione interna e alla definizione dei criteri di prestazione) e la creazione di un organo di sorveglianza aumentano la trasparenza nell'applicazione delle norme tributarie e accrescono la responsabilità dell'amministrazione. Procedure più semplici per l'identificazione e la registrazione dei contribuenti tramite, ad esempio, il rilascio di un numero identificativo unico possono agevolare la corretta gestione delle denunce dei redditi e rafforzare le attività di valutazione e riscossione delle imposte²⁹. Le attività di revisione e verifica fiscale sono al centro della lotta all'evasione fiscale e della riscossione degli arretrati e occorre che siano coadiuvate dall'uso di nuove tecnologie di comunicazione.

Il miglioramento della qualità delle istituzioni preposte al bilancio e dei quadri di riferimento per la finanza pubblica sostiene l'efficace attuazione di politiche di bilancio con effetti positivi sui conti pubblici. L'adozione di quadri di riferimento a medio termine, estendendo l'orizzonte temporale della programmazione di bilancio, consente di superare distorsioni a breve termine e favorisce la formulazione e l'applicazione delle politiche, specie se poste in atto nell'arco di diversi anni. L'attento monitoraggio e controllo dell'uso delle risorse è un aspetto cruciale per la definizione dei principali obiettivi delle politiche.

Le riforme sulla gestione finanziaria nel settore pubblico sono necessarie per correggere o prevenire squilibri di bilancio. Tali riforme riguardano tutti i livelli della pubblica amministrazione e comprendono l'elaborazione, l'approvazione e l'esecuzione del bilancio, ma anche la gestione del debito pubblico e delle passività fuori bilancio e implicite (ad esempio le garanzie statali e i partenariati pubblico-privato). Sono riforme essenziali per mantenere una situazione di finanza pubblica sostenibile, garantire un'allocazione efficace delle risorse e assicurare la fornitura efficiente di beni e servizi pubblici. Visto il grado di riassetto istituzionale che tali riforme spesso richiedono, gli effetti di potenziamento dell'efficienza generati dalle riforme sulla gestione finanziaria pubblica potrebbero impiegare tempo a concretizzarsi.

Soltanto alcune riforme sulla gestione finanziaria nel settore pubblico potrebbero comportare costi di bilancio a breve termine. Le riforme volte a razionalizzare la struttura della pubblica amministrazione potrebbero produrre costi a breve termine nel caso del pagamento di possibili indennità di licenziamento. Le riforme per la razionalizzazione dell'uso di edifici potrebbero portare al versamento di oneri di risoluzione dei contratti di affitto per gli edifici inutilizzati. Tuttavia, tali costi sono di breve durata e ridotta entità se paragonati ai benefici a lungo termine derivanti dal miglioramento della produttività del settore pubblico; dovrebbe quindi essere possibile assimilarli nella normale attività di bilancio e il loro trattamento non richiede alcuna deviazione specifica dal quadro di riferimento del PSC.

²⁸ Per un'analisi sull'uso della svalutazione fiscale come strumento per rilanciare la competitività, cfr. il riquadro *La svalutazione fiscale: uno strumento di aggiustamento economico*, nel numero di dicembre 2011 del Bollettino mensile della BCE.

²⁹ Alcune agenzie preposte alle entrate utilizzano sistemi di registrazione che rilasciano un numero identificativo unico al contribuente oppure fanno ricorso al codice identificativo dell'impresa o del cittadino che in genere viene usato in tutti gli enti pubblici. Cfr. Araki, S. e Claus, I., *A comparative analysis of tax administration in Asia and the Pacific*, Asian Development Bank, aprile 2014.

Le difficoltà nel misurare l'impatto delle riforme strutturali

La misurazione dell'impatto quantitativo delle riforme strutturali già attuate è un aspetto importante, non da ultimo per la sua rilevanza nell'applicazione delle disposizioni del PSC. Come indicato nella sezione 2, gli effetti a breve termine delle riforme strutturali poste in atto dai governi sono presi in considerazione nell'applicazione delle disposizioni del PSC.

Tuttavia, la quantificazione dell'impatto delle riforme strutturali già attuate presenta un alto grado di incertezza. Occorre valutare l'efficacia dell'attuazione di una riforma o di un pacchetto di riforme e questo dipende non solo dall'applicazione della legislazione pertinente ma anche dall'adozione di, talvolta numerose, norme di attuazione.

Inoltre, al fine di quantificare l'effetto di riforme parametriche si rende necessaria una considerevole quantità di informazioni. Per alcune riforme, come le riforme pensionistiche o specifiche riforme del mercato del lavoro (ad esempio le modifiche ai sussidi di disoccupazione o alle politiche attive per il mercato del lavoro), è possibile identificare costi e benefici diretti e misurabili. Tuttavia, questo richiede una quantità cospicua di dati e altre informazioni generalmente a disposizione dei soli governi; occorre dunque affidarsi a stime ufficiali, che sono difficili da verificare. La difficoltà di avvalorare esternamente le stime dei governi crea un notevole problema a livello di incentivi, dato che le stime possono essere distorte per presentare prospettive di bilancio più favorevoli. Questo aspetto assume particolare rilievo se tali stime svolgono un ruolo importante nel quadro dell'UE per la sorveglianza dei conti pubblici.

Riguardo alle riforme non parametriche, quantificarle significa spesso basarsi in larga misura su giudizi discrezionali, aumentando in tal modo il rischio di una valutazione distorta. Quanto alle riforme del mercato dei beni e servizi, che comportano in prevalenza modifiche a leggi e regolamenti, costi e benefici sono di più ardua quantificazione poiché non possono essere direttamente osservati. Pertanto, tradurre le singole misure in effetti su variabili osservabili può richiedere un alto grado di discrezionalità, rendendo semplicemente impossibile una valutazione equilibrata³⁰.

La valutazione di riforme strutturali già attuate basata su modelli di equilibrio generale richiede una certa cautela. Le riforme strutturali possono influenzare l'economia contemporaneamente attraverso diversi canali con effetti complementari o compensativi, inclusi gli effetti di secondo impatto. I modelli di equilibrio generale (ad esempio i modelli dinamici stocastici di equilibrio generale o DSGE) possono tenere conto delle caratteristiche specifiche a livello di paese e consentire la simulazione dell'effetto che le riforme esercitano su diverse variabili macroeconomiche in scenari differenti. Tuttavia, l'esercizio di simulazione è complesso, poiché richiede la conoscenza dello stadio di attuazione delle riforme e la quantificazione dei loro

³⁰ Il codice di condotta del PSC prevede che gli Stati membri dell'UE riportino esplicitamente nei loro programmi di stabilità e di convergenza gli effetti delle riforme strutturali di recente attuazione se queste sono incluse nelle proiezioni, unitamente al modello e/o alle ipotesi di fondo, ivi compresi parametri e variabili. Ciò nonostante, tale comunicazione non viene effettuata in modo sistematico da tutti i paesi e, in genere, riguarda i soli effetti a lungo termine.

effetti laddove possibile, come discusso in precedenza. La valutazione può essere ulteriormente complicata dalla difficoltà di tradurre gli interventi effettivi di riforma in parametri del modello, perché le informazioni necessarie non sono disponibili o perché le politiche esistenti confluiscono in parametri che non catturano appieno la varietà e la complessità di tali politiche. Di conseguenza, la valutazione delle riforme già attuate risulta parziale o si regge su un alto grado di discrezionalità per quanto concerne, ad esempio, i tempi e lo stadio di attuazione delle riforme e la credibilità del loro annuncio.

Non sorprende, pertanto, che gran parte degli studi esistenti guardino all'impatto di riforme strutturali ipotetiche. Cacciatore et al. (2012)³¹ usano un modello DSGE per simulare gli effetti delle riforme del mercato del lavoro e del mercato dei beni e servizi quando i parametri delle politiche sono ridotti a livello di un gruppo di paesi di riferimento. Gli autori osservano che, nel lungo termine, il PIL e i consumi aumentano mentre la disoccupazione diminuisce. Questi effetti si concretizzano dopo due anni e alcune riforme (ad esempio le riforme sulla tutela del posto di lavoro) provocano inizialmente un incremento della disoccupazione. Per una serie più ampia di ambiti di riforma (comprese concorrenza e regolamentazione del mercato, struttura impositiva e generosità dei sussidi di disoccupazione), Varga e in't Veld (2014)³² prendono in esame gli effetti a medio e lungo termine prodotti dal recupero di metà del divario esistente rispetto ai tre Stati membri dell'UE con i migliori risultati. I dati mostrano che il PIL dell'UE cresce del 3 per cento dopo cinque anni e del 6 per cento dopo dieci. Gomes et al. (2011)³³ utilizzano un modello DSGE su larga scala per valutare l'impatto di una riduzione arbitraria dei mark-up su prezzi e salari (di 5, 10 e 15 punti percentuali) in Germania e Portogallo e riscontrano effetti a lungo termine positivi sul PIL e alcuni effetti a breve termine negativi riconducibili al differimento dei consumi in base all'aspettativa di un futuro abbassamento dei prezzi. Tuttavia, ciò non implica necessariamente che i benefici delle riforme generati in un paese si concretizzino anche in altri paesi. Riforme simili tra loro possono avere conseguenze molto diverse a seconda della loro interazione con altre caratteristiche istituzionali dell'economia e del contesto nazionale più in generale. Il riquadro 2 illustra l'uso di modelli DSGE per la valutazione di riforme, prendendo come esempio le riforme Hartz in Germania.

Anche gli studi empirici presentano dei limiti nel cogliere l'impatto a breve termine delle misure di riforma già attuate. Può essere difficile isolare l'effetto delle riforme su indicatori quantitativi, poiché questi possono variare a causa di fattori diversi dagli interventi discrezionali dei governi (ad esempio la spesa relativa alle politiche attive per il mercato del lavoro) o per il fatto che tali riforme si concretizzano nel corso del tempo. In merito a un'ampia serie di indicatori e ambiti di riforma (come le riforme del mercato del lavoro, la regolamentazione del mercato dei beni

³¹ Cacciatore, M., Duval, R. e Fiori, G., "Short-term gain or pain? A DSGE model-based analysis of the short-term effects of structural reforms in labour and product markets", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 948, OCSE, 2012.

³² Varga, J. e in't Veld, J., "The potential growth impact of structural reforms in the EU: a benchmarking exercise", *European Economy Economic Papers*, n. 541, Commissione europea, dicembre 2014.

³³ Gomes, S., Jacquinot, P., Mohr, M. e Pisani, M., "Structural reforms and macroeconomic performance in the euro area countries: a model-based assessment", *Working Paper Series*, n. 1323, BCE, aprile 2011.

e servizi e l'imposizione fiscale), Bouis et al. (2012)³⁴ notano gravi shock di riforma quando la variazione dell'indicatore delle politiche per un determinato anno supera due deviazioni standard. Gli autori rilevano che, in linea con le evidenze ricavate dai modelli DSGE, i vantaggi derivanti dalle riforme richiedono tempo per concretizzarsi. Tuttavia, si è osservato che nessun tipo di riforma, in media, implica perdite economiche significative nel breve periodo e che alcune riforme producono qualche beneficio a breve termine (ad esempio l'abbassamento dei tassi di sostituzione dei sussidi di disoccupazione o la riduzione della durata dei sussidi).

Gli effetti a breve termine delle riforme strutturali possono essere influenzati dall'interazione con le condizioni macroeconomiche e altre aree delle politiche.

Bouis et al. (2012) riscontrano che gli effetti positivi a breve termine di alcune riforme sono più robusti durante periodi di congiuntura favorevole e sono più deboli nei periodi di rallentamento economico. Ad esempio, le riforme volte a ridurre il tasso di sostituzione dei sussidi di disoccupazione generano perdite occupazionali se attuate quando il mercato del lavoro è già depresso e la domanda di lavoro è debole. In maniera analoga, gli effetti delle riforme del mercato dei beni e servizi sono più favorevoli se il mercato del lavoro è già flessibile e l'incontro tra domanda e offerta più efficiente, consentendo ai lavoratori licenziati di trovare un nuovo impiego con maggiore facilità (Cacciatori et al., 2012).

Riquadro 2

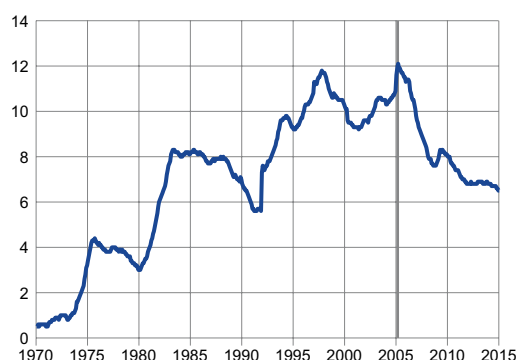
Misurazione di costi e benefici delle riforme del mercato del lavoro in Germania nei primi anni 2000

Tra il 2003 e il 2005 la Germania ha adottato riforme sostanziali del mercato del lavoro comunemente note come riforme Hartz. Queste riforme sono state introdotte in risposta al persistere per diversi anni di un tasso di disoccupazione (di lunga durata) relativamente elevato e di una modesta crescita del PIL, fattori attribuiti a una struttura del mercato del lavoro piuttosto rigida e inflessibile (cfr. figure A e B).

Figura A

Tasso di disoccupazione

(in percentuale delle forze di lavoro; dati mensili destagionalizzati)



Nota: la linea verticale indica l'anno in cui la riforma Hartz IV è stata adottata.

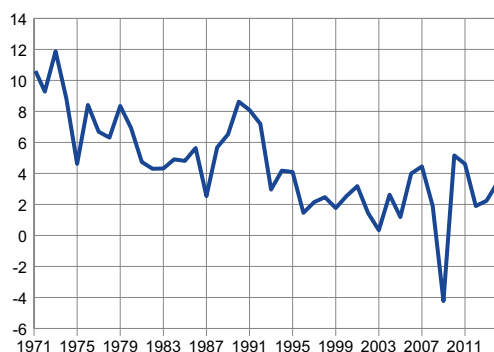
Le riforme Hartz avevano l'obiettivo di migliorare l'andamento del mercato del lavoro. L'intento principale era potenziare l'efficienza dell'incontro tra domanda e offerta nel mercato del lavoro (Hartz I), promuovere il lavoro autonomo e aumentare la flessibilità degli accordi per il lavoro a tempo parziale e basso reddito (Hartz II), ristrutturare l'agenzia federale per il lavoro al fine di favorire ulteriormente l'incontro tra imprese

³⁴ Bouis, R., Causa, O., Demmou, L., Duval, R. e Zdzienicka, A., "The short-term effects of structural reforms: an empirical analysis", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 949, OCSE, 2012.

