



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 6 / 2016





BANCA CENTRALE EUROPEA
EUROSISTEMA

Bollettino economico



Numero 6 / 2016

Indice

Andamenti economici e monetari

Quadro generale	4
1 Contesto esterno	7
2 Andamenti finanziari	13
3 Attività economica	16
4 Prezzi e costi	21
5 Moneta e credito	25
6 Andamento della finanza pubblica	30

Riquadri

1 Le determinanti del rallentamento del commercio mondiale: qual è la “nuova normalità”?	33
2 I vincoli di finanziamento nelle regioni dell’area dell’euro	37
3 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 27 aprile al 26 luglio 2016	41
4 L’andamento della produzione mondiale in una prospettiva europea: evidenze da un’indagine tra le grandi imprese dell’area dell’euro	45
5 Fattori sottostanti la recente divergenza tra il deflatore del PIL e lo IAPC al netto di energia e alimentari nell’area dell’euro	49
6 Fattori alla base dell’andamento del numero medio di ore lavorate per occupato dal 2008	52

Articoli

1 La relazione tra occupazione e PIL dall’insorgere della crisi	55
---	----

Statistiche

S1

Andamenti economici e monetari

Quadro generale

Nella riunione di politica monetaria dell'8 settembre 2016 il Consiglio direttivo ha valutato i dati economici e monetari che si sono resi disponibili dopo la riunione di luglio; ha inoltre discusso le nuove proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti della BCE. L'insieme articolato delle misure di politica monetaria adottate continua ad assicurare condizioni di finanziamento favorevoli e a sostenere il vigore della ripresa economica nell'area dell'euro. Il Consiglio direttivo seguita quindi ad attendersi che il PIL in termini reali cresca a ritmi moderati ma costanti e che l'inflazione nell'area dell'euro aumenti gradualmente nei prossimi mesi, in linea con il profilo già implicito nelle proiezioni dello scorso giugno. Nel complesso, sebbene l'evidenza emersa finora suggerisca la tenuta dell'economia dell'area alla persistente incertezza economica e politica su scala globale, lo scenario di base resta soggetto a rischi al ribasso.

Valutazione economica e monetaria al momento della riunione del Consiglio direttivo dell'8 settembre 2016

La crescita mondiale è rimasta moderata nella prima metà del 2016. In prospettiva, dovrebbe mostrare una graduale ripresa. I bassi tassi di interesse, i miglioramenti nei mercati del lavoro e il clima di fiducia più positivo sostengono le prospettive per le economie avanzate, benché nel Regno Unito l'incertezza generata dal referendum sulla permanenza nell'UE graverà sulla domanda nazionale. Quanto alle economie di mercato emergenti, è atteso un rallentamento dell'attività economica in Cina, mentre le prospettive per i grandi esportatori di materie prime rimangono modeste malgrado qualche timido segnale di stabilizzazione. I rischi per le prospettive dell'attività mondiale restano orientati verso il basso.

Tra gli inizi di giugno e i primi di settembre i mercati finanziari dell'area dell'euro e del resto del mondo si sono mantenuti relativamente calmi, fatta eccezione per il periodo circoscritto intorno alla data del referendum britannico. A ridosso del voto del 23 giugno si è osservato un incremento della volatilità nei mercati finanziari mondiali, con un picco all'indomani della consultazione. La volatilità è quindi diminuita e gran parte delle categorie di attività ha recuperato le perdite subite. Al tempo stesso, nell'area dell'euro i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine sono rimasti su livelli significativamente inferiori a quelli registrati prima del referendum e le azioni bancarie hanno continuato a evidenziare una performance più negativa rispetto all'indice di mercato generale.

Prosegue la ripresa economica nell'area dell'euro. Nel secondo trimestre del 2016 l'aumento del PIL in termini reali dell'area è stato pari allo 0,3 per cento sul periodo precedente, dopo lo 0,5 del primo trimestre. L'andamento è stato sospinto

dalle esportazioni nette e dal contributo ancora positivo della domanda interna. I dati più recenti segnalano il protrarsi della crescita nel terzo trimestre dell'anno, con un tasso all'incirca simile a quello del secondo trimestre.

In prospettiva, il Consiglio direttivo si attende che la ripresa economica proceda a un ritmo moderato ma costante. La domanda interna continua a essere sorretta dalla trasmissione delle misure di politica monetaria all'economia reale. Le favorevoli condizioni finanziarie e il miglioramento delle prospettive della domanda e della redditività delle imprese seguitano a promuovere la ripresa degli investimenti. I sostenuti incrementi dell'occupazione, che beneficiano anche delle passate riforme strutturali, e i prezzi ancora relativamente bassi del petrolio forniscono un ulteriore sostegno al reddito disponibile reale delle famiglie e di conseguenza ai consumi privati. In aggiunta, si prevede che l'orientamento fiscale nell'area dell'euro sia lievemente espansivo nel 2016 e che divenga sostanzialmente neutro nel 2017 e nel 2018. Tuttavia, ci si aspetta che la ripresa economica nell'area sia frenata dalla persistente debolezza della domanda estera, parzialmente connessa all'incertezza in seguito all'esito del referendum nel Regno Unito, nonché dagli aggiustamenti di bilancio necessari in diversi settori e dalla lenta attuazione delle riforme strutturali.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in settembre dagli esperti della BCE indicano un incremento annuo del PIL in termini reali dell'1,7 per cento nel 2016, dell'1,6 nel 2017 e dell'1,6 nel 2018. Rispetto all'esercizio condotto in giugno dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'espansione del PIL in termini reali sono state riviste leggermente al ribasso. Secondo la valutazione del Consiglio direttivo, i rischi per le prospettive di crescita dell'area dell'euro rimangono orientati verso il basso e sono principalmente riconducibili al contesto esterno.

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) si è collocata allo 0,2 per cento in agosto, invariata rispetto a luglio. Se da un lato la componente relativa ai beni energetici ha continuato ad aumentare, dall'altro quella dei servizi e dei beni industriali non energetici è stata lievemente inferiore rispetto a luglio. In prospettiva, sulla base delle quotazioni correnti dei contratti future sul petrolio, è probabile che i tassi di inflazione restino bassi nei prossimi mesi e che poi risalgano sul finire del 2016, riflettendo in ampia parte gli effetti base del tasso di variazione sui dodici mesi dei corsi dell'energia. Sostenuti dalle misure di politica monetaria della BCE e dall'atteso recupero dell'economia, i tassi di inflazione dovrebbero aumentare ulteriormente nel 2017 e nel 2018.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro elaborate in settembre dagli esperti della BCE anticipano un tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC dello 0,2 per cento nel 2016, dell'1,2 nel 2017 e dell'1,6 nel 2018. Rispetto all'esercizio di giugno condotto dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'inflazione armonizzata sono rimaste sostanzialmente stabili.

Le misure di politica monetaria in atto da giugno 2014 si traducono in effetti favorevoli per le condizioni di prestito a famiglie e imprese e sostengono quindi sempre più i flussi di credito nell'intera area dell'euro. L'aggregato

monetario ampio ha continuato ad aumentare a un ritmo robusto lo scorso luglio ed è proseguita la graduale ripresa dell'espansione dei prestiti. Le fonti interne di creazione di moneta sono state anche in questo periodo la principale determinante della crescita dell'aggregato monetario ampio. I bassi tassi di interesse e gli effetti delle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE continuano a sorreggere la dinamica della moneta e del credito. Le banche hanno trasmesso le condizioni favorevoli di finanziamento alla clientela attraverso tassi sui prestiti più contenuti e hanno allentato i criteri di concessione del credito, sostenendo così la ripresa della dinamica dei prestiti. Si stima che il flusso complessivo sul periodo corrispondente del finanziamento esterno alle società non finanziarie sia aumentato nel secondo trimestre del 2016.

Decisioni di politica monetaria

Il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE e continua ad attendersi che rimangano su livelli pari o inferiori a quelli attuali per un prolungato periodo di tempo, ben oltre l'orizzonte degli acquisti netti di attività da parte dell'Eurosistema. Quanto alle misure non convenzionali di politica monetaria, il Consiglio direttivo ha confermato l'intenzione di condurre gli acquisti mensili di attività per 80 miliardi di euro sino alla fine di marzo 2017, o anche oltre se necessario, e in ogni caso finché non risconterà un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi, coerente con il proprio obiettivo di inflazione.

Il Consiglio direttivo manterrà un atteggiamento vigile e resterà pronto ad agire, se necessario, al fine di raggiungere il proprio obiettivo di stabilità dei prezzi. Data la situazione di incertezza, il Consiglio direttivo continuerà a seguire con grande attenzione gli andamenti economici e l'evoluzione dei mercati finanziari. Manterrà il sostegno monetario molto elevato insito nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE, che occorre per assicurare il ritorno dell'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Se necessario, il Consiglio direttivo agirà ricorrendo a tutti gli strumenti disponibili nell'ambito del proprio mandato. Frattanto ha incaricato i comitati pertinenti di valutare le opzioni possibili allo scopo di assicurare l'ordinata attuazione del programma di acquisto di attività dell'Eurosistema.

L'espansione moderata dell'economia mondiale registrata verso la fine dello scorso anno è proseguita nella prima metà del 2016. In prospettiva, la crescita globale dovrebbe recuperare gradualmente. I bassi tassi di interesse, il miglioramento delle condizioni dei mercati del lavoro e la tenuta del clima di fiducia sostengono le prospettive per i paesi avanzati, anche se l'incertezza generata dal referendum sull'appartenenza all'Unione europea peserà sulla domanda nel Regno Unito. Per quanto concerne le economie emergenti (EME), in Cina ci si attende un rallentamento dell'attività economica, mentre nei grandi paesi esportatori di materie prime le prospettive rimangono modeste nonostante alcuni timidi segnali di stabilizzazione. I rischi per le prospettive dell'attività economica mondiale restano orientati verso il basso.

Attività economica e commercio mondiale

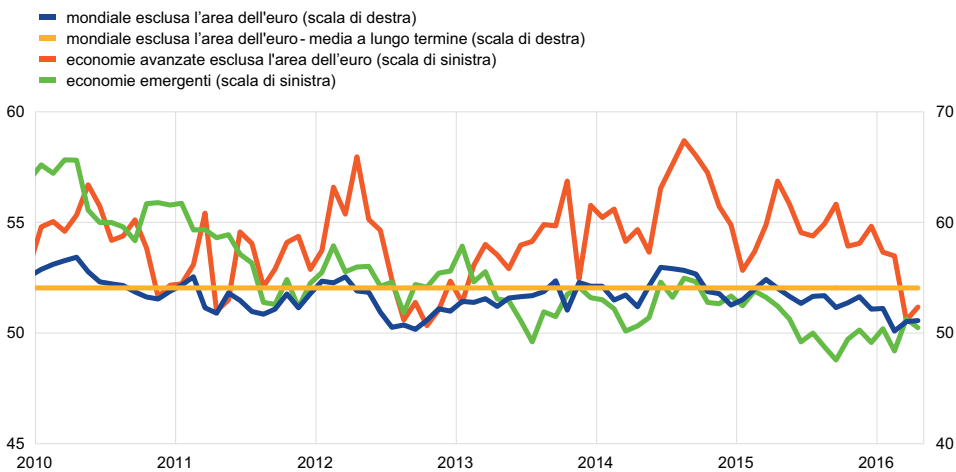
L'economia mondiale continua a espandersi a un ritmo moderato. Nel secondo trimestre il PIL negli Stati Uniti è aumentato in misura modesta, dopo il leggero rallentamento registrato nel periodo precedente, riflettendo il forte calo delle scorte e l'ulteriore declino degli investimenti dovuto principalmente alla minore spesa in conto capitale nel settore energetico. Al tempo stesso, nel Regno Unito la crescita ha evidenziato una tenuta maggiore. In Giappone è invece diminuita, dopo essere stata sorretta nel primo trimestre da effetti legati all'anno bisestile. In Cina il ritmo di espansione del PIL si è stabilizzato, in linea con l'obiettivo di crescita fissato dal governo per l'anno, anche se l'attività economica è stata trainata in misura consistente dal sostegno governativo fornito attraverso gli investimenti in infrastrutture e la costante espansione del credito. In Brasile e Russia gli indicatori congiunturali suggeriscono che l'economia inizia a rafforzarsi, benché il prodotto sia diminuito ulteriormente nel secondo trimestre. Nell'insieme, gli indicatori basati sulle indagini più recenti segnalano che l'attività economica mondiale continuerà a espandersi a un ritmo modesto. L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto si è mantenuto su livelli modesti in agosto (cfr. grafico 1).

L'esito del referendum britannico sull'appartenenza all'Unione europea ha sorpreso i mercati finanziari; la volatilità è stata tuttavia di breve durata, contenuta in parte dalle attese di una risposta anticiclica delle politiche nelle principali economie avanzate. Dopo il referendum, la sterlina britannica si è indebolita, ma l'impatto su gran parte dei mercati mondiali al di fuori dell'Europa è stato temporaneo. Gli afflussi di capitali nelle EME hanno evidenziato una buona tenuta, in presenza di un generale miglioramento delle condizioni finanziarie in quei paesi, un andamento che potrebbe essere legato ai deflussi dalle economie avanzate originati dalla ricerca di rendimento. La Bank of England ha abbassato i tassi di interesse e annunciato nuove misure di quantitative easing nella sua riunione di agosto. Il governo britannico ha altresì annunciato di attendersi al momento un ritmo di risanamento delle finanze pubbliche del paese più lento del previsto. Negli Stati Uniti le aspettative di un aumento dei tassi di interesse da parte del Federal

Grafico 1

PMI composito del prodotto mondiale

(indice di diffusione)



Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce ad agosto 2016.

Reserve System nel 2016 sono scese subito dopo il referendum, per poi tornare a salire a seguito della pubblicazione di dati relativi al mercato del lavoro migliori delle attese. Anche la Banca del Giappone ha adottato ulteriori provvedimenti di stimolo monetario nella riunione di luglio, mentre il governo giapponese ha annunciato misure di stimolo fiscale nel bilancio supplementare per l'anno fiscale 2016-17.

Ciò nonostante, il risultato del referendum britannico ha fatto aumentare l'incertezza macroeconomica. Nel Regno Unito è aumentata l'incertezza riguardo alla politica economica. L'impatto sugli altri paesi è stato più modesto e questo sta a indicare che il voto sull'appartenenza all'Unione europea ha provocato uno shock regionale, più che mondiale. Nondimeno, altri fattori potrebbero contribuire ai più alti livelli di incertezza circa il quadro politico e le politiche economiche osservati in altri paesi, in particolare negli Stati Uniti e in Cina.

La debolezza del commercio mondiale registrata nel 2015 è perdurata nella prima parte di quest'anno. Secondo statistiche del CPB, il volume delle importazioni globali di beni nel secondo trimestre del 2016 ha registrato un calo dello 0,8 per cento rispetto al periodo precedente (cfr. grafico 2). L'interscambio internazionale è stato particolarmente debole nell'anno trascorso, riflettendo in parte la forte caduta delle importazioni causata dalla grave recessione in Brasile e in Russia. Al venir meno di questi shock, l'azione di freno sulle importazioni mondiali dovrebbe attenuarsi e queste ultime dovrebbero registrare una lieve accelerazione. Anche gli indicatori delle indagini che misurano il commercio mondiale segnalano una modesta ripresa. Il PMI mondiale relativo ai nuovi ordinativi dall'estero è aumentato ulteriormente in agosto, superando il livello soglia di 50. Tuttavia, come esposto nel riquadro 1, l'interscambio internazionale dovrebbe espandersi a un ritmo piuttosto modesto nel medio periodo. È probabile che il calo dell'elasticità del commercio mondiale al reddito osservato dal 2012 perduri, poiché gli andamenti strutturali che avevano favorito gli scambi in passato – il calo dei costi di trasporto, la liberalizzazione del commercio, l'espansione delle catene globali del valore e lo

sviluppo del settore finanziario – non dovrebbero fornire lo stesso livello di sostegno in futuro. Nel medio termine, quindi, la crescita dell’interscambio mondiale rimarrà verosimilmente ben inferiore ai livelli antecedenti la crisi finanziaria.

In prospettiva, l’economia mondiale dovrebbe continuare a espandersi a un ritmo moderato. Nei paesi avanzati i tassi di interesse ancora bassi, il miglioramento delle condizioni nei mercati del lavoro e delle abitazioni e la tenuta del clima di fiducia dovrebbero nell’insieme sostenere l’attività, anche se ci si attende che la maggiore incertezza osservata nel Regno Unito moderi gli investimenti. Al tempo stesso, il graduale riequilibrio dell’economia cinese peserà verosimilmente sulla crescita. I flussi di capitali verso le EME hanno recuperato nel periodo recente, ma molti paesi si trovano ancora a fronteggiare l’inasprimento delle condizioni di finanziamento esterno associato all’attesa rimozione dell’orientamento accomodante della politica monetaria negli Stati Uniti. La graduale moderazione delle gravi recessioni in un paio di grandi economie esportatrici di materie prime fornirà un certo sostegno alla crescita mondiale negli anni a venire; tuttavia, le prospettive rimangono modeste poiché molti paesi esportatori di materie prime faticano ad adeguarsi al contesto di bassi prezzi di questi ultimi. Infine, l’aumento delle incertezze politiche e delle tensioni geopolitiche grava altresì sulla domanda in varie regioni.

Per quanto concerne più nel dettaglio i singoli paesi, negli Stati Uniti l’attività economica dovrebbe recuperare. La solidità dei fondamentali interni – riflessa nella robusta crescita dei posti di lavoro, nel modesto aumento dei salari nominali in un contesto in cui l’economia si avvicina alla piena occupazione e negli effetti favorevoli sulla ricchezza delle famiglie (derivanti soprattutto dall’aumento dei prezzi delle abitazioni) – dovrebbe sostenere i consumi privati. L’abbassamento dei tassi di interesse a lungo termine e la fine della fase di contrazione nel settore energetico dovrebbero altresì favorire gli investimenti nell’orizzonte di proiezione. D’altro canto, il rafforzamento del dollaro statunitense e la dinamica modesta della domanda estera peseranno sulle esportazioni.

Le prospettive per il Giappone rimangono modeste. Nel breve periodo, le difficoltà lungo le catene produttive conseguenti al terremoto di aprile freneranno la produzione. Più a lungo termine si prevede tuttavia che i consumi privati registrino un recupero in presenza di un aumento dei redditi reali, mentre le condizioni finanziarie accomodanti dovrebbero promuovere gli investimenti. La posticipazione dell’aumento dell’IVA previsto per aprile 2017 sosterrà l’attività economica, al pari delle misure aggiuntive di stimolo annunciate nel bilancio supplementare. Inoltre, la politica monetaria rimane estremamente accomodante. Le esportazioni dovrebbero trarre beneficio dal graduale miglioramento della domanda estera, un effetto tuttavia attenuato dalla ripresa di valore dello yen osservata nell’anno trascorso.

Ci si attende che la maggiore incertezza nel Regno Unito pesi sulla crescita economica. L’incertezza politica e istituzionale che circonda i negoziati per l’uscita dall’Unione europea dovrebbe frenare la domanda interna e in particolare gli investimenti (anche se le statistiche recenti stanno a indicare che l’impatto a breve termine del referendum è stato finora relativamente modesto). Più a lungo termine, l’orientamento accomodante della politica monetaria e una riduzione del ritmo di

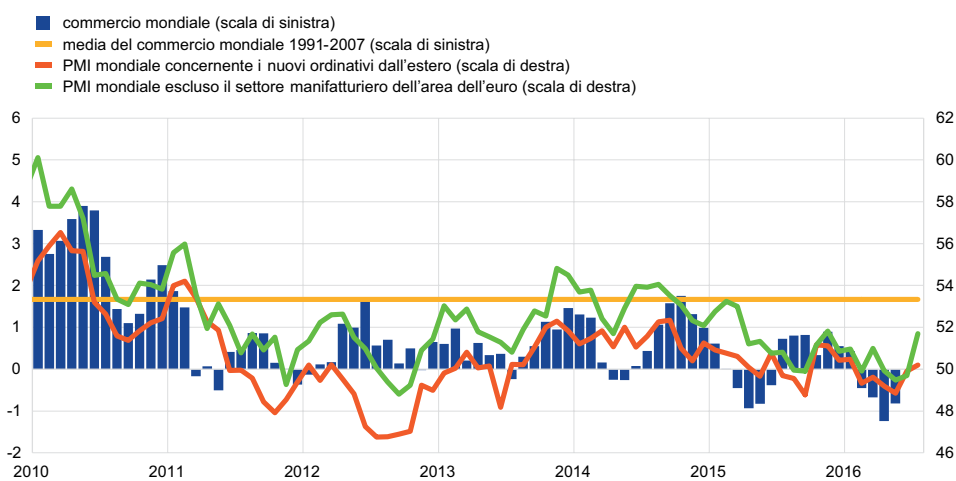
risanamento delle finanze pubbliche dovrebbero contribuire a sostenere l'attività economica.

L'attività economica reale nei paesi dell'Europa centrale e orientale dovrebbe continuare a evidenziare una relativa tenuta. Si prevede che i consumi privati siano sorretti dall'aumento del reddito disponibile reale e dal basso livello d'inflazione. Tuttavia, l'incertezza generata dal referendum britannico e l'impatto potenziale sul Regno Unito e sulle economie dell'area dell'euro (che costituiscono i principali partner commerciali di questi paesi) dovrebbero gravare sul prodotto nei prossimi trimestri.

Grafico 2

Commercio mondiale di beni

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



Fonti: Markit, CPB ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce ad agosto 2016 per l'indice PMI e a giugno 2016 per il commercio mondiale.

Il tasso di crescita dell'economia cinese dovrebbe moderarsi gradualmente. Nel breve periodo la tenuta dei consumi e il miglioramento della domanda di abitazioni, assieme al mantenimento di condizioni monetarie accomodanti e delle misure di stimolo fiscale, dovrebbero sostenere l'economia. A più lungo termine, tuttavia, la perdurante enfasi sul riequilibrio dell'economia – compresa la riduzione dell'eccesso di capacità in alcuni comparti dell'industria pesante e le azioni volte a gestire i crediti deteriorati – dovrebbe moderare il ritmo di crescita dell'attività.

Anche se nei maggiori paesi esportatori di materie prime il prodotto evidenzia segnali di stabilizzazione, le prospettive rimangono modeste. In Russia le condizioni finanziarie sono migliorate dopo la decisione della banca centrale di abbassare i tassi di interesse, ma l'incertezza resta elevata e la fiducia degli operatori bassa. Nel contempo in Brasile l'effetto congiunto dell'elevata incertezza politica, di condizioni monetarie e finanziarie restrittive e delle previste misure di risanamento dei conti pubblici dovrebbe esercitare un'ulteriore azione di freno sull'attività economica.

Le prospettive per la crescita mondiale continuano nel complesso a indicare una ripresa graduale e disomogenea. Le proiezioni macroeconomiche formulate

nel settembre 2016 dagli esperti della BCE prevedono un aumento della crescita annua in termini reali del PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) dal 3,0 per cento del 2016 al 3,5 nel 2017 e al 3,7 nel 2018. Nel contempo il tasso di incremento annuo della domanda estera dell'area dell'euro dovrebbe salire dall'1,6 per cento del 2016 al 2,6 nel 2017 e al 3,5 nel 2018. La modesta ripresa dell'attività e del commercio prevista in questo scenario di base riflette una tenuta della crescita nelle economie avanzate e una progressiva moderazione delle gravi recessioni in un paio di grandi EME (vale a dire, in Brasile e Russia), che compenserebbero il graduale rallentamento dell'economia cinese. Rispetto all'esercizio di giugno, le prospettive per la crescita del PIL mondiale sono state corrette lievemente al ribasso. La domanda estera dell'area dell'euro è stata rivista a ribasso in misura più marcata, principalmente per le attese di un più intenso indebolimento delle importazioni dal Regno Unito.

I rischi per le prospettive dell'attività mondiale rimangono orientati verso il basso, specialmente per le EME.

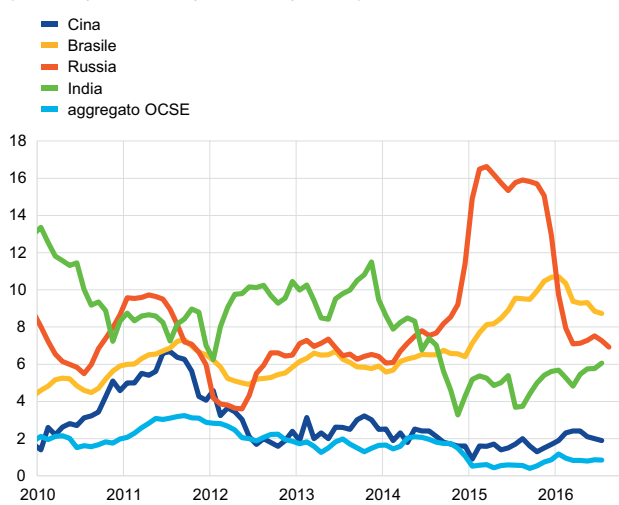
Uno dei principali rischi al ribasso è un rallentamento più marcato nelle economie emergenti (Cina compresa). L'inasprimento delle condizioni finanziarie e l'aumento delle incertezze politiche potrebbero esacerbare gli squilibri macroeconomici esistenti, peggiorando il clima di fiducia e determinando una decelerazione inaspettatamente forte. Le incertezze sul piano delle politiche riguardo alla transizione economica in Cina potrebbero far aumentare la volatilità finanziaria a livello mondiale. I rischi geopolitici continuano a pesare sulle prospettive. Inoltre le implicazioni economiche dell'uscita del Regno Unito dall'Unione europea potrebbero essere peggiori del previsto, accrescendo l'incertezza e incidendo negativamente sul commercio, il clima di fiducia delle imprese e gli investimenti.

Andamenti dei prezzi a livello internazionale

Grafico 3

Inflazione al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: statistiche nazionali e OCSE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce a luglio 2016 per i singoli paesi esclusa la Russia, agosto 2016 per la Russia e luglio 2016 per l'aggregato OCSE.

Gli effetti dei passati cali delle quotazioni petrolifere continuano a pesare sull'inflazione complessiva a livello mondiale.

Nella media dei paesi dell'OCSE l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è scesa allo 0,8 per cento in luglio, dallo 0,9 per cento di giugno (cfr. grafico 3). La componente energetica ha continuato ad agire da freno: il tasso di inflazione dei paesi OCSE calcolato al netto dei beni alimentari e dell'energia è stato pari all'1,8 per cento in luglio. Con riferimento alle grandi EME, l'inflazione è diminuita in Cina, Brasile e Russia ed è aumentata in misura modesta in India.

I corsi petroliferi sono aumentati negli ultimi mesi.

La dinamica dei prezzi è stata determinata dagli andamenti dal lato dell'offerta, con forti carenze di produzione in diversi paesi OPEC (Libia, Nigeria e Venezuela) e in un paese non appartenente all'organizzazione (Canada) che hanno moderato

l'eccesso di offerta. Più di recente, tuttavia, le forniture dall'Arabia Saudita hanno raggiunto un massimo storico, il calo dell'estrazione di petrolio da scisti negli Stati Uniti si è moderato e la produzione in Canada ha recuperato prima del previsto. Al tempo stesso la domanda mondiale di petrolio è rimasta superiore alle attese nella prima metà del 2016. Nei prossimi mesi i corsi petroliferi saranno sostenuti dal riequilibrio delle condizioni della domanda e dell'offerta. Nel contempo, i prezzi delle materie prime non petrolifere sono complessivamente rimasti quasi invariati negli ultimi tre mesi.

In prospettiva, l'inflazione a livello mondiale dovrebbe aumentare gradualmente. Nel breve periodo gli effetti del passato calo delle quotazioni del greggio e delle altre materie prime si attenueranno, riducendo l'azione di freno sull'inflazione complessiva. Più a lungo termine, l'inclinazione positiva della curva dei contratti future sul petrolio segnala un aumento delle quotazioni petrolifere nell'orizzonte di proiezione. Al tempo stesso, l'abbondante capacità inutilizzata a livello mondiale dovrebbe pesare sull'inflazione di fondo nel medio periodo.

2 Andamenti finanziari

Fatta eccezione per il periodo intorno al referendum nel Regno Unito, i mercati finanziari mondiali e dell'area dell'euro sono rimasti relativamente stabili tra i primi di giugno e i primi di settembre. Nel periodo precedente al referendum del 23 giugno nel Regno Unito, i mercati finanziari mondiali hanno mostrato una crescente volatilità, raggiungendo il picco il giorno dopo il referendum. Da allora, la volatilità è diminuita e la maggior parte delle classi di attività ha recuperato le proprie perdite. Le eccezioni principali a tale normalizzazione sono i rendimenti dei titoli obbligazionari a lungo termine nell'area dell'euro, tuttora molto al di sotto dei livelli registrati prima del referendum, nonché le azioni bancarie, il cui rendimento rimane inferiore ai più ampi indici di mercato.

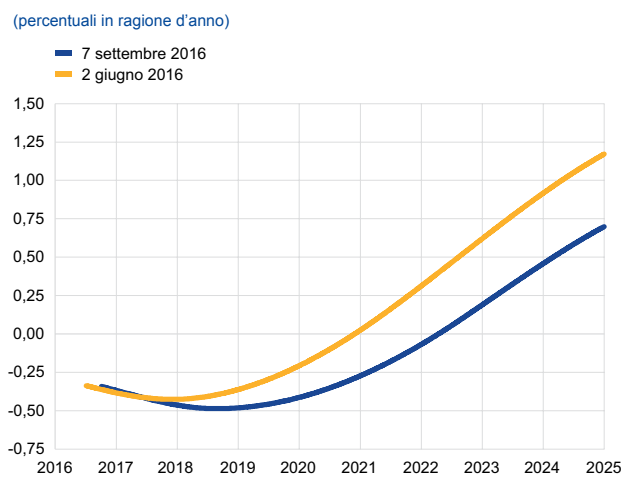
I mercati finanziari continuano a mostrare un andamento relativamente tranquillo, in linea con il secondo trimestre del 2016.

Alla luce dei timidi miglioramenti delle prospettive economiche mondiali, alimentati principalmente dagli sviluppi dell'economia statunitense, i mercati finanziari mondiali e dell'area dell'euro hanno resistito bene all'impatto immediato del voto britannico a favore dell'uscita dall'UE. Nell'area dell'euro, la reazione iniziale ha prodotto un pronunciato indebolimento dell'euro rispetto al dollaro statunitense, un appiattimento della curva a termine dell'EONIA, un ampliamento del differenziale dei titoli sovrani e societari, un aumento delle volatilità implicite e una diminuzione delle azioni, in particolare di quelle bancarie. Da allora la volatilità dei mercati finanziari è diminuita, si è assistito a una contrazione dei differenziali dei titoli di Stato e la maggior parte delle altre classi di attività ha recuperato le proprie perdite. Sebbene non si possa escludere un'ulteriore reazione dei mercati finanziari una volta rese note con più certezza le modalità dei rapporti tra il Regno Unito e l'UE, le ripercussioni immediate dell'evento sui mercati finanziari hanno avuto breve durata.

L'Euro overnight index average (EONIA) è rimasto stabile nel periodo in rassegna - dal 2 giugno al 7 settembre - mentre la curva a termine dell'EONIA si è appiattita, principalmente sulla scia del referendum nel Regno Unito (cfr. Grafico 4).

Le aspettative di mercato riguardo ai tassi EONIA futuri hanno subito una graduale riduzione. Il 2 giugno, le previsioni indicavano un ritorno in territorio positivo del tasso EONIA nel 2021, ma alla fine del periodo in rassegna tale data è stata posticipata di almeno un anno. La revisione ha interessato anche la traiettoria prevista del tasso EONIA. Il Grafico 4 illustra uno slittamento e un'ulteriore diminuzione del minimo della curva a termine dell'EONIA nel periodo in rassegna, indicando l'attesa da parte dei mercati di ulteriori misure di accomodamento monetario. Il tasso EONIA ha oscillato fra -32 e -35 punti base, salvo alla fine del secondo trimestre, quando è salito temporaneamente a -29 punti base. La liquidità in eccesso è aumentata di circa 192 miliardi di euro, a circa 1040 miliardi, di riflesso agli acquisti effettuati dall'Eurosistema

Grafico 4
Tassi EONIA a termine



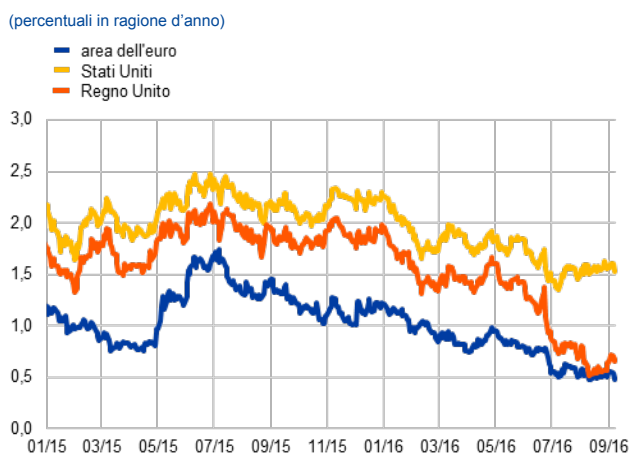
Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie. Per maggiori informazioni sulle condizioni di liquidità dell'area dell'euro e sulle operazioni di politica monetaria si rimanda al riquadro 3.

Sebbene i rendimenti a lungo termine nell'area dell'euro seguissero generalmente un andamento in linea con le controparti mondiali prima del referendum nel Regno Unito, nel periodo successivo al referendum si è registrato un moderato allargamento del divario tra i tassi negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, congiuntamente a un'accentuata flessione dei rendimenti a lungo termine nel Regno Unito (cfr. Grafico 5). Tali andamenti sono probabilmente dovuti alle percezioni di mercato di diverse situazioni economiche e alle politiche monetarie nelle aree economiche in esame. Nel contesto di bassa volatilità del mercato obbligazionario, la media ponderata in base al PIL dei rendimenti dei titoli di Stato decennali nell'area dell'euro ha oscillato a livelli bassi tra fine giugno e il 7 settembre. Permangono delle differenze tra paesi, con i rendimenti decennali tedeschi che hanno registrato valori con segno negativo e un ulteriore calo, seppur marginale, del rendimento dei titoli decennali portoghesi, spagnoli e italiani. Tali andamenti dovrebbero essere interpretati anche alla luce dell'attuale programma di acquisto di attività del settore pubblico della BCE (public sector purchase programme, PSPP).

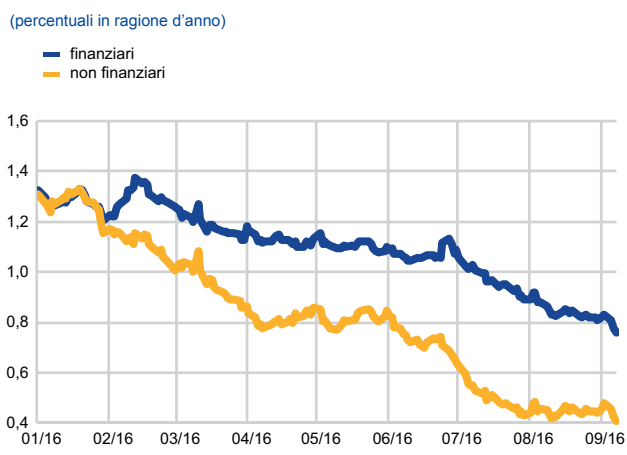
I rendimenti delle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie (SNF) continuano a essere positivamente influenzati dal programma per l'acquisto di titoli del settore societario (corporate sector purchase programme, CSPP). Dopo aver seguito una traiettoria discendente, i rendimenti delle obbligazioni delle SNF sembrerebbero aver raggiunto un andamento costante intorno allo 0,45% verso la fine di luglio. Gli attuali livelli sono di circa 80 punti base al di sotto di quelli osservati all'inizio dell'anno e possono essere in larga parte attribuiti al CSPP (cfr. anche il riquadro 2 nel numero 5/2016 di questo Bollettino). I rendimenti

Grafico 5
Rendimenti dei titoli di Stato decennali nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e nel Regno Unito.



Fonte: Thomson Reuters.
Note: La voce "area dell'euro" indica la media ponderata per il PIL dei rendimenti dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro. La voce "Stati Uniti" indica il rendimento dei titoli decennali statunitensi. La voce "Regno Unito" indica il rendimento dei gilt decennali. L'ultima osservazione si riferisce al 7 settembre 2016.

Grafico 6
Rendimenti dei titoli societari nell'area dell'euro



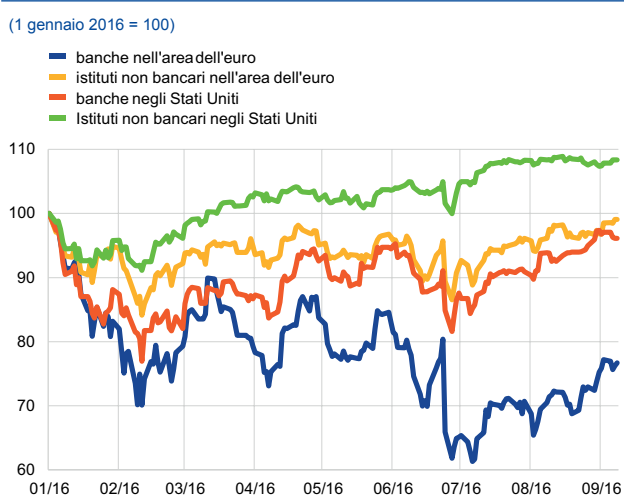
Fonte: Thomson Reuters.
Nota: L'ultima osservazione si riferisce al 7 settembre 2016.

delle obbligazioni bancarie hanno seguito un percorso analogo, sebbene con una flessione meno accentuata.

I mercati azionari mondiali hanno reagito in modo deciso all'esito del referendum nel Regno Unito; le banche dell'area dell'euro sono state quelle più coinvolte. L'indice non bancario nell'area dell'euro e l'indice azionario bancario e non bancario negli Stati Uniti hanno recuperato il calo di prezzo iniziale registrato all'indomani del referendum nel Regno Unito. Per tali azioni, i prezzi osservati alla fine del periodo in rassegna hanno superato quelli registrati ai primi di giugno. Nonostante il forte incremento registrato rispetto al minimo raggiunto il 6 luglio, le azioni bancarie nell'area dell'euro restano di molto inferiori al rendimento del mercato generale, soprattutto in una prospettiva di più lungo periodo.

Grafico 7

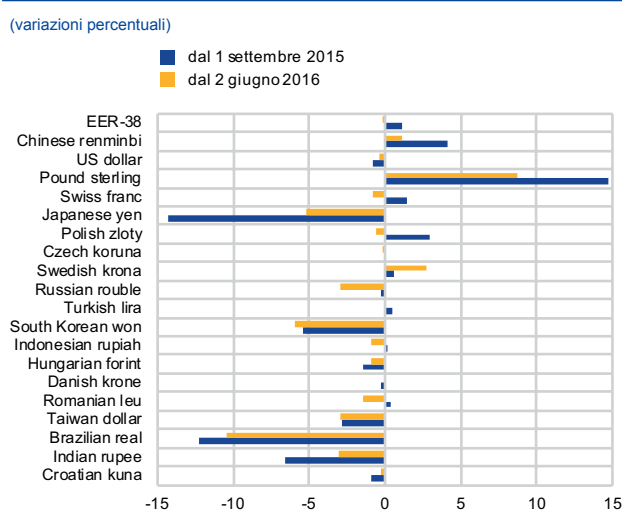
Indici azionari per l'area dell'euro e gli Stati Uniti



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
 Nota: L'ultima osservazione si riferisce al 7 settembre 2016.

Grafico 8

Variazioni del tasso di cambio dell'euro rispetto ad altre valute



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

Sui mercati dei cambi, l'euro è rimasto pressoché immutato in termini effettivi.

Ciò ha rispecchiato in larga misura l'apprezzamento dell'euro sulla sterlina britannica del 9,3% in un contesto di maggiore incertezza legato all'esito del referendum nel Regno Unito; tale incertezza è stata compensata da un indebolimento dell'euro rispetto alla maggior parte delle altre valute principali, ad eccezione del dollaro statunitense. In particolare, la maggiore volatilità e un minore appetito per il rischio hanno supportato lo yen giapponese, con un conseguente deprezzamento dell'euro sulla valuta giapponese di circa il 5,9%. L'euro ha subito un leggero deprezzamento anche rispetto al franco svizzero e, in misura maggiore, rispetto alle valute della maggior parte delle economie di mercato emergenti e dei paesi esportatori di materie prime (cfr. Grafico 8).

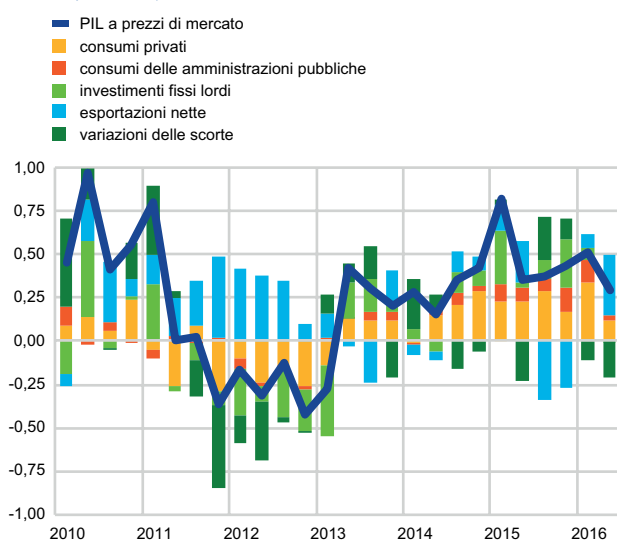
3 Attività economica

La crescita del PIL reale nell'area dell'euro si è normalizzata nel secondo trimestre, dopo il forte rialzo del periodo precedente. L'espansione è stata sostenuta dalle esportazioni nette, come dal protrarsi dei modesti contributi positivi della domanda interna. I dati delle ultime indagini congiunturali evidenziano una buona tenuta e segnalano il perdurare di una crescita contenuta nel terzo trimestre. In prospettiva, ci si attende che la ripresa nell'area dell'euro proceda a un ritmo moderato ma costante. La domanda interna è sostenuta ancora dalla trasmissione delle misure di politica monetaria della BCE all'economia reale. Le condizioni di finanziamento favorevoli, la riduzione della leva finanziaria e i miglioramenti della redditività delle imprese continuano a sostenere gli investimenti. Gli incrementi sostenuti dell'occupazione, favoriti anche dalle passate riforme strutturali, e i prezzi ancora relativamente bassi del petrolio dovrebbero fornire ulteriore sostegno al reddito disponibile reale delle famiglie e ai consumi privati. Si prevede inoltre che l'orientamento fiscale nell'area dell'euro sia lievemente espansivo nel 2016 e diventi sostanzialmente neutro nel 2017 e nel 2018. La debolezza del contesto esterno, la lenta attuazione delle riforme strutturali così come gli aggiustamenti di bilancio in diversi settori continuano a gravare sulle prospettive di crescita dell'area dell'euro. Ci si attende inoltre che l'esito del referendum sulla permanenza del Regno Unito nell'UE deprima ulteriormente la domanda estera dell'area dell'euro. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in settembre dagli esperti della BCE prevedono una crescita annua del PIL reale dell'1,7 per cento nel 2016 e dell'1,6 nel 2017 e 2018.

Grafico 9

PIL reale e sue componenti nell'area dell'euro

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



Fonte: Eurostat.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce al secondo trimestre del 2016.

L'espansione dell'attività economica nell'area dell'euro sta proseguendo, con la crescita del PIL reale su valori normali nel secondo trimestre del 2016, dopo i forti incrementi del periodo precedente.

Nel secondo trimestre del 2016 la crescita del PIL su base trimestrale è scesa allo 0,3 per cento dallo 0,5 nel primo trimestre. Dal lato della produzione, il valore aggiunto è salito dello 0,3 per cento in termini congiunturali, trainato dai settori dell'industria (al netto delle costruzioni) e dei servizi, mentre è diminuito nel comparto edilizio. Per quanto concerne i singoli paesi, la crescita del PIL reale è aumentata sul trimestre precedente in Germania, Spagna e nei Paesi Bassi, mentre in Francia e Italia è rimasta invariata. Nel complesso, l'attività è stata sostenuta da un contributo positivo delle esportazioni nette e della domanda interna, sebbene minore rispetto al trimestre precedente.

I consumi privati, che negli ultimi anni sono stati la determinante principale della ripresa economica, hanno registrato solo un modesto incremento nel

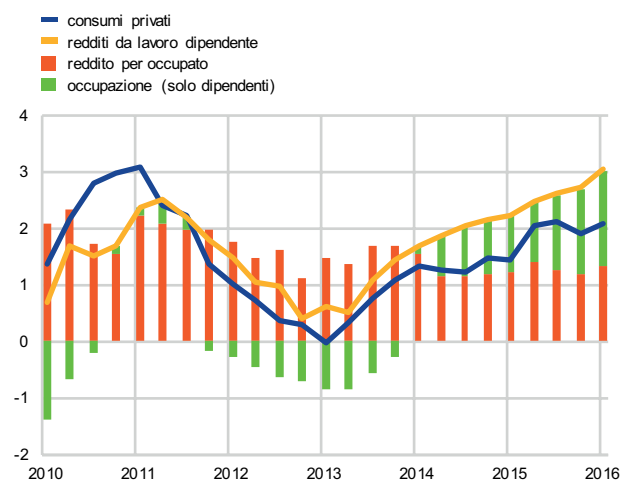
secondo trimestre. Questo rallentamento in termini congiunturali potrebbe riflettere una certa normalizzazione dopo la forte espansione dei consumi nel primo trimestre. I consumi tuttavia dovrebbero rimanere una delle determinanti principali dell'attuale

ripresa, in particolare perché i mercati del lavoro continuano a migliorare e il clima di fiducia dei consumatori si mantiene elevato.

Grafico 10

Redditi nominali da lavoro e consumi privati

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente e contributi in punti percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: Eurostat.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce al primo trimestre del 2016. Sia i consumi privati sia i redditi da lavoro sono in termini nominali.

Il recente miglioramento dei consumi privati è riconducibile in ampia misura all'incremento dell'occupazione.

Anche se i consumi privati sono stati sostenuti dai bassi corsi petroliferi negli ultimi due anni, i redditi da lavoro sono sempre più la determinante principale per il reddito disponibile delle famiglie. Poiché il contributo della crescita dei salari nominali all'aumento del reddito totale disponibile è diminuito lievemente durante la ripresa, sono i livelli di occupazione, non i salari, che hanno contribuito a far crescere i redditi nominali da lavoro nel periodo recente (cfr. grafico 10). Ciò riflette l'attuale miglioramento dei mercati del lavoro nell'area dell'euro, che hanno evidenziato una ripresa più vigorosa di quanto atteso in base agli andamenti del PIL reale (cfr. l'articolo *Il rapporto fra occupazione e PIL dall'inizio della crisi* in questo numero del Bollettino). Il miglioramento delle condizioni di prestito, rafforzato dalle misure di politica monetaria della BCE, dovrebbe sostenere ulteriormente l'espansione dei consumi privati nel periodo a venire. I bassi tassi di interesse hanno

avuto un impatto non solo sui redditi da capitale, ma anche sui pagamenti per interessi, lasciando sostanzialmente invariato il reddito netto da interessi delle famiglie nell'area dell'euro. Poiché i prenditori netti in genere mostrano una maggiore propensione marginale al consumo rispetto ai risparmiatori netti, questa redistribuzione tra redditi e pagamenti per interessi dovrebbe sostenere ulteriormente i consumi privati aggregati (cfr. anche il riquadro 3 *Bassi tassi di interesse e reddito netto da interessi delle famiglie* nel numero 4/2016 di questo Bollettino).

I mercati del lavoro nell'area dell'euro continuano a migliorare, come evidenziano i tassi di disoccupazione in calo, la ripresa dell'occupazione e le elevate aspettative di occupazione.

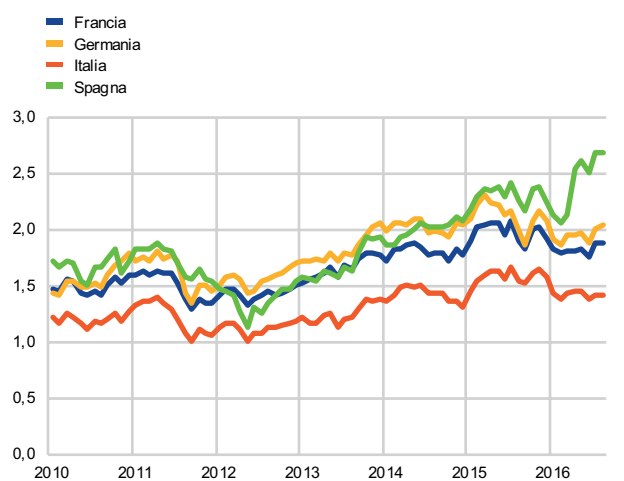
Nel primo trimestre del 2016 l'occupazione è aumentata ancora, dello 0,3 per cento in termini congiunturali. Di conseguenza, l'occupazione nell'area dell'euro si è collocata su un livello superiore dell'1,4 per cento a quello dell'anno precedente, registrando il più forte incremento annuale dalla metà del 2008. Dati più tempestivi come quelli forniti dalle indagini continuano a indicare il protrarsi di moderati miglioramenti nei mercati del lavoro dell'area. Tuttavia, le ore totali lavorate nell'area dell'euro non sono in linea con l'aumento dell'occupazione, in parte a causa della crescita dell'occupazione a tempo parziale (cfr. anche il riquadro *Fattori sottostanti l'andamento delle ore medie lavorate per occupato dal 2008* in questo numero del Bollettino). Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro ha mantenuto la tendenza calante cominciata agli inizi del 2013 fino a raggiungere il 10,1 per cento nel secondo trimestre del 2016, il livello minimo dalla metà del 2011. Il tasso di disoccupazione è rimasto su questo valore in luglio. Le misure più ampie di eccesso di offerta di lavoro, che considerano anche segmenti di popolazione in età lavorativa che devono accontentarsi di un'occupazione a

tempo parziale o che si sono ritirati dal mercato del lavoro, rimangono elevate e diminuiscono più lentamente rispetto ai livelli di disoccupazione.

Gli investimenti hanno fortemente decelerato nel secondo trimestre perché sono diminuite la produzione industriale di beni di investimento e l'attività edilizia. È probabile che la relativa debolezza degli investimenti totali nel secondo trimestre rifletta un calo di quelli residenziali, a fronte di una produzione edilizia relativamente più elevata nel trimestre precedente, quando le condizioni meteorologiche erano state favorevoli. Anche la modesta produzione di beni di investimento, connessa in parte alla debolezza del contesto esterno, è stata un fattore importante, insieme al minore utilizzo della capacità produttiva, che ha ostacolato gli investimenti delle imprese.

Grafico 11

Rapporto prezzo/valore contabile



Fonte: Thomson Reuters.

Note: il rapporto prezzo/valore contabile pone a confronto il valore di mercato di un'azione con il suo valore contabile. Il valore di mercato di un'azione è la metrica prospettica che riflette i flussi di cassa futuri di una società. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2016.

Con il miglioramento delle condizioni interne dell'area dell'euro, sia gli investimenti in costruzioni sia quelli delle imprese dovrebbero segnare una ripresa nel breve periodo. Nel complesso,

il miglioramento delle condizioni di finanziamento e del clima di fiducia nel settore edile e il numero crescente di concessioni edilizie rilasciate segnalano un'accelerazione degli investimenti nel terzo trimestre. Inoltre, secondo l'indagine della Commissione europea, dal 2013 la domanda è percepita sempre meno come un vincolo alla produzione di beni di investimento e nel terzo trimestre ha raggiunto livelli che non si osservavano dagli inizi del 2012. La ripresa della domanda, l'orientamento accomodante di politica monetaria così come le condizioni di finanziamento più favorevoli dovrebbero sostenere ancora sia gli investimenti delle imprese sia quelli nelle costruzioni. Nel periodo a venire gli investimenti complessivi dovrebbero essere favoriti anche dai profitti crescenti negli ultimi mesi (cfr. grafico 11) e dalla necessità di sostituirli dopo anni di moderazione. Tuttavia,

le incertezze legate alle future relazioni tra l'UE e il Regno Unito e le potenziali implicazioni per l'economia dell'area dell'euro potrebbero gravare sulle prospettive di investimento. Inoltre, la crescita degli investimenti potrebbe essere frenata anche dalle esigenze di riduzione della leva finanziaria e dalla lenta attuazione delle riforme, specie in alcuni paesi, nonché dalle modeste prospettive di crescita potenziale.

La persistente debolezza del contesto esterno ha continuato a gravare sulle esportazioni di beni al di fuori dell'area dell'euro nel 2016 (cfr. grafico 12).

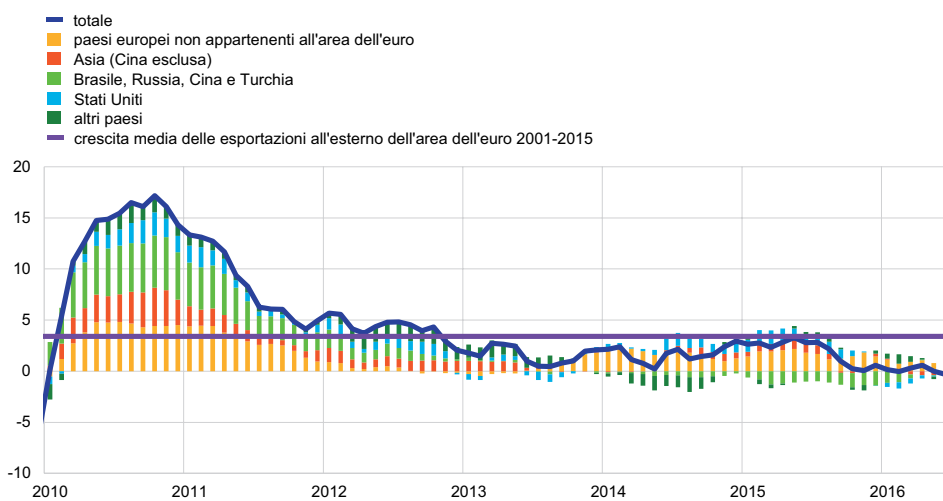
La debolezza del commercio mondiale è determinata da numerosi fattori (cfr. il riquadro 1 in questo numero del Bollettino), fra cui la crescente produzione nei mercati di vendita a livello locale dovuta ai mutati andamenti della domanda mondiale, ai problemi legati al costo del lavoro e ai requisiti di contenuto locale (cfr. riquadro 4 in questo numero del Bollettino). La debole crescita delle esportazioni di beni al di fuori dell'area dell'euro nel secondo trimestre è imputabile soprattutto al calo delle esportazioni verso l'Asia (Cina esclusa), i paesi produttori di petrolio

dell'OPEC e l'America Latina. Sia gli Stati Uniti sia la Russia hanno fornito contributi sostanzialmente neutri alla crescita delle esportazioni di beni, mentre la Cina e i paesi europei non appartenenti all'area dell'euro hanno contribuito positivamente. La crescita delle esportazioni di beni al di fuori dell'area dell'euro, pur rimanendo molto debole, è stata superiore a quella delle importazioni globali di beni nella prima metà del 2016 e ha determinato un aumento delle quote di mercato rispetto alla seconda metà del 2015, anche grazie al protrarsi di alcuni effetti ritardati positivi dei movimenti del tasso di cambio effettivo dell'euro. È probabile che tali circostanze positive si esauriscano gradualmente, considerando che le indicazioni provenienti dalle indagini, dagli ordini sull'estero e dalla produzione industriale lasciano intendere che le esportazioni rimarranno deboli nel prossimo futuro. Su orizzonti più lunghi, le esportazioni al di fuori dell'area dell'euro dovrebbero crescere in misura maggiore per effetto di una graduale ripresa del commercio mondiale.

Grafico 12

Esportazioni di beni al di fuori dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente della media mobile a tre mesi; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2016 per i paesi europei non appartenenti all'area dell'euro e a giugno 2016 per tutti gli altri paesi. Le esportazioni di beni al di fuori dell'area dell'euro sono in volumi.

I rischi per le prospettive del commercio restano orientati verso il basso e sono connessi principalmente agli effetti negativi del referendum sulla permanenza del Regno Unito nell'UE. La crescita delle esportazioni di beni verso il Regno Unito ha cominciato a perdere slancio già all'inizio del 2016. Si è aggiunto il forte deprezzamento della sterlina rispetto all'euro. È probabile che la minore domanda di importazioni nel Regno Unito abbia non solo un effetto diretto negativo sul commercio dell'area dell'euro, visto che il Regno Unito è uno dei principali partner commerciali dell'area, ma anche un effetto indiretto sull'interscambio attraverso altri paesi.

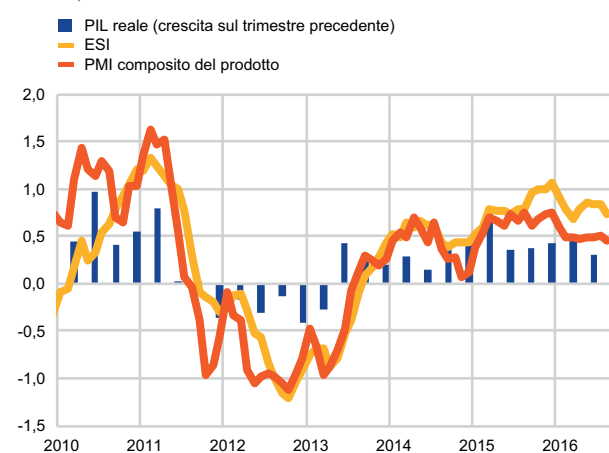
Nel complesso, gli indicatori congiunturali segnalano il perdurare di una moderata crescita nel terzo trimestre. L'indice di fiducia della Commissione europea (Economic Sentiment Indicator, ESI) ha mostrato in agosto un calo che ha interessato tutti i settori e ha riflesso una valutazione più negativa sulla situazione attuale, nonché un peggioramento delle aspettative. In particolare, la valutazione è stata negativa per gli ordini totali e dall'estero nel settore della produzione, specie in

quello dei beni di investimento, che ha evidenziato una brusca contrazione in agosto. Nello stesso mese inoltre è diminuito l'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI). Tuttavia, le rilevazioni medie per entrambi gli indicatori in luglio e agosto sono rimaste sostanzialmente invariate rispetto al secondo trimestre e al di sopra delle rispettive medie di lungo periodo, segnalando il protrarsi di una moderata crescita (cfr. grafico 13).

Grafico 13

PIL reale dell'area dell'euro, indice del clima economico (ESI) e PMI composito

(tassi di crescita sul trimestre precedente e saldi normalizzati in percentuale; indici di diffusione)

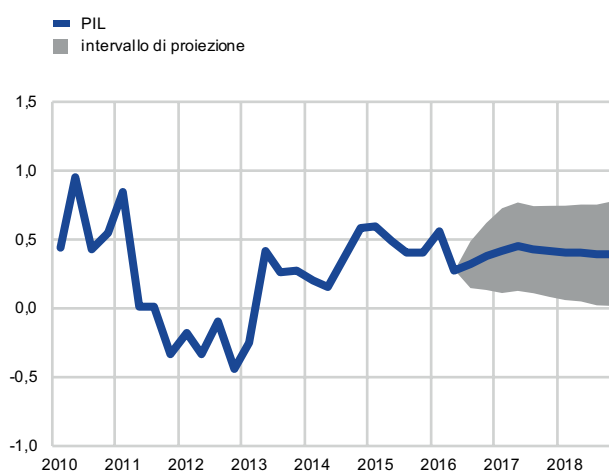


Fonti: Markit, Commissione europea ed Eurostat.
Note: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2016 per il PIL e ad agosto 2016 rispettivamente per l'ESI e il PMI.

Grafico 14

PIL reale dell'area dell'euro (proiezioni incluse)

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



Fonti: Eurostat e l'articolo intitolato *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2016*, pubblicato sul sito Internet della BCE l'8 settembre 2016.

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

In prospettiva, ci si attende che l'espansione economica proceda a un ritmo moderato ma costante. Si prevede che la domanda interna continui a mostrare una buona tenuta, sostenuta dall'orientamento accomodante di politica monetaria della BCE e dalle iniziative di sostegno di natura fiscale nel 2016. Gli investimenti sarebbero favoriti da ulteriori miglioramenti della redditività delle imprese e dalla necessità di modernizzare lo stock di capitale dopo anni di modesti investimenti. Ci si attende che la spesa per consumi sia sorretta dai continui incrementi dell'occupazione, dal miglioramento delle condizioni di prestito e dal prezzo ancora relativamente basso del petrolio. La ripresa nell'area dell'euro sarebbe tuttavia frenata dalla perdurante debolezza della domanda estera, imputabile anche alle incertezze successive all'esito del referendum nel Regno Unito, dai necessari aggiustamenti di bilancio in vari settori e dalla lenta attuazione delle riforme strutturali.