Figura B

Tasso di crescita del PIL in termini reali

(in percentuali annue)



Fonte: AMECO.

e lavoratori (Hartz III) e rafforzare gli incentivi al lavoro abbassando i sussidi di disoccupazione (Hartz IV). La riforma Hartz IV comportava una revisione radicale del sistema dei sussidi di disoccupazione e una riduzione sostanziale della loro entità per i disoccupati di lunga durata. A partire da gennaio 2005 le indennità di disoccupazione e di assistenza sociale calcolate in base al reddito sono state accorpate nella categoria dei sussidi di disoccupazione II, mentre dal 2006 la durata dei sussidi di disoccupazione (rinominati sussidi di disoccupazione I) è stata abbreviata da 36 a 12 mesi (18 mesi per i lavoratori dai 55 anni in su)³⁵.

Le riforme Hartz hanno generato costi economici a breve termine contenuti. A seguito della riforma Hartz IV, il tasso di disoccupazione ha registrato inizialmente un forte rialzo, dovuto in larga misura a un'anomalia statistica per il cambiamento del metodo di misurazione ufficiale della disoccupazione in ragione della riforma. Il dato ha poi cominciato a scendere nell'arco del 2005 sulla scia, fra l'altro, di una ripresa della crescita economica (cfr. figure A e B). Di conseguenza, la spesa pubblica per i sussidi di disoccupazione è dapprima aumentata per poi iniziare a diminuire. Tra il 2005 e il 2014 la spesa per la disoccupazione connessa al mercato del lavoro è calata dal 4 al 2,5 per cento del PIL³⁶.

L'impatto positivo delle riforme Hartz sulla disoccupazione di lunga durata e sulla crescita è un fatto indiscusso nella letteratura. Tra gli studi che valutano le implicazioni a lungo termine delle riforme Hartz vi è ampio consenso sul contributo di tali riforme nel ridurre in modo sostanziale la disoccupazione di lunga durata (soprattutto tramite la moderazione salariale) e nell'imprimere vigore alla crescita del PIL della Germania³⁷. Alcuni studi hanno evidenziato che durante la Grande recessione le riforme in rassegna, di concerto con i programmi di lavoro a orario ridotto, hanno concorso a mitigare le perdite occupazionali, come dimostrato dal fatto che, sebbene la Germania abbia subito una maggiore contrazione del PIL

³⁵ Prima della riforma, il sussidio di disoccupazione era pari al 60-67 per cento dell'ultimo salario netto (in funzione del numero di figli a carico) per un massimo di tre anni (in base all'età e agli anni di contributi versati). In seguito, veniva corrisposta per un periodo di tempo illimitato un'assistenza di disoccupazione calcolata sul reddito pari al 53-57 per cento del precedente salario netto. L'assistenza di disoccupazione in base al reddito, nell'ordine di circa il 45 per cento del salario netto medio, copriva la rete di previdenza e assistenza sociale ed era erogata agli individui per cui non era disponibile alcuna altra indennità previdenziale-assistenziale (ad esempio gli individui non in grado di lavorare). Nel 2008 la durata massima del sussidio di disoccupazione I fu estesa a 24 mesi per lavoratori di età pari o superiore a 58 anni.

³⁶ Cfr. "The evolution of labour market-related expenditure in Germany", *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, aprile 2015, pagg. 13-33.

³⁷ Cfr. Krebs, T. e Scheffel, M., "Macroeconomic evaluation of labor market reform in Germany", *IMF Economic Review*, vol. 61, n. 4, 2013, pagg. 664-701; Krause, M. e Uhlig, H., "Transitions in German labor market: structure and crisis", *Journal of Monetary Economics*, vol. 59, n. 1, 2012, pagg. 64-79.

rispetto agli Stati Uniti, tali perdite sono state più contenute³⁸. Infine, altri studiosi attribuiscono a queste riforme l'aumento della competitività internazionale della Germania³⁹.

Le simulazioni, basate su modello, delle riforme Hartz permettono di comprendere i principali canali di trasmissione dei loro effetti. Le riforme Hartz sono simulate usando FiMod⁴⁰, un modello dinamico stocastico di equilibrio generale (DSGE) neo-keynesiano. Il modello contiene una complessa struttura del mercato del lavoro che distingue i lavoratori disoccupati tra quelli che percepiscono sussidi di disoccupazione e quelli che ricevono assistenza di disoccupazione (rispettivamente i sussidi di disoccupazione I e II). Le decisioni di partecipazione al mercato del lavoro delle famiglie sono stabilite a livello endogeno e i salari sono determinati in base al processo di contrattazione tra lavoratori e imprese. Il modello presenta inoltre un sofisticato settore pubblico con varie tipologie di uscite ed entrate pubbliche e interazioni con il settore privato. Le simulazioni dell'impatto delle riforme del mercato del lavoro esaminate in questo riquadro ipotizzano un aumento dell'efficienza nel processo di ricerca di un impiego (un migliore incontro tra domanda e offerta) e una riduzione sia di entità che di durata dei sussidi di disoccupazione.

Le simulazioni basate su modello descritte in questo riquadro vanno interpretate con una certa cautela. Il modello non coglie l'incremento del tasso di disoccupazione registrato dopo la riforma Hartz IV, poiché non può tenere conto del cambiamento nel metodo di classificazione ufficiale della disoccupazione a seguito della riforma. Le decisioni di licenziamento nel modello sono determinate a livello esogeno. Alla luce di questo, gli effetti positivi sull'occupazione dell'abbassamento dei salari si concretizzano immediatamente e non considerano la possibilità che, in risposta al minor salario di equilibrio, le imprese reagiscano dapprima licenziando le forze di lavoro relativamente più onerose e poi assumendo nuovi lavoratori (meno onerosi).

Il miglioramento dell'efficienza dell'incontro tra domanda e offerta nel mercato del lavoro ha impresso slancio all'occupazione. Dopo la ristrutturazione dell'agenzia federale per il lavoro, i lavoratori disoccupati sono stati obbligati a registrarsi presso l'agenzia ed è stato loro assegnato un tutor "personale" che li assistesse nel processo di ricerca di un impiego. Questo ha portato a una maggiore efficienza di incontro tra domanda e offerta che, stando a Krebs e Scheffel (2013), si ipotizza sia salita del 10 per cento nelle simulazioni del modello. La crescita occupazionale ha fatto aumentare i salari e gli stipendi lordi, rafforzando i consumi privati e la domanda di investimenti. I minori costi di ricerca hanno permesso alle imprese di ridurre i prezzi attraverso il canale dei costi marginali, che ha sospinto la competitività internazionale e ha dato impulso alle esportazioni (cfr. figura C).

³⁸ Burda, M. e Hunt, J., "What explains the German labor market miracle in the Great Recession?", *Brookings Papers on Economic Activity*, primavera 2011, pagg. 273-319; Dustmann, C., Fitzenberger, B., Schönberg, U. e Spitz-Oener, A., "From sick man of Europe to economic superstar: Germany's resurgent economy", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 28, n. 1, 2014, pagg. 167-188.

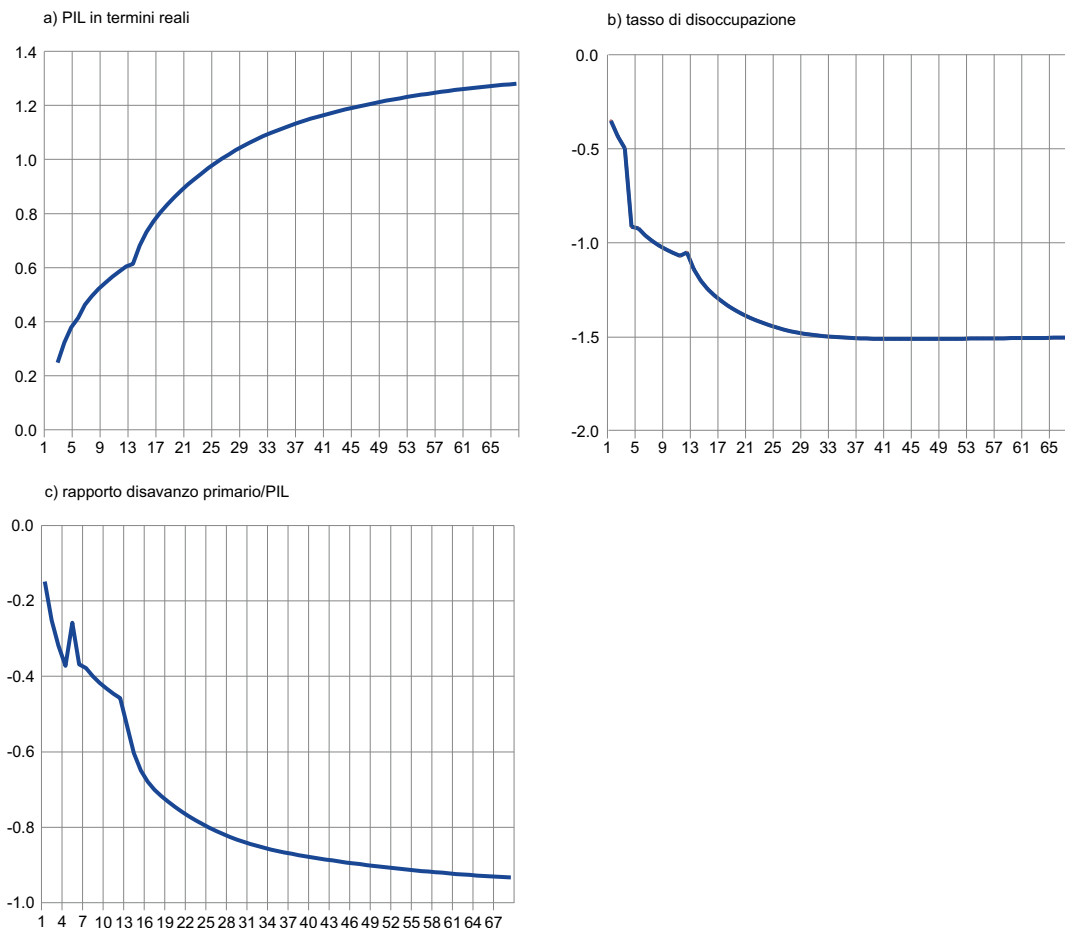
³⁹ Kollman, R., Ratto, M., Roeger, W., in't Veld, J. e Vogel, L., "What drives the German current account? And how does it affect other EU Member states?", *Economic Policy*, vol. 30, n. 81, 2015, pagg. 47-93.

⁴⁰ FiMod è un modello di unità monetaria a due regioni. Per la simulazione in esame il modello è calibrato per la Germania e il resto dell'unione monetaria europea. Per la descrizione completa del modello base, cfr. Stähler, N. e Thomas, C., "FiMod – A DSGE model for fiscal policy simulations", *Economic Modelling*, vol. 29, n. 2, 2012, pagg. 239-261.

Figura C

Impatto delle riforme Hartz su alcuni aggregati macroeconomici in Germania

(deviazioni in punti percentuali dal livello di equilibrio di lungo periodo pre-riforma; dati trimestrali)



L'accorpamento di disoccupazione e assistenza sociale ha ulteriormente moderato il costo del lavoro per unità di prodotto delle imprese attraverso la riduzione del salario di riserva dei lavoratori. La minore assistenza di disoccupazione in seguito alla fusione tra disoccupazione e assistenza sociale ha provocato un calo del salario di riserva dei lavoratori inducendoli ad accettare salari più bassi. Questo ha consentito alle imprese di diminuire ulteriormente i prezzi e assumere più lavoratori. La riduzione della durata dei sussidi di disoccupazione di tipo I ha prodotto effetti analoghi.

Nel complesso, le riforme Hartz non hanno comportato elevati costi economici e di bilancio a breve termine. Le simulazioni basate su modello descritte nel presente riquadro mostrano che le riforme del mercato del lavoro tese a ridurre i salari di riserva e a rendere più flessibile il mercato del lavoro avrebbero effetti positivi sull'occupazione. Questa tesi è suffragata da altri studi (Cacciatore et al., 2012)⁴¹ che hanno riscontrato come le riforme del mercato del lavoro volte a diminuire il salario (di riserva) dei lavoratori tendano a generare costi relativamente contenuti in termini di risultati macroeconomici aggregati.

⁴¹ Op. cit. nota 31.

Gli effetti a breve termine sui conti pubblici delle riforme strutturali hanno recentemente assunto rilevanza nell'applicazione del PSC. La clausola sulle riforme strutturali introdotta dalla riforma del 2005 del PSC ammetteva un ritardo nell'aggiustamento delle finanze pubbliche se uno Stato membro era impegnato nell'attuazione di importanti riforme strutturali con effetti finanziari a lungo termine diretti e positivi sul bilancio, compreso il rafforzamento della crescita sostenibile potenziale. D'altro canto, la clausola ha contribuito solo in misura marginale a imprimere vigore alle riforme. La recente comunicazione della Commissione europea sul migliore utilizzo della flessibilità consentita dalle norme vigenti del PSC tenta di rilanciare la clausola sulle riforme strutturali, in parte allentando i criteri per la sua applicazione.

Tuttavia, la clausola sulle riforme strutturali del PSC dovrebbe essere applicata con una certa cautela. Le riforme strutturali possono incidere sull'economia, e sulle finanze pubbliche in particolare, attraverso molteplici canali. Come discusso nel presente articolo, le riforme con costi a breve termine diretti sono riforme sistemiche delle pensioni; in altri casi, risulta arduo determinare l'effetto netto (ad esempio riguardo alle riforme del mercato del lavoro e del mercato dei beni e servizi) poiché questo dipende anche dall'organizzazione delle riforme nella pratica. Inoltre, in molti casi gli effetti a breve termine delle riforme strutturali sono di fatto positivi. Pertanto, è importante che le ipotesi alla base della decisione di applicare tale clausola siano enunciate in modo chiaro e trasparente.

La quantificazione dei costi delle riforme si rende necessaria ai fini della loro inclusione nel PSC, ma si fonda in genere su ipotesi discrezionali. Le simulazioni, basate su modello, dell'impatto delle riforme sono caratterizzate solitamente da un alto grado di incertezza. L'assenza di una metodologia condivisa a livello dell'UE per valutare gli effetti delle riforme di tipo strutturale impone una cauta applicazione delle disposizioni del PSC in materia di riforme strutturali.