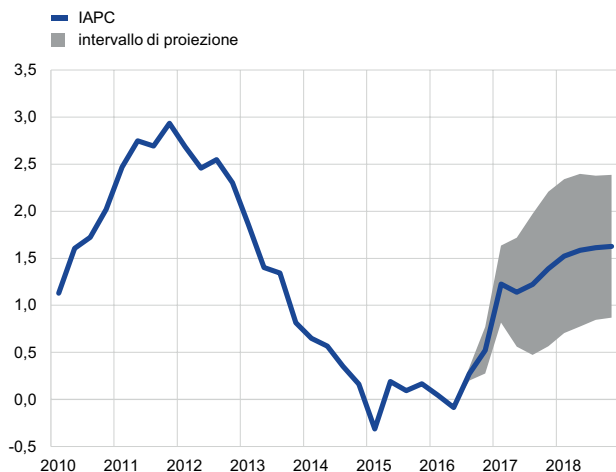
Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in settembre dagli esperti della BCE prevedono una crescita annua del PIL reale dell'1,7 per cento nel 2016 e dell'1,6 nel 2017 e 2018 (cfr. grafico 14). Rispetto all'esercizio condotto in giugno dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'espansione del prodotto sono state riviste lievemente al ribasso. I rischi per le prospettive di crescita nell'area dell'euro restano orientati verso il basso e sono connessi principalmente al contesto esterno.

4 Prezzi e costi

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, in agosto l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è collocata allo 0,2 per cento, invariata rispetto a luglio. Mentre l'inflazione dei beni energetici sul periodo corrispondente ha continuato a salire, quella dei servizi e dei beni industriali non energetici è stata lievemente più bassa rispetto a luglio. In prospettiva, sulla base dei prezzi attuali dei contratti future per il petrolio, i tassi di inflazione dovrebbero rimanere bassi nei prossimi mesi per poi iniziare a risalire verso la fine del 2016, in gran parte per via degli effetti base nel tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi dell'energia. In seguito, l'inflazione dovrebbe aumentare ancora, sostenuta dalle misure di politica monetaria della BCE e dall'attesa ripresa economica. Questo andamento generale si riflette nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro del settembre 2016 formulate dagli esperti della BCE, che prefigurano un'inflazione armonizzata sul periodo corrispondente pari allo 0,2 per cento nel 2016, all'1,2 per cento nel 2017 e all'1,6 per cento nel 2018. Rispetto all'esercizio di giugno 2016 svolto dagli esperti dell'Eurosistema, lo scenario per l'inflazione al consumo misurata sullo IAPC è rimasto sostanzialmente invariato.

Grafico 15
Inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC
(proiezioni incluse)

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2016*, pubblicato sul sito Internet della BCE l'8 settembre 2016.

Nota: le osservazioni più recenti si riferiscono al secondo trimestre del 2016 (dati effettivi) e al quarto trimestre 2018 (proiezioni).

In agosto l'inflazione complessiva è rimasta su livelli contenuti.

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, in agosto l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC si è collocata allo 0,2 per cento, invariata rispetto a luglio, con un aumento dell'inflazione dei beni energetici compensato da una lieve riduzione dell'inflazione dei servizi e dei beni industriali non energetici (cfr. grafico 16). Ciò ha fatto seguito a diversi incrementi successivi dell'inflazione complessiva dal -0,2 per cento in aprile allo 0,2 per cento in luglio, ascrivibili principalmente a un'inflazione meno negativa della componente energetica e a un aumento dell'inflazione dei beni alimentari.

La maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo non segnala una chiara tendenza al rialzo.

Dopo essere aumentata nella prima metà del 2015, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC al netto di beni alimentari ed energetici ha oscillato intorno all'1 per cento dalla scorsa estate. Analogamente, altre misure dell'inflazione di fondo non hanno mostrato chiari segnali di una dinamica al rialzo (cfr. grafico 17).

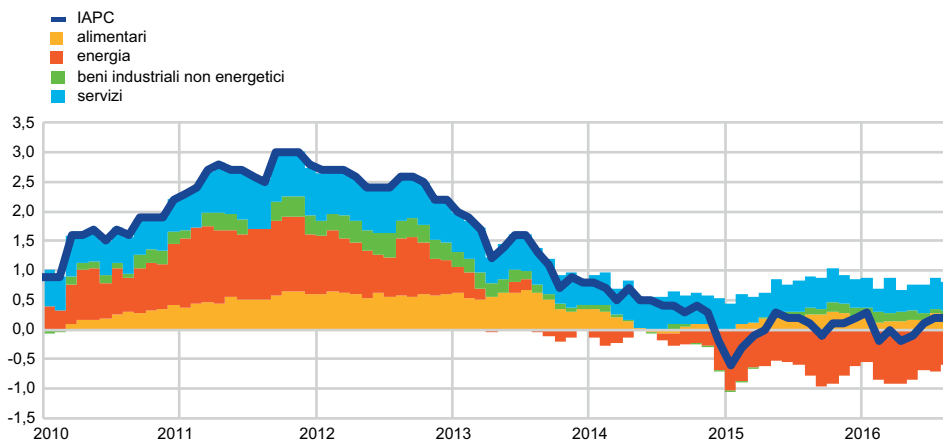
Ciò potrebbe essere dovuto in parte agli effetti al ribasso indiretti dei mercati calati passati dei prezzi del petrolio e di altre materie prime. A livello più fondamentale, le pressioni provenienti dai costi interni – in particolare la crescita dei salari – sono rimaste modeste.

Le pressioni inflazionistiche sono rimaste deboli. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione dei beni di consumo non alimentari è stato pari al -1,3 per cento in luglio, in calo dal -0,7 per cento in giugno e prossimo al recente

Grafico 16

Contributi delle componenti all'inflazione armonizzata complessiva dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni BCE.

Nota: le osservazioni più recenti si riferiscono ad agosto 2016 (stime preliminari).

minimo del -1,4 per cento registrato in aprile (cfr. grafico 18). Questa dinamica riflette principalmente l'impatto dell'andamento del tasso di cambio effettivo nominale (TCEN) dell'euro. Negli stadi più avanzati del processo di formazione dei prezzi, i prezzi alla produzione per le vendite sul mercato interno di beni non alimentari destinati al consumo sono rimasti stabili. Il loro tasso di crescita sul periodo corrispondente si è infatti collocato allo 0,0 per cento in luglio, invariato rispetto a giugno. Mentre i miglioramenti delle condizioni economiche dovrebbero aver esercitato pressioni al rialzo sui prezzi alla produzione, ciò potrebbe essere stato compensato dai bassi prezzi degli input legati alle materie prime.

L'andamento del deflatore del PIL indica che le pressioni interne sui prezzi si sono rafforzate dalla metà del 2014. Ciò è ascrivibile a incrementi dei margini di profitto, in quanto i costi della manodopera sono rimasti contenuti. Tali aumenti dei margini di profitto riflettono probabilmente cambiamenti delle ragioni di scambio legati al calo dei corsi del petrolio (cfr. il riquadro 5 *Fattori sottostanti la recente divergenza tra il deflatore del PIL e lo IAPC al netto di energia e alimentari nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino). La crescita dei salari è rimasta moderata, per via di diversi fattori tra cui il livello ancora significativo dell'eccesso di offerta sul mercato del lavoro e la bassa crescita della produttività¹. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle retribuzioni contrattuali si è collocato all'1,4 per cento nel secondo trimestre del 2016, invariato rispetto al primo.

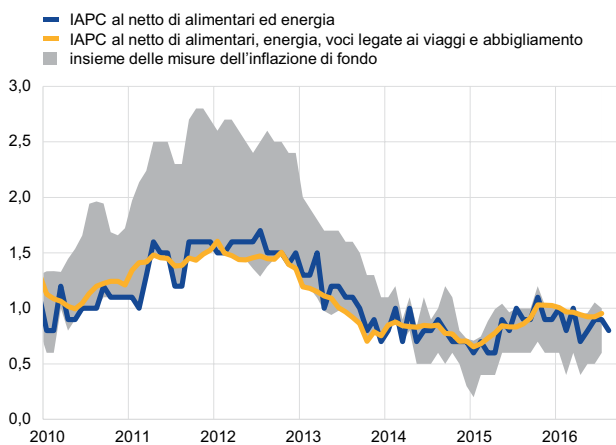
Le misure delle attese di inflazione di lungo periodo ricavate dai mercati sono diminuite ulteriormente e rimangono ben al di sotto di quelle desunte dalle indagini. Le misure basate sul mercato delle aspettative d'inflazione di lungo periodo sono diminuite tra gli inizi di giugno e gli inizi di settembre. Il tasso di inflazione a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale è sceso dall'1,48 per cento agli inizi di giugno all'1,29 per cento agli inizi di settembre (cfr. grafico 19). Cali particolarmente significativi sono stati osservati in corrispondenza del referendum

¹ Cfr. il riquadro *Le tendenze recenti dei salari nell'area dell'euro* nel numero 3/2016 di questo Bollettino.

Grafico 17

Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



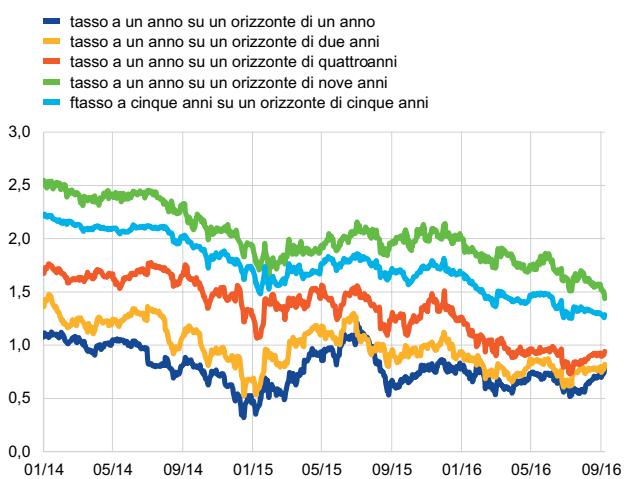
Fonti: Eurostat ed elaborazioni BCE.

Note: l'insieme delle misure dell'inflazione di fondo comprende lo IAPC al netto dell'energia, lo IAPC al netto di alimentari non trasformati ed energia, lo IAPC al netto di alimentari ed energia, lo IAPC al netto di alimentari, energia, voci legate ai viaggi e abbigliamento, la media troncata del 10 per cento, la media troncata del 30 per cento, la mediana dello IAPC e una misura basata su un modello fattoriale dinamico. Le osservazioni più recenti si riferiscono all'agosto 2016 per l'inflazione misurata sullo IAPC al netto di alimentari ed energia (stima preliminare) e al luglio 2016 per tutte le altre misure.

Grafico 19

Misure delle aspettative di inflazione basate sul mercato

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



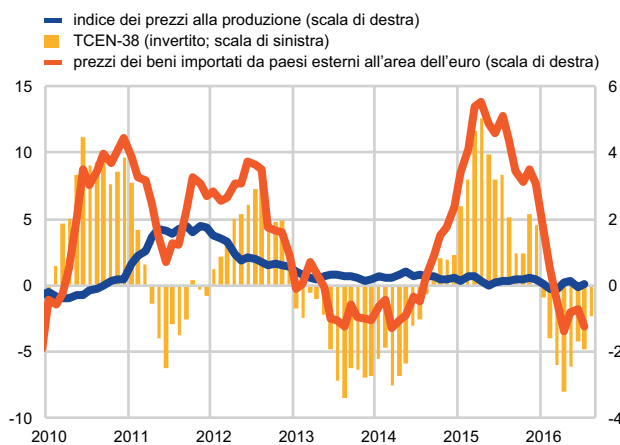
Fonti: Thomson Reuters e calcoli BCE.

Nota: le osservazioni più recenti si riferiscono al 7 settembre 2016.

Grafico 18

Prezzi alla produzione e prezzi all'importazione

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni BCE.

Note: dati mensili. Le osservazioni più recenti si riferiscono al luglio 2016 per i prezzi all'importazione e alla produzione e all'agosto 2016 per il TCEN-38. Il TCEN-38 è invertito.

britannico (in parte connessi a fattori tecnici relativi agli afflussi di capitali alla ricerca di un "approdo sicuro" nelle attività nominali). Le condizioni sui mercati finanziari si sono successivamente normalizzate, ma il tasso di inflazione a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale ha registrato una ripresa solo modesta dal suo minimo dell'1,25 per cento registrato il 10 luglio. Al contempo, i mercati continuano a prevedere solo un rischio limitato di deflazione. Per contro, le misure delle aspettative di inflazione di lungo periodo basate sulle indagini per l'area dell'euro (come la Survey of Professional Forecasters della BCE) sono rimaste sostanzialmente invariate.

In prospettiva, si prevede che l'inflazione misurata dallo IAPC nell'area dell'euro risalga verso la fine del 2016, per poi aumentare ulteriormente nel 2017 e nel 2018. Stando alle informazioni disponibili a metà agosto, le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro del settembre 2016 formulate dagli esperti della BCE prefigurano un'inflazione armonizzata pari

allo 0,2 per cento nel 2016, all'1,2 per cento nel 2017

e all'1,6 per cento nel 2018 (cfr. grafico 15).² Rispetto all'esercizio di giugno 2016 svolto dagli esperti dell'Eurosistema, lo scenario per l'inflazione al consumo è rimasto sostanzialmente invariato.

² Si veda l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2016*, pubblicato sul sito Internet della BCE l'8 marzo 2016.

L'inflazione di fondo dovrebbe aumentare gradualmente nell'orizzonte temporale considerato con il progressivo accumularsi delle pressioni

derivanti dal ridursi della capacità inutilizzata nell'economia. I miglioramenti delle condizioni nel mercato del lavoro, rispecchiati da un netto calo del tasso di disoccupazione, dovrebbero sostenere una graduale accelerazione della crescita dei salari e dell'inflazione di fondo nell'orizzonte temporale considerato. In un contesto di ripresa economica in atto, dovrebbero manifestarsi ulteriori pressioni al rialzo sull'inflazione di fondo tramite miglioramenti della capacità di determinazione dei prezzi delle imprese e un connesso aumento ciclico dei margini di profitto. Il venir meno degli effetti frenanti indiretti dell'andamento dei prezzi dell'energia e delle materie prime non energetiche dovrebbe altresì contribuire all'atteso aumento dell'inflazione di fondo. Più in generale sono inoltre prevedibili effetti al rialzo dovuti alle crescenti pressioni sui prezzi a livello mondiale, ma il graduale venir meno delle spinte al rialzo derivanti dai cali passati del valore dell'euro dovrebbe pesare sulla ripresa dell'inflazione di fondo negli anni a venire. Nel complesso, un graduale recupero dell'inflazione di fondo dovrebbe alimentare incrementi dell'inflazione complessiva nel corso del 2017 e del 2018.

5 Moneta e credito

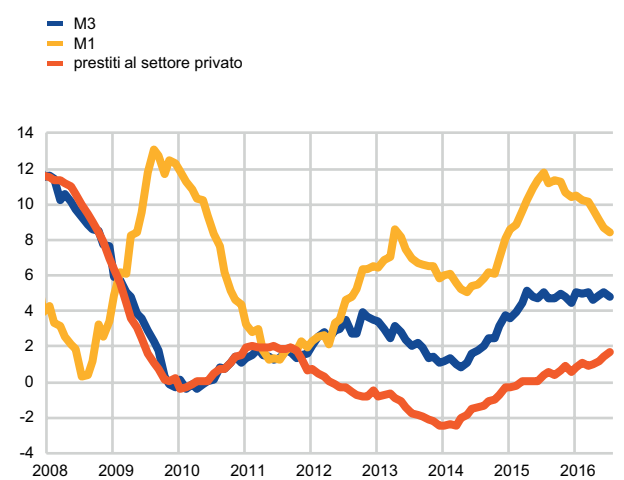
L'espansione monetaria è rimasta robusta nel secondo trimestre 2016 e in luglio. La crescita dei prestiti ha inoltre continuato a evidenziare una graduale ripresa. Ancora una volta, le fonti interne di creazione di moneta sono state la principale determinante della crescita dell'aggregato monetario ampio. I bassi tassi di interesse, nonché gli effetti delle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE, continuano a favorire le dinamiche monetarie e creditizie. Le banche

hanno trasmesso le proprie condizioni favorevoli di finanziamento abbassando i tassi attivi e allentando i criteri di affidamento, sostenendo così la ripresa della crescita dei prestiti. Si stima che nel secondo trimestre 2016 il flusso annuo dei finanziamenti esterni totali alle società non finanziarie (SNF) sia aumentato.

Grafico 20

M3, M1 e prestiti al settore privato

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



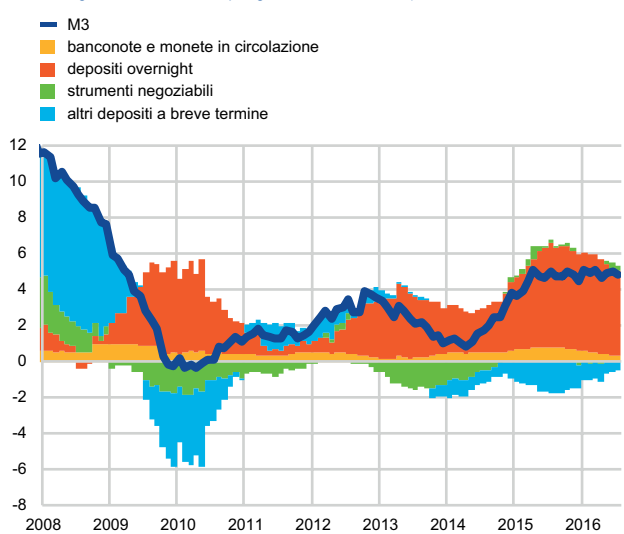
Fonte: BCE.

Note: il dato sui prestiti è corretto per cessioni, cartolarizzazioni e per il notional cash pooling. L'ultima osservazione si riferisce a luglio 2016.

Grafico 21

M3 e sue componenti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce a luglio 2016.

L'aggregato monetario ampio ha continuato a crescere a un ritmo sostenuto.

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è lievemente diminuito, al 4,8 per cento nel luglio di quest'anno, dopo essersi collocato intorno al 5,0 per cento a partire da aprile 2015 (cfr. grafico 20). L'espansione di M3 ha continuato a essere trainata dalle sue componenti più liquide, sullo sfondo di un basso costo-opportunità di detenere depositi liquidi in un contesto caratterizzato da tassi di interesse molto bassi e da una curva dei rendimenti piatta. La crescita robusta di M3 riflette inoltre l'impatto delle misure non convenzionali di politica monetaria, in particolare gli afflussi collegati alla vendita di titoli da parte del settore detentore di moneta nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) e le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) dell'Eurosistema. Il tasso di crescita di M1 è andato riducendosi negli ultimi mesi, dopo il picco toccato nel luglio 2015, ma resta comunque elevato.

I depositi overnight, che rappresentano circa la metà delle consistenze di M3 e gran parte di M1, hanno continuato a fornire il principale contributo all'espansione di M3

(cfr. grafico 21). In particolare, i depositi overnight del settore privato non finanziario hanno continuato a crescere in modo sostenuto, mentre quelli delle istituzioni finanziarie non bancarie hanno segnato un nuovo rallentamento. Questa distinzione è degna di nota, poiché le proprietà di M1 quale indicatore anticipatore della crescita economica dipendono in particolare dalle dinamiche osservate in relazione al settore non finanziario. È proseguita inoltre la tendenza alla diminuzione del tasso di crescita di banconote e monete in circolazione; non vi sono

pertanto segnali che il settore detentore di moneta stia sostituendo i depositi con circolante in risposta al livello assai basso o negativo dei tassi di interesse. Per contro, i depositi a breve termine diversi da quelli overnight (ossia M2 meno M1) si sono ulteriormente contratti nel secondo trimestre 2016 e in luglio. Il tasso di crescita degli strumenti negoziabili (M3 meno M2), una componente esigua di M3, ha segnato un lieve recupero nel periodo in esame, alimentato dalla robusta crescita delle quote/partecipazioni di fondi comuni monetari e dai maggiori acquisti di titoli di debito a breve termine delle banche.

Le fonti interne di creazione di moneta hanno continuato a rappresentare la principale determinante della crescita dell'aggregato monetario ampio.

Al loro interno, il principale fattore all'origine della creazione di moneta è stato ancora una volta il credito alle amministrazioni pubbliche, mentre è proseguita la graduale ripresa del credito al settore privato. Nel primo caso, l'andamento riflette le misure non convenzionali di politica monetaria della BCE, in particolare gli acquisti di titoli effettuati dalla BCE nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (public sector purchase programme, PSPP). Le passività finanziarie a più lungo termine delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) (al netto di capitale e riserve) – il cui tasso di variazione sui dodici mesi risulta negativo dal secondo trimestre 2012 – hanno continuato a contrarsi nel secondo trimestre e nel luglio di quest'anno. Ciò rispecchia, in particolare, l'impatto della nuova serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-II), che fungono da sostituto della raccolta bancaria a più lungo termine sul mercato. L'appiattimento della curva dei rendimenti, inoltre, ha ridotto gli incentivi degli investitori a detenere depositi e obbligazioni bancarie a lungo termine. Parallelamente, la posizione patrimoniale netta sull'estero del settore delle IFM ha continuato a rappresentare il principale

fattore di freno alla crescita sui dodici mesi di M3, per effetto dei protratti deflussi di capitali dall'area dell'euro; questa tendenza è alimentata in misura importante dalla cessione di titoli delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro nell'ambito del PSPP da parte di non residenti, poiché i relativi proventi sono investiti principalmente in strumenti diversi da quelli dell'area dell'euro.

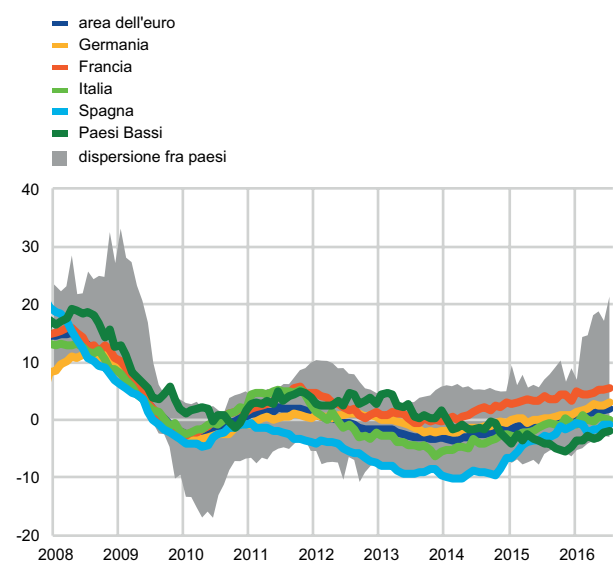
È proseguita la graduale ripresa delle dinamiche dei prestiti.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretto per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e per il notional cash pooling) è nuovamente aumentato nel secondo trimestre e nel luglio 2016 (cfr. grafico 20). Nello stesso periodo si è rafforzata la crescita dei prestiti, in particolare a favore delle società non finanziarie (cfr. grafico 22), che ha segnato una ripresa considerevole rispetto al minimo del primo trimestre 2014. Questo miglioramento è ravvisabile in genere in tutti i maggiori paesi, sebbene in alcune giurisdizioni i tassi di crescita dei prestiti rimangano negativi. Al confronto, il tasso di espansione annuale dei prestiti alle famiglie ha

Grafico 22

Prestiti delle IFM alle società non finanziarie in alcuni paesi dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



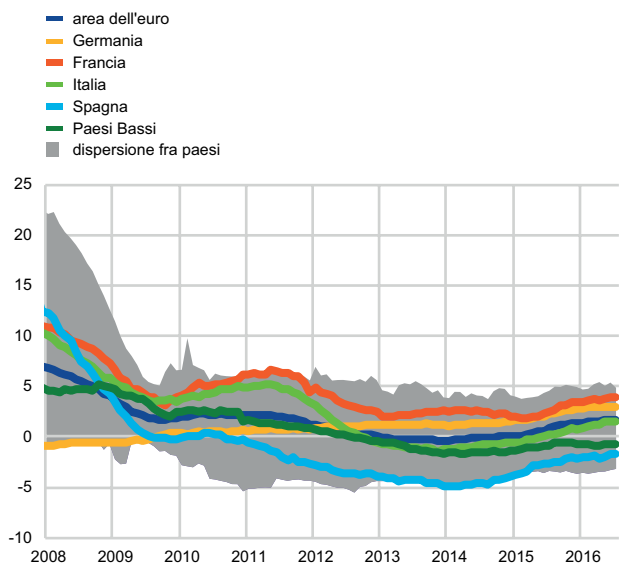
Fonte: BCE.

Note: corretti per cessioni, cartolarizzazioni e per il notional cash pooling. La dispersione fra paesi è calcolata come minimo/massimo su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce a luglio 2016.

Grafico 23

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

Note: corretti per cessioni, cartolarizzazioni e accentramento delle liquidità a saldi compensati (notional cash pooling). La dispersione fra paesi è calcolata come minimo/massimo su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce a luglio 2016.

evidenziato un recupero lieve nel secondo trimestre del 2016 ed è rimasto invariato in luglio (cfr. grafico 23). La flessione significativa dei tassi sui finanziamenti bancari osservata nel complesso nell'area dell'euro a partire dall'estate 2014 (grazie in particolare alle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE) e i miglioramenti nell'offerta e nella domanda di prestiti bancari, hanno favorito tali dinamiche. Ciò nonostante, il processo di risanamento dei bilanci bancari in corso e la persistenza in alcuni paesi di livelli elevati di crediti deteriorati continuano a essere di ostacolo alla crescita dei prestiti.

L'ulteriore allentamento netto dei criteri di concessione dei prestiti e il protratto aumento della domanda da parte di imprese e famiglie hanno continuato a favorire la ripresa della crescita del credito.

Secondo l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di luglio, le pressioni concorrenziali hanno continuato a rappresentare il principale fattore all'origine della distensione dei criteri di fido. L'incremento della domanda di prestiti, inoltre, è dovuto a un insieme di diversi fattori¹, fra cui il basso livello medio dei tassi di interesse, il fabbisogno di finanziamenti per operazioni di fusione e acquisizione e le prospettive favorevoli del mercato delle abitazioni (cfr. l'indagine). In tale contesto, il principale effetto delle OMRLT sull'offerta di credito si è concretizzato in un allentamento dei termini e delle condizioni di prestito. Le banche hanno inoltre segnalato che la liquidità addizionale fornita dalle OMRLT è stata utilizzata soprattutto per l'erogazione di prestiti. Infine, gli istituti interpellati hanno affermato che le OMRLT hanno prodotto un impatto positivo sulla loro redditività.

Il costo composto del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche è sceso in luglio a un nuovo minimo storico, dopo essersi sostanzialmente stabilizzato nel secondo trimestre

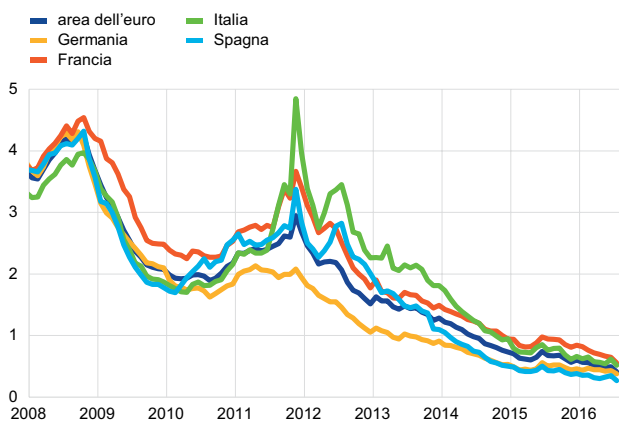
(cfr. grafico 24). La flessione considerevole di luglio si deve principalmente al calo dei rendimenti obbligazionari, mentre il costo dei depositi è diminuito in misura solo marginale. La politica monetaria accomodante della BCE, il rimborso netto delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM, il

rafforzamento dei bilanci bancari e il venir meno della frammentazione nei diversi mercati finanziari hanno contribuito al calo del costo composto del finanziamento

Grafico 24

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

(costo composto dei depositi e del finanziamento mediante ricorso al debito non garantito sul mercato; percentuali in ragione d'anno)



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

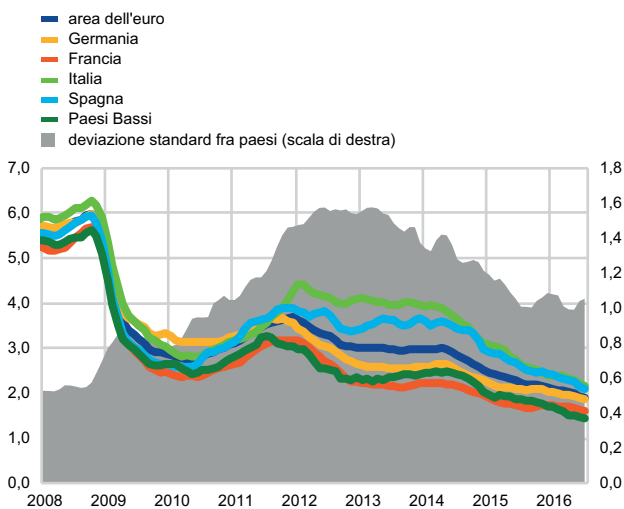
Note: il costo composto dei depositi è calcolato come media dei tassi sui nuovi depositi overnight, sui depositi con durata prestabilita e sui depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per i corrispondenti importi in essere. L'ultima osservazione si riferisce a luglio 2016.

¹ Cfr. il riquadro "Vincoli di finanziamento nelle regioni dell'area dell'euro" in questo numero del Bollettino.