Si dovrebbero esplorare vie alternative per sostenere l'adozione e l'attuazione di riforme strutturali nell'area dell'euro. La relazione dei cinque presidenti⁴² pubblicata in giugno 2015 è un utile punto di riferimento a questo proposito. La relazione indica misure per realizzare un'unione economica autentica e richiama l'attenzione, tra l'altro, sull'esigenza di conseguire una convergenza sostenibile nell'area dell'euro, il che richiede un rinnovato slancio per promuovere riforme strutturali negli Stati membri. La relazione incoraggia l'attuazione di ulteriori misure per migliorare il coordinamento e la sorveglianza delle politiche rilevanti per la competitività; essa raccomanda la creazione da parte di ciascuno Stato membro dell'area di un organismo nazionale indipendente, o "autorità per la competitività", incaricato di monitorare i risultati e le politiche che incidono sulla competitività del paese. La relazione prevede un margine di rafforzamento della procedura per gli squilibri macroeconomici non solo come strumento per il rilevamento di squilibri ma anche per favorire l'attuazione di riforme strutturali nel quadro del semestre

⁴² Cfr. *Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa*, disponibile all'indirizzo http://ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/5-presidents-report_it.pdf.

europeo⁴³. L'importanza di un approccio basato sulle istituzioni per la governance delle riforme strutturali nell'area dell'euro è stata inoltre reiterata dal Presidente della BCE nel suo appello per una transizione dal quadro normativo a quello istituzionale⁴⁴. L'istituzione europea sarebbe di ausilio in due modi: primo, per facilitare il raggiungimento di un accordo sugli intenti delle riforme strutturali mediante un allineamento delle migliori prassi; secondo, per agevolare l'attuazione di tali riforme, avvalendosi della legislazione europea per andare oltre gli interessi di parte.

⁴³ Cfr. anche Banerji, A., Barkbu, B., John, J., Kinda, T., Saksonovs, S., Schoelermann, H. e Wu, T., "Building a better Union: incentivising structural reforms in the Euro Area", *IMF Working Paper Series*, n. 201, FMI, settembre 2015.

⁴⁴ Cfr. il discorso del Presidente della BCE alla SZ Finance Day, Francoforte sul Meno, 16 marzo 2015, disponibile all'indirizzo <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150316.en.html>.

Statistiche europee: collaborazione tra il Sistema europeo di banche centrali e il Sistema statistico europeo

Il Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e la partnership costituita dal Sistema statistico europeo (SSE) operano in stretta collaborazione sulle statistiche europee, in particolare quelle economiche e finanziarie. Il SEBC e l'SSE, pur operando nell'ambito di quadri normativi distinti che rispecchiano le rispettive strutture di governance, seguono gli stessi principi statistici e applicano procedure rigorose di controllo della qualità statistica a supporto dell'analisi della politica economica e delle decisioni delle autorità europee, nonché al fine di fornire una fonte di informazioni attendibile e tempestiva per il pubblico in generale. Insieme, il SEBC e l'SSE stanno assumendo un ruolo di primo piano nei progetti statistici mondiali, come ad esempio lo Special Data Dissemination Standard Plus (SDDS Plus) del Fondo monetario internazionale (FMI) e la Data Gaps Initiative del G20.

1 Introduzione

Le statistiche economiche e finanziarie europee sono in prima linea negli sviluppi statistici mondiali. Il successo delle statistiche europee è in gran parte dovuto al solido quadro giuridico alla base della collaborazione tra i sistemi di statistica nazionali ed europei. Le statistiche europee sono prodotte da due pilastri distinti che operano in stretta collaborazione. Un pilastro è costituito dal SEBC, un sistema che comprende la BCE e le banche centrali nazionali (BCN) degli Stati membri dell'UE. L'altro pilastro è rappresentato dall'SSE, una partnership tra la Commissione europea (Eurostat), gli istituti di statistica nazionali (ISN) e altre autorità che producono statistiche a livello nazionale.

La stretta collaborazione e la condivisione di idee e approcci tra la funzione statistica del SEBC e l'SSE hanno posto le basi per un continuo ampliamento delle statistiche economiche e finanziarie europee disponibili.

L'articolo è così strutturato: la Sezione 2 presenta l'assetto giuridico dei due pilastri delle statistiche europee; la sezione 3 spiega la separazione istituzionale tra il SEBC e l'SSE; la sezione 4 descrive la stretta collaborazione tra entrambi i pilastri; la sezione 5 presenta alcune conclusioni.

2 Il SEBC e l'SSE: i due pilastri delle statistiche europee

La produzione di statistiche europee è organizzata attorno a due pilastri distinti, il SEBC e la partnership SSE, con assetti giuridici e strutture di governance separati. Il SEBC è un sistema in piena regola sancito dal Trattato sul

funzionamento dell'Unione europea (TFUE)¹. È costituito dalla BCE e dalle BCN; il Consiglio direttivo della BCE è il suo principale organo decisionale.

Ai sensi del suo statuto², la BCE, assistita dalle BCN, può raccogliere le statistiche necessarie a svolgere le funzioni del SEBC, anche a fini di politica monetaria e stabilità finanziaria, sia presso le autorità nazionali competenti sia direttamente presso gli operatori economici. I dati raccolti possono inoltre essere utilizzati con finalità di vigilanza bancaria. Il Consiglio dell'Unione europea ha determinato le persone fisiche e giuridiche soggette agli obblighi di segnalazione da parte della BCE, i principi statistici da seguire, il regime di riservatezza e le opportune disposizioni per assicurarne l'applicazione³. Spetta al Consiglio direttivo della BCE stabilire quali statistiche debbano essere effettivamente raccolte, compilate e diffuse dal SEBC. Tali dati sono indicati nel programma di lavoro del SEBC in materia statistica, che è approvato dal Consiglio direttivo della BCE e supportato da commenti del Consiglio generale. Le statistiche sono perlopiù finanziarie ma vi sono anche statistiche economiche, e includono statistiche monetarie e bancarie (comprese quelle sui tassi d'interesse), statistiche sulle banconote, statistiche sui pagamenti e sui sistemi di pagamento, statistiche sulla stabilità finanziaria, statistiche sulla bilancia dei pagamenti e statistiche sulle posizioni patrimoniali sull'estero⁴.

La BCE raccoglie i dati statistici, assistita dalle BCN e con l'ausilio del Comitato per le statistiche del SEBC⁵. Produce quindi le statistiche, effettua controlli della qualità e le pubblica conformemente ai principi statistici di imparzialità, obiettività, indipendenza professionale, favorevole rapporto costi/benefici, segreto statistico, minimizzazione dell'onere di segnalazione e alta attendibilità del risultato⁶. Tali principi statistici sono contenuti nella dichiarazione pubblica di impegno del SEBC sulle statistiche europee⁷.

In aggiunta alle statistiche europee prodotte dal SEBC, numerose altre statistiche europee sono necessarie per supportare le varie politiche dell'Unione europea.

Tra di esse figurano statistiche economiche come l'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) o il prodotto interno lordo (PIL) e le sue componenti, oltre a statistiche riguardanti la popolazione e le condizioni sociali, le regioni, l'industria, il commercio e i

¹ Cfr. articolo 282(1) TFUE.

² Cfr. articolo 5 del protocollo (n. 4) dello Statuto del SEBC e della BCE.

³ Regolamento (CE) n. 2533/98 del Consiglio del 23 novembre 1998 sulla raccolta di informazioni statistiche da parte della Banca centrale europea (GU L 318, 27.11.1998, pag. 8), modificato dal Regolamento (CE) n. 951/2009 del Consiglio del 9 ottobre 2009 (GU L 269, 14.10.2009, pag. 1) e dal Regolamento (UE) n. 2015/373 del Consiglio del 5 marzo 2015 (GU L 64, 7.3.2015, pag. 6).

⁴ Si veda, ad esempio, l'articolo 2(1) del Regolamento (CE) n. 2533/98 del Consiglio.

⁵ Articolo 9(1) della Decisione della BCE del 19 febbraio 2004 che adotta il Regolamento interno della BCE (BCE/2004/2) (GU L 80, 18.3.2004, pag. 33).

⁶ I principi statistici del SEBC sono riportati all'articolo 3a del Regolamento (CE) n. 2533/98 del Consiglio.

⁷ Cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/html/pcstats.it.html>

servizi, i trasporti, l'agricoltura e la pesca, nonché l'ambiente e l'energia. Tali statistiche sono prodotte dall'SSE, una partnership costituita con atti di legislazione secondaria⁸.

In base alle disposizioni del Trattato⁹, il Parlamento europeo e il Consiglio dell'Unione europea, agendo in conformità con la procedura legislativa ordinaria, possono adottare atti giuridici in campo statistico destinati agli Stati membri, che definiscono le statistiche che devono essere prodotte dalla partnership SSE. L'SSE effettua altresì controlli della qualità sulle proprie statistiche in linea con le disposizioni del Trattato¹⁰, ossia in materia di indipendenza professionale, imparzialità, obiettività, attendibilità, favorevole rapporto costi/benefici e segreto statistico. Questi principi sono descritti con ulteriori dettagli operativi nel Codice di condotta dell'SSE¹¹.

3 Separazione istituzionale tra il SEBC e l'SSE

L'indipendenza del SEBC nel produrre le proprie statistiche è garantita dal suo statuto nonché dalle disposizioni del Trattato¹². Ciò è stato ribadito di recente dal Parlamento europeo e dal Consiglio dell'Unione europea¹³.

È competenza esclusiva del Consiglio direttivo della BCE, quale organo decisionale del SEBC, il coordinamento delle attività statistiche della BCE e delle BCN in qualità di membri del SEBC. In altre parole, la BCE e le BCN non fanno parte della partnership SSE quando raccolgono dati statistici e producono statistiche europee per la BCE. Inoltre, sebbene i membri del SEBC non partecipino alla produzione delle statistiche europee effettuata dall'SSE, i dati prodotti dalle BCN possono essere utilizzati, direttamente o indirettamente, dagli ISN, da altre autorità nazionali e dalla Commissione europea (Eurostat) per la produzione delle statistiche europee da parte dell'SSE. Analogamente, gli ISN possono contribuire alle statistiche del SEBC pur non facendo parte del SEBC¹⁴.

La BCE giudica con favore il recente Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio dell'Unione europea che rafforza il ruolo di Eurostat e degli ISN nel coordinare le attività di altre autorità nazionali che producono statistiche¹⁵. Ciò contribuirà a rafforzare l'attendibilità delle statistiche europee prodotte dall'SSE.

⁸ Regolamento (CE) n. 223/2009 relativo alle statistiche europee e che abroga il Regolamento (CE, Euratom) n. 1101/2008 del Parlamento europeo e del Consiglio, relativo alla trasmissione all'Istituto statistico delle Comunità europee di dati statistici protetti dal segreto, il Regolamento (CE) n. 322/97 del Consiglio, relativo alle Statistiche comunitarie, e la Decisione 89/382/CEE, Euratom del Consiglio, che istituisce un comitato sui programmi statistici delle Comunità europee (GU, L 87, 31.03.2009, pag. 164), modificato dal Regolamento (UE) n. 2015/759 del Parlamento europeo e del Consiglio del 29 aprile 2015 (GU, L 123, 19.5.2015, pag. 90).

⁹ Cfr. articolo 338(1) TFUE.

¹⁰ Cfr. articolo 338(2) TFUE.

¹¹ Cfr. <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3859598/5921861/KS-32-11-955-EN.PDF>

¹² Cfr. articoli 130 e 338 TFUE.

¹³ Cfr. considerando 24 del Regolamento (UE) n. 2015/759.

¹⁴ Cfr. considerando 9 del Regolamento (CE) 223/2009.

¹⁵ Cfr. articoli 1(1) e 1(3) del Regolamento (UE) n. 2015/759.

I membri del SEBC e della partnership SSE devono collaborare strettamente per massimizzare le sinergie, minimizzare gli oneri di segnalazione e assicurare la produzione di statistiche europee complete e coerenti¹⁶. Per facilitare questa collaborazione, gli assetti qualitativi del SEBC e dell'SSE sono stati strettamente allineati. La dichiarazione pubblica di impegno del SEBC sulle statistiche europee e il Codice di condotta dell'SSE stabiliscono principi statistici pressoché identici per lo sviluppo, la produzione e la diffusione delle statistiche europee.

Questo allineamento degli assetti qualitativi punta ad assicurare che vengano applicati gli stessi standard di qualità a entrambi gli insiemi di dati statistici europei. Il SEBC può fare pieno affidamento sulla qualità delle statistiche prodotte dall'SSE, come lo IAPC o il PIL e le sue componenti. Del pari, il Parlamento europeo e il Consiglio dell'Unione europea possono avere piena fiducia nell'attendibilità delle statistiche europee prodotte dal SEBC, quali le statistiche monetarie e finanziarie o quelle sulla bilancia dei pagamenti.

Il SEBC opera inoltre in stretta collaborazione con l'SSE per la determinazione di nuovi requisiti statistici o per il miglioramento delle statistiche esistenti. In effetti, nell'ambito delle analisi costi-benefici¹⁷ effettuate dal SEBC per lo sviluppo di nuove statistiche, la BCE consulta la Commissione europea sulle sue priorità di utilizzo. Inoltre, la BCE consulta la Commissione sui progetti di regolamenti BCE al fine di evitare richieste contrastanti di dati da parte della BCE e della Commissione¹⁸. Analogamente, la BCE sarà consultata su ogni proposta di atto dell'Unione, compresi gli atti delegati e di esecuzione, che rientri nei suoi ambiti di competenza¹⁹.

I due sistemi statistici collaborano altresì strettamente tramite il Comitato per le Statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti (CMFB)²⁰, nonché mediante lo European Statistical Forum (ESF) (cfr. figura). Il CMFB, costituito da alti rappresentanti delle BCN, degli ISN, della BCE e della Commissione europea (Eurostat), è stato istituito dal Consiglio dell'Unione europea nel 1991 e fornisce una piattaforma a sostegno della collaborazione operativa tra i due pilastri statistici, in particolare nelle aree statistiche in cui hanno responsabilità condivise, quali la produzione di statistiche di contabilità nazionale e sulla bilancia dei pagamenti.

¹⁶ Articolo 9 del Regolamento (CE) n. 223/2009 e articolo 2(a) del Regolamento (CE) n. 2533/98.