Grafico 25

Indicatore composito del costo dei prestiti per le SNF

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



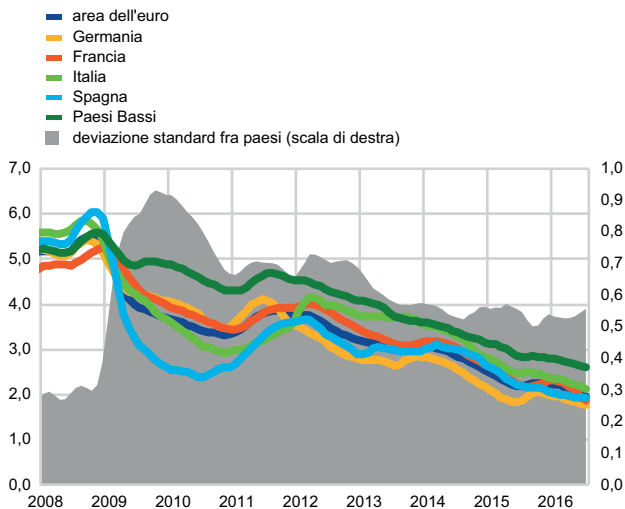
Fonte: BCE.

Note: l'indicatore del costo totale dei prestiti è calcolato aggregando i tassi a breve e a lungo termine con una media mobile di 24 mesi dei volumi di nuovi prestiti. La deviazione standard fra paesi è calcolata per una composizione fissa di dodici paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce a luglio 2016.

Grafico 26

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

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



Fonte: BCE.

Note: l'indicatore del costo totale dei prestiti è calcolato aggregando i tassi a breve e a lungo termine utilizzando una media mobile di 24 mesi dei volumi di nuovi prestiti. La deviazione standard fra paesi è calcolata per una composizione fissa di dodici paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce a luglio 2016.

tramite debito. In linea con i recenti sviluppi, nell'indagine sul credito bancario di luglio le banche dell'area dell'euro hanno segnalato per il secondo trimestre un miglioramento dell'accesso al finanziamento mediante emissione di titoli di debito.

Nel secondo trimestre e in luglio è proseguito il calo dei tassi sui prestiti bancari al settore privato (cfr. grafici 25 e 26). Dal giugno 2014 i tassi compositi

sui prestiti alle SNF e alle famiglie sono diminuiti in misura significativamente maggiore dei tassi di riferimento del mercato, segnalando un miglioramento nella trasmissione delle misure di politica monetaria ai tassi praticati dalle banche. Il calo dei costi compositi della provvista bancaria ha favorito la riduzione dei tassi compositi sui prestiti. Tra il maggio 2014 e il luglio 2016 i tassi compositi sia sui prestiti alle SNF dell'area dell'euro sia sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si sono ridotti di circa 100 punti base. Il calo è stato particolarmente pronunciato nei paesi vulnerabili, evidenziando il venir meno della frammentazione fra i mercati finanziari dell'area dell'euro. Nello stesso periodo il differenziale fra i tassi applicati ai prestiti di dimensioni molto contenute (fino a 0,25 milioni di euro) e quelli sulle erogazioni di importo elevato (oltre 1 milione di euro) è andato riducendosi. Ciò indica che le piccole e medie imprese stanno generalmente beneficiando del calo dei tassi sui prestiti in misura maggiore delle imprese di grandi dimensioni.

Si stima che il flusso annuo totale di finanziamenti esterni a favore delle SNF dell'area dell'euro sia aumentato nel secondo trimestre. I finanziamenti esterni

delle SNF si collocano oggi sui livelli osservati alla fine del 2004 (prima del periodo di espansione eccessiva del credito). La loro ripresa dagli inizi del 2014 è stata favorita da un insieme di fattori, ossia il rafforzamento dell'attività economica, l'ulteriore diminuzione del costo della provvista bancaria, l'allentamento delle condizioni di

affidamento delle banche, il costo molto basso della raccolta di capitale di debito sui mercati e un maggior numero di fusioni e acquisizioni. Allo stesso tempo, il livello senza precedenti raggiunto dalle disponibilità liquide delle SNF ha ridotto il fabbisogno di finanziamenti esterni.

Le emissioni nette di titoli di debito delle SNF si sono ulteriormente intensificate nei mesi di aprile e maggio, prima di segnare una contrazione in giugno. L'aumento di aprile e maggio è stato sostenuto fra l'altro dal pacchetto di misure di politica monetaria della BCE annunciato nel marzo 2016, compreso il programma di acquisto di attività del settore societario, e ha interessato numerosi paesi². La moderazione di giugno si deve molto probabilmente ai timori relativi al referendum nel Regno Unito. Le evidenze disponibili fanno ritenere che le emissioni di obbligazioni societarie siano tornate a rafforzarsi lievemente in luglio e agosto. Le emissioni nette di azioni quotate da parte delle SNF sono rimaste piuttosto contenute nei mesi recenti.

Si stima che il costo nominale complessivo dei finanziamenti esterni delle SNF dell'area dell'euro abbia raggiunto un nuovo minimo storico in luglio, prima di tornare in agosto ai livelli osservati nel secondo trimestre 2016. La flessione di luglio è riconducibile a un calo sia del costo del finanziamento azionario, sia del costo del finanziamento mediante emissione di debito sul mercato, mentre l'aumento di agosto è da attribuirsi esclusivamente all'incremento del costo del finanziamento mediante capitale di rischio. Quest'ultimo costo ha riflesso gli andamenti dei prezzi azionari e degli utili attesi. Il costo del finanziamento mediante emissione di debito sul mercato ha invece continuato a calare nel periodo da giugno ad agosto, per effetto delle misure di politica monetaria della BCE del marzo 2016 nonché della flessione dei rendimenti a livello internazionale.

² Cfr. anche il riquadro "Il mercato delle obbligazioni private e il programma della BCE per l'acquisto di titoli del settore societario", nel numero 5/2016 di questo Bollettino.

Il disavanzo di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe continuare a scendere nell'orizzonte temporale di proiezione (2016-2018), principalmente a causa di una minore spesa per interessi e di condizioni congiunturali favorevoli. Secondo le proiezioni, in termini aggregati l'orientamento delle politiche di bilancio per l'area dell'euro sarebbe espansivo nel 2016, per poi diventare pressoché neutro nel 2017-2018. Sebbene i dati suggeriscano un calo del rapporto aggregato debito pubblico/PIL durante il periodo di riferimento, sussistono ampie differenze tra paesi. In particolare, i paesi con alti livelli di indebitamento dovrebbero compiere ulteriori sforzi di risanamento per imprimere al rapporto debito/PIL una solida dinamica discendente, mentre altri paesi con margine di intervento sui conti pubblici dovrebbero ricorrere a questo spazio di manovra per sostenere la domanda.

Il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe ridursi con gradualità nell'orizzonte temporale di proiezione. Stando alle proiezioni macroeconomiche di settembre 2016 formulate dagli esperti della BCE¹, il disavanzo di bilancio scenderebbe dal 2,1 per cento del PIL nel 2015 all'1,5 per cento del PIL nel 2018 (cfr. tavola). Nel 2016 il minor esborso per interessi, unitamente a condizioni congiunturali favorevoli, dovrebbe più che compensare l'allentamento delle politiche di bilancio. Nel 2017 e nel 2018 si prevede che i bassi interessi passivi rimangano una determinante importante della riduzione del disavanzo. Rispetto alle proiezioni di giugno 2016, le prospettive di bilancio si mantengono sostanzialmente invariate nell'orizzonte di proiezione². Informazioni più dettagliate sui conti pubblici del 2017 saranno disponibili solo quando i paesi dell'area dell'euro avranno presentato i loro documenti programmatici di bilancio entro metà ottobre.

L'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro sarebbe espansivo nel 2016 per poi diventare sostanzialmente neutro nel 2017 e nel 2018³. Nel 2016 l'allentamento delle politiche di finanza pubblica, in termini aggregati, riflette l'impatto delle misure espansive dal lato delle entrate, quali la riduzione delle imposte dirette e dei contributi previdenziali in vari paesi dell'area. L'orientamento espansivo verso i conti pubblici può nel complesso ritenersi appropriato in vista della necessità di trovare un equilibrio tra il sottoutilizzo della capacità produttiva nell'economia e il ridotto margine di intervento di bilancio, quest'ultimo nei paesi con elevato debito pubblico. Quanto al periodo 2017-2018, le proiezioni indicano un orientamento pressoché neutro, dato che le misure dal lato delle entrate con effetto di incremento del disavanzo

¹ Cfr. le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro di settembre 2016 elaborate dagli esperti della BCE, consultabili all'indirizzo [<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201609.it.pdf?9ff11c812f7b63170b535e291a0368f>]

² Le stime preliminari sui conti pubblici tedeschi sono state rese disponibili solo dopo la data di ultimo aggiornamento dei dati. L'avanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche registrato nella prima metà del 2016 si collocava all'1,2 per cento del PIL, un valore di gran lunga superiore al pareggio di bilancio indicato dalle proiezioni del programma di stabilità tedesco per l'intero anno. Benché sia probabile che i dati su base annua risultino inferiori rispetto alle statistiche per la prima metà del 2016, è altresì probabile che si evidenzino un avanzo consistente.

³ L'orientamento delle politiche di bilancio è misurato dalla variazione del saldo strutturale primario, ossia il saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto di misure temporanee, come l'assistenza pubblica a favore del settore finanziario. Per una trattazione in merito all'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, cfr. l'articolo *L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro* nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

saranno probabilmente controbilanciate da voci della spesa pubblica primaria con una crescita meno pronunciata. Queste ultime comprendono, in particolare, i redditi da lavoro dipendente e i consumi intermedi, che evidenzerebbero una crescita inferiore alla crescita tendenziale del PIL nominale, mentre altre voci, come i trasferimenti sociali e gli investimenti pubblici, sono previste in crescita al di sopra del potenziale.

Tavola

Andamento della finanza pubblica nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
a. Entrate totali	46,6	46,7	46,4	45,9	45,7	45,7
b. Spese totali	49,6	49,3	48,4	47,8	47,4	47,1
di cui:						
c. Spese per interessi	2,8	2,6	2,4	2,2	2,0	1,9
d. Spese primarie (b - c)	46,8	46,7	46,1	45,7	45,4	45,3
Saldo di bilancio (a - b)	-3,0	-2,6	-2,1	-1,9	-1,7	-1,5
Saldo di bilancio primario (a - d)	-0,2	0,1	0,3	0,2	0,3	0,4
Saldo di bilancio corretto per gli effetti del ciclo	-2,2	-1,9	-1,7	-2,0	-1,8	-1,6
Saldo strutturale	-2,2	-1,7	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6
Debito lordo	91,1	92,0	90,3	89,5	88,4	87,0
Per memoria: PIL in termini reali (variazione percentuale sui dodici mesi)	-0,2	1,1	1,9	1,7	1,6	1,6

Fonti: Eurostat, BCE e proiezioni macroeconomiche di settembre 2016 elaborate dagli esperti della BCE.

Note: i dati si riferiscono al settore delle amministrazioni pubbliche, in termini aggregati, dell'area dell'euro. Eventuali discrepanze sono da attribuire ad arrotondamenti. La lieve variazione rispetto ai dati convalidati da Eurostat della primavera 2016 si deve alle recenti revisioni statistiche di cui si tiene conto nelle proiezioni di settembre.

In base alle aspettative, i livelli elevati di debito pubblico nell'area dell'euro dovrebbero scendere ulteriormente. Stando alle proiezioni, il rapporto debito pubblico/PIL per l'area dell'euro, che ha raggiunto il suo livello massimo nel 2014, si ridurrebbe con gradualità dal 90,3 per cento del PIL nel 2015 all'87,0 per cento del PIL entro la fine del 2018. Questo calo del debito pubblico sarebbe sostenuto da vari fattori, tra cui un'evoluzione favorevole del differenziale fra crescita e tassi di interesse riconducibile alle migliori prospettive macroeconomiche e ai bassi tassi di interesse ipotizzati. Contribuiranno al miglioramento delle prospettive per il debito anche modesti avanzi primari e raccordi disavanzo-debito negativi. Rispetto alle proiezioni di giugno 2016, ci si attende che il rapporto debito/PIL nell'area dell'euro diminuisca in qualche misura entro il termine dell'orizzonte temporale di proiezione, specie per via della netta revisione al rialzo del PIL nominale irlandese per il 2015⁴. A livello di paese, i dati sul rapporto debito/PIL dovrebbero mantenersi eterogenei, con oltre la metà dei paesi dell'area che superano la soglia del 60 per cento entro la fine del periodo di riferimento. In alcuni paesi, inoltre, ci si attende un ulteriore incremento dell'incidenza del debito nell'arco del periodo.

Occorre compiere ulteriori sforzi di risanamento, soprattutto nei paesi con debito pubblico elevato in relazione al PIL. Questi paesi devono imprimere all'incidenza del debito una solida dinamica discendente, giacché sono particolarmente vulnerabili a un aumento dell'instabilità nei mercati finanziari o a una risalita dei tassi di interesse. I paesi dell'area dell'euro con margine di intervento sui conti pubblici, invece, dovrebbero ricorrere a questo spazio di manovra, ad esempio attraverso l'espansione degli investimenti pubblici, mentre ciascun paese si dovrebbe impegnare a conseguire una composizione di finanza pubblica più favorevole alla crescita.

⁴ In ragione della revisione al rialzo del PIL nominale irlandese per il 2015, il rapporto debito/PIL per l'area dell'euro si è ridotto all'incirca di 0,4 punti percentuali.

La piena conformità al Patto di stabilità e crescita sarebbe di supporto ai paesi nella correzione degli squilibri di bilancio, guidandoli in tal modo verso una traiettoria di indebitamento adeguata. Al riguardo, il 12 luglio il Consiglio Ecofin ha convenuto con la constatazione della Commissione che né il Portogallo né la Spagna avevano adottato misure efficaci per correggere i loro disavanzi eccessivi entro i rispettivi termini, il 2015 e il 2016. Il 2 agosto il Consiglio ha pertanto comunicato le misure da attuare al fine di correggere l'eccessivo disavanzo. Ha raccomandato al Portogallo di correggere quest'anno il suo disavanzo eccessivo, con un intervento di bilancio aggiuntivo pari allo 0,25 per cento del PIL, e di ridurre il disavanzo nominale al 2,5 per cento del PIL. Alla Spagna, invece, è stata concessa una proroga del termine di due anni, fino al 2018, connessa a un peggioramento del disavanzo strutturale pari allo 0,4 per cento del PIL quest'anno e a miglioramenti strutturali su base annua dello 0,5 per cento del PIL negli anni successivi. Entrambi i paesi sono invitati a delineare, entro il 15 ottobre, le modalità con cui intendono dare seguito alle raccomandazioni del Consiglio. Nonostante la constatazione del fatto che nessuno dei due paesi avesse adottato misure efficaci, l'8 agosto il Consiglio ha seguito la raccomandazione della Commissione di non imporre sanzioni, ancorché in linea teorica dovrebbero essere applicate automaticamente in caso di protratta inosservanza del Patto (come stabilito nel 2011 dal pacchetto di sei regolamenti cosiddetto "six-pack"). In un prossimo dialogo strutturato con il Parlamento europeo, la Commissione illustrerà la sua raccomandazione sul ricorso allo strumento di sospensione parziale dei fondi strutturali, qualora si riscontri una mancata conformità al Patto da parte di Portogallo e Spagna.

In prospettiva, occorrerà impegnarsi affinché i documenti programmatici di bilancio siano efficaci come allarme preventivo e strumento correttivo.

Questo rende necessaria l'applicazione piena e coerente, nel tempo e fra paesi, delle disposizioni previste dal cosiddetto "two-pack". Una volta ricevuti i documenti programmatici di bilancio a metà ottobre, la Commissione valuterà se sono rispettati appieno i requisiti del Patto. In caso di non conformità, la Commissione dovrà rinviare tali documenti ai paesi interessati.

Riquadro 1

Le determinanti del rallentamento del commercio mondiale: qual è la “nuova normalità”?

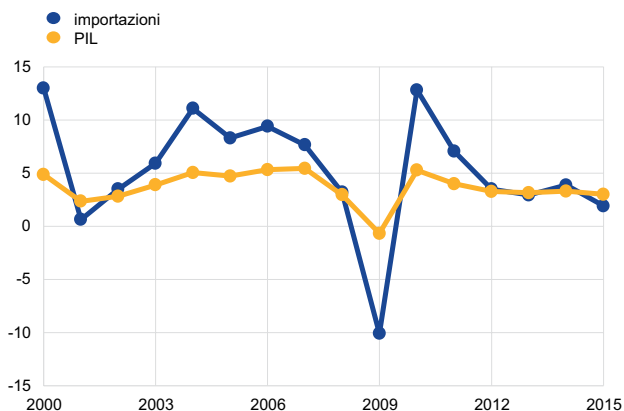
Il commercio internazionale è stato eccezionalmente debole negli ultimi cinque anni. Il ritmo di incremento annuo delle importazioni mondiali si colloca al di sotto della sua media di lungo termine dalla metà del 2011, il periodo più lungo di crescita inferiore al trend da mezzo secolo. Dal 2012 l'aumento dell'interscambio tiene a malapena il passo con quello del prodotto mondiale, mentre prima della Grande Recessione era in media su livelli approssimativamente doppi. Di conseguenza, il rapporto fra importazioni e PIL su scala internazionale ha smesso di registrare aumenti sostenuti e ha per lo più ristagnato negli ultimi cinque anni (cfr. grafico B). Il calo osservato dell'elasticità del commercio al reddito lordo – definita come il rapporto fra il tasso di incremento medio delle importazioni mondiali e quello del PIL globale – induce a chiedersi se la debolezza dell'interscambio rappresenti una deviazione temporanea dall'andamento tendenziale oppure un fenomeno maggiormente duraturo che riflette cambiamenti strutturali più fondamentali. La questione ha costituito un ambito importante della ricerca recente¹ ed è estremamente rilevante per le banche centrali impegnate a comprendere come la domanda estera e i collegamenti internazionali contribuiscano a delineare le prospettive per l'inflazione, il prodotto potenziale e l'attività sul piano interno. Secondo un rapporto elaborato dagli esperti del Sistema europeo di banche centrali (SEBC), è probabile che la debolezza del commercio rispetto al PIL su scala mondiale perduri poiché è trainata principalmente da due andamenti².

¹ Cfr. ad esempio Hoekman, B., *The Global Trade Slowdown: A New Normal?*, e-book di VoxEU.org, CEPR Press ed EUI, Londra, 2015; *La debolezza del commercio mondiale: possibili spiegazioni* nel numero 3/2015 di questo Bollettino; Borin, A. e Mancini, M., “Follow the value added: bilateral gross export accounting”, *Working Paper*, n. 1026, Banca d'Italia, 2015.

² IRC Trade Task Force, “*Understanding the weakness in global trade: what is the new normal?*”, Occasional Paper Series, n. 178, BCE, settembre 2016. Nel rapporto della Task Force, il PIL mondiale è aggregato utilizzando pesi basati sui tassi di cambio di mercato, mentre in questo riquadro vengono usati pesi basati sulle parità di potere di acquisto (PPA) in modo da allineare maggiormente i risultati alle proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema.

Grafico A**Crescita delle importazioni e del PIL su scala mondiale**

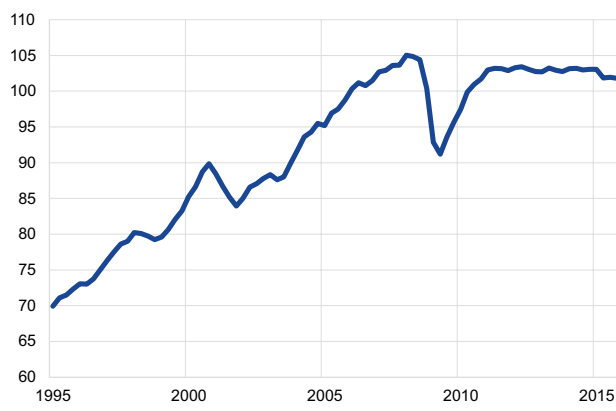
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: dati nazionali ed elaborazioni degli esperti della BCE.
 Note: importazioni di beni e servizi. Il PIL mondiale è aggregato utilizzando pesi basati sulle PPA.

Grafico B**Rapporto fra le importazioni e il PIL su scala mondiale**

(rapporto tra i livelli)



Fonti: dati nazionali ed elaborazioni degli esperti della BCE.
 Note: il PIL mondiale è aggregato utilizzando pesi basati sulle PPA. L'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2015.

In primo luogo, gli effetti di composizione riducono l'elasticità del commercio mondiale al reddito.

L'elasticità dell'interscambio internazionale può variare di riflesso a modifiche sia nelle elasticità dei singoli paesi sia nel peso relativo di ciascuno di questi all'interno dell'aggregato globale. Pertanto i suoi andamenti rispecchiano, oltre che le fluttuazioni delle elasticità a livello nazionale, anche le modifiche in termini di quote di importazione e crescita relativa tra paesi con diverse intensità di scambi. In particolare, la sempre maggiore importanza delle economie emergenti, la cui crescita è generalmente caratterizzata da una minore intensità commerciale, presenta delle implicazioni per l'elasticità dell'interscambio mondiale³. Lo spostamento della crescita del commercio e del PIL dalle economie avanzate verso quelle emergenti comporta un indebolimento della relazione fra i due aggregati a livello mondiale. A questa diversa composizione geografica è riconducibile circa la metà del calo dell'elasticità del commercio mondiale tra il 1980-2007 e il 2012-15 (cfr. grafico C). In misura minore, anche gli effetti di composizione della domanda hanno contribuito a rallentare l'interscambio internazionale. L'indebolimento di componenti del PIL ad alta intensità di importazioni, quali gli investimenti, rispetto alle altre componenti della domanda è stato accompagnato da una moderazione della crescita delle importazioni⁴.

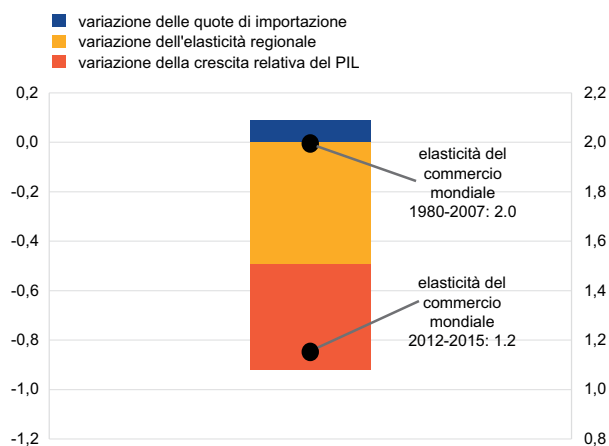
³ La scomposizione è basata su Slopek, U., *Why has the Income Elasticity of Global Trade Declined?*, mimeo, Deutsche Bundesbank, 2015.

⁴ Cfr. anche Bussière, M., Callegari, G., Ghironi, F., Sestieri, G. e Yamano, N., "Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 5, n. 3, 2013, pagg. 118-151.

Grafico C

Confronto fra i contributi alle variazioni dell'elasticità del commercio mondiale nei periodi 1980-2007 e 2012-2015

(scala di sinistra: contributi alle variazioni dell'elasticità del commercio; scala di destra: elasticità del commercio mondiale)

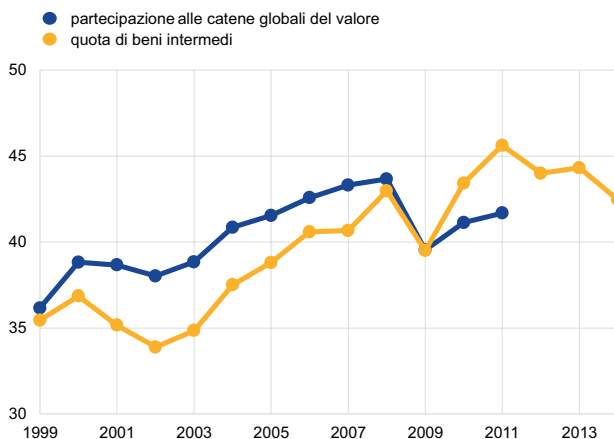


Fonti: rapporto della IRC Trade Task force e Slopek (2015).
Note: l'analisi si basa sugli aggregati di 24 economie avanzate e 18 economie emergenti. Le aree blu e arancione rappresentano il contributo della variazione della composizione geografica del commercio e dell'attività al calo dell'elasticità del commercio. L'area gialla rappresenta la diminuzione dell'elasticità dovuta alla minore elasticità a livello regionale.

Grafico D

Confronto fra partecipazione alle catene globali del valore del valore e quota di beni intermedi nelle importazioni totali di beni

(indice)



Fonti: Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), World Input-Output Database (WIOD) ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: entrambe le misure escludono l'interscambio connesso all'energia. La quota di beni intermedi è mean-variance adjusted a quella della misura della partecipazione alle catene globali del valore. La misura relativa alle catene globali del valore è basata su Borin e Mancini (2015).

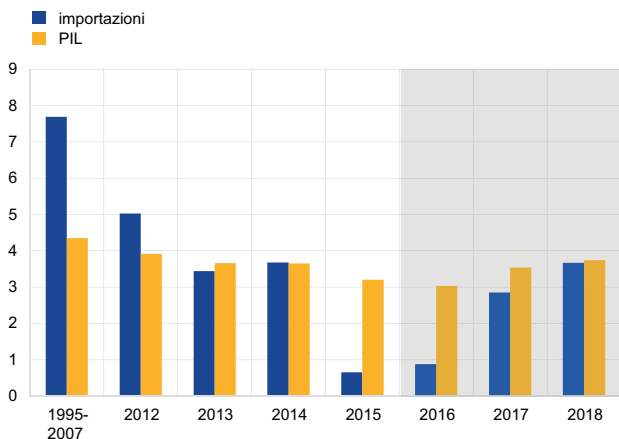
In secondo luogo, vari andamenti hanno abbassato l'elasticità del commercio a livello nazionale. Diversi fattori strutturali che avevano favorito la crescita dell'interscambio in passato, fra cui il calo dei costi di trasporto e l'eliminazione delle barriere commerciali, avrebbero in larga parte esaurito il loro ruolo. Un altro fattore connesso è la minore espansione delle catene globali del valore. La crescente frammentazione internazionale dei processi produttivi ha fornito un sostegno notevole ai flussi commerciali lordi specialmente negli anni '90 e agli inizi del decennio scorso, quando con frequenza sempre maggiore le componenti intermedie erano oggetto di molteplici trasferimenti tra economie lungo le rispettive catene globali del valore. La forte espansione di queste catene sembra essersi arrestata, se non addirittura invertita, dopo il 2011 (cfr. grafico D). Riscontri aneddotici stanno a indicare che il ricorso crescente a misure protezionistiche quali i requisiti di contenuto locale induce le imprese ad approvvigionarsi e a produrre sempre di più nei mercati di esportazione e che queste attività si sostituiscono ai precedenti flussi commerciali⁵. Inoltre, le non linearità nel legame tra lo sviluppo del mercato finanziario e il grado di apertura commerciale possono avere concorso al rallentamento dell'interscambio mondiale. Il sostanziale sviluppo finanziario osservato negli ultimi tre decenni in molti paesi è stato associato a una crescente apertura commerciale. Tuttavia, con la maturazione dei settori finanziari, l'impatto positivo sugli scambi di un ulteriore sviluppo finanziario si è ridotto. È quindi probabile che il futuro sostegno dei fattori finanziari alla crescita del commercio internazionale sia in qualche misura limitato.

⁵ Cfr. anche il riquadro 4 in questo numero del Bollettino.

Grafico E

Crescita delle importazioni e del PIL a livello mondiale (esclusa l'area dell'euro)

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: dati nazionali ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: importazioni di beni e servizi. Il PIL è aggregato utilizzando pesi basati sulle PPA.
Gli anni 2016-18 (area ombreggiata) riflettono le proiezioni più recenti della BCE.

In prospettiva, sembra improbabile che i fattori strutturali vengano meno nel medio periodo.

Nell'opinione di molti, la graduale ricomposizione dell'attività a favore delle economie emergenti dovrebbe perdurare. Inoltre, gli andamenti strutturali che in passato avevano favorito gli scambi – vale a dire il calo dei costi di trasporto, la liberalizzazione del commercio, l'espansione delle catene globali del valore e lo sviluppo del settore finanziario – non dovrebbero fornire lo stesso livello di sostegno all'interscambio nel medio periodo.

È pertanto probabile che la “nuova normalità” per l'elasticità del commercio a medio termine sia simile al livello debole osservato nella media degli ultimi anni.

Specificamente, l'elasticità a livello mondiale esclusa l'area dell'euro è scesa da circa 1,8 nel periodo 1995-2007 (vale a dire, prima della crisi) a 0,9 nel 2012-2015. Parte della debolezza nel periodo recente è dovuta ai forti shock negativi che hanno

colpito un numero ristretto di paesi nel 2015, in particolare Russia e Brasile, e che hanno sospinto la crescita del commercio mondiale significativamente al di sotto di quella del PIL (cfr. grafico E). Con il venir meno di questi shock l'interscambio internazionale dovrebbe salire gradualmente su livelli coerenti con quelli del PIL globale, riportando l'elasticità del commercio al reddito su scala mondiale (esclusa l'area dell'euro) verso la “nuova normalità” di un valore attorno all'unità.

Riquadro 2

I vincoli di finanziamento nelle regioni dell'area dell'euro

Questo riquadro presenta nuove evidenze sull'accesso al finanziamento a livello regionale nell'area dell'euro. Dal 2009 la BCE e la Commissione europea conducono con cadenza semestrale l'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on Access to Finance of Enterprises, SAFE), che offre indicazioni sull'evoluzione dell'accesso e dell'utilizzo di fondi esterni da parte delle società dell'area; i dati rilevati sono scomposti per dimensione e settore dei partecipanti. Sinora l'analisi dei risultati si è concentrata principalmente sulle differenze tra i paesi dell'area dell'euro, trascurando l'eterogeneità regionale all'interno delle singole economie. Nondimeno, vi sono crescenti segnali che la dimensione regionale dell'accesso al finanziamento riveste un ruolo importante anche in mercati finanziari integrati, specie per le piccole e medie imprese (PMI). Difatti il grado di sviluppo finanziario di una regione, che ha spesso ricadute significative sull'accessibilità delle fonti esterne di finanziamento, mostra una correlazione positiva con la crescita su scala regionale. Inoltre, le condizioni nei mercati regionali concorrono a creare vincoli di finanziamento che non dipendono né dalle caratteristiche né dalla situazione della singola impresa sotto il profilo finanziario¹.

I vincoli di finanziamento variano da una regione all'altra dell'area dell'euro.