¹⁷ Cfr. "2.3 The merits and costs procedure", *Quality assurance procedures within the ECB statistical function*, BCE, aprile 2008, pagg. 7-8, disponibile all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstatisticsqualityassuranceprocedure200804en.pdf?d80c2b00b4b02f1672f239eb4a783af1>

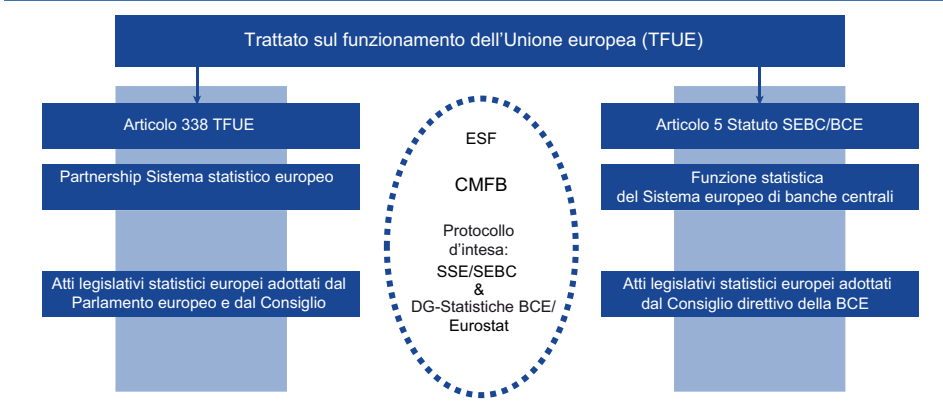
¹⁸ Articolo 5(2) del Regolamento (CE) n. 2533/98.

¹⁹ Articoli 127(4) e 282(5) TFUE.

²⁰ Il CMFB è stato istituito con Decisione del Consiglio nel 1991. La Decisione originale 91/115/CEE del Consiglio è stata sostituita il 13 novembre 2006 dalla decisione 2006/856/CE del Consiglio (GU, L 332, 30.11.2006, pag. 21).

Figura

Due pilastri per le statistiche economiche e finanziarie europee



Il CMFB fornisce pareri alla Commissione europea (Eurostat) e alla BCE in materia statistica nei suoi ambiti di competenza²¹. Tali pareri contribuiscono ad assicurare che le statistiche prodotte dal SEBC e dall'SSE siano credibili, coerenti e confrontabili tra gli Stati membri. Ciò vale in particolare per i pareri che coprono diverse statistiche europee prodotte dal SEBC e dall'SSE. Ad esempio, la classificazione statistica delle unità nei conti finanziari prodotti dal SEBC e nei conti non finanziari prodotti dall'SSE deve essere identica, al fine di facilitare la loro integrazione in un insieme completo di conti settoriali con cadenza trimestrale. Questi conti settoriali rappresentano la base per comunicati stampa coordinati della BCE e di Eurostat, un esempio unico di stretta collaborazione tra la funzione statistica delle banche centrali e gli organismi di statistica che trova raro riscontro in altre parti del mondo.

Inoltre, il CMFB fornisce anche pareri alla Commissione europea (Eurostat) nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi per casi giudicati complessi o di interesse generale dalla Commissione o dagli Stati membri interessati²². In tali casi, la Commissione europea (Eurostat) prende una decisione solo dopo aver consultato il CMFB e pubblica la propria decisione unitamente al parere del CMFB.

Per rafforzare la collaborazione tra i due pilastri a livello strategico, nel 2013 è stato istituito l'ESF mediante un protocollo d'intesa tra l'SSE e il SEBC²³. L'ESF fornisce pareri ai due pilastri sul contenuto e sulla coerenza dei programmi di lavoro in materia statistica, elabora proposte per migliorare il coordinamento dei programmi e individua le sfide future per le statistiche europee, nonché le aree prioritarie per

²¹ Il CMFB esercita il suo ruolo consultivo nei confronti della Commissione europea (Eurostat) e della BCE ai sensi dell'articolo 4 della Decisione 2006/856/CE del Consiglio: "Il comitato può, di propria iniziativa, emettere pareri su ogni questione inerente alle statistiche d'interesse comune per la Commissione e le autorità statistiche nazionali, da una parte, e per la Banca centrale europea (BCE) e le banche centrali nazionali, dall'altra. Nell'adempimento dei propri compiti, il comitato rende noto il proprio parere a tutte le parti interessate."

²² Il CMFB esercita il suo ruolo consultivo su questioni inerenti la procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti della Commissione europea (Eurostat) ai sensi dell'articolo 10(2) del Regolamento 479/2009 del Consiglio dell'Unione europea.

²³ Cfr. Protocollo d'intesa sulla cooperazione tra i Membri del Sistema statistico europeo e i Membri del Sistema europeo di banche centrali del 24 aprile 2013.

la collaborazione tra l'SSE e il SEBC. Per sancire questa stretta collaborazione tra i due pilastri statistici europei, Eurostat e la Direzione Generale Statistiche della BCE hanno firmato un protocollo d'intesa nel 2003²⁴ dopo un precedente protocollo d'intesa tra l'Istituto monetario europeo ed Eurostat. L'obiettivo era evitare duplicati di lavori in campo statistico, evitare richieste contrastanti di dati da parte della BCE e della Commissione europea (Eurostat) e promuovere statistiche coerenti e di alta qualità destinate alle autorità di politica economica e al pubblico in generale.

Questa stretta collaborazione è altresì fondamentale per mantenere le statistiche europee in prima linea negli sviluppi statistici mondiali. Il SEBC e l'SSE hanno svolto un ruolo influente nell'aggiornare i principali standard statistici internazionali²⁵ e nell'assicurare la loro implementazione in tutte le statistiche europee. Ciò ha dato luogo lo scorso anno a una significativa espansione dei contenuti e dei dettagli delle statistiche economiche e finanziarie europee, e contribuirà a un graduale aumento della loro qualità nei prossimi anni. Analogamente, la BCE e la Commissione europea (Eurostat) hanno contribuito attivamente ai lavori dell'Inter-Agency Group on Economic and Financial Statistics, che ha guidato la risposta della comunità statistica alla richiesta dei ministri finanziari e dei governatori delle banche centrali del G20 di colmare le carenze informative emerse durante la crisi (la Data Gaps Initiative)²⁶. Parallelamente, l'FMI ha sviluppato l'SDDS Plus, una nuova iniziativa che aggiunge requisiti più stringenti all'SDDS esistente²⁷.

5 Conclusioni

La solida governance del SEBC quale sistema ai sensi del TFUE è stata fondamentale per i suoi importanti contributi alle statistiche europee. Le sue principali caratteristiche sono: (i) la totale indipendenza nella produzione di statistiche europee, (ii) la capacità di emanare disposizioni legislative nel quadro fissato dal Consiglio dell'Unione europea e (iii) il ruolo centrale del Consiglio direttivo della BCE nel decidere il programma del SEBC in materia statistica.

L'SSE è una partnership costituita con atti di legislazione secondaria. Le statistiche prodotte dall'SSE sono basate sugli atti legislativi statistici adottati dal Parlamento europeo e dal Consiglio dell'Unione europea. Il ruolo rafforzato di Eurostat e degli ISN nel coordinare le attività statistiche di altre autorità nazionali, escluse le BCN, contribuirà a rafforzare l'attendibilità delle statistiche europee prodotte dall'SSE. Il SEBC e l'SSE, pur producendo e pubblicando le rispettive

²⁴ Cfr. http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_mou_with_eurostat1.pdf

²⁵ Ad esempio, il "Sistema dei conti nazionali" (SNA 2008) adottato dalla commissione statistica delle Nazioni Unite e il "Manuale della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero" del Fondo monetario internazionale (BPM6).

²⁶ La seconda fase della Data Gaps Initiative del G20, descritta nel "Sixth Progress Report on the Implementation of the G20 Data Gaps Initiative", preparata dal personale dell'FMI e dal Segretariato dell'FSB e supportata dall'Inter-Agency Group on Economic and Financial Statistics (IAG), è stata adottata dai governatori delle banche centrali e dai ministri delle finanze del G20 il 4-5 settembre 2015, come si evince dal comunicato – <https://g20.org/wp-content/uploads/2015/09/September-FMCBG-Communique.pdf>

²⁷ L'SDDS è stato istituito dall'FMI per orientare i membri che hanno, o potrebbero cercare, accesso ai mercati internazionali dei capitali nella diffusione dei propri dati economici e finanziari al pubblico.

statistiche, ed effettuando i relativi controlli della qualità, collaborano strettamente tramite il CMFB e l'ESF per evitare richieste statistiche contrastanti, per minimizzare gli oneri di segnalazione e per assicurare la coerenza tra i diversi ambiti statistici.

Questa stretta collaborazione tra il SEBC e l'SSE è alla base del ruolo di primo piano che le statistiche europee svolgono nelle iniziative statistiche internazionali, come la Data Gaps Initiative del G20 e l'iniziativa SDDS Plus dell'FMI, e assicura la confrontabilità tra i principali indicatori economici e finanziari dell'Unione europea e quelli di altre importanti economie.

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)
	1	2	3	4	5	6	Totale	al netto di beni alimentari ed energetici	9	10	11	12	13
2012	3,0	2,2	1,2	1,7	7,8	-0,8	2,3	1,8	2,1	2,8	0,0	2,6	2,5
2013	3,1	1,5	2,2	1,6	7,7	-0,3	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	3,3	2,4	2,9	-0,1	7,4	0,9	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2014 4° trim.	0,8	0,5	0,8	0,3	1,7	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	0,5	0,6	1,7	-0,1	0,1	2,3	1,2	-0,3
2° trim.	0,7	1,0	0,7	-0,3	1,8	0,4	0,5	1,6	0,0	0,0	0,5	1,4	0,2
3° trim.	,	,	,	,	1,8	,	,	,	0,1	0,0	,	1,7	0,1
2015 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.	-	-	-	-	-	-	0,6	1,7	0,2	0,0	0,2	2,0	0,1
set.	-	-	-	-	-	-	,	,	0,0	-0,1	,	1,6	-0,1

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

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 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
set.	-0,14	-0,11	-0,04	0,04	0,15	0,33	0,08

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	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015 mar.	-0,21	-0,25	-0,22	-0,08	0,26	0,51	1,69	1,19	-0,20	-0,20	0,29	0,81
apr.	-0,28	-0,26	-0,21	0,03	0,42	0,68	1,81	1,39	-0,22	-0,08	0,46	1,05
mag.	-0,24	-0,25	-0,23	0,06	0,61	0,85	1,87	1,32	-0,25	-0,14	0,68	1,46
giu.	-0,27	-0,26	-0,23	0,19	0,95	1,21	2,09	1,52	-0,25	-0,10	1,08	2,09
lug.	-0,27	-0,29	-0,26	0,08	0,73	1,02	1,87	1,35	-0,29	-0,13	0,76	1,84
ago.	-0,25	-0,27	-0,22	0,14	0,82	1,09	1,84	1,46	-0,25	-0,07	0,86	1,97
set.	-0,36	-0,27	-0,24	0,04	0,70	0,97	1,73	1,24	-0,22	-0,17	0,73	1,76

Fonte: BCE,

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

2) Elaborazioni della BCE basate su dati forniti da EuroMTS e i rating da Fitch Ratings,

2.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroli ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	239,7	2.411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1.379,4	9.102,6
2013	281,9	2.794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1.643,8	13.577,9
2014	318,7	3.145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1.931,4	15.460,4
2015 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
set.	330,9	3.165,5	649,6	250,9	566,4	267,2	178,5	469,7	339,5	250,8	362,6	817,4	1.944,4	17.944,2

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⁾	
				fino a 1 anno	oltre i 2 anni			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 anno			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2014	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.	0,15	0,74	0,67	1,14	6,83	17,08	5,10	6,20	6,50	2,61	2,05	2,25	2,21	2,36	2,56	2,22
	ago. ^(p)	0,14	0,67	0,67	1,00	6,83	17,03	5,29	6,30	6,62	2,60	2,11	2,28	2,30	2,35	2,60	2,26

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		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2014	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	2,34	2,78	2,50	1,72	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	1,66	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	1,51	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	1,61	2,11	2,02	2,36
	apr.	0,19	0,30	0,89	3,34	3,46	3,58	2,95	2,18	2,64	2,26	1,61	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	1,59	1,91	2,04	2,26
	lug.	0,17	0,32	0,86	3,19	3,27	3,60	2,87	2,07	2,36	2,20	1,50	1,73	2,04	2,19
	ago. ^(p)	0,17	0,24	0,92	3,16	3,24	3,57	2,91	2,07	2,32	2,22	1,39	1,53	2,03	2,16

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	Società finanziarie			Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale		Altre ammini- strazioni pubbliche		
			diverse dalle IFM	SVF		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	1.311	545	119	-	59	538	50	410	219	33	-	39	93	25
2015 mar.	1.415	604	132	-	71	543	66	373	162	45	-	35	89	42
apr.	1.408	600	132	-	80	533	62	350	158	38	-	38	82	35
mag.	1.393	591	132	-	80	532	59	326	140	36	-	36	80	33
giu.	1.325	560	118	-	75	517	56	298	126	30	-	34	77	32
lug.	1.328	560	113	-	81	520	54	340	145	34	-	39	91	31
ago.	1.329	558	117	-	79	515	59	296	139	27	-	22	79	29
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	15.134	4.048	3.164	-	993	6.286	643	221	66	43	-	16	85	10
2015 mar.	15.366	4.026	3.263	-	1.033	6.399	644	282	81	62	-	17	112	10
apr.	15.292	4.000	3.229	-	1.033	6.389	641	225	70	38	-	21	87	10
mag.	15.372	3.982	3.252	-	1.036	6.462	640	189	50	44	-	6	85	4
giu.	15.357	3.938	3.268	-	1.031	6.485	634	207	69	33	-	13	87	5
lug.	15.319	3.917	3.289	-	1.040	6.437	636	224	79	42	-	10	83	10
ago.	15.265	3.895	3.249	-	1.040	6.444	637	113	42	20	-	4	44	4

Fonte: BCE.

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

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

(miliardi di euro; variazioni percentuali)

	Titoli di debito							Azioni quotate				
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Amministrazione centrale		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	
			Società finanziarie diverse dalle IFM			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	4.600,5	404,7	617,9	3.577,9	
2013	16.355,9	4.881,7	3.208,7	.	987,9	6.597,8	679,8	5.649,1	569,1	751,0	4.329,0	
2014	16.444,6	4.593,2	3.282,6	.	1.052,0	6.823,7	693,0	5.961,7	591,1	790,2	4.580,4	
2015 mar.	16.781,2	4.630,4	3.394,9	.	1.104,2	6.941,6	710,1	7.067,5	688,8	935,6	5.443,1	
apr.	16.700,0	4.600,2	3.361,2	.	1.113,0	6.921,8	703,6	6.971,2	683,9	909,2	5.378,1	
mag.	16.765,5	4.572,2	3.383,9	.	1.115,7	6.994,0	699,7	6.994,1	675,5	902,4	5.416,3	
giu.	16.682,2	4.498,3	3.386,1	.	1.105,9	7.001,4	690,5	6.813,1	664,3	880,5	5.268,3	
lug.	16.646,6	4.476,6	3.401,9	.	1.121,2	6.956,9	690,0	7.113,7	695,0	914,7	5.504,0	
ago.	16.594,0	4.452,7	3.366,7	.	1.118,7	6.959,8	696,1	6.575,9	630,6	849,8	5.095,5	
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	-0,6	-7,7	0,3	,	4,9	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8	
2015 mar.	-0,1	-7,0	2,6	,	5,3	2,6	1,8	1,5	6,8	1,4	0,8	
apr.	-0,2	-6,7	2,3	,	6,7	2,1	1,9	1,5	6,8	1,1	0,8	
mag.	-0,7	-7,1	0,7	,	5,8	2,1	1,4	1,3	5,8	1,2	0,7	
giu.	-1,0	-7,6	1,3	,	4,6	1,6	-0,8	1,0	4,1	0,6	0,7	
lug.	-1,2	-7,4	0,5	,	4,4	1,5	-0,6	1,0	3,3	0,3	0,9	
ago.	-0,9	-7,2	0,5	,	4,5	1,8	-0,2	1,0	3,3	0,5	0,8	

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	88,2	100,3	95,8	107,0	92,5
2013	101,2	98,2	96,7	91,4	102,9	98,9	111,9	95,6
2014	101,8	97,9	96,7	91,6	103,3	100,4	114,7	96,1
2014 4° trim.	99,0	94,9	94,3	89,2	100,5	97,7	112,3	93,5
2015 1° trim.	93,0	89,2	89,4	84,0	94,0	92,2	106,4	88,3
2° trim.	91,2	87,5	88,2	82,4	92,1	90,1	104,4	86,3
3° trim.	92,7	88,7	89,8	,	,	,	107,6	88,6
2015 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	88,2	-	-	-	105,1	86,7
ago.	93,0	89,0	90,2	-	-	-	108,1	89,0
set.	93,8	89,6	91,2	-	-	-	109,6	90,2
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2015 set.	0,8	0,7	1,0	-	-	-	1,5	1,3
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2015 set.	-6,1	-6,5	-4,1	-	-	-	-2,3	-4,0

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 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
3° trim.	7.008	7.578	27.075	7.462	312.095	135.863	4.188	0.717	4.4290	9.429	1.072	1.112
2015 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
set.	7.146	7.589	27.089	7.461	313.145	134.851	4.218	0.731	4.4236	9.392	1.091	1.122
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2015 set.	1,2	0,4	0,2	0,0	0,5	-1,7	0,5	2,4	0,0	-1,3	1,3	0,7
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2015 set.	-9,8	-0,5	-1,8	0,2	0,0	-2,6	0,7	-7,6	0,3	2,2	-9,6	-13,0

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

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

	Totale ¹⁾			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)												
2014 3° trim.	19.133,3	20.292,0	-1.158,8	7.740,1	5.925,7	6.234,5	9.565,8	-54,8	4.616,4	4.800,5	597,0	11.849,1
4° trim.	19.871,7	20.989,4	-1.117,7	8.249,4	6.410,5	6.467,3	9.823,6	-43,1	4.585,7	4.755,3	612,3	12.038,7
2015 1° trim.	21.840,3	22.833,9	-993,6	8.952,8	6.623,5	7.225,1	11.054,9	-69,3	5.041,3	5.155,5	690,4	12.995,0
2° trim.	21.378,9	22.271,8	-892,9	8.804,9	6.673,7	7.102,3	10.627,9	-22,3	4.835,5	4.970,2	658,5	12.649,4
<i>consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2015 1° trim.	208,4	217,1	-8,7	85,8	65,1	69,2	103,6	-0,2	47,1	48,5	6,4	123,3
Transazioni												
2014 3° trim.	210,9	103,1	107,8	75,4	66,3	98,0	-16,4	17,8	21,1	53,2	-1,4	-
4° trim.	82,0	22,0	60,0	67,8	78,7	103,5	12,3	10,0	-102,1	-69,0	2,9	-
2015 1° trim.	548,9	511,4	37,6	195,7	88,2	137,1	250,7	22,6	187,8	172,5	5,7	-
2° trim.	33,0	8,7	24,3	84,5	125,0	122,9	-3,3	3,8	-175,7	-112,9	-2,5	-
2015 mar.	143,8	34,6	109,3	111,3	19,9	50,1	69,4	8,4	-26,2	-54,7	0,3	-
apr.	101,3	157,1	-55,8	17,2	32,1	26,2	1,9	5,1	56,7	123,2	-3,9	-
mag.	1,6	-19,1	20,7	39,5	45,3	64,4	19,2	2,9	-103,4	-83,6	-1,8	-
giu.	-69,9	-129,2	59,4	27,9	47,7	32,3	-24,4	-4,3	-129,0	-152,5	3,2	-
lug.	58,1	12,3	45,8	23,0	-7,2	-3,2	-66,1	10,5	34,8	85,6	-7,0	-
ago.	-6,1	-10,1	3,9	-0,3	-3,2	9,2	-20,6	-7,2	-9,2	13,7	1,4	-
<i>transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2015 ago.	789,2	535,8	253,5	399,8	301,5	427,8	145,1	53,2	-90,1	89,2	-1,5	-
<i>transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2015 ago.	7,7	5,2	2,5	3,9	2,9	4,2	1,4	0,5	-0,9	0,9	0,0	-

Fonte: BCE.

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

3 Attività economica

3.1 Pil e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Formazione lorda di capitale fisso			Variazione delle scorte	Totale	Esportazioni	Importazioni	
					Totale costruzioni	Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2012	9.849,1	9.581,8	5.540,2	2.066,8	1.984,8	1.033,5	585,0	361,5	-10,0	267,4	4.294,4	4.027,0
2013	9.952,8	9.610,6	5.566,2	2.096,3	1.943,1	1.004,1	571,6	362,3	5,0	342,2	4.369,8	4.027,7
2014	10.126,9	9.738,9	5.643,0	2.130,5	1.976,6	1.007,1	592,5	371,7	-11,1	388,0	4.511,3	4.123,3
2014 3° trim.	2.537,6	2.439,2	1.413,8	534,9	496,0	251,7	149,3	93,7	-5,5	98,4	1.139,0	1.040,6
4° trim.	2.552,8	2.446,4	1.422,6	534,9	500,7	253,4	151,9	94,1	-11,8	106,4	1.149,3	1.042,9
2015 1° trim.	2.575,9	2.462,4	1.424,8	539,5	507,7	256,2	154,9	95,3	-9,7	113,5	1.159,6	1.046,0
2° trim.	2.593,9	2.473,0	1.437,4	541,4	506,4	253,7	156,0	95,3	-12,1	120,9	1.188,1	1.067,2
in percentuale del PIL												
2014	100,0	96,2	55,7	21,0	19,6	10,0	5,9	3,7	-0,2	3,8	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
variazioni percentuali sul trimestre precedente												
2014 3° trim.	0,3	0,3	0,5	0,2	0,3	-0,1	1,0	0,6	-	-	1,5	1,7
4° trim.	0,4	0,4	0,6	0,2	0,6	0,6	0,8	0,2	-	-	0,9	0,9
2015 1° trim.	0,5	0,7	0,5	0,6	1,4	1,0	2,3	0,8	-	-	1,0	1,5
2° trim.	0,4	0,0	0,4	0,3	-0,5	-1,1	0,4	-0,2	-	-	1,6	1,0
variazioni percentuali sul periodo corrispondente												
2012	-0,8	-2,3	-1,2	-0,1	-3,6	-4,4	-4,7	1,9	-	-	2,7	-0,8
2013	-0,3	-0,7	-0,6	0,2	-2,6	-3,6	-1,9	-0,8	-	-	2,1	1,3
2014	0,9	0,9	0,9	0,8	1,2	-0,4	3,9	2,0	-	-	3,9	4,2
2014 3° trim.	0,8	0,5	1,0	0,8	0,7	-1,8	3,9	2,5	-	-	4,3	4,0
4° trim.	0,9	1,0	1,4	1,0	0,8	-0,4	2,0	2,3	-	-	4,3	4,8
2015 1° trim.	1,2	1,4	1,7	1,2	1,8	0,0	4,9	2,1	-	-	4,8	5,5
2° trim.	1,5	1,4	1,9	1,3	1,9	0,5	4,4	1,5	-	-	5,2	5,2
contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali												
2014 3° trim.	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	-	-
4° trim.	0,4	0,4	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-	-
2015 1° trim.	0,5	0,7	0,3	0,1	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	-	-
2° trim.	0,4	0,0	0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,3	-	-
contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali												
2012	-0,8	-2,3	-0,7	0,0	-0,7	-1,9	-1,2	0,3	-0,9	1,5	-	-
2013	-0,3	-0,6	-0,4	0,0	-0,5	-1,5	-0,4	-0,1	0,2	0,4	-	-
2014	0,9	0,8	0,5	0,2	0,2	-0,2	0,9	0,3	-0,1	0,0	-	-
2014 3° trim.	0,8	0,5	0,5	0,2	0,1	-0,2	0,2	0,1	-0,3	0,2	-	-
4° trim.	0,9	1,0	0,8	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	-0,2	-0,1	-	-
2015 1° trim.	1,2	1,4	1,0	0,2	0,4	0,0	0,3	0,1	-0,2	-0,1	-	-
2° trim.	1,5	1,3	1,1	0,3	0,4	0,0	0,3	0,1	-0,3	0,2	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

3 Attività economica

3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto 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	8.854,7	148,7	1.733,6	466,7	1.674,8	410,7	441,3	1.016,3	929,8	1.719,3	313,4	994,4
2013	8.945,3	152,9	1.737,8	457,3	1.690,3	414,0	443,2	1.035,0	945,1	1.751,1	318,7	1.007,5
2014	9.090,7	146,6	1.761,7	458,2	1.716,5	418,3	455,0	1.055,9	968,1	1.785,4	324,9	1.036,2
2014 3° trim.	2.278,0	36,3	442,4	114,0	430,1	104,6	114,0	264,5	242,9	447,8	81,5	259,6
4° trim.	2.290,6	35,3	444,5	114,9	434,5	105,4	113,7	266,1	245,1	449,2	81,9	262,2
2015 1° trim.	2.316,4	35,9	450,6	116,4	439,7	106,1	115,7	267,4	248,1	453,9	82,5	259,5
2° trim.	2.328,2	36,3	453,9	115,8	443,1	106,7	115,5	269,2	250,4	454,3	82,9	265,6
in percentuale del valore aggiunto												
2014	100,0	1,6	19,4	5,0	18,9	4,6	5,0	11,6	10,6	19,6	3,6	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
variazioni percentuali sul trimestre corrispondente												
2014 3° trim.	0,3	1,2	0,2	-0,6	0,5	0,8	0,2	0,3	0,6	0,1	0,5	0,0
4° trim.	0,3	-2,0	0,1	0,5	0,6	0,5	0,2	0,3	0,5	0,2	0,2	1,2
2015 1° trim.	0,6	1,2	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,2	1,0	0,1	0,2	-0,1
2° trim.	0,3	0,0	0,4	-0,5	0,4	0,5	0,3	0,3	0,5	0,3	0,0	0,9
variazioni percentuali sul periodo corrispondente												
2012	-0,6	-4,2	-0,9	-6,1	-0,2	2,5	-0,3	0,0	-0,6	0,1	-0,7	-2,6
2013	-0,2	3,5	-0,4	-3,2	-1,0	1,4	-1,2	1,2	0,1	0,3	-0,1	-1,2
2014	0,9	3,4	0,5	-0,9	1,3	2,0	-0,4	1,3	1,5	0,6	0,6	0,8
2014 3° trim.	0,8	4,5	0,6	-2,0	1,1	2,2	-0,5	1,3	1,4	0,5	0,5	0,5
4° trim.	0,8	0,0	0,2	-1,4	1,4	2,0	0,2	1,2	2,0	0,5	0,7	1,9
2015 1° trim.	1,2	0,4	0,9	-0,8	1,8	2,7	0,6	1,2	2,4	0,6	0,7	2,0
2° trim.	1,5	0,4	1,4	0,1	2,3	2,5	1,3	1,1	2,6	0,7	0,9	2,0
contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali												
2014 3° trim.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
4° trim.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
2015 1° trim.	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
2° trim.	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo precedente; punti percentuali												
2012	-0,6	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-
2013	-0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	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 3° trim.	0,8	0,1	0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,1	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.	1,2	0,0	0,2	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
2° trim.	1,5	0,0	0,3	0,0	0,4	0,1	0,1	0,1	0,3	0,1	0,0	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