A partire dall'aprile 2014 l'indagine SAFE raccoglie informazioni sulle regioni di localizzazione delle imprese partecipanti, seguendo il livello 1 della nomenclatura delle unità territoriali per la statistica (NUTS). I 12 paesi dell'area coperti dall'indagine sono quindi ripartiti in 57 grandi regioni socio-economiche². Il grafico A mostra il livello dei vincoli finanziari in tali regioni per dimensione delle imprese, utilizzando i dati rilevati fra il 2014 e il 2016³. Secondo la definizione adottata ai fini dell'indagine, un'impresa è soggetta a vincoli di tipo finanziario se presenta una richiesta di prestito bancario o linea di credito e questa viene respinta (oppure accettata solo in parte) ovvero l'impresa rifiuta il prestito o la linea di credito offerti a causa degli eccessivi costi associati. In aggiunta, si ritiene che sussistano vincoli di finanziamento anche quando l'impresa, pur avendo necessità di un prestito bancario o di una linea di credito, è scoraggiata a presentare richiesta. La

¹ Cfr. Guiso, L., Sapienza, P. e Zingales, L., "Does local financial development matter?", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 119, 2004, pagg. 929-969, e Deloof, M. e La Rocca, M., "Local financial development and the trade credit policy of Italian SMEs", *Small Business Economics*, vol. 44, 2015, pagg. 905-924.

² I paesi considerati sono Belgio (tre regioni), Germania (16 regioni), Irlanda (una regione), Grecia (quattro regioni), Spagna (sette regioni), Francia (nove regioni), Italia (cinque regioni), Paesi Bassi (quattro regioni), Austria (tre regioni), Portogallo (tre regioni), Slovacchia (una regione) e Finlandia (una regione).

³ I dati dei grafici riportati nel presente riquadro sono ponderati secondo il modello di calibrazione usato nell'indagine. Per un'illustrazione dei pesi cfr. www.ecb.europa.eu/stats/pdf/surveys/sme/methodological_information_survey_and_user_guide.pdf. Gli stessi pesi sono applicati nelle analisi di regressione.

percentuale delle imprese sottoposte a vincoli di questo genere sembra variare tra le regioni dei singoli paesi. In gran parte dei casi, inoltre, la probabilità di incontrare difficoltà sarebbe maggiore per le imprese più piccole rispetto alle società di grandi dimensioni, con divergenze regionali più pronunciate.

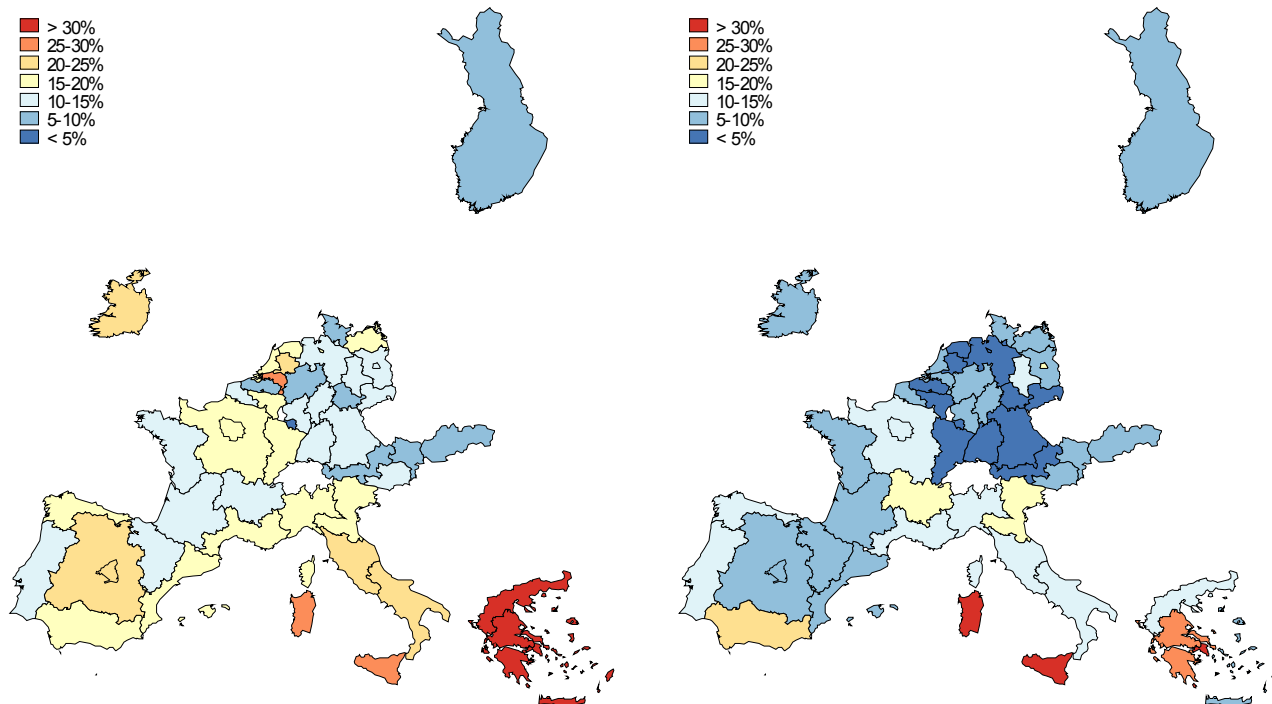
Grafico A

Vincoli di finanziamento nelle diverse regioni

Microimprese e piccole imprese (meno di 50 dipendenti)

Medie e grandi imprese (50 dipendenti o più)

(percentuale ponderata di imprese soggette a vincoli di finanziamento)



Fonti: indagine SAFE ed elaborazioni della BCE.

Nota: le cartine riportano aggregati regionali al livello NUTS 1 calcolati sui dati delle ultime quattro edizioni dell'indagine, che si sono svolte fra il 2014 e il 2016.

Le condizioni nei mercati regionali incidono sul livello dei vincoli di

finanziamento. Benché la variazione regionale complessiva dei vincoli finanziari sia da ricondursi per circa il 60 per cento a differenze tra i paesi, il restante 40 per cento circa riflette quasi esclusivamente difformità tra le regioni di una stessa economia. Dall'analisi econometrica emerge che, sebbene un'evoluzione positiva dei risultati delle imprese (ossia un incremento dei fatturati) riduca il livello dei vincoli di finanziamento su scala regionale, tale correlazione dipende dal contesto economico della singola regione. Ciò è vero soprattutto per le regioni in cui è inferiore la percentuale di partecipanti che segnalano nel complesso prospettive più favorevoli per l'economia (cfr. grafico B). Con il migliorare delle prospettive economiche generali per le imprese di una data regione, diminuisce l'importanza dei loro risultati quale determinante dell'accesso al finanziamento.

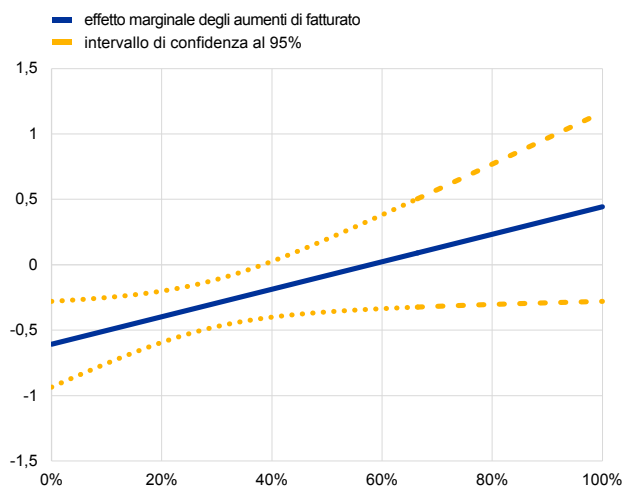
Il contesto regionale sembra influire particolarmente sull'accesso al

finanziamento delle società più piccole. Per esaminare più a fondo l'importanza relativa della regione di localizzazione dei partecipanti, la probabilità che un'impresa abbia un accesso solo limitato al mercato del credito viene stimata

Grafico B

Vincoli di finanziamento e risultati delle imprese a fronte di mutamenti del contesto operativo

(effetto marginale esercitato dagli aumenti di fatturato sui vincoli di finanziamento come funzione della percentuale di imprese che hanno segnalato un miglioramento delle prospettive economiche)



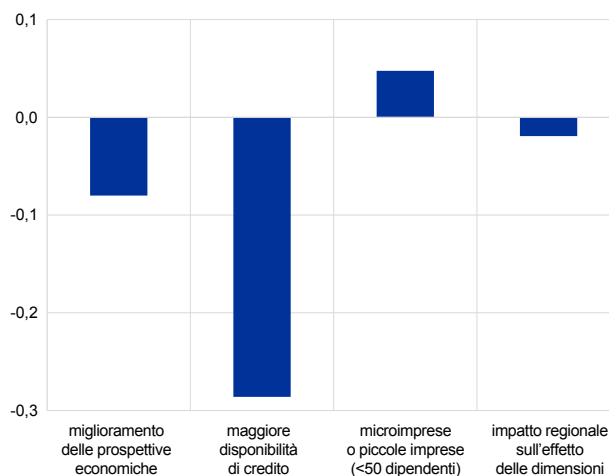
Fonti: indagine SAFE ed elaborazioni della BCE.

Note: questo grafico mostra l'effetto marginale esercitato sui vincoli di finanziamento dalla percentuale di imprese che hanno registrato un incremento di fatturato nei sei mesi precedenti (con intervalli di confidenza al 95 per cento) come funzione della percentuale di imprese che hanno segnalato un miglioramento complessivo delle prospettive economiche. I risultati si basano su una semplice regressione con i minimi quadrati ordinari a livello regionale che comprende un termine di interazione, controlli regionali e variabili dummy relative alle diverse edizioni dell'indagine. L'effetto marginale esercitato dagli aumenti di fatturato diventa statisticamente non significativo quando l'intervallo di confidenza al 95 per cento oltrepassa il valore zero (cfr. la parte superiore del grafico).

Grafico C

Fattori che influiscono sulla probabilità delle imprese di incorrere in vincoli di finanziamento

(effetto marginale sulla probabilità di un'impresa di incorrere in vincoli di finanziamento sulla base di una regressione probit)



Fonti: indagine SAFE ed elaborazioni della BCE.

Note: la variabile dipendente è binaria; assume un valore di 1 se l'impresa ha segnalato vincoli di finanziamento nei sei mesi precedenti e un valore di 0 in caso contrario. Il campione comprende tutti i partecipanti che hanno 1) presentato richiesta di credito bancario oppure 2) avevano necessità di credito ma sono stati scoraggiati a presentare richiesta. L'istogramma denominato "Impatto regionale sull'effetto delle dimensioni" mostra l'interazione fra le dimensioni delle società e una variabile dummy; quest'ultima assume un valore di 1 se la percentuale delle imprese di una specifica regione che hanno segnalato un miglioramento delle prospettive economiche generali nei sei mesi precedenti è superiore alla percentuale per l'intero paese. Tale stima si basa su una regressione probit ponderata che comprende effetti fissi per paese/settore ed effetti fissi temporali, nonché errori robusti a cluster a livello regionale.

come funzione del contesto economico e delle condizioni di mercato a livello regionale, in aggiunta alle specifiche caratteristiche, alla situazione finanziaria e alla struttura patrimoniale dell'impresa stessa (cfr. grafico C)⁴. In media, la probabilità di incorrere in vincoli finanziari è inferiore del 29 per cento se l'impresa segnala una maggiore disponibilità di credito e di circa l'8 per cento se il contesto in cui essa opera registra un miglioramento. Inoltre, le microimprese e le piccole imprese hanno una probabilità superiore di circa il 5 per cento di affrontare difficoltà di finanziamento rispetto alle società medie e grandi. Tuttavia, l'effetto connesso alle dimensioni varia a seconda dello scostamento tra le prospettive economiche della regione e quelle per l'intero paese; difatti, la probabilità che una microimpresa o una piccola impresa sia soggetta a vincoli finanziari mostra un calo significativo (di circa 2 punti percentuali) se le condizioni di finanziamento sono più favorevoli a livello locale che nazionale.

⁴ In questa specificazione a livello delle singole imprese, un primo insieme di variabili controlla le dimensioni (in termini di numero di dipendenti e livello di fatturato), l'età e l'assetto proprietario (indipendente o familiare) dei partecipanti. Un secondo insieme considera la situazione finanziaria delle imprese sulla base delle vendite e dei fondi propri, nonché la loro percezione riguardo alle prospettive economiche generali e alla disponibilità di credito. Tutte le variabili sono binarie e assumono un valore pari a 1 in caso di miglioramento del rispettivo fattore. Infine, un terzo insieme di variabili tiene conto del ricorso agli utili non distribuiti e al credito commerciale in alternativa al credito bancario. Tutte le specificazioni econometriche comprendono variabili dummy settoriali e relative alle diverse edizioni dell'indagine.

Nel complesso, i dati dell'indagine riguardanti le singole imprese confermano che le condizioni nei mercati regionali incidono sui vincoli di finanziamento a cui le imprese sono sottoposte. Occorre esaminare con maggiore attenzione i fattori alla base delle differenze regionali nella disponibilità del credito, al fine di stabilire se dipendano principalmente dalla natura del settore bancario locale (ossia dal suo livello di sviluppo) oppure dalle preferenze di liquidità dei prenditori⁵. In ultima analisi, queste informazioni di livello locale offriranno ulteriori indicazioni sull'impatto esercitato dalla politica monetaria nelle diverse regioni dell'area dell'euro.

⁵ Cfr. Rodríguez-Fuentes, C.J. e Dow, S.C., "EMU and the Regional Impact of Monetary Policy", *Regional Studies*, vol. 37(9), 2003, pagg. 969-980.

Riquadro 3

Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 27 aprile al 26 luglio 2016

Questo riquadro descrive le operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE durante il terzo e il quarto periodo di mantenimento delle riserve del 2016, ossia dal 27 aprile al 7 giugno e dall'8 giugno al 26 luglio. Nel periodo in rassegna i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale (ORP), su quelle di rifinanziamento marginale (ORM) e sui depositi presso la banca centrale sono rimasti invariati allo 0,00, 0,25 e -0,40 per cento rispettivamente. Il 28 giugno è stata regolata per un importo di 399,3 miliardi di euro la prima operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) della seconda serie di OMRLT (OMRLT-II). Tale importo, tuttavia, è stato in gran parte controbilanciato dai concomitanti rimborsi volontari della prima serie di OMRLT (OMRLT-I), che si sono elevati a 367,9 miliardi di euro. L'opzione di rimborso volontario ha consentito alle banche di passare dalle OMRLT-I alle OMRLT-II, e di beneficiare così di condizioni più favorevoli. Il tasso di interesse applicato alle operazioni OMRLT-II, ad esempio, è collegato all'attività di credito delle banche: quanti più prestiti le banche erogano a imprese non finanziarie e famiglie, tanto più basso sarà il tasso di interesse applicato ai fondi ottenuti tramite le OMRLT-II¹. Il 28 giugno l'ottava e ultima OMRLT-I è stata regolata per un ammontare di 6,7 miliardi di euro, a fronte dei 7,3 miliardi della settima OMRLT-I in marzo. I rimborsi volontari di cui sopra e le nuove operazioni, hanno portato l'importo totale in essere relativo a entrambi i programmi OMRLT a 463,0 miliardi di euro alla fine del periodo considerato. L'Eurosistema ha inoltre continuato ad acquistare titoli del settore pubblico, obbligazioni garantite e attività cartolarizzate nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA)², per un importo programmato di 80 miliardi di euro al mese.

1. Fabbisogno di liquidità

Nel periodo in esame il fabbisogno giornaliero di liquidità del sistema bancario, definito come la somma di fattori autonomi e riserve obbligatorie, si è collocato a 843,1 miliardi di euro, in rialzo di 64,5 miliardi rispetto al periodo di riferimento precedente (ovvero al primo e al secondo periodo di mantenimento del 2016). Il maggiore fabbisogno di liquidità è pressoché interamente ascrivibile a un aumento dei fattori autonomi netti medi, cresciuti di 63,1 miliardi di euro, a 727,6 miliardi (cfr. tavola).

¹ Per maggiori informazioni sulle operazioni OMRLT-II, cfr. il riquadro "La seconda serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-II)", nel numero 3/2016 di questo Bollettino.

² Informazioni dettagliate sul PAA sono disponibili sul sito internet della BCE.

Tavola

Situazione di liquidità dell'Eurosistema

	Dal 27 aprile 2016 al 26 luglio 2016	Dal 27 gennaio 2015 al 26 aprile 2016	Quarto periodo di mantenimento		Terzo periodo di mantenimento		
Passività – Fabbisogno di liquidità (valori medi in miliardi di euro)							
Fattori di liquidità autonomi	1,851.7	(+81.6)	1,770.1	1,897.7	(+99.8)	1,797.9	(-1.9)
Banconote in circolazione	1,082.3	(+16.2)	1,066.1	1,087.1	(+10.5)	1,076.6	(+7.3)
Depositi delle amministrazioni pubbliche	151.6	(+21.4)	130.3	175.5	(+51.6)	123.9	(-23.5)
Altri fattori autonomi	617.7	(+44.0)	573.7	635.1	(+37.6)	597.5	(+14.3)
Strumenti di politica monetaria							
Conti correnti	641.9	(+79.2)	562.7	657.5	(+33.7)	623.8	(+53.8)
Riserve obbligatorie minime	115.5	(+1.4)	114.1	115.9	(+0.8)	115.0	(+0.7)
Depositi presso la banca centrale	316.6	(+71.6)	245.0	323.1	(+14.1)	309.0	(+47.0)
Operazioni di regolazione puntuale finalizzate all'assorbimento di liquidità	0.0	(+0.0)	0.0	0.0	(+0.0)	0.0	(+0.0)
Attività – Offerta di liquidità (valori medi in miliardi di euro)							
Fattori di liquidità autonomi	1,124.5	(+18.6)	1,105.9	1,132.3	(+17.0)	1,115.3	(+2.3)
Attività nette sull'estero	654.2	(+37.3)	616.8	666.1	(+25.8)	640.3	(+13.0)
Attività nette denominate in euro	470.3	(-18.8)	489.0	466.2	(-8.8)	475.0	(-10.7)
Strumenti di politica monetaria							
Operazioni di mercato aperto	1,685.9	(+213.7)	1,472.2	1,746.3	(+130.8)	1,615.5	(+96.6)
Operazioni d'asta offerte	515.0	(-6.8)	521.9	519.2	(+8.9)	510.2	(-8.6)
ORP	50.5	(-10.2)	60.6	47.6	(-6.3)	53.9	(-4.2)
Operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale	27.6	(-13.5)	41.1	24.5	(-6.6)	31.1	(-6.8)
ORLT a tre mesi	314.1	(-106.0)	420.2	218.9	(-206.4)	425.3	(+2.4)
ORLT a tre anni	122.9	(+122.9)	0.0	228.2	(+228.2)	0.0	(+0.0)
ORLT mirate	1,170.9	(+220.6)	950.3	1,227.1	(+121.9)	1,105.3	(+105.2)
Portafogli definitivi	18.3	(-1.2)	19.5	17.8	(-1.1)	18.9	(-0.3)
Primo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	8.0	(-0.8)	8.8	7.7	(-0.7)	8.4	(-0.3)
Secondo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	179.7	(+18.4)	161.3	183.3	(+7.7)	175.6	(+8.5)
Terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	111.1	(-9.6)	120.8	110.9	(-0.5)	111.4	(-8.3)
Programma per il mercato dei titoli finanziari	19.5	(+0.8)	18.7	19.9	(+0.8)	19.0	(-0.1)
Programma per l'acquisto di attività cartolarizzate	830.7	(+209.6)	621.2	881.1	(+109.1)	772.0	(+105.7)
Programma di acquisto del settore pubblico	3.5	(+3.5)	0.0	6.4	(+6.4)	0.0	(+0.0)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0.2	(+0.1)	0.1	0.1	(-0.1)	0.2	(+0.1)
Altre informazioni basate sulla liquidità (valori medi in miliardi di euro)							
Fabbisogno aggregato di liquidità	843.1	(+64.5)	778.6	881.7	(+83.8)	798.0	(-3.4)
Fattori autonomi ¹⁾	727.6	(+63.1)	664.5	765.9	(+82.9)	682.9	(-4.1)
Liquidità in eccesso	842.8	(+149.2)	693.6	864.5	(+147.0)	817.5	(+100.0)
Andamento dei tassi di interesse (valori percentuali)							
ORP	0.00	(-0.03)	0.03	0.00	(+0.00)	0.00	(+0.00)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0.25	(-0.03)	0.28	0.25	(+0.00)	0.25	(+0.00)
Depositi presso la banca centrale	-0.40	(-0.05)	-0.35	-0.40	(+0.00)	-0.40	(+0.00)
Media EONIA	-0.333	(-0.048)	-0.286	-0.330	(+0.007)	-0.337	(+0.003)

Fonte: BCE.

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

1) Comprende "voci in via di definizione".

L'aumento dei fattori autonomi è principalmente il risultato di un incremento dei fattori di assorbimento della liquidità. A riguardo, il principale contributo è provenuto dai depositi delle amministrazioni pubbliche, cresciuti in media di 21,4 miliardi di euro, a 151,6 miliardi nel periodo in esame. Tale crescita si è verificata nel quarto periodo di mantenimento, quando gli ingenti introiti fiscali registrati in giugno in vari paesi dell'area dell'euro hanno dato luogo ad afflussi di fondi verso i conti delle amministrazioni pubbliche presso le banche centrali nazionali. Ciò, unitamente alla riluttanza di alcune tesorerie a collocare la liquidità in eccesso nel mercato a tassi negativi, ha contribuito a un aumento del livello dei depositi detenuti dalle amministrazioni pubbliche presso le banche centrali. Anche la domanda media di banconote è aumentata, di 16,2 miliardi di euro, a 1.082,3 miliardi. Gli altri fattori autonomi sono saliti di 44,0 miliardi di euro, ossia più dei depositi delle amministrazioni pubbliche e delle banconote insieme, ma tale aumento ha riflesso in ampia misura rivalutazioni trimestrali di posizioni di portafoglio, ed è stato quindi controbilanciato da variazioni delle attività nette sull'estero.

I fattori di immissione di liquidità sono aumentati nel periodo in esame: il protratto calo delle attività nette denominate in euro è stato infatti compensato da un incremento delle attività nette sull'estero. Le attività nette denominate in

euro sono diminuite in media a 470,3 miliardi di euro, 18,8 miliardi in meno rispetto al periodo di riferimento precedente, a causa di una riduzione delle attività finanziarie detenute dall'Eurosistema a fini diversi della politica monetaria, nonché di un aumento delle passività detenute dagli istituti ufficiali esteri presso le banche centrali nazionali. Questi istituti hanno incrementato le disponibilità nonostante l'ulteriore riduzione del tasso sui depositi presso la banca centrale, probabilmente per la scarsità di alternative interessanti nel mercato. Le attività nette estere sono aumentate di 37,3 miliardi di euro, a 654,2 miliardi, soprattutto a seguito di rivalutazioni trimestrali di portafoglio.

La volatilità dei fattori autonomi è rimasta elevata e sostanzialmente invariata rispetto al periodo di riferimento precedente. Essa ha riflesso principalmente le ampie oscillazioni dei depositi delle amministrazioni pubbliche e, in misura minore, la rivalutazione trimestrale delle attività nette sull'estero e delle attività nette denominate in euro. Contemporaneamente, i fattori autonomi hanno continuato a crescere, mentre l'errore assoluto medio nelle previsioni settimanali dei fattori autonomi è diminuito di 0,8 miliardi di euro, a 5,2 miliardi.

2. Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

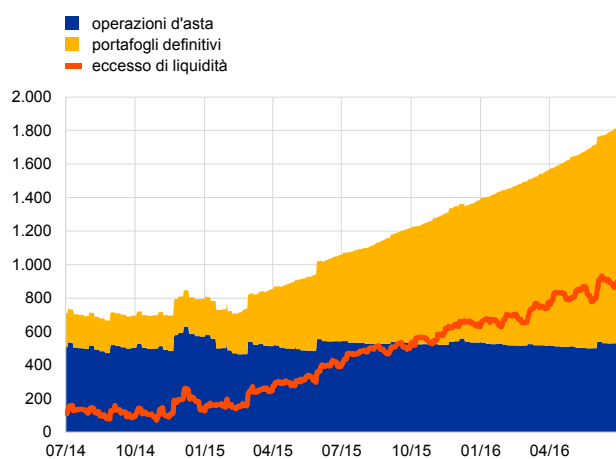
L'ammontare medio di liquidità offerta tramite operazioni di mercato aperto (operazioni d'asta e programma di acquisto di attività finanziarie) è aumentato di 213,7 miliardi di euro, a 1.685,9 miliardi (cfr. grafico). L'aumento è dovuto interamente al programma ampliato di acquisto di attività della BCE.

L'importo medio della liquidità offerta tramite operazioni d'asta è leggermente diminuito, di 6,8 miliardi di euro, a 515,0 miliardi di euro. L'aumento della liquidità offerta mediante le OMRLT è stato più che compensato da una diminuzione della liquidità fornita mediante le operazioni ordinarie. Nello specifico, la liquidità offerta mediante le ORP e le ORLT a tre mesi si è ridotta rispettivamente di 10,2 e 13,5 miliardi di euro, mentre l'ammontare netto in essere delle OMRLT è cresciuto di 16,9 miliardi di euro per effetto del regolamento della prima OMRLT-II e dei rimborsi volontari delle prime sette OMRLT-I.

Grafico

Andamento degli strumenti di politica monetaria ed eccesso di liquidità

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

L'importo medio della liquidità immessa tramite il programma di acquisto di attività è aumentato di 220,6 miliardi di euro, a 1.170,9 miliardi, principalmente per effetto del programma di acquisto di titoli del settore pubblico. La liquidità media offerta mediante questo programma, il terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite, il programma di acquisto di attività cartolarizzate e il programma per l'acquisto di attività del settore privato è cresciuta rispettivamente di 209,6, 18,4, 0,8 e 3,5 miliardi di euro. I rimborsi delle obbligazioni detenute nell'ambito del programma per il mercato dei titoli finanziari e dei due precedenti programmi di acquisto di obbligazioni garantite sono ammontati a complessivi 11,6 miliardi di euro.

3. Liquidità in eccesso

A seguito degli andamenti sopra illustrati, nel periodo in esame la liquidità in eccesso media è aumentata di 149,2 miliardi di euro, a 842,8 miliardi (cfr. grafico). Tale aumento si è verificato in gran parte nel terzo periodo di mantenimento, quando la liquidità in eccesso è cresciuta di 100,0 miliardi di euro per effetto dei maggiori acquisti e dell'immissione di liquidità derivante da variazioni dei fattori autonomi. L'incremento relativamente contenuto durante il quarto periodo di mantenimento è riconducibile soprattutto alla crescita più sostenuta dei fattori autonomi, che ha in parte assorbito l'aumento della liquidità dovuto al programma ampliato di acquisto di attività.

La crescita della liquidità in eccesso ha trovato riscontro soprattutto in un aumento delle disponibilità di conto corrente che, con un rialzo di 79,2 miliardi di euro, hanno chiuso il periodo in rassegna a 641,9 miliardi di euro. Il ricorso medio ai depositi presso la banca centrale è salito di 71,6 miliardi di euro, a 316,6 miliardi.

4. Andamenti dei tassi di interesse

Nel periodo in esame i tassi del mercato monetario overnight sono rimasti in prossimità del tasso sui depositi presso la banca centrale. Nel segmento non garantito il tasso Eonia (euro overnight index average) si è collocato in media al -0,333 per cento, in calo rispetto al -0,286 per cento del periodo di riferimento precedente. L'Eonia si è mosso all'interno di un intervallo ristretto, toccando il minimo storico del -0,356 per cento il 26 maggio, pur evidenziando il solito picco a fine trimestre, quando ha raggiunto il -0,293 per cento. I tassi medi dei pronti contro termine overnight nel mercato GC Pooling³ sono inoltre diminuiti al -0,396 e al -0,387 per cento rispettivamente per il paniere dei collaterali standard e per quello ampliato, segnando un calo di 0,064 e 0,066 punti percentuali rispetto al periodo di riferimento precedente.

³ Il mercato GC Pooling consente la negoziazione dei pronti contro termine sulla piattaforma Eurex a fronte di panieri standardizzati di collaterali.

Riquadro 4

L'andamento della produzione mondiale in una prospettiva europea: evidenze da un'indagine tra le grandi imprese dell'area dell'euro

All'indomani della Grande Recessione, la crescita del commercio mondiale è risultata straordinariamente debole, appena in aumento rispetto al PIL mondiale. Tali sviluppi rappresentano un cambiamento radicale rispetto alla forte crescita del commercio mondiale registrata nei decenni precedenti. Sul protrarsi di una crescita del commercio al di sotto della media negli ultimi anni sono state avanzate varie ipotesi che prendono in esame fattori strutturali a breve termine, ciclici e a più lungo termine (cfr. Riquadro 1 di questa edizione del Bollettino economico).

Tavola 1

Statistiche descrittive desunte dall'indagine

Scomposizione per settore	Numero	%	Quota del valore aggiunto relativo al settore delle imprese dello SEE
Industria, comprese le costruzioni	25	(57%)	51%
Servizi	19	(43%)	49%
			Quota dell'economia totale riferita alle imprese dello SEE
Occupazione (migliaia)	2.193		1,6%
Ricavi (in milioni di euro)	607.785		2,1%

Fonti: Elaborazioni Eurostat, indagine sul commercio e BCE.

Nota: il settore delle imprese non include agricoltura, silvicoltura e pesca e servizi non di mercato (compreso il settore pubblico).

Il presente riquadro riporta le determinanti che hanno guidato i recenti sviluppi del commercio e della produzione mondiali desunti da un'indagine specifica tra le imprese leader nell'area dell'euro¹.

La tavola sintetizza la scomposizione delle 44 imprese partecipanti. Sul totale delle risposte, 25 provengono dal comparto industriale (comprese le costruzioni) e 19 dal settore dei servizi. Complessivamente, queste grandi imprese, spesso multinazionali, hanno un organico di 2,2 milioni di dipendenti e un fatturato di oltre 600 miliardi di euro, ovvero circa l'1,6 e il 2,1 per cento rispettivamente dell'occupazione totale e del fatturato totale dello Spazio economico europeo (SEE²) per il 2013³.

Tra le principali sfide mondiali con cui i propri settori devono confrontarsi attualmente, gli intervistati hanno elencato i rapidi sviluppi tecnologici, le preoccupazioni legate alla domanda e le questioni inerenti il mercato del lavoro (cfr. Grafico A). Quasi la metà dei rispondenti ha citato gli sviluppi tecnologici dovuti a un rapido progresso digitale tra le prime tre sfide mondiali con cui i loro settori devono confrontarsi. Le imprese hanno segnalato ripercussioni su tutti gli aspetti operativi, dalle modalità di contatto dei clienti (e-commerce) al tema della protezione dei dati, con implicazioni in termini di prezzi e costi, agli effetti delle tecnologie avanzate sul luogo di produzione e sulla logistica. Poco più di un terzo

¹ L'indagine è stata condotta nella primavera del 2016.

² Il SEE comprende l'Unione Europea più Islanda, Liechtenstein e Norvegia. Pur non facendo parte né dell'Unione Europea né del SEE, la Svizzera è stata inclusa nell'indagine poiché ha accesso al Mercato Unico alle stesse condizioni delle altre imprese comunitarie.

³ Dati tratti dalle statistiche strutturali sulle imprese di Eurostat (SBS), disponibili per il SEE solo fino al 2013.

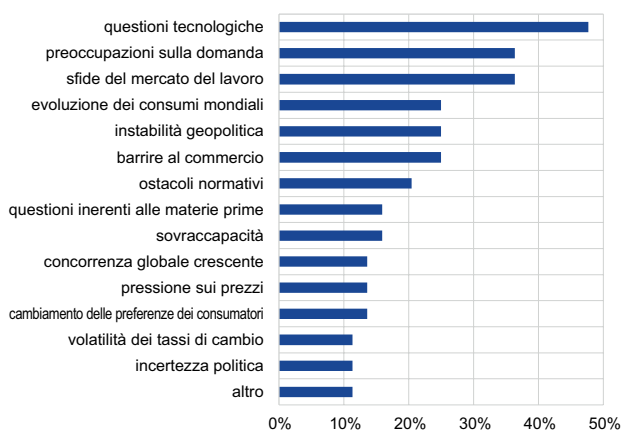
degli intervistati ha evidenziato tra le preoccupazioni la domanda (a livello mondiale e all'interno del SEE) e sfide del mercato del lavoro (nello specifico il costo relativo del lavoro in Europa e i maggiori vincoli sull'offerta di lavoro e sul fabbisogno di competenze). Un quarto delle imprese ha indicato l'evoluzione dell'andamento del consumo mondiale e le questioni legate all'instabilità geopolitica (ivi comprese le preoccupazioni relative all'andamento del prezzo delle materie prime e il possibile impatto del terrorismo sull'attività) tra le principali sfide mondiali.

Le imprese manifatturiere, in particolare, hanno sottolineato l'esistenza di barriere al commercio, comprese le normative locali, le tariffe e i dazi doganali, e l'aumento di barriere meno formali (il cosiddetto protezionismo torbido), quali principali preoccupazioni e ostacolo alle economie di scala. Le imprese che operano in più giurisdizioni geografiche hanno segnalato le difficoltà poste dalla sempre maggiore incidenza della doppia tassazione delle imprese. Inoltre, i soggetti intervistati hanno individuato tra le attuali sfide globali dei loro settori la crescente concorrenza dei mercati a livello mondiale, il cambiamento delle preferenze dei consumatori e la volatilità del prezzo delle materie prime. Solo una piccola percentuale ha segnalato vincoli finanziari e preoccupazioni relative al mantenimento dell'accesso al credito.

Grafico A

Principali sfide operative globali attuali

(percentuale di risposte; classificate in ordine decrescente per frequenza di citazione)



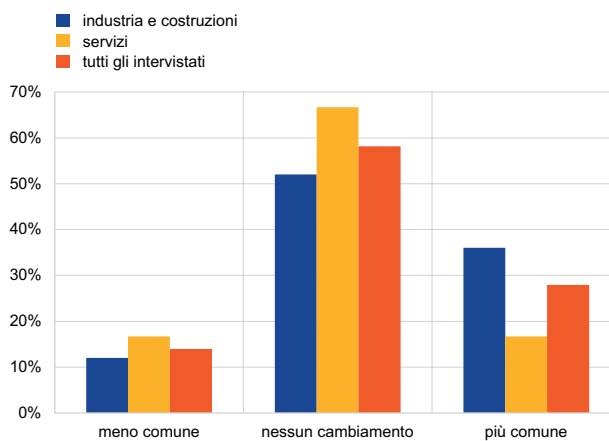
Fonti: Indagine sul commercio ed elaborazioni della BCE.

Note: Risposte alla domanda: "Quali sono attualmente le tre sfide operative più importanti a livello mondiale per il suo settore? Indicare un massimo di tre fattori e spiegare brevemente il motivo della loro importanza".

Grafico B

Cambiamenti nella produzione locale negli ultimi cinque anni

(percentuale di risposte)



Fonti: Indagine sul commercio ed elaborazioni della BCE.

Note: Risposte alla domanda: "Negli ultimi cinque anni è diventato più o meno comune per le imprese del suo settore produrre/operare sui mercati locali in cui si vendono i beni e i servizi?".

Dall'indagine emerge un leggero avvicinamento del luogo di produzione ai mercati finali negli ultimi cinque anni (cfr. Grafico B). Sebbene la maggior parte delle imprese non abbia segnalato alcun cambiamento nei modelli di produzione globali negli ultimi cinque anni, poco più di un quarto dei rispondenti ha dichiarato di aver trasferito la produzione o le attività di servizi. Tra i fattori determinanti della delocalizzazione delle operazioni fuori dallo Spazio economico europeo figurano l'andamento della domanda mondiale e l'elevato costo del lavoro, oltre ai requisiti di contenuto locale. Gli altri fattori che influiscono sulla decisione di delocalizzare sono

collegati al desiderio di mettersi al riparo dalle fluttuazioni valutarie, alle limitazioni all'interno del SEE, a un eccesso di regolamentazione e all'incertezza economica e politica.

I cambiamenti nell'andamento della produzione mondiale continuano a contrarre la domanda di manodopera SEE. Il numero di imprese che ritiene che i cambiamenti nella struttura degli scambi mondiali abbiano portato a una riduzione della domanda di manodopera SEE nei propri settori è il doppio rispetto a quelle che hanno riscontrato un'espansione della domanda. Il calo è stato particolarmente pronunciato tra le "tute blu" (sia nell'industria sia nei servizi), nonostante un aumento della domanda per le figure altamente specializzate (tra cui tecnici di produzione e capisquadra o personale operante nel settore R&S e di progettazione del prodotto).

Le delocalizzazioni sono state rare, in ragione della tendenza a servire i nuovi mercati con nuovi stabilimenti. Tuttavia, nei casi in cui vi è stato un trasferimento, questo ha riguardato uno spostamento all'interno dello Spazio economico europeo (soprattutto dalle più costose economie dell'Europa occidentale verso i paesi dell'Europa centrale ed orientale a più basso costo, secondo un terzo delle imprese) o, in misura minore, verso paesi non appartenenti al SEE (per circa un quarto delle imprese). Solo pochi intervistati hanno dichiarato di aver riportato la produzione all'interno dello Spazio economico europeo. Gli incentivi alla delocalizzazione da parte di alcuni governi degli Stati membri del SEE e una tendenza all'accentramento delle funzioni amministrative e centrali, generalmente nell'ottica di un contenimento dei costi, hanno effettivamente incoraggiato il ri-trasferimento all'interno del SEE.

Grafico C

Fattori sottostanti a un possibile aumento della produzione nel SEE

(percentuale di risposte)



Fonti: Indagine sul commercio ed elaborazioni della BCE.

Note: Risposte alla domanda: "Quale dei seguenti fattori potrebbe verosimilmente incoraggiare le imprese del suo settore ad espandere la produzione/le operazioni nel SEE nel medio termine?" Agli intervistati è stato chiesto di indicare un massimo di cinque preferenze.

Secondo i rispondenti all'indagine, un aumento della produzione europea richiederebbe prospettive di crescita più forti, un maggiore contenimento dei costi e ulteriori misure politiche (cfr. Grafico C). Il grafico C riassume

le risposte a una domanda in cui gli intervistati dovevano scegliere cinque fattori che potrebbero verosimilmente incentivare le imprese del proprio settore ad espandere la produzione/ le operazioni nel SEE a medio termine. Le priorità emerse sono simili per l'industria e per il settore dei servizi. Oltre la metà delle imprese ha indicato delle prospettive di crescita più forti tra gli incentivi per aumentare la produzione in Europa; molti hanno indicato quale fattore imprescindibile per ripristinare la competitività e stimolare la redditività in un contesto di scarsa crescita, la ricerca di un ulteriore contenimento dei costi, attraverso un'attenzione sempre maggiore al progresso tecnologico e a un miglioramento dell'efficienza. Circa un terzo delle imprese ha indicato tra le priorità politiche la necessità di ulteriori misure

politiche volte alla riduzione dei costi operativi, e del costo del lavoro in particolare,

e alla liberalizzazione delle normative sui mercati del lavoro⁴. Poco più di un quinto delle imprese ha sottolineato la necessità di incentivi agli investimenti più forti, una riduzione della pressione fiscale sulle imprese e minori restrizioni sul mercato dei prodotti. In ultima analisi, le priorità per i responsabili politici nazionali dovranno tenere conto delle condizioni in cui operano le imprese locali e la posizione di un paese nelle catene globali del valore, unitamente ai propri vantaggi comparati. Ciononostante, i risultati dell'indagine sembrano suggerire che, secondo le imprese partecipanti, è probabile che gli elevati costi operativi e del lavoro, nonché una rigida regolamentazione del mercato del lavoro, incidano sulla decisione delle imprese di delocalizzare.

⁴ Opinioni analoghe erano emerse in un'indagine precedente sull'aumento degli investimenti nell'area dell'euro. Cfr. il riquadro intitolato *I fattori alla base degli scarsi investimenti nell'area dell'euro: evidenze da un'indagine tra le grandi imprese* nel numero di dicembre 2015 di questo Bollettino.

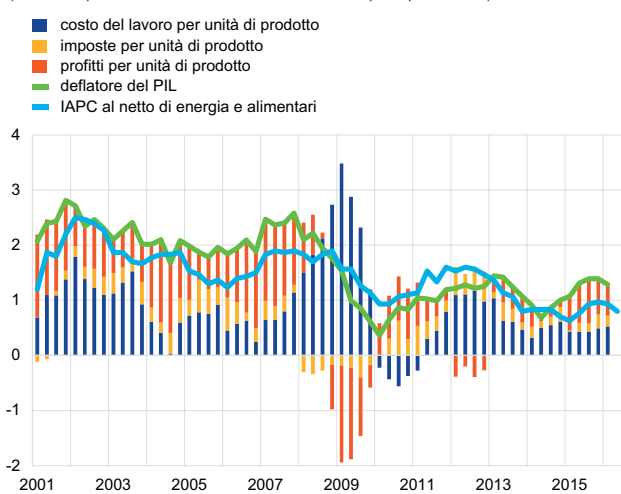
Riquadro 5

Fattori sottostanti la recente divergenza tra il deflatore del PIL e lo IAPC al netto di energia e alimentari nell'area dell'euro

Grafico A

Deflatore del PIL e IAPC al netto di energia e alimentari

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Il deflatore del PIL può essere considerato un indicatore generale degli andamenti di fondo dei prezzi interni. Esistono alcune differenze sia concettuali sia di finalità tra il deflatore del PIL e

la misura spesso utilizzata dello IAPC al netto di energia e alimentari¹. Malgrado ciò, gli andamenti di lungo periodo dei due indicatori hanno evidenziato in generale un forte grado di comovimentazione. Negli ultimi 15 anni i loro tassi medi annui di crescita nell'area dell'euro sono stati relativamente simili. Nel breve-medio termine tuttavia non è inconsueto che i due indicatori divergano in misura maggiore, come dimostra il divario emerso negli ultimi due anni: la dinamica del deflatore del PIL si è rafforzata più sensibilmente e sta aumentando dalla metà del 2014, mentre l'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e alimentari è cresciuta molto meno (cfr. grafico A). Questo riquadro esamina la recente "divergenza" analizzando in particolare i fattori sottostanti la ripresa della crescita del deflatore del PIL.

L'andamento dei margini di profitto è stato il principale fattore all'origine della recente accelerazione del deflatore del PIL nell'area dell'euro. La scomposizione

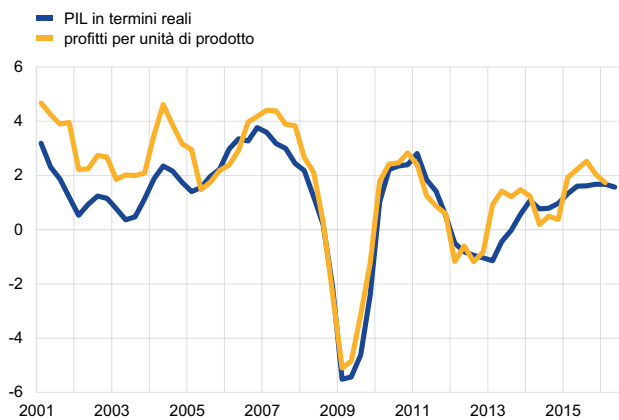
della crescita del deflatore del PIL nelle componenti del reddito mostra che l'incremento dalla metà del 2014 è ascrivibile quasi per intero ai contributi crescenti dei profitti (margine operativo lordo) per unità di prodotto, qui indicati come margini di profitto. I contributi del costo del lavoro per unità di prodotto e delle imposte indirette per unità di prodotto (al netto dei sussidi) sono rimasti nel complesso quasi invariati. L'andamento dei margini di profitto nell'area dell'euro è fortemente prociclico e si è consolidato di recente in linea con la ripresa in atto della crescita del PIL in termini reali (cfr. grafico B). L'andamento favorevole dell'attività economica sostiene i margini di profitto in quanto il miglioramento del reddito e della domanda facilita gli incrementi dei prezzi mentre il conseguente aumento di produttività e la risposta tipicamente

¹ Le principali differenze concettuali tra i due indicatori derivano dal fatto che lo IAPC al netto di energia e alimentari si riferisce ai prezzi di beni e servizi consumati dalle famiglie, mentre il deflatore del PIL è più completo e rileva i prezzi di tutti i beni finali prodotti dall'economia interna. Quindi il deflatore del PIL dal lato della spesa include i prezzi per i consumi privati, i consumi delle amministrazioni pubbliche, gli investimenti fissi e le esportazioni al netto dei prezzi delle importazioni. I prezzi dei beni e dei servizi importati non sono inclusi nel deflatore del PIL, ma confluiscono nello IAPC al netto di energia e alimentari (salvo l'effetto diretto dei prezzi di energia e alimentari). Allo stesso tempo, i prezzi dei beni e dei servizi esportati sono inclusi nel deflatore del PIL, ma naturalmente non nello IAPC al netto di energia e alimentari.

Grafico B

PIL in termini reali e profitti per unità di prodotto

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

ritardata dei salari alla ripresa ciclica frenano il costo del lavoro per unità di prodotto. Tuttavia, poiché l'impatto del ciclo economico attraverso i profitti dovrebbe essere un fattore sottostante gli andamenti sia del deflatore del PIL sia dello IAPC al netto di energia e alimentari, la recente differenziazione dovrebbe dipendere da altri fattori.

I margini di profitto catturati dal deflatore del PIL molto probabilmente hanno di recente riflesso anche le variazioni delle ragioni di scambio.

Ciò emerge ponendo a confronto la scomposizione del deflatore del PIL dal lato del reddito e quella dal lato delle spesa, con la prima che comprende i margini di profitto mentre la seconda i prezzi (relativi) di esportazioni e importazioni, ossia le ragioni di scambio. Le recenti variazioni delle ragioni di scambio potrebbero essere ascrivibili a diversi fattori. In primo

luogo, il deprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro a metà del 2014 potrebbe aver aumentato i margini di profitto degli esportatori dell'area che abbiano valutato i loro prodotti ai prezzi di mercato, cioè mantenendo invariati i prezzi delle esportazioni in valuta estera. In secondo luogo, la brusca flessione delle quotazioni del petrolio e di altre materie prime a metà del 2014 potrebbe aver accresciuto i margini di profitto dei produttori dell'area che non abbiano trasferito per intero ai prezzi di vendita la connessa riduzione dei prezzi di importazioni e input. La rilevanza di questo effetto è suggerita dal notevole comovimento tra i rispettivi contributi dei margini di profitto e delle ragioni di scambio alla crescita del deflatore del PIL negli ultimi anni (cfr. grafico C), mentre in precedenza la dinamica dei margini di profitto sembra sia stata dominata dagli andamenti ciclici, come mostra il grafico B.

L'impatto dei prezzi degli input sui margini di profitto contribuisce a spiegare il recente divario tra la crescita del deflatore del PIL e quella dello IAPC al netto di energia e alimentari.

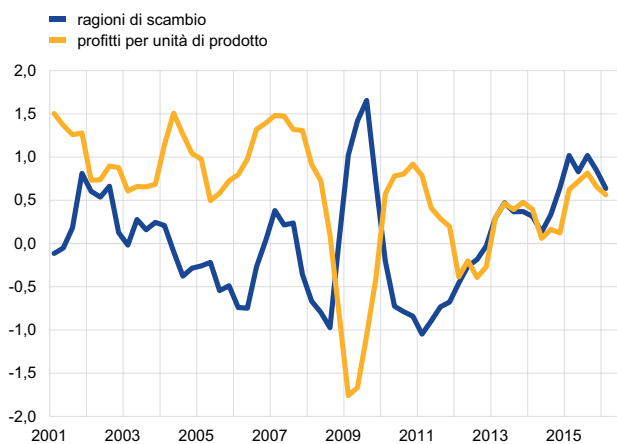
La forte contrazione dei corsi petroliferi ha ridotto i prezzi degli input e dei consumi intermedi nei processi produttivi. Poiché i consumi intermedi non confluiscono nel PIL, le variazioni dei prezzi degli input petroliferi non sono incorporate direttamente nel deflatore del PIL. Al contempo, se i ribassi dei corsi degli input petroliferi sono trasmessi almeno in parte ai prezzi di vendita misurati dai prezzi al consumo finali, l'inflazione al netto di energia e alimentari potrebbe scendere. Per contro, se tali ribassi non sono trasmessi ai prezzi di vendita, l'inflazione al netto di energia e alimentari rimane invariata, mentre il deflatore del PIL aumenta (attraverso l'aumento dei margini di profitto). Il grafico D mostra che le ampie differenze osservate di recente tra i tassi di crescita dei due indicatori hanno coinciso con le forti variazioni dei corsi petroliferi in misura tale da poter spiegare gli andamenti divergenti osservati nel 2015.

In prospettiva, il venir meno dell'impatto delle quotazioni petrolifere dovrebbe contribuire ad armonizzare nuovamente gli andamenti del deflatore del PIL e dello IAPC al netto di energia e alimentari. In base all'attuale curva dei future,

Grafico C

Profitti per unità di prodotto e ragioni di scambio

(contributi in punti percentuali)



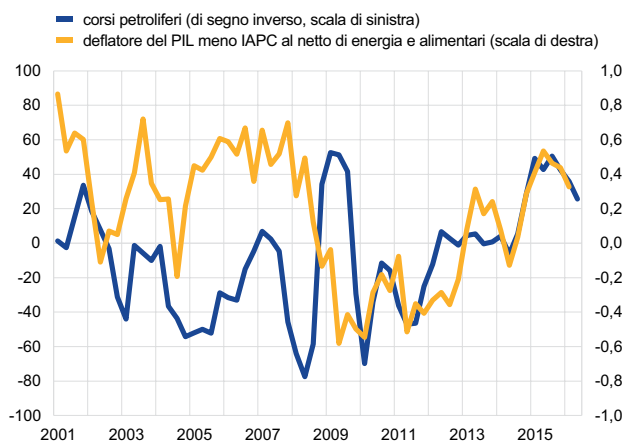
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le "ragioni di scambio" si riferiscono al prezzo relativo delle esportazioni rispetto a quello delle importazioni.

Grafico D

Differenze tra il deflatore del PIL e lo IAPC al netto di energia e alimentari e variazioni dei corsi petroliferi

(variazioni percentuali sui dodici mesi; punti percentuali)



Fonti: Bloomberg, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: quotazioni del greggio Brent in dollari USA

è probabile che il forte impatto favorevole dei corsi petroliferi sull'andamento dei margini di profitto si esaurisca ed eserciti un effetto frenante sulla crescita del deflatore del PIL nel breve termine, come già appare dai dati per il primo trimestre del 2016. Nel contempo, a parità di altre condizioni, l'inflazione al netto di energia e alimentari dovrebbe aumentare con il venir meno degli effetti frenanti indiretti dovuti ai precedenti cali dei corsi petroliferi. Una volta esauriti gli effetti delle quotazioni petrolifere, i due indicatori dell'inflazione di fondo dovrebbero riconvergere e aumentare considerando che la ripresa economica sarà nuovamente un fattore determinante per entrambi.

La ricomposizione della struttura finanziaria delle SNF potrebbe avere implicazioni per la trasmissione della politica monetaria, ma gli effetti complessivi sono ancora difficili da individuare.

Una struttura finanziaria più diversificata potrebbe accrescere la tenuta delle imprese agli shock che colpiscono il sistema bancario. Tale struttura inoltre diversifica il canale attraverso cui la politica monetaria viene trasmessa all'economia reale. Ciò si è riflesso sulla politica monetaria della BCE che ha fatto ricorso a un'ampia gamma di strumenti per fornire ulteriore stimolo negli anni recenti. Un ruolo di maggiore rilievo delle istituzioni finanziarie non monetarie nell'intermediazione finanziaria potrebbe accelerare la trasmissione della politica monetaria perché alcune istituzioni potrebbero adeguare le proprie esposizioni al rischio con più flessibilità rispetto alle banche in risposta ai cambiamenti dei cicli economico e finanziario. Resta da vedere tuttavia se l'attuale tendenza verso un finanziamento dell'economia reale più orientato al mercato finanziario si manterrà una volta che il mercato dei prestiti bancari si sarà ripreso. In passato, una crescita sostenuta del finanziamento esterno delle SNF ha sempre coinciso con una dinamica più vigorosa dei prestiti bancari. L'UE ha avviato diverse iniziative volte ad agevolare l'accesso delle imprese al capitale di rischio e alla raccolta sul mercato. Tuttavia, è ancora presto per valutare in che misura tali iniziative riusciranno a ridurre la dipendenza, in particolare delle PMI, dai prestiti bancari.

Riquadro 6

Fattori alla base dell'andamento del numero medio di ore lavorate per occupato dal 2008

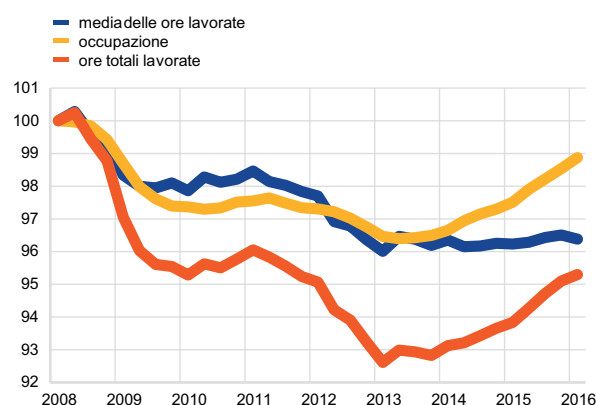
Nel corso della ripresa dell'area dell'euro, la media delle ore lavorate per occupato si è mantenuta sostanzialmente invariata, dopo un netto calo durante la crisi. L'input di lavoro complessivo utilizzato dalle imprese si è notevolmente ridotto fra il primo trimestre del 2008 e il secondo trimestre del 2013, con una flessione maggiore in termini di ore totali lavorate rispetto al numero di occupati. Alla base di questa dinamica vi è una contrazione del numero medio di ore lavorate per occupato, dato rimasto poi stabile nell'arco della ripresa (cfr. grafico A). Sebbene il calo delle ore in media lavorate osservato dall'inizio della crisi sia generalmente visto come un fenomeno ciclico, dopo dodici trimestri di crescita dell'attività la media delle ore lavorate per occupato non ha evidenziato segni di una ripresa ciclica. Il presente riquadro prende in esame le cause all'origine di questo fenomeno e mostra che l'aumento dell'impiego a tempo parziale riveste un ruolo significativo.

Il numero di ore lavorate aveva già assunto una tendenza discendente anche prima della crisi. Nell'area dell'euro, la media delle ore lavorate calcolata sulla base dei dati di contabilità nazionale e di quelli ricavati dalle indagini sulle forze di lavoro ha subito una netta flessione nel corso degli ultimi vent'anni (cfr. grafico B). Le serie storiche suggeriscono che le ore lavorate sono diminuite

Grafico A

Occupazione nell'area dell'euro; numero complessivo di ore lavorate e media delle ore lavorate per occupato

(indice: T1 2008=100; dati trimestrali; in termini destagionalizzati e corretti per il numero di giorni lavorativi)

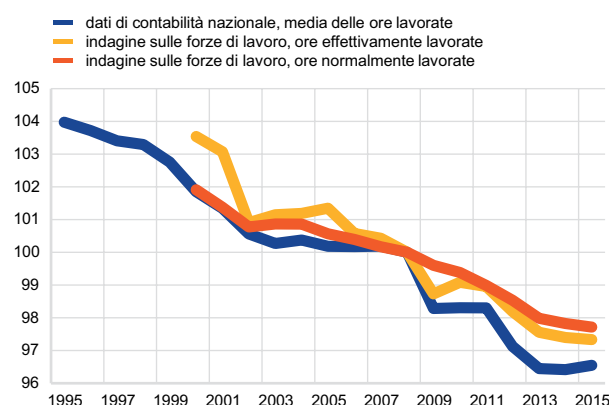


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Grafico B

Misure della media di ore lavorate per occupato

(indice: 2008=100; dati su base annua)



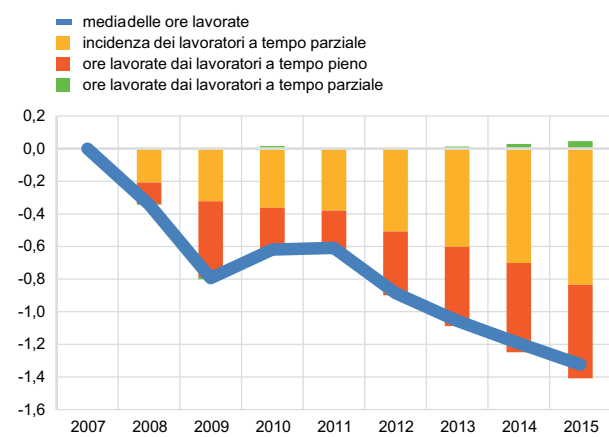
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: nell'indagine sulle forze di lavoro dell'UE, il numero di ore solitamente lavorate si riferisce alle ore settimanali di norma lavorate da un occupato. Il numero di ore effettivamente lavorate ammonta a tutte le ore lavorate da un occupato nella settimana di riferimento, compresi gli straordinari, che siano pagati o meno.

Grafico C

Scomposizione della variazione cumulata del numero medio di ore lavorate nell'area

(variazione cumulata della media di ore effettivamente lavorate su base settimanale dal 2007; quota percentuale di occupati a tempo parziale; dati su base annua)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la media delle ore lavorate degli occupati a tempo pieno e di quelli a tempo parziale, nonché l'incidenza degli occupati a tempo parziale, sono ricavate dall'indagine sulle forze di lavoro dell'UE. Per i dati disaggregati, il numero di occupati è tratto dalle statistiche di contabilità nazionale.

nell'arco di un periodo molto più lungo.¹ Il calo delle ore in media lavorate ha interessato l'insieme dei paesi dell'area dell'euro e un'ampia varietà di settori.²

Nell'area dell'euro la media delle ore settimanali effettivamente lavorate è calata di circa un'ora dal 2008, perlopiù in ragione di un aumento dell'occupazione a tempo parziale.

I dati disaggregati relativi alla dinamica del numero medio di ore lavorate (misurati dall'indagine sulle forze di lavoro dell'Eurostat) mostrano che il fattore principale all'origine della recente riduzione delle ore effettivamente lavorate è la crescita dell'impiego a tempo parziale (cfr. grafico C). Il rapporto tra occupati a tempo parziale e numero complessivo di occupati nell'area dell'euro è salito dal 19,0 al 21,7 per cento fra il primo trimestre del 2008 e il secondo trimestre del 2013, collocandosi al 22,2 per cento nel primo trimestre del 2016. Questo incremento ha determinato più della metà del calo di ore medie lavorate. Al contempo, anche la media di ore lavorate degli occupati a tempo pieno è diminuita dopo

l'inizio della crisi (per via dei minori straordinari e/o dell'aumento del lavoro a orario ridotto), è lievemente risalita nel 2010 e nel 2011 dopodiché ha seguito a ridursi, contribuendo altresì alla flessione della media di ore lavorate per occupato.

La crescita dell'occupazione a tempo parziale è strettamente connessa all'andamento del settore dei servizi.

In generale, il lavoro a tempo parziale è più diffuso nel settore dei servizi rispetto all'industria e alle costruzioni. Il rapporto tra occupati a tempo parziale e numero complessivo di occupati è pari a circa il 9 per cento nei settori industriale e delle costruzioni, mentre si colloca ben oltre il 20 per cento nei servizi di mercato e negli altri servizi. Dal 2008 i contratti di lavoro a tempo parziale hanno acquisito maggior peso in tutti i settori; tuttavia, l'incremento più cospicuo è stato rilevato nel settore dei servizi di mercato, il quale, anche per via della sua quota consistente, ha fornito il principale apporto all'incidenza del tempo parziale nell'economia. Questo effetto è stato altresì amplificato dalla variazione in termini di composizione dell'occupazione, che ha comportato uno spostamento verso i servizi (cfr. grafico D). Al tempo stesso, il lavoro a tempo parziale dal 2008 si è rafforzato anche nell'industria e nelle

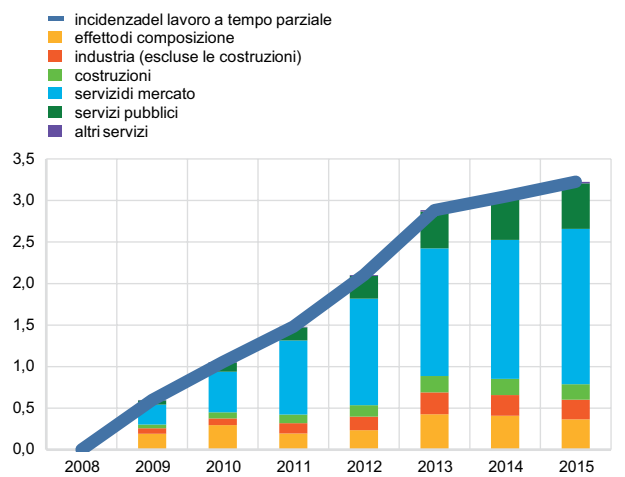
¹ Cfr., ad esempio, Lee, S., McCann, D. e Messenger, J.C., *Working time around the world. Trends in working hours, laws and policies in a global comparative perspective*, Organizzazione internazionale del lavoro, 2007 e Boppart, T. e Krusell, P., *How much we work: The past, the present, and the future*, VOXEU.org, CEPR's Policy Portal, 2016.