3 Attività economica

3.3 Occupazione ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amm. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2012	100,0	84,9	15,1	3,4	15,4	6,4	24,8	2,7	2,7	1,0	12,7	23,8	7,0
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,3	6,2	24,8	2,7	2,7	1,0	12,9	24,0	7,1
2014	100,0	85,1	14,9	3,4	15,2	6,0	24,8	2,7	2,7	1,0	13,0	24,0	7,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2012	-0,4	-0,5	-0,1	-1,2	-0,7	-4,5	-0,6	1,2	-0,4	0,3	0,8	0,0	0,4
2013	-0,7	-0,6	-0,7	-1,3	-1,4	-4,4	-0,6	0,2	-1,1	-1,0	0,3	0,0	0,4
2014	0,6	0,8	-0,4	0,8	0,0	-1,7	0,8	0,9	-1,1	0,7	2,0	0,7	0,9
2014 3° trim.	0,8	1,0	-0,6	0,3	0,2	-1,2	1,1	1,2	-0,9	0,7	2,2	0,8	0,9
4° trim.	0,8	1,1	-0,5	0,5	0,4	-1,5	0,9	0,7	-1,0	1,2	2,5	0,6	2,0
2015 1° trim.	0,8	1,0	-0,2	-0,2	0,3	0,1	1,2	0,4	-0,7	1,4	2,6	0,5	0,6
2° trim.	0,9	1,0	0,2	0,3	0,3	1,0	0,8	0,7	0,0	2,1	2,4	0,5	1,1
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	12,5	21,6	6,3
2013	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	6,8	25,8	2,8	2,8	1,0	12,6	21,7	6,4
2014	100,0	80,2	19,8	4,4	15,6	6,7	25,8	2,9	2,7	1,0	12,7	21,8	6,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2012	-1,8	-1,8	-1,6	-2,2	-2,3	-7,1	-2,1	0,6	-1,1	-0,8	-0,4	-0,6	-0,6
2013	-1,3	-1,3	-1,3	-1,6	-1,6	-5,6	-1,2	-0,3	-1,5	-1,9	-0,4	-0,5	-0,7
2014	0,6	0,9	-0,5	0,4	0,4	-1,6	0,7	1,0	-1,4	0,1	1,9	0,9	0,3
2014 3° trim.	0,5	1,0	-1,1	0,0	0,3	-1,8	0,8	1,1	-1,2	-0,3	2,0	0,6	0,2
4° trim.	1,0	1,3	-0,1	1,4	1,0	-1,0	0,9	1,3	-1,4	1,0	2,7	0,8	1,5
2015 1° trim.	0,7	0,9	-0,2	1,0	0,5	-0,1	0,7	0,6	-1,0	1,9	2,2	0,3	0,8
2° trim.	1,0	1,1	0,3	1,1	0,7	1,5	0,5	1,3	-0,1	2,7	2,7	0,5	1,0
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2012	-1,3	-1,3	-1,4	-1,0	-1,6	-2,7	-1,5	-0,6	-0,7	-1,1	-1,2	-0,5	-1,0
2013	-0,6	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	-1,3	-0,6	-0,5	-0,5	-0,9	-0,7	-0,5	-1,1
2014	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,4	0,2	-0,1	0,1	-0,3	-0,6	-0,1	0,2	-0,5
2014 3° trim.	-0,2	0,0	-0,5	-0,4	0,1	-0,6	-0,2	0,0	-0,3	-1,0	-0,1	-0,1	-0,7
4° trim.	0,1	0,2	0,5	0,9	0,6	0,5	-0,1	0,6	-0,5	-0,2	0,2	0,2	-0,6
2015 1° trim.	-0,1	-0,1	0,0	1,3	0,2	-0,2	-0,4	0,3	-0,3	0,4	-0,4	-0,2	0,2
2° trim.	0,1	0,2	0,1	0,8	0,5	0,6	-0,3	0,5	-0,1	0,6	0,3	0,0	-0,1

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				
						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	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	in perc. del totale dei posti di lavoro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
in perc. del totale nel 2013			100,0			81,3		18,7		53,6		46,4		
2012	159.111	4,0	18.188	11,4	5,2	14.632	10,1	3.556	23,6	9.758	11,3	8.430	11,5	1,6
2013	159.334	4,6	19.231	12,0	5,9	15.638	10,8	3.593	24,3	10.307	11,9	8.924	12,1	1,5
2014	160.308	4,6	18.625	11,6	6,1	15.213	10,4	3.412	23,7	9.919	11,5	8.706	11,8	1,7
2014 3°trim.	160.455	4,4	18.541	11,6	5,9	15.144	10,4	3.397	23,6	9.816	11,3	8.725	11,8	1,6
2014 4°trim.	160.956	4,6	18.403	11,5	6,1	15.082	10,3	3.321	23,2	9.755	11,3	8.648	11,7	1,8
2015 1°trim.	160.089	4,7	17.990	11,2	5,9	14.750	10,1	3.240	22,7	9.570	11,1	8.419	11,4	1,7
2015 2°trim.	160.446	4,6	17.789	11,1	5,7	14.592	10,0	3.198	22,5	9.454	10,9	8.335	11,2	1,7
2015 mar.	-	-	17.922	11,2	-	14.689	10,0	3.233	22,7	9.535	11,0	8.387	11,3	-
2015 apr.	-	-	17.804	11,1	-	14.585	10,0	3.220	22,5	9.452	10,9	8.352	11,3	-
2015 mag.	-	-	17.766	11,1	-	14.583	10,0	3.183	22,5	9.470	11,0	8.296	11,2	-
2015 giu.	-	-	17.797	11,1	-	14.607	10,0	3.190	22,6	9.440	10,9	8.357	11,3	-
2015 lug.	-	-	17.604	11,0	-	14.488	9,9	3.116	22,2	9.337	10,8	8.267	11,2	-
2015 ago.	-	-	17.602	11,0	-	14.471	9,9	3.131	22,3	9.306	10,8	8.296	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	0,7	1,7	1,1	1,7	2,6	-5,5	1,7	3,3	1,3	0,3	2,3	0,3	3,7
2014 4°trim.	0,3	0,9	-0,4	0,8	2,6	-3,2	-0,8	2,9	1,9	0,7	2,8	1,4	1,6
2015 1°trim.	1,6	1,2	-0,1	1,1	2,3	4,6	-1,5	1,1	2,1	1,0	3,1	2,2	9,0
2015 2°trim.	1,3	1,7	0,9	2,8	0,9	-1,1	-0,6	4,9	2,3	1,3	3,2	2,6	6,9
2015 3°trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	9,4
2015 apr.	0,8	0,9	-0,1	2,2	-0,1	0,7	-1,1	2,9	2,4	1,4	3,2	2,8	6,4
2015 mag.	1,6	2,3	2,0	4,0	0,4	-3,6	0,3	4,3	2,5	1,8	3,3	2,2	6,8
2015 giu.	1,5	1,8	0,6	2,2	2,4	-0,3	-1,1	7,5	1,9	0,6	3,1	2,7	7,5
2015 lug.	1,7	1,5	0,0	1,7	2,8	3,9	-0,3	3,7	3,0	2,1	3,5	3,1	9,9
2015 ago.	0,9	1,2	-0,6	2,8	1,1	-1,6	-6,0	.	2,3	2,5	2,0	3,6	8,3
2015 set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	9,8
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2015 apr.	0,0	0,3	0,0	0,5	-0,4	-1,3	-0,4	2,0	0,4	1,0	0,1	0,7	0,8
2015 mag.	-0,2	0,1	0,2	1,1	-0,4	-2,6	0,2	-0,1	0,2	0,3	0,3	-0,5	-1,5
2015 giu.	-0,3	-0,8	-0,4	-1,5	-0,5	2,9	-1,1	2,5	0,0	-0,5	0,2	0,5	1,6
2015 lug.	0,8	0,8	-0,4	1,6	1,2	2,1	0,4	-0,9	0,6	0,4	0,5	0,3	2,1
2015 ago.	-0,5	-0,3	0,2	-1,0	-0,2	-3,0	-0,2	.	0,0	0,8	-0,3	1,8	-0,8
2015 set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,8

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 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
3° trim.	104,6	-2,9	.	-7,1	-23,3	2,9	10,5	.	52,3	53,6	54,0	53,9
2015 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.	104,1	-3,7	-	-6,9	-22,7	3,5	10,1	-	52,3	53,9	54,4	54,3
set.	105,6	-2,2	-	-7,1	-23,3	4,1	12,4	-	52,0	53,4	53,7	53,6

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
2012	12,5	97,4	-1,8	1,7	-5,1	0,6	-2,3	30,6	1,1	134,4	1,6	-6,7	1,2
2013	12,8	96,0	-0,4	1,5	-4,1	0,4	-2,2	32,1	3,1	132,5	2,5	-1,0	1,3
2014	12,7	95,1	0,7	1,7	1,0	2,3	0,7	32,6	4,0	134,0	1,8	3,5	0,9
2014 3° trim.	12,8	95,0	1,3	1,7	-0,9	2,7	0,4	32,1	3,4	132,7	2,1	3,0	1,0
4° trim.	12,7	95,1	0,9	1,7	1,0	2,3	0,7	32,6	4,0	134,3	1,8	2,1	0,9
2015 1° trim.	12,7	94,7	1,9	1,9	-0,3	3,8	1,3	32,7	4,2	136,2	2,6	2,1	1,5
2° trim.	12,7	.	2,0	1,7	-0,2	.	.	33,3	4,9	136,2	3,2	6,0	1,6

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Basato sulle somme cumulate di quattro trimestri del risparmio e del reddito disponibile lordo (corrette per la variazione della posizione netta delle famiglie in riserve di fondi pensione).

2) Attività finanziarie (al netto delle passività finanziarie) e attività non finanziarie. Le attività non finanziarie consistono principalmente nella ricchezza immobiliare (strutture residenziali e terreni). Esse includono inoltre le attività non finanziarie delle imprese individuali classificate nel settore delle famiglie.

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

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

3 Attività economica

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

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

	Conto corrente											Conto Capitale ¹⁾	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014 3° trim.	854,3	788,0	66,3	494,2	432,4	177,1	158,2	159,0	142,4	24,0	55,0	6,7	3,0
4° trim.	864,3	794,4	69,8	508,6	434,1	179,2	164,5	152,2	136,7	24,2	59,1	12,7	6,0
2015 1° trim.	875,6	794,4	81,1	512,0	436,0	184,2	169,0	153,8	130,0	25,6	59,4	8,7	7,5
2° trim.	891,1	812,1	79,0	525,0	442,6	186,8	171,0	152,7	138,2	26,7	60,3	9,6	37,2
2015 mar.	297,1	272,8	24,3	172,4	151,2	62,1	57,9	54,1	44,0	8,6	19,8	3,6	2,4
apr.	298,2	271,1	27,2	174,9	147,7	61,7	57,0	53,1	46,0	8,4	20,3	2,8	1,2
mag.	297,6	272,6	24,9	174,7	148,1	63,0	56,9	50,4	46,4	9,4	21,2	3,6	1,5
giu.	295,3	268,4	26,9	175,3	146,8	62,0	57,1	49,1	45,8	8,9	18,7	3,3	34,4
lug.	295,6	270,0	25,6	174,3	146,0	61,9	58,1	51,0	46,5	8,3	19,4	3,2	1,6
ago.	285,9	268,1	17,7	164,3	143,1	62,3	58,0	50,0	46,3	9,2	20,7	3,2	1,1
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2015 ago.	3503,4	3200,7	302,7	2055,0	1746,8	733,1	673,5	613,0	543,6	102,2	236,9	39,3	54,4
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2015 ago.	34,1	31,2	3,0	20,0	17,0	7,1	6,6	6,0	5,3	1,0	2,3	0,4	0,5

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.	3,0	0,6	486,6	236,1	97,3	139,6	398,1	440,6	270,2	62,2	101,7	288,3	73,8
	4° trim.	4,6	0,2	498,8	237,5	102,8	145,2	409,7	436,4	260,5	63,7	103,2	293,9	66,1
2015	1° trim.	5,1	1,8	504,0	240,7	104,2	148,6	420,3	445,1	259,0	70,2	109,1	314,0	58,1
	2° trim.	8,0	3,8	517,3	243,3	105,5	154,2	430,6	453,0	265,0	69,4	111,1	315,7	56,9
2015	mar.	11,1	9,5	171,6	81,7	34,9	51,3	143,3	154,2	89,9	24,4	37,7	108,9	20,1
	apr.	8,8	4,9	173,5	81,8	35,6	51,4	144,1	151,8	89,1	23,8	36,5	105,5	19,2
	mag.	2,7	0,0	170,7	80,7	34,5	51,0	141,3	149,7	86,8	22,6	36,9	103,3	18,8
	giu.	12,5	6,6	173,1	80,8	35,5	51,9	145,2	151,4	89,0	23,0	37,7	106,9	18,9
	lug.	6,6	0,6	171,7	79,3	35,0	52,5	142,9	149,3	85,7	23,0	37,5	105,4	17,9
	ago.	5,5	3,0	169,5	.	.	.	139,8	149,7	.	.	.	103,8	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)														
2014	3° trim.	1,1	2,5	114,6	112,7	114,8	116,4	114,7	101,9	101,4	101,7	103,7	105,1	89,4
	4° trim.	3,1	2,1	117,4	113,7	119,9	121,1	117,0	102,3	102,0	99,2	102,8	104,3	97,3
2015	1° trim.	2,6	5,1	117,2	114,7	119,1	122,1	117,8	105,5	105,8	104,6	105,4	108,0	110,6
	2° trim.	3,1	2,2	117,4	113,8	118,7	121,7	118,1	103,5	103,7	100,1	105,0	106,2	93,8
2015	feb.	1,6	4,9	117,6	115,2	120,8	122,1	118,8	105,1	105,7	105,7	104,3	108,1	108,3
	mar.	7,1	10,7	118,3	115,8	118,3	124,3	119,3	107,2	107,6	104,9	108,3	110,6	106,5
	apr.	3,4	2,9	118,4	114,7	120,0	122,6	118,7	104,1	104,7	102,8	103,5	106,1	98,1
	mag.	-2,5	-2,4	116,0	112,9	116,7	120,2	116,1	102,2	101,1	98,8	104,3	104,4	90,2
	giu.	8,2	6,0	117,9	113,8	119,5	122,2	119,4	104,1	105,3	98,7	107,1	108,2	93,1
	lug.	3,1	1,5	117,5	112,2	118,0	124,9	117,9	104,7	103,5	102,4	107,3	107,7	94,1

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.	117,8	0,2	0,7	-0,6	1,2	-0,2	0,1	0,4	0,0	-3,0	0,2	-0,1	1,7
4° 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
2015 1° trim.	118,4	0,2	0,8	-0,5	1,1	0,5	0,3	0,7	0,2	2,4	0,4	0,1	0,9
2° trim.	117,8	0,1	0,9	-0,8	1,2	0,0	0,1	0,5	0,1	-2,5	0,4	0,0	0,8
2015 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	0,3	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	-0,6	0,1	-0,7	0,2	0,1	0,9
ago.	117,7	0,1	0,9	-0,7	1,2	-0,1	0,1	1,2	-0,1	-2,2	0,1	0,0	0,9
set.	118,0	-0,1	0,9	-1,1	1,2	-0,1	0,0	0,6	-0,1	-1,7	0,0	-0,2	0,7

	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 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
3° trim.	1,2	0,6	2,1	-1,8	0,4	-7,2	1,2	1,1	1,4	-0,4	1,6	1,0
2015 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.	1,3	0,6	2,4	-1,8	0,4	-7,2	1,2	1,1	1,2	-0,4	1,7	1,0
set.	1,4	0,6	2,7	-2,4	0,3	-8,9	1,3	1,1	1,4	-0,1	1,6	1,1

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

4 Prezzi e costi

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni										Prezzi delle costruzioni	Prezzi degli immobili residenziali ¹⁾	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ¹⁾
	Totale (indice: 2010 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici				
			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	-1,1
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	1,1
2014 4° trim.	106,8	-1,4	-0,6	-0,1	-0,6	0,5	-0,1	-0,5	0,3	-4,5	0,4	0,4	1,7
2015 1° 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	2,4
2° trim.	104,5	-2,9	-2,6	-0,6	-1,5	0,7	-0,7	-1,3	0,2	-8,5	0,3	1,0	2,5
3° trim.	104,9	-2,1	-1,6	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,0	-6,5	0,4	1,0	3,2
2015 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	-1,7	-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	-0,9	-1,3	-0,1	-6,2	-	-	-
giu.	104,9	-2,1	-1,7	-0,4	-0,6	0,7	-0,8	-1,4	0,0	-6,8	-	-	-
lug.	104,7	-2,1	-2,0	-0,4	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,5	-	-	-
ago.	103,8	-2,6	-2,7	-0,5	-1,1	0,6	-0,7	-1,2	0,1	-8,2	-	-	-

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>).