² Sulla base dei dati di contabilità nazionale, fra il primo trimestre del 2008 e il primo trimestre del 2016 la media delle ore lavorate si è ridotta in ciascuno dei quattro paesi principali dell'area dell'euro, ad eccezione della Spagna. Nell'arco di questo periodo il calo delle ore medie lavorate nell'area dell'euro è stato osservato anche in tutti i settori della classificazione NACE, tranne i servizi di informazione e comunicazione.

Grafico D

Scomposizione della variazione cumulata dell'incidenza del lavoro a tempo parziale nell'area dell'euro per settore ed effetto di composizione

(variazione cumulata dell'incidenza di occupati a tempo parziale dal 2008; in punti percentuali)



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Nota: per le elaborazioni, il numero di occupati è tratto dai dati di contabilità nazionale e la quota di occupati a tempo parziale a livello di settore è ricavata dall'indagine sulle forze di lavoro.

costruzioni, ma ha evidenziato un andamento più ciclico e si è in qualche misura indebolito durante la ripresa.

A livello dell'area dell'euro, la crescita dell'occupazione a tempo parziale sembra aver ricevuto un notevole impulso dalla predilezione dei datori di lavoro verso questa tipologia di contratto.

Oltre la metà dei nuovi contratti di impiego a tempo parziale dal primo trimestre del 2008 sembra rispecchiare decisioni assunte su base volontaria, ossia i lavoratori che hanno preferito optare per il lavoro a tempo parziale. Tuttavia, quasi la metà dell'aumento dei contratti a tempo parziale si deve a un aumento della "sottoccupazione"³, dovuta a lavoratori che hanno accettato il tempo parziale non per loro volontà e che avrebbero invece preferito lavorare di più. L'incremento dell'occupazione a tempo parziale ha interessato in modo analogo uomini e donne, sebbene questo tipo di contratto prevalga ancora in misura maggiore tra le lavoratrici. La sottoccupazione, invece, risulta più elevata tra gli uomini impiegati a tempo parziale, e la crescita dell'occupazione a tempo parziale è stata accompagnata da un più cospicuo aumento della

sottoccupazione maschile. Fra il primo trimestre del 2008 e il primo trimestre del 2016 la percentuale di lavoratori considerati sottoccupati è salita dal 23 al 30 per cento tra gli uomini, mentre è rimasta pressoché invariata a circa il 20 per cento tra le donne.⁴

La maggiore incidenza del tempo parziale e il connesso calo delle ore in media lavorate sembrano essere riconducibili almeno in parte a ragioni strutturali, per cui la media di ore lavorate potrebbe non riportarsi sui livelli precedenti la crisi.

L'incremento dell'occupazione a tempo parziale sembra trarre impulso da almeno due mutamenti di natura strutturale: la quota in aumento dei servizi di mercato, da cui deriva la maggiore domanda di impiego a tempo parziale, e l'accresciuta offerta di contratti di lavoro a tempo parziale (dovuta, tra l'altro, alla crescente partecipazione delle donne e dei lavoratori di età superiore ai 55 anni). A meno di osservare un'inversione della tendenza a lungo termine verso una maggiore occupazione nei servizi, è probabile che il peso dell'impiego a tempo parziale continui a rafforzarsi e che la media delle ore lavorate si mantenga più bassa rispetto ai livelli registrati prima della crisi.

³ "Lavoratori a tempo parziale sottoccupati" è un termine utilizzato da Eurostat per indicare gli occupati a tempo parziale che desiderano lavorare un numero maggiore di ore e sono disponibili a farlo. La condizione di occupato a tempo parziale è dichiarata dagli stessi intervistati. Per ulteriori dettagli, cfr. <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3433488/5579744/KS-SF-11-057-EN.PDF>

⁴ I dati indicati in questo riquadro si riferiscono all'incidenza dei sottoccupati rispetto ai lavoratori a tempo parziale.

Articolo

La relazione tra occupazione e PIL dall'insorgere della crisi

L'aumento continuo dell'occupazione osservato nell'area dell'euro dall'inizio della ripresa nel 2013 è stato superiore al previsto. La diversa reattività della crescita dell'occupazione a quella del PIL prima e dopo la crisi indica un possibile cambiamento strutturale della relazione di fondo tra occupazione e prodotto. Questo articolo esamina i fattori alla base di tale relazione e suggerisce che la ricomposizione settoriale della crescita del PIL a vantaggio del settore dei servizi, l'aumento della quota del lavoro a tempo parziale sul totale dei contratti di impiego, le riforme strutturali del mercato del lavoro e le misure di bilancio in alcuni paesi sono alla base del lieve rafforzamento della relazione di fondo tra occupazione e PIL dall'inizio della ripresa.

1 La relazione tra occupazione e PIL nell'area dell'euro

La ripresa del PIL dell'area dell'euro dal secondo trimestre del 2013 è stata accompagnata da una crescita dell'occupazione superiore al previsto. Il

presente articolo valuta quanto è probabile che tale aumento maggiore delle attese osservato durante la ripresa perduri ed esamina alcuni dei fattori che potrebbero verosimilmente contribuire a tale risultato. Dal punto di vista di una banca centrale, l'argomento è importante poiché la ripresa del mercato del lavoro è essenziale per la fiducia e il vigore dei consumi dopo la crisi. Se il precedente indebolimento della relazione tra la crescita del PIL e quella del tasso di disoccupazione (legge di Okun) o di occupazione è stato documentato e spiegato in letteratura¹, molta meno attenzione ha ricevuto, finora, il rafforzamento di tale relazione osservato durante la ripresa.

In qualche misura, sorprende notare che la relazione tra occupazione e PIL durante la ripresa è stata tanto stretta come negli anni antecedenti la crisi.

Prima dell'inizio della Grande recessione nel 2008, l'occupazione nell'area dell'euro evidenziava un elevato comovimento con il PIL. A posteriori, tuttavia, si rileva come la sua forte crescita in alcuni paesi nel periodo pre-crisi fosse associata all'emergere di squilibri settoriali che sono stati successivamente ritenuti insostenibili nel più lungo periodo. Nondimeno, dall'inizio della ripresa dell'attività nell'area, la reazione dell'occupazione alla crescita del PIL è stata quantomeno pari a quella pre-crisi.

Cambiamenti sia ciclici sia strutturali hanno verosimilmente contribuito alla reattività superiore al previsto dell'occupazione al PIL nell'area dell'euro dalla ripresa. I motivi ciclici includono i forti aumenti che hanno fatto seguito ai consistenti cali dell'occupazione in alcuni paesi e l'introduzione di misure di bilancio di breve

¹ Cfr. ad esempio Klinger, S. e Weber, E., "On GDP-Employment Decoupling in Germany", Institute for Employment Research, *IAB-Discussion Paper*, 21/2014, e Burggraeve, K., de Walque, G. e Zimmer, H., "The relationship between economic growth and employment", *National Bank of Belgium Economic Review*, giugno 2015.

periodo che hanno favorito la crescita dell'occupazione dopo la crisi in alcuni Stati membri. Tuttavia, anche le riforme strutturali e i cambiamenti strutturali in corso in taluni paesi hanno verosimilmente svolto un ruolo più persistente².

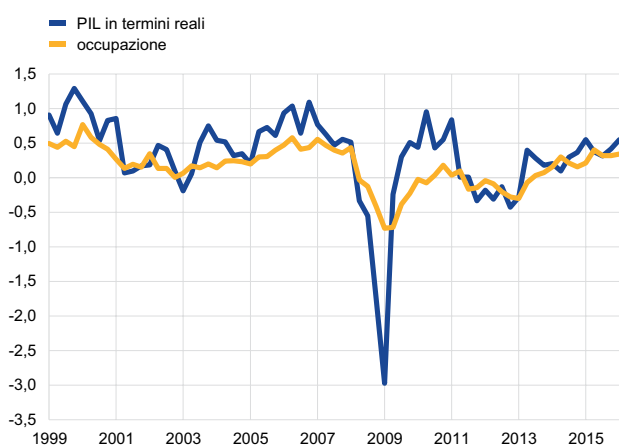
Questo articolo esamina i fattori alla base della relazione tra occupazione e PIL e valuta il loro ruolo nella spiegazione del forte aumento degli occupati osservato dall'inizio della ripresa nell'area dell'euro. Il prosieguo del testo è strutturato come segue: la seconda sezione traccia un quadro generale degli andamenti della relazione tra occupazione e PIL nell'area dell'euro dall'avvio dell'Unione economica e monetaria (UEM), focalizzandosi sul periodo a partire dall'inizio della crisi; la terza quantifica tale relazione e include un riquadro sulle evidenze statistiche di un cambiamento della dinamica ciclica; la quarta valuta l'importanza degli andamenti settoriali nella spiegazione del recente vigore della relazione e contiene un secondo riquadro che pone a confronto i profili evidenziati nell'area dell'euro con quelli osservati negli Stati Uniti dalla Grande recessione, considerando le implicazioni del recente aumento consistente dell'occupazione in entrambe le economie per la misurazione della produttività; la quinta esamina la dimensione nazionale dell'aggregato dell'area, valuta il ruolo delle misure di policy nella determinazione degli andamenti recenti nell'area e include un terzo riquadro che analizza l'impatto delle riforme strutturali sui cambiamenti a livello di paese nella reazione dell'occupazione alla crescita del prodotto; la sesta conclude.

2 Una panoramica di più lungo periodo della dinamica dell'occupazione nell'area dell'euro

Grafico 1

Tassi di crescita del PIL in termini reali e dell'occupazione nell'area dell'euro dal 1999

(tassi di crescita sul trimestre precedente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

La crisi economica e finanziaria mondiale ha determinato un forte indebolimento della relazione tra occupazione e PIL. Prima della crisi, fra il primo trimestre del 1999 e lo stesso periodo del 2008, la crescita dell'occupazione e del PIL dell'area dell'euro evidenziavano un elevato comovimento (cfr. grafico 1). Tale relazione di fondo è tuttavia venuta meno con l'inizio della Grande recessione nel 2008, anche se i persistenti cali dell'occupazione e la successiva debolezza della creazione di posti di lavoro nella fase intermedia di recupero³ – assieme all'ulteriore ridimensionamento molto consistente dell'occupazione nella seconda recessione (a doppia v) che ha colpito l'area – hanno concorso a ripristinarla. Dalla ripresa dell'attività iniziata ai primi del 2013, gli andamenti dei due aggregati sarebbero tornati a evidenziare una forte connessione. Queste diverse fasi sono illustrate nel grafico 2 e discusse brevemente di seguito.

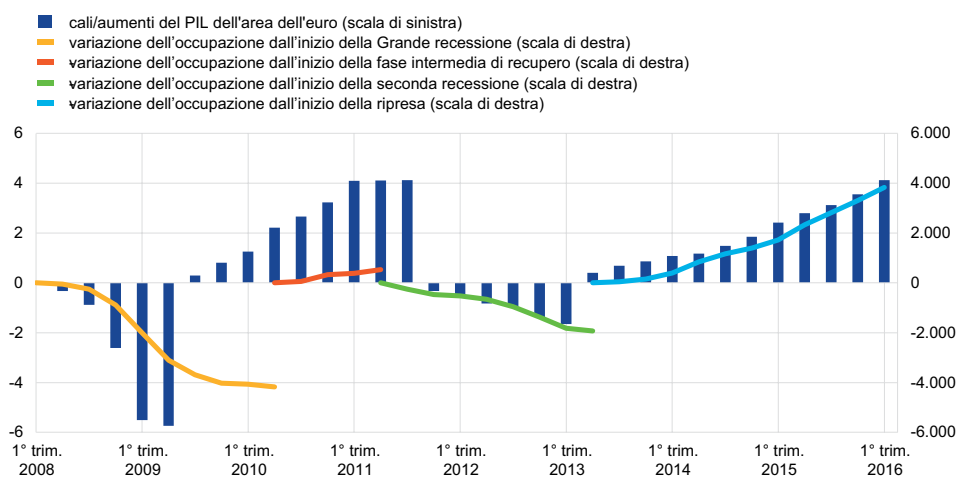
² Possono avere svolto un ruolo anche questioni statistiche e di misurazione, che non sono tuttavia oggetto dell'analisi presentata in questo articolo.

³ Il termine "fase intermedia di recupero" fa riferimento all'iniziale ripresa del PIL dell'area dell'euro che è seguita alla Grande recessione del 2008-2009.

Grafico 2

Variazioni cumulate del PIL e dell'occupazione nell'area dell'euro dall'inizio della crisi

(variazioni cumulate, percentuali, migliaia)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Quando la Grande recessione mondiale ha colpito l'economia dell'area dell'euro nel 2008, l'occupazione nell'area ha inizialmente registrato una contrazione relativamente moderata rispetto al brusco rallentamento del PIL; tuttavia, tale andamento si è in qualche misura invertito nel corso della fase intermedia di recupero. Nell'area dell'euro l'occupazione ha inizialmente subito un calo solo modesto nei primi trimestri della Grande recessione, ma ha poi continuato a diminuire per diversi trimestri durante la fase intermedia di recupero dell'attività osservata tra il terzo trimestre del 2009 e lo stesso periodo del 2011 (cfr. la linea gialla nel grafico 2).

Inoltre, nonostante il pronunciato aumento del PIL dell'area nella fase intermedia di recupero, l'occupazione è rimasta pressoché immutata riflettendo in parte gli effetti ritardati dei precedenti fenomeni di mantenimento di manodopera (cfr. la linea rossa nel grafico 2). Il pronunciato indebolimento della relazione tra occupazione e PIL è stato ampiamente segnalato e analizzato in letteratura⁴.

Dall'inizio della seconda recessione nell'area dell'euro fino alla successiva ripresa, la relazione tra occupazione e PIL dell'area sembra essersi ripristinata.

Mentre l'area dell'euro tornava in recessione (dal quarto trimestre del 2011), gli andamenti dell'occupazione hanno seguito da vicino il calo del PIL (cfr. la linea verde nel grafico 2). Successivamente, con la ripresa dell'attività (dal secondo trimestre del 2013), anche l'occupazione è tornata rapidamente (entro un trimestre dal recupero del PIL) a registrare una crescita positiva e da allora è aumentata notevolmente in linea con la dinamica del prodotto (cfr. la linea azzurra nel grafico 2).

Nonostante il rafforzamento recente della relazione con il PIL, l'occupazione nell'area dell'euro resta lievemente inferiore ai livelli pre-crisi. Come mostra il grafico 3, nel primo trimestre del 2016⁵ l'occupazione nell'area dell'euro era

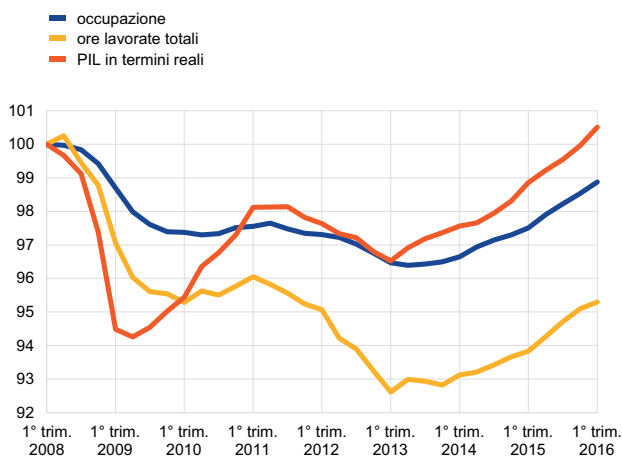
⁴ Cfr. ad esempio "Euro area labour markets and the crisis", *Structural Issues Report*, BCE, ottobre 2012, e la versione aggiornata del documento pubblicata come "Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets", *Occasional Paper Series*, n. 159, BCE, febbraio 2015.

⁵ Questo articolo utilizza dati disponibili al 30 giugno 2016.

Grafico 3

Evoluzione del PIL in termini reali, dell'occupazione e delle ore lavorate totali dall'inizio della crisi

(indice: 2008 = 100)



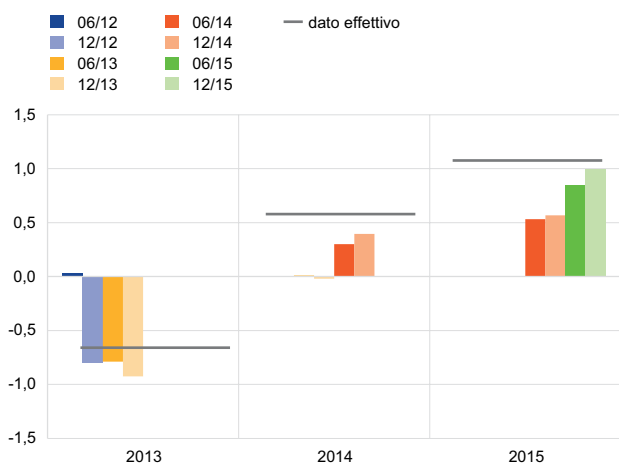
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

dell'andamento del numero medio di ore lavorate per occupato dal 2008 in questo numero del Bollettino).

Grafico 4

Crescita annua dell'occupazione prevista tra il 2013 e il 2015 in base alle proiezioni dell'Eurosistema e dati effettivi

(tassi di crescita annuali)



Fonti: banca dati delle proiezioni BPME ed elaborazioni della BCE.

ancora inferiore di circa l'1 per cento al massimo pre-crisi osservato nello stesso periodo del 2008.

Tuttavia, il lieve calo del numero di occupati contrasta notevolmente con l'evoluzione delle ore lavorate totali. Nei primi cinque anni della crisi il numero di ore lavorate totali ha seguito andamenti sostanzialmente diversi rispetto a quello degli occupati, mantenendosi notevolmente al di sotto dei livelli pre-crisi dopo un'ulteriore forte caduta nelle ore lavorate nel corso della seconda recessione nell'area dell'euro. A seguito di questa sensibile diminuzione, ci si attendeva che successivi aumenti dell'attività sarebbero stati accompagnati da un incremento delle ore lavorate dagli occupati esistenti (determinando un incremento delle ore lavorate per occupato medie)⁶. In pratica, tuttavia, il numero medio di ore lavorate per occupato è rimasto pressoché invariato dal 2013. Le ore lavorate totali hanno invece riflesso semplicemente la crescita dell'occupazione (cfr. anche il riquadro *Fattori alla base*

Durante la ripresa le previsioni sull'occupazione nell'area dell'euro sono state continuamente riviste al rialzo da un ampio numero di analisti.

Durante la ripresa, le previsioni per l'occupazione nell'area dell'euro sono state continuamente riviste al rialzo da un'ampia serie di analisti. Sembra che questi ultimi prevedessero altresì un aumento delle ore lavorate dai dipendenti esistenti delle aziende, più che un'espansione del numero di occupati.

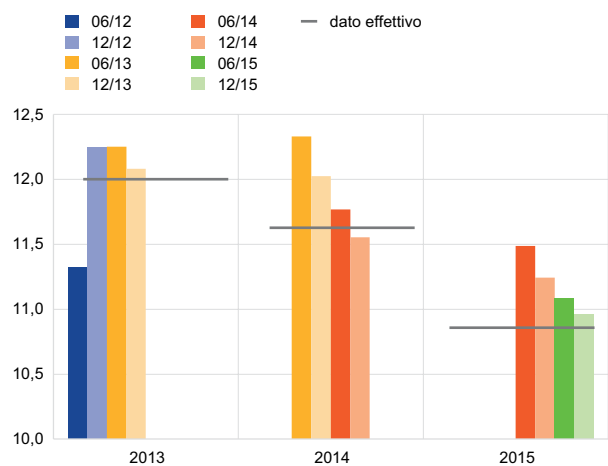
Il grafico 4 mostra che le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema e della BCE hanno costantemente sottostimato la crescita dell'occupazione nell'area dell'euro nel periodo 2013-2015, anche con la ripresa in atto. Errori analoghi sono evidenti nelle previsioni per l'area dell'euro formulate da istituzioni diverse quali la Commissione europea, il Fondo monetario internazionale (FMI) e l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) in quanto anche i loro analisti sono stati presi in contropiede dalla reazione superiore al previsto dell'occupazione alla crescita del PIL (cfr. grafico 4)

⁶ Ad esempio, secondo la Commissione europea "il basso livello attuale delle ore lavorate medie non rappresenta necessariamente una situazione di *nuova normalità*, in quanto è accompagnato da un aumento significativo del lavoro a tempo parziale involontario, che segue un chiaro profilo ciclico e che dovrebbe riassorbirsi durante la ripresa". *Labour Market and Wage Developments in Europe 2015*, Commissione europea, 2015, pag. 24.

Grafico 5

Tassi di disoccupazione medi annui previsti tra il 2013 e il 2015 in base alle proiezioni dell'Eurosistema e dati effettivi

(percentuale delle forze di lavoro)



Fonti: banca dati delle proiezioni BPME ed elaborazioni della BCE.

più che da errori di previsione della dinamica del prodotto.⁷

La forte crescita dell'occupazione ha anche concorso a far diminuire il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro più velocemente del previsto.

Il grafico 5 mostra una marcata intensificazione della rapidità del calo della disoccupazione che ha accompagnato l'aumento dell'occupazione all'affermarsi della ripresa nell'area dell'euro. Nel 2015 il ritmo di caduta della disoccupazione continuava a sorprendere gli analisti anche alla fine dell'orizzonte previsivo (poiché i dati effettivi sulla disoccupazione sono di norma disponibili con un ritardo di circa due mesi). Inoltre, il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è diminuito nonostante il recente aumento dell'offerta di lavoro (dovuto a effetti sia di popolazione sia di partecipazione⁸), poiché l'occupazione è cresciuta più delle forze di lavoro.

3

Quantificare la relazione tra occupazione e PIL

Gli andamenti dell'occupazione e dell'attività nell'area dell'euro inducono a ritenere che le elasticità post-crisi siano almeno pari a quelle pre-crisi.

I dati di contabilità nazionale relativi all'area dell'euro mostrano che fra il primo trimestre del 1999 e la vigilia della crisi (nel primo trimestre del 2008) – un periodo di crescita caratterizzato da un particolare aumento dell'occupazione, durante il quale l'occupazione è cresciuta di circa 18 milioni di unità – l'occupazione nell'area dell'euro è salita di circa il 13 per cento a fronte di un aumento del prodotto approssimativamente pari al 23 per cento, determinando un rapporto di circa 0,55 (cfr. grafico 6). Agli inizi della crisi, gli osservatori hanno considerato il periodo precedente come una fase di crescita eccezionale dell'occupazione alimentata in parte da una bolla insostenibile delle costruzioni e quindi verosimilmente non ripetibile o permanente. Nondimeno, nell'intervallo dall'inizio della recente ripresa dell'attività che è iniziato nel secondo trimestre del 2013, il PIL dell'area è salito di circa il 4,1 per cento e l'occupazione da allora del 2,5 per cento e questo ha fatto *umentare* lievemente il rapporto osservato, a circa 0,62⁹. Risultati analoghi sarebbero ottenuti utilizzando tecniche econometriche basate sulle reazioni a breve termine dell'occupazione al PIL (cfr. il riquadro 1).

⁷ Di fatto il tasso di incremento del PIL si è collocato su livelli inferiori alle proiezioni nel 2014 e su livelli simili alle proiezioni di allora nel 2015, di converso l'occupazione è stata superiore al previsto in entrambi gli anni. Queste considerazioni non tengono conto delle recenti forti revisioni del PIL irlandese.

⁸ Cfr. il riquadro *Andamenti recenti della partecipazione al mercato del lavoro nell'area dell'euro* nel numero 1/2015 di questo Bollettino e il precedente riquadro riguardante i più ampi effetti sull'offerta di lavoro dal titolo *Andamenti recenti dell'offerta di lavoro* nel numero di giugno 2010 del Bollettino mensile.

⁹ I calcoli sono fatti rispetto al periodo di minimo di ciascuna variabile.

Riquadro 1

Un'indagine quantitativa della relazione tra occupazione e PIL nell'area dell'euro

L'analisi econometrica mostra che la relazione tra l'occupazione e il PIL dell'area dell'euro nel periodo di ripresa è di intensità almeno pari a quella osservata negli anni antecedenti la crisi. I tentativi di valutare il grado di possibile variazione della ciclicità dell'occupazione nell'area dell'euro dall'inizio della ripresa post-crisi sono tuttavia fortemente limitati dal numero ridotto di osservazioni riguardanti tale periodo. La tavola A riassume i risultati di un modello semplice concepito per individuare i mutamenti della ciclicità dell'occupazione nell'area dell'euro durante la crisi e il successivo periodo di ripresa.

Tavola A

Ciclicità dell'occupazione nell'area dell'euro a differenti intervalli di tempo

(risultati di una regressione OLS)

Variabile	Coefficiente	Errore standard
Employment t-1	0,2826***	0,15
GDP t	0,2283**	0,05
GDP t-1	0,1014**	0,04
GDP t-2	0,0380	0,04
GDP t-3	0,0135	0,03
GDP t-4	0,0347	0,03
RECN*GDPT	0,2118***	0,09
0811*GDPT	-0,2818***	0,08
RECOV*GDPT	0,0812	0,10
C	-0,000	00

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: OLS si riferisce al metodo dei minimi quadrati ordinari.

La variabile dipendente è l'occupazione. Sia l'occupazione sia il PIL sono differenze di logaritmi. Il campione per la stima è il 1° trim. 1999-4° trim. 2015 (68 osservazioni). *** e ** denotano significatività statistica al livello rispettivamente dell'1 e 5 per cento.

I risultati stanno a indicare un'elasticità media pre-crisi di circa 0,58, simile allo 0,55 osservato sulla base della variazione dal minimo al massimo, come segnalato nel testo principale. La specificazione è

stata scelta per valutare le diverse fasi della relazione fra occupazione e PIL dall'inizio della crisi. In particolare, il modello mira a spiegare l'aumento sul trimestre precedente dell'occupazione totale dell'area dell'euro utilizzando la crescita contemporanea del PIL in termini reali e diversi suoi ritardi (cfr. la tavola A), assieme alle interazioni della crescita del PIL sul trimestre precedente con: a) una variabile dummy RECN, concepita per rilevare le note asimmetrie nei periodi di recessione, pari a 1 quando l'area dell'euro era in recessione e a 0 negli altri casi; b) una variabile dummy 0811, cui viene assegnato un valore di 1 tra il secondo trimestre del 2008 e il terzo del 2011 per rilevare il forte

scollamento tra gli andamenti dell'occupazione e quelli del PIL osservato nella prima fase della crisi¹⁰ (come indica il grafico 2 del testo principale); c) una variabile dummy RECOV, che riflette la ripresa del PIL dell'area dell'euro dal secondo trimestre del 2013 alla fine del periodo campione nel quarto trimestre del 2015.

Dai risultati emerge altresì un indebolimento pronunciato e statisticamente significativo della relazione di più lungo periodo tra l'occupazione e il PIL dopo l'inizio della Grande recessione. Le asimmetrie nella fase di recessione sono generalmente risultate molto positive e significative (cfr. il coefficiente fortemente positivo del termine di interazione, RECN*GDPT).

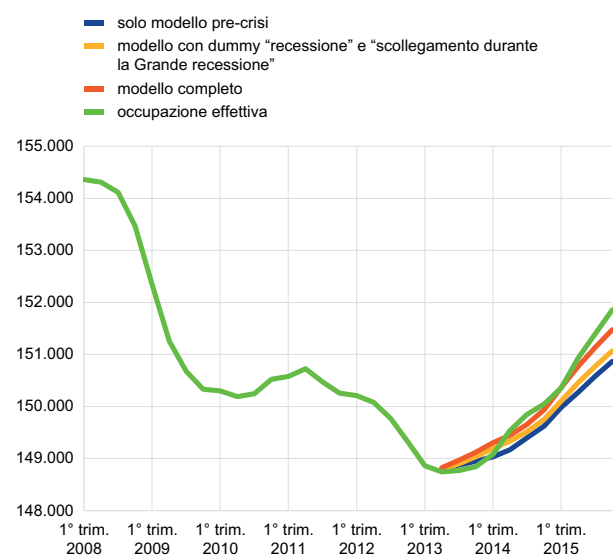
¹⁰ Tra le varie dummy temporali testate per rilevare i periodi di crisi figurano: *0809*, che rileva solo gli effetti della Grande recessione (misurati dalle variazioni del PIL dell'area dell'euro sul trimestre precedente) e che assume un valore pari a 1 per i primi cinque trimestri della Grande recessione vissuta dall'area dell'euro tra il secondo trimestre del 2008 e lo stesso periodo del 2009; *CRISIS*, che assume un valore pari a 1 tra il secondo trimestre del 2008 e il primo del 2013, coprendo quindi entrambe le recessioni dell'area dell'euro e la fase intermedia di recupero. I risultati riportati riflettono il più solido dei tre modelli, come misurato dai criteri basati sull'R² corretto e sulla radice dell'errore quadratico medio (root mean square error, RMSE).

Ciò sta a indicare che l'occupazione nell'area dell'euro diminuisce di norma durante le fasi di recessione a un ritmo accelerato, diverso da quello con cui cresce durante i periodi di espansione. Il modello rileva tuttavia un forte indebolimento della relazione tra la occupazione e PIL nel periodo di scollegramento tra i due andamenti successivo all'inizio della Grande recessione (cfr. il coefficiente fortemente negativo del termine di interazione 0811), a rispecchiare il fatto che in tale periodo le perdite di occupazione hanno subito una *moderazione* pronunciata (causata dal ben noto accaparramento di lavoratori in alcuni paesi dell'area euro¹¹) e in una certa misura sufficientemente ampia da compensare interamente le asimmetrie tipiche delle fasi di recessione.