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				Espor- tazioni ¹⁾	Impor- tazioni ¹⁾		Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investi- menti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimen- tari	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	1,0	1,1	1,2	0,5	-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	0,5	0,8	0,5	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,6	-12,1	-4,6	0,7	-8,7
2014 4° trim.	105,0	0,9	0,3	0,3	0,8	0,6	-0,4	-1,9	61,5	-5,5	6,2	-10,8	1,3	9,3	-4,7
2015 1° trim.	105,4	1,0	0,0	-0,2	0,7	0,6	-0,2	-2,6	49,0	-0,4	8,7	-4,9	5,6	11,6	0,7
2° trim.	105,7	1,2	0,4	0,3	0,7	0,9	0,9	-1,1	57,4	-0,5	2,1	-2,0	4,0	5,6	2,6
3° trim.	,	,	,	,	,	,	,	,	46,1	-6,5	6,5	-13,1	-3,3	5,8	-10,6
2015 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	-8,1	4,4	-14,4	-4,4	5,2	-12,1
set.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,3	-7,9	3,9	-13,8	-6,0	2,4	-12,6

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)					Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2013	4,8	-	-	-1,8	34,0	57,7	56,7	-	49,9
2012	2,7	8,1	2,1	-12,7	38,6	52,7	55,1	49,9	47,9
2013	-0,3	1,7	-1,2	-17,1	29,8	48,5	53,8	49,4	47,8
2014	-0,8	-1,4	1,2	-17,6	14,3	49,6	53,5	49,7	48,2
2014 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
3° trim.	-1,8	1,1	2,4	-13,1	-0,1	49,5	53,6	49,9	49,9
2015 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.	-2,0	3,0	2,2	-13,0	0,3	49,6	53,1	50,5	49,9
set.	-3,3	-0,6	2,9	-12,2	-1,4	44,6	53,5	48,7	50,4

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	2,1	2,1	2,1	2,4	1,3	2,2
2013	101,3	1,3	1,4	1,2	1,2	1,7	1,8
2014	102,6	1,4	1,3	1,3	1,3	1,4	1,7
2014 3° trim.	100,5	1,5	1,5	1,6	1,4	1,9	1,7
4° trim.	108,0	1,3	1,1	1,5	1,1	1,5	1,7
2015 1° trim.	97,5	1,9	2,0	1,4	1,9	1,9	1,4
2° trim.	108,0	1,6	1,9	0,4	1,6	1,4	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 (indice: 2010 =100)	Totale	Per settore di attività									
	1	2	Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicu- rative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministrazio- ne pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
			3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2012	102,5	1,9	3,2	2,1	4,1	1,3	0,3	0,9	1,4	3,6	0,7	2,9
2013	103,7	1,2	-0,9	1,7	0,3	1,2	-0,5	2,1	-2,2	1,2	1,6	1,6
2014	105,0	1,2	-3,7	1,6	0,7	0,8	1,2	1,2	0,8	2,5	1,3	1,2
2014 3° trim.	105,2	1,3	-5,0	1,6	1,4	1,2	1,0	1,4	1,2	2,8	1,3	1,2
4° trim.	105,3	1,3	-0,8	2,3	1,1	0,6	1,4	1,2	1,2	2,3	1,4	1,4
2015 1° trim.	105,5	0,9	0,3	1,2	1,6	0,5	-0,3	0,1	3,1	2,1	1,3	0,5
2° trim.	105,6	0,8	1,2	0,8	1,5	0,0	1,0	-0,1	2,3	1,5	1,2	0,9
Redditi per occupato												
2012	103,6	1,5	0,1	1,9	2,4	1,7	1,6	1,0	1,1	2,1	0,8	1,8
2013	105,3	1,6	3,9	2,7	1,5	0,9	0,7	1,9	-0,1	1,0	1,8	1,1
2014	106,8	1,4	-1,2	2,2	1,6	1,3	2,3	2,0	1,4	1,9	1,2	1,0
2014 3° trim.	107,1	1,3	-1,0	1,9	0,6	1,2	2,0	1,9	1,8	2,1	1,1	0,8
4° trim.	107,5	1,3	-1,3	2,1	1,2	1,1	2,6	2,4	1,2	1,7	1,3	0,1
2015 1° trim.	108,1	1,4	0,9	1,8	0,6	1,1	2,1	1,4	2,9	2,0	1,4	0,6
2° trim.	108,2	1,4	1,3	1,9	0,7	1,4	2,8	1,2	1,3	1,7	1,4	0,7
Produttività del lavoro per occupato												
2012	101,1	-0,4	-3,0	-0,2	-1,7	0,4	1,3	0,1	-0,3	-1,5	0,1	-1,1
2013	101,5	0,4	4,8	1,0	1,2	-0,4	1,2	-0,1	2,1	-0,2	0,3	-0,5
2014	101,8	0,3	2,6	0,6	0,9	0,5	1,1	0,7	0,5	-0,5	-0,1	-0,2
2014 3° trim.	101,8	0,0	4,2	0,4	-0,8	0,0	1,0	0,5	0,7	-0,7	-0,2	-0,4
4° trim.	102,1	0,1	-0,6	-0,2	0,1	0,5	1,3	1,2	0,0	-0,6	-0,1	-1,3
2015 1° trim.	102,4	0,4	0,6	0,6	-0,9	0,6	2,3	1,3	-0,2	-0,2	0,1	0,1
2° trim.	102,5	0,7	0,1	1,2	-0,8	1,4	1,8	1,3	-1,0	0,2	0,3	-0,1
Redditi per ora lavorata												
2012	104,8	2,9	2,1	3,6	5,3	3,5	2,0	1,5	1,7	3,2	1,3	2,7
2013	107,2	2,2	3,9	2,9	2,9	1,6	1,1	2,5	1,1	2,0	2,2	2,1
2014	108,6	1,4	-0,5	1,8	1,4	1,3	2,0	2,2	1,6	1,8	1,0	1,4
2014 3° trim.	108,8	1,4	-0,4	1,8	0,7	1,3	1,7	1,9	1,7	1,7	1,2	1,5
4° trim.	109,0	1,2	-1,2	1,5	0,9	1,0	1,7	2,8	1,3	1,5	1,1	0,7
2015 1° trim.	109,8	1,4	0,5	1,7	0,5	1,4	1,1	1,9	2,9	2,1	1,6	0,2
2° trim.	109,9	1,3	0,6	1,6	-0,1	1,5	1,8	1,4	0,3	1,3	1,4	0,9
Produttività per ora lavorata												
2012	102,4	1,0	-2,0	1,4	1,1	1,9	1,8	0,8	0,8	-0,3	0,6	-0,1
2013	103,4	1,0	5,1	1,2	2,5	0,2	1,7	0,3	3,1	0,6	0,7	0,6
2014	103,7	0,3	3,0	0,1	0,7	0,6	1,0	1,1	1,2	-0,4	-0,3	0,3
2014 3° trim.	103,7	0,2	4,6	0,3	-0,2	0,2	1,1	0,7	1,7	-0,6	-0,1	0,3
4° trim.	103,7	-0,1	-1,4	-0,9	-0,4	0,6	0,6	1,7	0,2	-0,8	-0,3	-0,7
2015 1° trim.	104,2	0,5	-0,7	0,4	-0,7	1,1	2,1	1,7	-0,7	0,2	0,3	-0,1
2° trim.	104,3	0,6	-0,7	0,7	-1,4	1,7	1,2	1,4	-1,6	-0,1	0,2	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											
	M2						M3-M2					
	M1			M2-M1								
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista		Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimbor- sabili con preavviso fino a 3 mesi		Pronti contro termine	Quote e parteci- pazioni in fondi comuni monetari	Obbliga- zioni con scadenza fino a 2 anni			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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
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
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	97,1	626,1	10.585,2
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
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
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
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	97,1	626,1	10.585,2
lug.	1.021,1	5.380,9	6.402,0	1.469,8	2.162,9	3.632,7	10.034,7	105,6	456,2	85,3	647,1	10.681,8
ago. ^(p)	1.025,6	5.381,4	6.407,1	1.460,7	2.167,1	3.627,8	10.034,8	102,4	439,7	82,2	624,2	10.659,0
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
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
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 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
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
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
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
lug.	6,1	73,7	79,8	-14,1	0,9	-13,2	66,6	14,3	18,3	-11,5	21,0	87,6
ago. ^(p)	4,5	6,0	10,5	-7,5	4,2	-3,2	7,3	-2,9	-4,4	-3,9	-11,1	-3,9
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
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
2° trim.	8,8	12,3	11,7	-10,8	0,7	-4,3	5,2	-30,9	6,8	25,2	0,5	4,9
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
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
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
giu.	8,8	12,3	11,7	-10,8	0,7	-4,3	5,2	-30,9	6,8	25,2	0,5	4,9
lug.	8,9	12,8	12,2	-11,5	0,8	-4,6	5,4	-19,2	7,9	18,5	2,7	5,3
ago. ^(p)	8,6	11,9	11,4	-11,3	0,8	-4,5	5,1	-21,3	8,0	6,4	1,1	4,8

Fonte: BCE.

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

5 Moneta e credito

5.2 Depositi di M3 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)

	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.	1.852,0	1.407,2	320,7	111,9	12,2	5.649,4	2.911,5	734,7	2.000,3	2,8	965,6	228,6	339,6
2015 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.	1.852,0	1.407,2	320,7	111,9	12,2	5.649,4	2.911,5	734,7	2.000,3	2,8	965,6	228,6	339,6
lug.	1.889,6	1.440,5	323,3	113,0	12,7	5.667,4	2.945,3	721,2	1.997,7	3,2	981,1	233,7	347,4
ago. ^(p)	1.888,9	1.441,5	325,7	113,7	8,1	5.674,7	2.957,6	714,4	1.999,5	3,1	969,1	225,3	353,7
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 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.	33,6	31,6	0,4	1,1	0,5	17,1	33,1	-13,9	-2,6	0,4	13,3	4,8	6,0
ago. ^(p)	2,3	3,1	3,0	0,7	-4,6	8,4	13,1	-6,5	1,9	-0,1	-8,9	-8,2	6,3
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 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.	5,5	11,7	-14,2	4,6	-11,3	3,1	11,2	-15,1	0,1	-35,4	14,5	-1,6	5,7
ago. ^(p)	4,8	10,8	-13,0	4,9	-49,1	2,9	10,8	-15,3	0,2	-36,9	14,1	-5,5	5,7

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								Titoli di debito	Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti								
					Totale	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				
										Corretto per cessazioni e cartolarizzazioni ²⁾			
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	11.265,4	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	10.932,0	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	12.562,6	10.512,2	10.921,5	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	10.861,4	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	12.562,6	10.512,2	10.921,5	4.280,3	5.199,3	904,6	128,1	1.276,5	773,8	
2015 1° trim.	3.672,1	1.153,4	2.518,7	12.676,3	10.613,9	11.007,5	4.310,1	5.233,7	935,5	134,6	1.275,1	787,3	
2° trim.	3.676,4	1.137,6	2.538,8	12.632,3	10.590,4	10.984,1	4.291,8	5.257,2	905,0	136,5	1.251,5	790,3	
2015 mar.	3.672,1	1.153,4	2.518,7	12.676,3	10.613,9	11.007,5	4.310,1	5.233,7	935,5	134,6	1.275,1	787,3	
apr.	3.698,3	1.151,6	2.546,7	12.658,1	10.610,4	11.003,5	4.303,9	5.236,3	933,1	137,1	1.266,0	781,7	
mag.	3.692,2	1.144,0	2.548,2	12.665,6	10.611,2	11.005,4	4.300,4	5.243,4	923,2	144,2	1.263,3	791,0	
giu.	3.676,4	1.137,6	2.538,8	12.632,3	10.590,4	10.984,1	4.291,8	5.257,2	905,0	136,5	1.251,5	790,3	
lug.	3.726,0	1.131,5	2.594,5	12.716,2	10.610,0	11.009,9	4.300,4	5.261,3	916,8	131,5	1.299,7	806,5	
ago. ^(p)	3.765,0	1.131,9	2.633,0	12.710,9	10.604,9	11.006,4	4.294,0	5.267,2	915,1	128,6	1.310,4	795,5	
Transazioni													
2012	185,0	-4,0	189,0	-100,6	-69,1	-53,0	-107,6	26,0	14,5	-2,0	-69,9	38,5	
2013	-24,4	-73,6	49,2	-304,5	-247,4	-267,5	-132,8	-3,5	-120,7	9,6	-71,7	14,6	
2014	73,6	16,3	57,3	-106,5	-50,7	-32,0	-58,3	-15,0	11,0	11,6	-90,0	34,2	
2014 3° trim.	40,4	-1,4	41,8	-18,7	-10,3	-17,4	-18,4	8,2	-4,4	4,2	-14,1	5,7	
4° trim.	47,5	12,8	34,7	2,0	22,8	14,3	4,3	5,1	6,8	6,6	-36,7	15,9	
2015 1° trim.	36,5	21,5	15,0	36,5	45,8	27,4	8,3	20,1	11,5	6,0	-2,1	-7,2	
2° trim.	53,4	-15,4	68,8	-7,3	4,0	1,0	1,2	29,7	-28,9	2,0	-18,4	7,1	
2015 mar.	25,3	5,4	19,9	16,0	21,5	10,8	-3,0	12,9	14,2	-2,6	0,9	-6,4	
apr.	37,2	-1,5	38,7	0,1	12,5	13,4	2,2	7,1	0,6	2,7	-6,8	-5,6	
mag.	6,8	-7,8	14,6	3,3	-1,7	1,4	-4,8	6,9	-10,9	7,0	-2,8	7,8	
giu.	9,5	-6,0	15,5	-10,7	-6,8	-13,8	3,8	15,7	-18,7	-7,7	-8,8	4,9	
lug.	31,1	-5,0	36,1	79,1	21,3	29,8	8,9	5,3	12,1	-5,0	46,9	10,9	
ago. ^(p)	48,1	0,4	47,7	21,3	6,9	8,8	-0,6	9,0	1,3	-2,9	14,7	-0,3	
Variazioni percentuali													
2012	5,8	-0,3	9,5	-0,8	-0,6	-0,5	-2,3	0,5	1,5	-2,2	-4,6	5,2	
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,2	10,8	-5,0	1,9	
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,3	-0,3	1,1	11,8	-6,6	4,3	
2014 3° trim.	-0,5	-0,7	-0,4	-1,9	-1,2	-1,0	-2,0	-0,5	-2,5	8,5	-8,5	1,8	
4° trim.	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,3	-0,3	1,1	11,8	-6,6	4,3	
2015 1° trim.	2,8	2,0	3,1	-0,2	0,1	0,2	-0,6	0,0	2,3	14,1	-4,9	2,9	
2° trim.	5,1	1,6	6,7	0,1	0,6	0,2	-0,1	1,2	-1,9	17,8	-5,4	2,6	
2015 mar.	2,8	2,0	3,1	-0,2	0,1	0,2	-0,6	0,0	2,3	14,1	-4,9	2,9	
apr.	3,8	2,4	4,5	0,0	0,1	0,2	-0,4	0,0	0,3	17,2	-2,2	2,7	
mag.	3,9	0,9	5,3	0,2	0,6	0,3	-0,2	1,0	-0,9	27,0	-4,9	3,7	
giu.	5,1	1,6	6,7	0,1	0,6	0,2	-0,1	1,2	-1,9	17,8	-5,4	2,6	
lug.	5,5	0,8	7,7	0,7	0,9	0,7	0,4	1,3	0,4	10,1	-2,1	3,0	
ago. ^(p)	6,3	1,0	8,7	1,0	1,0	0,8	0,4	1,4	0,3	12,5	-0,4	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	Corretto per cessioni e cartolarizza- zioni ⁴⁾	Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale	Corretto per cessioni e cartolarizza- zioni ⁴⁾	Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2012	4.544,6	4.606,1	1.127,9	795,6	2.621,0	5.242,3	5.578,5	602,0	3.823,6	816,7
2013	4.354,1	4.408,8	1.065,6	740,8	2.547,8	5.221,4	5.545,7	573,5	3.851,5	796,4
2014	4.280,3	4.337,6	1.081,2	725,1	2.474,0	5.199,3	5.544,6	563,3	3.860,1	776,0
2014 3° trim.	4.288,1	4.346,8	1.056,5	726,1	2.505,4	5.194,6	5.544,8	567,1	3.843,7	783,8
4° trim.	4.280,3	4.337,6	1.081,2	725,1	2.474,0	5.199,3	5.544,6	563,3	3.860,1	776,0
2015 1° trim.	4.310,1	4.365,7	1.089,9	738,9	2.481,3	5.233,7	5.569,6	567,9	3.890,4	775,4
2° trim.	4.291,8	4.348,1	1.084,5	744,4	2.462,9	5.257,2	5.589,6	578,5	3.907,6	771,1
2015 mar.	4.310,1	4.365,7	1.089,9	738,9	2.481,3	5.233,7	5.569,6	567,9	3.890,4	775,4
apr.	4.303,9	4.358,8	1.090,4	738,0	2.475,5	5.236,3	5.573,8	566,9	3.894,8	774,6
mag.	4.300,4	4.356,5	1.085,2	742,7	2.472,5	5.243,4	5.577,6	568,3	3.901,7	773,4
giu.	4.291,8	4.348,1	1.084,5	744,4	2.462,9	5.257,2	5.589,6	578,5	3.907,6	771,1
lug.	4.300,4	4.358,5	1.085,8	744,8	2.469,8	5.261,3	5.597,8	579,5	3.911,7	770,0
ago. ^(p)	4.294,0	4.353,7	1.086,2	743,3	2.464,5	5.267,2	5.602,6	581,6	3.915,8	769,7
Transazioni										
2012	-107,6	-74,1	6,2	-51,4	-62,3	26,0	8,6	-17,7	48,8	-5,1
2013	-132,8	-145,1	-44,5	-44,5	-43,7	-3,5	-13,7	-18,1	27,6	-13,1
2014	-58,3	-61,9	-13,6	1,6	-46,2	-15,0	6,8	-3,0	-3,1	-8,9
2014 3° trim.	-18,4	-20,6	-3,1	-6,8	-8,4	8,2	0,7	1,2	10,4	-3,3
4° trim.	4,3	0,4	-7,3	8,5	3,0	5,1	2,2	-2,2	9,3	-2,1
2015 1° trim.	8,3	3,6	-0,7	7,3	1,8	20,1	11,1	2,2	17,9	-0,1
2° trim.	1,2	2,8	-0,1	11,5	-10,2	29,7	22,7	9,1	21,7	-1,1
2015 mar.	-3,0	-2,1	-1,8	3,7	-4,9	12,9	5,6	2,9	7,5	2,4
apr.	2,2	1,8	3,7	0,7	-2,2	7,1	9,6	-0,7	7,5	0,3
mag.	-4,8	-1,8	-6,2	4,3	-2,8	6,9	3,7	1,7	6,4	-1,1
giu.	3,8	2,8	2,5	6,5	-5,2	15,7	9,4	8,2	7,8	-0,3
lug.	8,9	12,5	1,0	0,5	7,5	5,3	9,5	1,6	4,4	-0,7
ago. ^(p)	-0,6	1,2	2,9	-0,5	-3,0	9,0	7,9	2,4	5,9	0,7
Variazioni percentuali										
2012	-2,3	-1,6	0,5	-6,0	-2,3	0,5	0,2	-2,8	1,3	-0,6
2013	-2,9	-3,2	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,2	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,3	-1,4	-1,3	0,2	-1,8	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2014 3° trim.	-2,0	-2,2	-1,4	-3,3	-1,9	-0,5	0,0	-1,1	-0,2	-1,7
4° trim.	-1,3	-1,4	-1,3	0,2	-1,8	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015 1° trim.	-0,6	-0,6	-0,7	2,1	-1,2	0,0	0,3	-0,1	0,1	-0,7
2° trim.	-0,1	-0,3	-1,1	2,8	-0,6	1,2	0,7	1,8	1,5	-0,8
2015 mar.	-0,6	-0,6	-0,7	2,1	-1,2	0,0	0,3	-0,1	0,1	-0,7
apr.	-0,4	-0,5	0,4	1,4	-1,2	0,0	0,5	-0,1	0,2	-0,7
mag.	-0,2	-0,3	0,4	2,4	-1,2	1,0	0,5	0,5	1,4	-0,7
giu.	-0,1	-0,3	-1,1	2,8	-0,6	1,2	0,7	1,8	1,5	-0,8
lug.	0,4	0,3	-0,3	3,2	-0,2	1,3	0,9	2,0	1,6	-0,7
ago. ^(p)	0,4	0,4	0,2	3,2	-0,3	1,4	1,0	2,6	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		
								Operazioni pronti contro termine con controparti centrali ³⁾	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali ³⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze in essere										
2012	305,4	7.578,1	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	7.313,4	2.259,8	90,5	2.394,8	2.568,2	1.511,5	230,3	234,8	159,1
2° trim.	265,1	7.154,3	2.219,9	86,5	2.331,5	2.516,4	1.457,7	238,2	224,6	143,7
2015 mar.	287,6	7.313,4	2.259,8	90,5	2.394,8	2.568,2	1.511,5	230,3	234,8	159,1
apr.	260,3	7.227,0	2.238,2	88,7	2.355,3	2.544,8	1.450,6	228,2	209,3	132,1
mag.	275,9	7.219,3	2.232,7	87,4	2.343,2	2.556,0	1.467,0	232,5	222,9	140,7
giu.	265,1	7.154,3	2.219,9	86,5	2.331,5	2.516,4	1.457,7	238,2	224,6	143,7
lug.	248,2	7.148,7	2.229,0	85,8	2.316,2	2.517,8	1.387,4	249,2	202,4	137,4
ago. ^(p)	273,8	7.121,7	2.224,4	84,1	2.295,2	2.518,0	1.345,7	233,0	207,0	128,4
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	110,6	246,0	-18,5	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	-52,7	21,7	18,1
2015 1° trim.	22,4	-51,4	-31,1	-2,8	-47,2	29,7	3,6	48,1	49,4	19,3
2° trim.	-22,5	-81,7	-39,3	-4,0	-48,3	9,9	-7,5	-35,0	-10,2	-15,4
2015 mar.	24,6	-15,2	-6,0	-1,3	-22,7	14,7	28,7	-24,9	8,4	14,6
apr.	-27,3	-38,3	-19,2	-1,8	-18,9	1,6	-30,3	-2,9	-25,4	-27,0
mag.	15,6	-18,1	-6,9	-1,3	-23,9	14,0	4,3	-8,4	13,6	8,6
giu.	-10,8	-25,4	-13,2	-0,9	-5,5	-5,7	18,6	-23,7	1,6	3,1
lug.	-17,0	-4,9	12,7	-0,7	-21,3	4,3	-59,7	15,3	-22,2	-6,4
ago. ^(p)	25,6	5,7	-2,9	-1,6	-7,6	17,8	-20,1	-21,9	4,6	-9,0
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 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	4,1	-	-	51,4	51,4
giu.	-6,0	-3,1	-5,4	-3,7	-8,1	4,1	-	-	31,0	20,7
lug.	-12,7	-3,1	-4,4	-5,1	-8,5	3,5	-	-	19,2	13,6
ago. ^(p)	-1,5	-3,1	-4,3	-8,1	-8,6	3,8	-	-	20,3	9,8

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	-2,6	-0,2	0,0	-0,1	-0,1
2014	-2,4	-2,2	-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	44,9	44,5	11,6	12,6	15,1	0,4	49,1	44,8	10,4	5,3	3,0	22,2	4,3
2012	46,0	45,6	12,2	12,9	15,3	0,4	49,7	45,2	10,4	5,4	3,0	22,6	4,5
2013	46,6	46,1	12,5	12,9	15,5	0,5	49,6	45,5	10,4	5,4	2,8	22,9	4,1
2014	46,8	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,4	45,4	10,3	5,3	2,7	23,1	3,9
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	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2011	85,9	2,9	15,5	67,5	42,8	24,4	43,1	12,2	73,8	20,4	29,9	35,6	84,2	1,8
2012	89,3	3,0	17,4	68,9	45,5	26,2	43,8	11,4	77,9	19,7	31,7	37,9	87,1	2,2
2013	91,1	2,7	17,2	71,2	46,0	26,1	45,1	10,4	80,6	19,4	32,2	39,4	89,1	2,0
2014	92,1	2,7	17,0	72,4	45,3	25,9	46,8	10,1	82,0	19,0	32,1	41,0	90,1	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	-0,4	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,4	0,2	0,8	3,9
2012	3,4	0,6	0,0	1,0	0,3	0,3	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,7	5,0
2013	1,8	0,2	-0,3	-0,6	-0,5	-0,4	-0,1	0,3	-0,1	0,4	1,9	2,7
2014	1,0	-0,1	0,0	-0,1	0,3	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,1	1,1	2,6
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	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	16,2	14,1	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.	16,5	14,4	5,4	2,1	0,5	6,4	3,3	1,6	0,7	3,6	2,7	1,1	1,6	
	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.	15,4	13,4	4,6	2,0	0,5	6,5	3,1	1,3	0,3	3,5	2,9	0,6	1,7	
2015	apr.	15,9	13,9	4,8	2,0	0,5	6,6	3,1	1,3	0,2	3,4	2,9	0,6	1,7
	mag.	15,9	13,9	5,0	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,6
	giu.	15,4	13,4	4,9	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,5
	lug.	15,3	13,3	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,3	0,1	3,4	2,9	0,4	1,6
	ago.	15,3	13,3	4,4	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,4	2,9	0,4	1,5
	set.	15,7	13,7	4,6	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	2,9	0,4	1,4

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	-1,0	1,2	-12,5	-10,2	-9,5	-5,1	-3,5	-5,7
2012	-4,1	-0,1	-0,3	-8,0	-8,8	-10,4	-4,8	-3,0	-5,8
2013	-2,9	-0,1	-0,1	-5,7	-12,4	-6,9	-4,1	-2,9	-4,9
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,9	-3,6	-5,9	-3,9	-3,0	-8,9
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	102,2	78,4	5,9	109,3	172,0	69,5	85,2	116,4	65,8
2012	104,1	79,7	9,5	120,2	159,4	85,4	89,6	123,2	79,3
2013	105,1	77,4	9,9	120,0	177,0	93,7	92,3	128,8	102,5
2014	106,7	74,9	10,4	107,5	178,6	99,3	95,6	132,3	108,2
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	-3,4	-8,9	0,5	-2,6	-4,3	-2,6	-7,4	-6,6	-4,1	-1,0
2012	-0,8	-3,1	0,2	-3,6	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,2	-2,1
2013	-0,9	-2,6	0,7	-2,6	-2,4	-1,3	-4,8	-15,0	-2,6	-2,5
2014	-1,5	-0,7	1,4	-2,1	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,8	-3,3
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	42,8	37,2	19,2	69,8	61,7	82,2	111,4	46,4	43,3	48,5
2012	41,4	39,8	22,1	67,6	66,4	81,6	126,2	53,7	51,9	52,9
2013	39,1	38,8	23,4	69,6	67,9	80,8	129,0	70,8	54,6	55,6
2014	40,6	40,7	23,0	68,3	68,2	84,2	130,2	80,8	53,5	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