Grafico A

Aumento stimato ed effettivo dell'occupazione nell'area dell'euro dall'inizio della crisi

(livelli di occupazione; migliaia)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: raffronto tra l'andamento effettivo (linea verde) e previsto dell'occupazione nel periodo compreso tra il secondo trimestre del 2013 e il quarto del 2015 in base a: a) la sola relazione pre-crisi (linea blu); b) i termini di interazione per le asimmetrie nei periodi di recessione (RECN) e lo scollegramento durante la Grande recessione (0811) (linea gialla); c) i termini di interazione per le asimmetrie nei periodi di recessione (RECN), lo scollegramento durante la Grande recessione (0811) e la ripresa (RECOV) (linea rossa).

trimestre del 2013 e il quarto del 2015, l'inclusione della variabile "ripresa" migliora sensibilmente le previsioni relative all'occupazione nell'area dell'euro rispetto sia a quelle basate sulle relazioni pre-crisi sia a quelle che tengono semplicemente conto delle asimmetrie tipiche delle fasi di recessione e dello scollegramento durante la Grande recessione (cfr. grafico A). Dati gli ampi cambiamenti in atto in molti paesi dell'area dell'euro – riguardanti la composizione settoriale del prodotto e dell'occupazione, oltre che le istituzioni del mercato del lavoro come conseguenza delle riforme strutturali – sembra giustificato un attento monitoraggio della relazione tra occupazione e PIL al procedere della ripresa.

Durante la ripresa il termine volto a rilevare qualunque aumento della ciclicità nell'occupazione dell'area dell'euro dopo la crisi è positivo, ma statisticamente non significativo.

Lasciando da parte le questioni di significatività, che possono essere attribuite in parte al basso numero di osservazioni dalla ripresa, l'elasticità implicita dell'occupazione nell'area dell'euro sale da circa 0,58 prima della crisi a quasi 0,70 con l'inclusione della dummy di interazione post-crisi RECOV¹². È chiaramente troppo presto per poter stabilire con certezza se il maggiore aumento della crescita dell'occupazione osservato durante la ripresa riflette semplicemente una reazione ciclica al precedente calo considerevole dell'occupazione nell'area dell'euro osservato durante la crisi o se costituisce invece l'emergere di una più stretta relazione tra occupazione e PIL. Tuttavia, nel periodo compreso fra il secondo

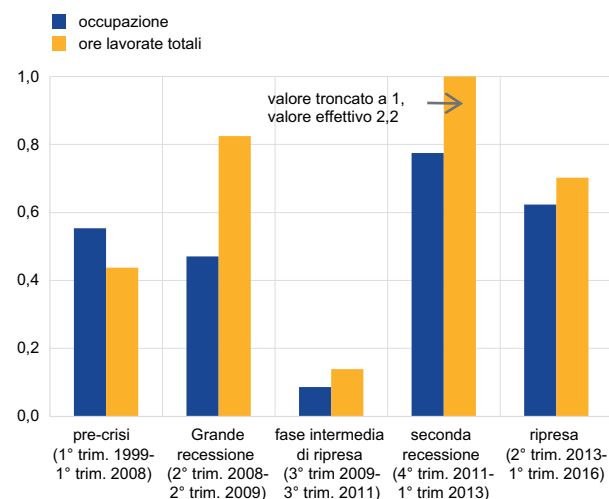
¹¹ Si veda, ad esempio, l'articolo "The impact of the economic crisis on euro area labour markets" nel Bollettino Economico BCE di ottobre 2014.

¹² Si riporta le elasticità di lungo periodo, ovvero corrette per l'impatto dei ritardi nella variabile dipendente.

Grafico 6

Elasticità dell'occupazione e delle ore lavorate totali al PIL nell'area dell'euro dall'avvio dell'UEM

(rapporti calcolati in base alla variazione dal massimo al minimo e dal minimo al massimo)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le date si riferiscono a intervalli definiti dagli andamenti del PIL dell'area dell'euro. I rapporti sono calcolati sulla base dell'intero calo dal massimo al minimo/aumento dal minimo al massimo delle rispettive variabili come reazione agli andamenti del prodotto. La risposta delle ore lavorate al PIL durante la seconda recessione è stata troncata a 1,0 (a fronte di un valore calcolato di 2,2).

L'indebolimento della relazione tra le variabili del mercato del lavoro e il PIL in termini reali durante la crisi è stato altresì osservato nel numero totale di ore lavorate.

Il venir meno della relazione tra occupazione e PIL nella prima fase della crisi, che ha riflesso fenomeni di mantenimento della manodopera in molti paesi dell'area dell'euro, è stato in qualche misura controbilanciato dagli andamenti delle ore lavorate poiché le imprese hanno fatto ampio ricorso ai contratti a orario ridotto e ad altre correzioni delle ore medie lavorate dai loro dipendenti. Ciò spiega perché durante la Grande recessione e la fase intermedia di recupero le ore lavorate hanno reagito al PIL più dell'occupazione (cfr. grafico 6). Durante la seconda recessione, quando le ore lavorate totali hanno registrato un calo più consistente (cfr. ancora una volta anche il grafico 3) – e proporzionalmente molto maggiore rispetto all'occupazione – l'elasticità delle ore lavorate è aumentata sensibilmente (a circa 2,2, notevolmente al di sopra del suo limite superiore teorico di 1 e circa tre volte di più della reazione dell'occupazione al PIL). Durante la ripresa, tuttavia, l'aumento delle ore lavorate è stato solo in linea con quello dell'occupazione e questo si è tradotto in elasticità simili per entrambe le

variabili, anche se tutte e due le serie (occupazione e ore lavorate totali) sembrano evidenziare una ciclicità lievemente superiore durante la ripresa rispetto al periodo pre-crisi.

Il considerevole rafforzamento della relazione tra la crescita dell'occupazione e quella del PIL dell'area dell'euro osservato dopo la crisi è stato altresì registrato in altre economie avanzate, come quella statunitense. Negli Stati Uniti la ripresa del PIL dopo la Grande recessione è iniziata con un certo anticipo rispetto all'area dell'euro, ma anche in tale paese è evidente un pronunciato riallineamento tra la crescita dell'occupazione e quella del prodotto; questo ha determinato nel periodo post-crisi un'elasticità dell'occupazione al PIL di circa 0,71 dal minimo al massimo, che ha fatto seguito a un calo in proporzione molto più accentuato dell'occupazione dal massimo al minimo. Le ulteriori somiglianze e differenze tra i due paesi in termini di ripresa dell'occupazione e le implicazioni delle stesse per la crescita osservata della produttività sono esaminate nel riquadro 2.

4

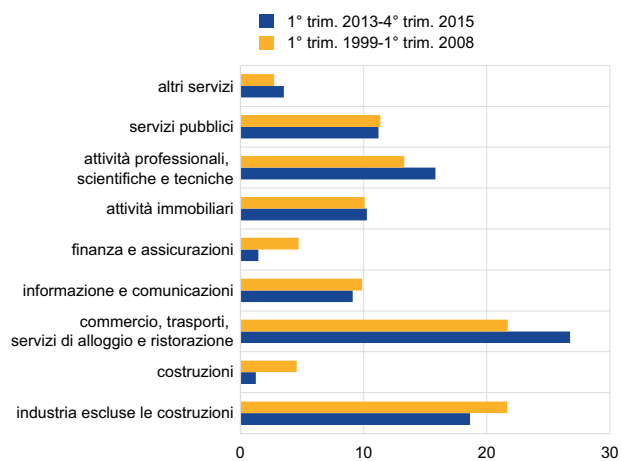
Gli andamenti settoriali come potenziale causa della stretta relazione tra occupazione e PIL

Parte della forte reazione dell'occupazione osservata durante la ripresa riflette verosimilmente la considerevole concentrazione settoriale di quest'ultima nei servizi, specie di mercato. Essa rispecchia in larga misura la pronunciata concentrazione della crescita del prodotto dell'area dell'euro in tale settore

Grafico 7

Crescita cumulata del valore aggiunto per settore durante la ripresa e prima della crisi

(composizione settoriale dell'aumento del valore aggiunto totale; percentuali)

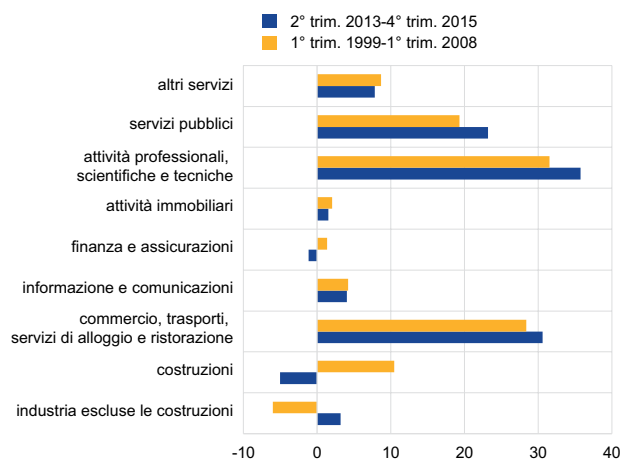


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Grafico 8

Crescita cumulata dell'occupazione per settore durante la ripresa e prima della crisi

(composizione settoriale dell'aumento dell'occupazione totale; percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

(cfr. grafico 7), in un contesto in cui quasi quattro quinti dell'espansione totale del PIL dell'area durante la ripresa sono riconducibili ai soli servizi di mercato. In termini di occupazione il grado di concentrazione è ancora maggiore (come mostra il grafico 8), con la quasi totalità dei 3,2 milioni di nuovi posti di lavoro creati dall'inizio della ripresa nell'area riferibile al settore dei servizi e in particolare (oltre il 70 per cento) a due soli segmenti del comparto dei servizi di mercato: a) commercio e trasporti; b) servizi amministrativi e alle imprese¹³. Mentre gli aumenti proporzionali nei servizi di mercato non differiscono di molto dalle rispettive medie storiche (anch'esse presentate nei grafici 7 e 8 e calcolate per il periodo pre-crisi compreso tra il primo trimestre del 1999 e il primo trimestre del 2008), tre segmenti – servizi alle imprese (in cui parte della crescita dell'occupazione può riflettere tendenze più ampie verso l'esternalizzazione ad altri settori), commercio e trasporti e servizi non di mercato – avrebbero generato incrementi dell'occupazione sproporzionatamente elevati e maggiori che nel periodo pre-crisi¹⁴. Al tempo stesso nel settore industriale, che ha contribuito per circa un quinto alla ripresa del valore aggiunto nell'area dell'euro osservata dal primo trimestre del 2013, l'occupazione è aumentata in misura solo modesta.

La composizione della crescita del PIL è importante, poiché i comparti del settore dei servizi sono di norma contraddistinti da un'intensità di crescita dell'occupazione relativamente maggiore. Un aumento dell'1 per cento del PIL generato dai servizi di mercato determina una crescita aggregata dell'occupazione maggiore rispetto a un analogo incremento prodotto dall'industria: lo mostra il grafico 9, che riporta le intensità di occupazione stimate per l'industria e le costruzioni

¹³ Per un approfondimento di tale aspetto, cfr. il recente articolo *I fattori alla base del recente recupero dell'occupazione nell'area dell'euro* nel numero 8/2015 di questo Bollettino.

¹⁴ Il profilo settoriale della crescita dell'occupazione contribuisce a spiegare il mancato aumento delle ore lavorate durante la ripresa. Nel settore dei servizi l'espansione si è concentrata in misura preponderante nei comparti in cui l'orario settimanale medio è rimasto tendenzialmente invariato (ad esempio servizi alle imprese, servizi pubblici e altri servizi) o si è persino ridotto (commercio e trasporti, attività immobiliari). Al tempo stesso l'occupazione è scesa nei comparti in cui il numero medio di ore lavorate è aumentato (ad esempio, nelle costruzioni). Cfr. il riquadro *Fattori alla base dell'andamento del numero medio di ore lavorate per occupato dal 2008* in questo numero del Bollettino.

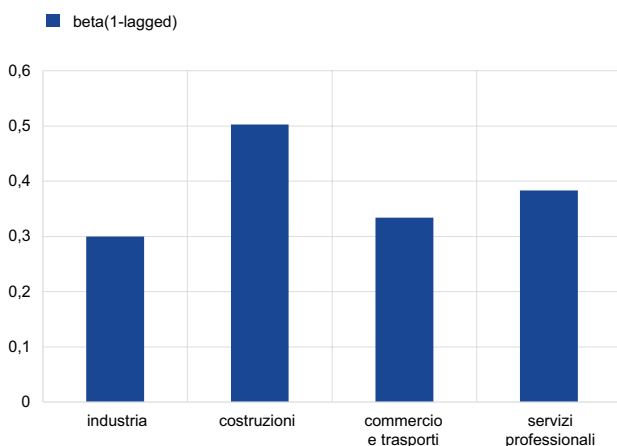
assieme alle stime per i due comparti del settore dei servizi con il maggiore contributo alla crescita del valore aggiunto durante la ripresa. Il settore delle costruzioni evidenzia ancora tipicamente una maggiore intensità di occupazione, ma durante la ripresa ha concorso in misura marginale all'espansione dell'attività nell'area dell'euro e il suo contributo alla crescita dell'occupazione rimane lievemente negativo.

C'è un altro modo in cui la variazione nella composizione settoriale può spiegare in parte l'andamento sorprendente dell'occupazione, ed è l'aumento della quota di lavoratori a tempo parziale. L'attuale crescita dell'occupazione a tempo parziale è dovuta all'espansione dei servizi di mercato. In parte, le intensità di occupazione generalmente più elevate che si riscontrano nei servizi – in particolare alle imprese – riflettono un maggiore ricorso al lavoro a tempo parziale in tale settore (specialmente nel comparto dei servizi di mercato) e questo implica anche, in media, un orario lavorativo settimanale lievemente inferiore rispetto all'industria¹⁵. (Cfr. il riquadro *Fattori alla base dell'andamento del numero medio di ore lavorate per occupato dal 2008* in questo numero del Bollettino). Dall'inizio della ripresa, un terzo dei nuovi posti di lavoro è a tempo parziale¹⁶. Questo sta a indicare che, date le ore lavorate totali, la crescita dell'occupazione è stata superiore di 6 punti percentuali al livello che avrebbe raggiunto con il tasso di occupazione a tempo parziale del 19 per cento osservato prima della crisi.

Grafico 9

Elasticità dell'occupazione alla crescita per settore

(intensità di occupazione di lungo periodo)



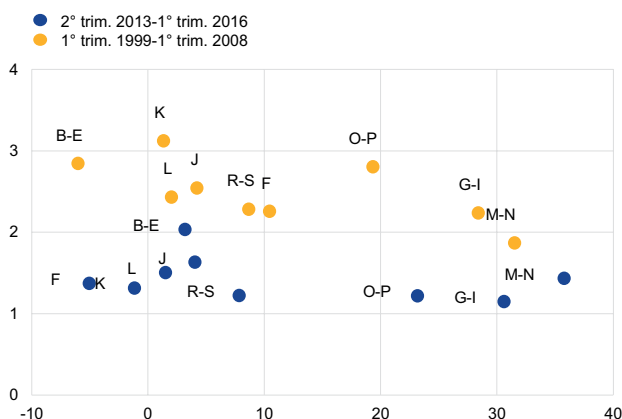
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: intensità di occupazione stimate in base a regressioni di equazioni dell'occupazione settoriale.

Grafico 10

Crescita dell'occupazione e dei salari nell'area dell'euro per settore

(asse delle ascisse: quota percentuale della crescita complessiva dell'occupazione per settore; asse delle ordinate: crescita annua media dei salari per settore)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: B-E si riferisce all'industria escluse le costruzioni; F alle costruzioni; G-I a commercio, trasporti, servizi di alloggio e ristorazione; J a informazione e comunicazioni; K a finanza e assicurazioni; L alle attività immobiliari; M-N alle attività professionali, scientifiche e tecniche; O-P ai servizi pubblici; R-S agli altri servizi.

¹⁵ In parte, ciò riflette anche intensità di capitale maggiori nell'industria che permettono (o rispecchiano) una maggiore sostituzione di lavoro con capitale in questo settore. L'assenza di dati tempestivi impedisce un ulteriore approfondimento di tale caratteristica nel periodo di ripresa.

¹⁶ Cfr. anche l'articolo *I fattori alla base del recente recupero dell'occupazione nell'area dell'euro* nel numero 8/2015 di questo Bollettino.

In qualche misura, la forte concentrazione settoriale della crescita dell'occupazione nei segmenti dei servizi alle imprese e del commercio e trasporti durante la ripresa potrebbe essere in parte connessa alla minore dinamica salariale osservata negli ultimi anni. Il grafico 10 mostra che la crescita dell'occupazione registrata dall'inizio della ripresa si è per la maggior parte concentrata nei settori in cui gli incrementi salariali sono stati inferiori alla media o hanno registrato il calo più pronunciato e che i settori con aumenti maggiori dei salari hanno di norma evidenziato un'espansione solo modesta (o una contrazione).

Riquadro 2

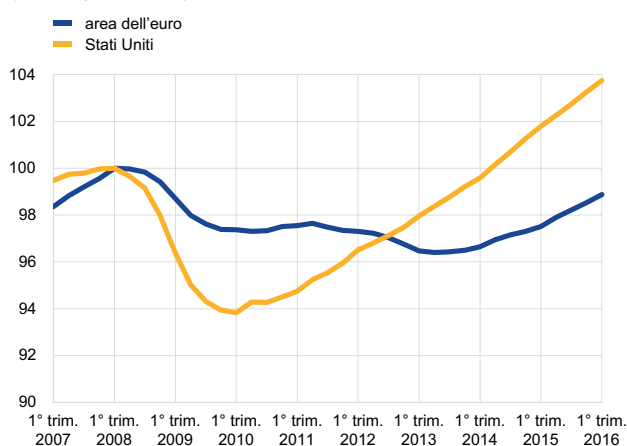
Dinamica dell'occupazione rispetto al PIL nell'area dell'euro e negli Stati Uniti dall'inizio della crisi

La Grande recessione ha esercitato un impatto significativo sui mercati del lavoro di entrambe le sponde dell'Atlantico, determinando sostanziali perdite di posti di lavoro sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. Negli Stati Uniti l'occupazione ha tuttavia recuperato molto più velocemente che nell'area dell'euro durante il periodo post-crisi, dopo avere registrato una diminuzione maggiore nella Grande recessione. Il grafico A mostra che, al termine della Grande recessione del 2008-2009, l'occupazione statunitense ha impiegato circa 26 trimestri per tornare ai livelli pre-crisi¹⁷. Dal minimo del primo trimestre 2010, nel paese sono stati creati 13,7 milioni di nuovi posti di lavoro che hanno portato il totale degli occupati su un livello superiore di quasi 5,2 milioni di unità a quello antecedente la crisi. Nell'area dell'euro, otto anni (ben 32 trimestri) dopo l'inizio della crisi economica e finanziaria mondiale nel primo trimestre del 2008, l'occupazione resta per contro lievemente al di sotto del suo massimo pre-crisi nonostante

Grafico A

Profilo dell'occupazione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti dopo la Grande recessione

(massimo pre-crisi = 100)



Fonti: Eurostat, Bureau of Labor Statistics degli Stati Uniti ed elaborazioni della BCE.

l'aumento di 3,8 milioni di posti di lavoro dal minimo del secondo trimestre del 2013. Il ritorno ritardato dell'area ai livelli di occupazione antecedenti la crisi riflette in parte la diversa dinamica del PIL rispetto agli Stati Uniti, che non hanno registrato una seconda recessione connessa alla crisi del debito sovrano. Questo tuttavia non spiega interamente le differenze tra le due economie in termini di andamenti dell'occupazione.

In relazione al PIL, negli Stati Uniti il calo dell'occupazione durante la crisi è stato molto maggiore e la ripresa alquanto più sostenuta che nell'area dell'euro.

Dal massimo al minimo, il PIL statunitense è diminuito del 4,2 per

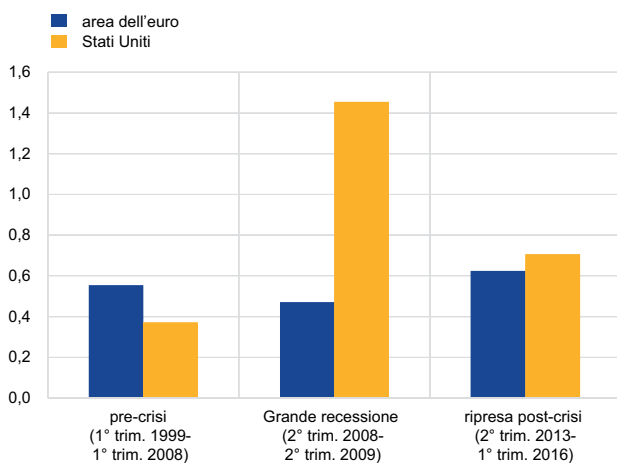
¹⁷ La lunga durata del calo riflette in parte la natura più forte e persistente della crisi finanziaria rispetto alle recessioni non finanziarie. Cfr. ad esempio Reinhart, C. M. e Rogoff, K. S., *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2011.

cento durante la Grande recessione e l'occupazione è scesa del 6,2 per cento, determinando un'"elasticità" dell'occupazione alle perdite di PIL di circa 1,45. Se in qualche misura questo riflette verosimilmente la maggiore flessibilità del mercato del lavoro che contraddistingue di norma gli Stati Uniti – come conseguenza parziale di tutele dell'occupazione notevolmente inferiori¹⁸ – la reazione è stata chiaramente maggiore rispetto a molte recessioni statunitensi precedenti, quando le perdite di occupazione erano di norma proporzionalmente minori di quelle di prodotto¹⁹. Data la gravità e la durata della recessione, è probabile che le imprese negli Stati Uniti abbiano effettuato accantonamenti del fattore lavoro notevolmente inferiori a quelli generalmente osservati nelle recessioni postbelliche²⁰. Il grafico B mostra le elasticità stimate della risposta dell'occupazione agli andamenti del PIL nelle due economie durante il periodo di crisi e di ripresa. L'esperienza statunitense contrasta nettamente con il forte scollegamento tra gli andamenti dell'occupazione e quelli del PIL evidente nell'area dell'euro durante le fasi iniziali della crisi (cfr. la sezione 2 e il grafico 2). Come è stato mostrato, dopo l'inizio della Grande recessione il PIL dell'area dell'euro

Grafico B

Reattività dell'occupazione al PIL dalla crisi

(relazione tra gli andamenti dell'occupazione e del PIL calcolati in base alla variazione dal massimo al minimo e dal minimo al massimo)



Fonti: Eurostat, Bureau of Labor Statistics degli Stati Uniti ed elaborazioni della BCE. Note: le date si riferiscono ai periodi per l'area dell'euro. Per gli Stati Uniti sono stati utilizzati i seguenti periodi: pre-crisi, 2° trim. 2003-1° trim. 2008; Grande recessione, 1° trim. 2008-1° trim. 2010; ripresa, 1° trim. 2010-1° trim. 2016.

è diminuito di circa il 5,7 per cento e l'occupazione è inizialmente scesa del 2,7 per cento (dal massimo al minimo locale, raggiunto nel primo trimestre del 2010), determinando un rapporto di circa 0,47. In questo periodo il sostegno istituzionale – proveniente in particolare dal diffuso ricorso a contratti a orario ridotto e da altre misure volte a salvare posti di lavoro in molti paesi dell'area dell'euro²¹ – ha contribuito ad attutire l'impatto delle forti perdite di PIL sull'occupazione più nell'area dell'euro che negli Stati Uniti.

Negli Stati Uniti la crescita dell'occupazione rispetto al PIL è stata proporzionalmente maggiore che nell'area dell'euro anche durante la ripresa. Il grafico B dimostra come, dopo il minimo del PIL raggiunto nelle

due economie a seguito della Grande recessione, la risposta dell'occupazione al prodotto sia stata minore nell'area dell'euro che negli Stati Uniti e l'elasticità sia risultata rispettivamente pari a circa 0,62 e 0,71. Prima della crisi l'elasticità sarebbe stata lievemente superiore nell'area dell'euro che

¹⁸ Cfr. il riquadro "Una stessa crisi, sviluppi diversi: andamenti recenti dell'occupazione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti" nell'articolo *I fattori alla base del recente recupero dell'occupazione nell'area dell'euro* nel numero 8/2015 di questo Bollettino.

¹⁹ Tuttavia, a partire dagli anni novanta le perdite di prodotto hanno sempre più determinato riduzioni percentuali corrispondenti o persino maggiori dell'occupazione. Cfr. Freeman, R., "Failing the test? The flexible US job market in the Great Recession", *NBER Working Paper*, n. 19587, ottobre 2013.

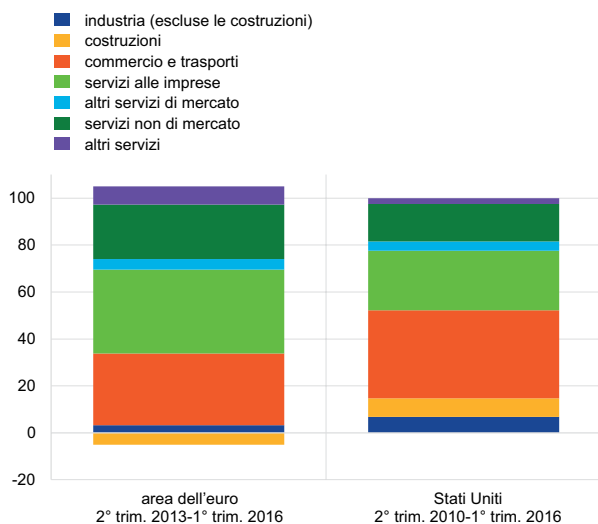
²⁰ Un contributo di Chinn, M., Ferrara, L. e Mignon, V. dal titolo "Explaining US employment growth after the Great Recession: The role of output-employment non-linearities", *Journal of Macroeconomics*, vol. 42, 2014, pagg. 118-129, sta a indicare che il calo dell'occupazione è stato superiore al livello previsto dai modelli econometrici standard dell'elasticità dell'occupazione. Per contro, il successivo aumento negli Stati Uniti è stato maggiore di quanto suggerito dal rispettivo modello.

²¹ Cfr. "Unemployment Dynamics during Recessions and Recoveries: Okun's Law and Beyond", *World Economic Outlook: Rebalancing Growth*, FMI, aprile 2010, capitolo 3.

Grafico C

Composizione settoriale dell'aumento cumulato dell'occupazione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(scomposizione percentuale della crescita cumulata dell'occupazione nel settore non agricolo durante il periodo di ripresa)



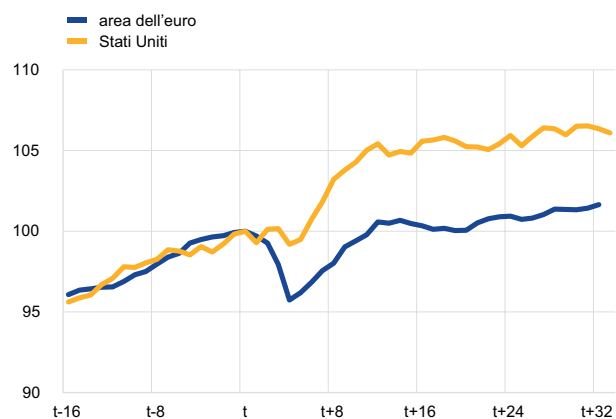
Fonti: Eurostat, Bureau of Labor Statistics degli Stati Uniti ed elaborazioni della BCE.
Nota: aumento dell'occupazione dal minimo post-crisi (raggiunto negli Stati Uniti nel primo trimestre del 2010 e nell'area dell'euro nel secondo del 2013).

all'origine di circa il 15 per cento dell'aumento dell'occupazione statunitense dal 2010 e hanno invece fornito un contributo marginale nell'area dell'euro, a segnalare una loro ripresa più rapida negli Stati Uniti. Nell'area dell'euro, per contro, l'incremento modesto registrato nell'industria (circa il 3 per cento) dal secondo trimestre del 2013 è stato più che compensato da ulteriori perdite nelle

Grafico D

Produttività del lavoro rispetto ai livelli antecedenti la recessione

(indice: massimo pre-crisi del PIL per paese = 100)



Fonti: Eurostat, Bureau of Labor Statistics degli Stati Uniti ed elaborazioni della BCE.
Nota: i massimi pre-crisi sono stati raggiunti nel primo trimestre del 2008 nell'area dell'euro e nel quarto del 2007 negli Stati Uniti.

negli Stati Uniti, riflettendo in parte il periodo protratto di "crescita senza occupazione" successivo allo scoppio della bolla tecnologica nei primi anni duemila.

Rispetto all'area dell'euro, negli Stati Uniti l'aumento dell'occupazione si è distribuito in modo lievemente più diffuso nei vari settori economici.

In entrambe le regioni, i comparti dei servizi alle imprese e del commercio e trasporti hanno fornito il principale contributo alla crescita dell'occupazione dall'inizio delle rispettive fasi di ripresa. Nell'area dell'euro hanno altresì contribuito in misura significativa i servizi non di mercato (fra cui pubblica amministrazione, sanità e istruzione), che hanno invece svolto un ruolo molto minore negli Stati Uniti (cfr. grafico C)²². Inoltre l'industria e le costruzioni sono

costruzioni durante la fase di aumento dell'occupazione nell'insieme dell'area.

La diversa risposta dell'occupazione al PIL nelle due economie ha altresì determinato dinamiche divergenti della produttività.

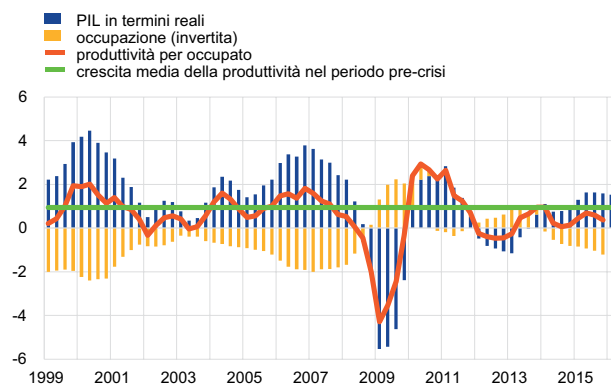
Il calo dei livelli di produttività a seguito della crisi è stato piuttosto pronunciato nell'area dell'euro, ma marginale e di breve durata negli Stati Uniti (cfr. grafico D), riflettendo in larga parte la soppressione di numerosi posti di lavoro durante la Grande recessione. Come risultato, negli Stati Uniti la produttività ha subito scarsi effetti negativi di lungo periodo (anche se a scapito dell'occupazione) dalla crisi

²² Negli Stati Uniti, in particolare la crescita dell'occupazione del settore pubblico (che rientra tra i servizi non di mercato) ha contribuito alla crescita economica meno del solito durante le fasi di flessione; cfr. anche Freeman, R., op. cit..

Grafico E

Crescita della produttività per occupato e contributi nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)

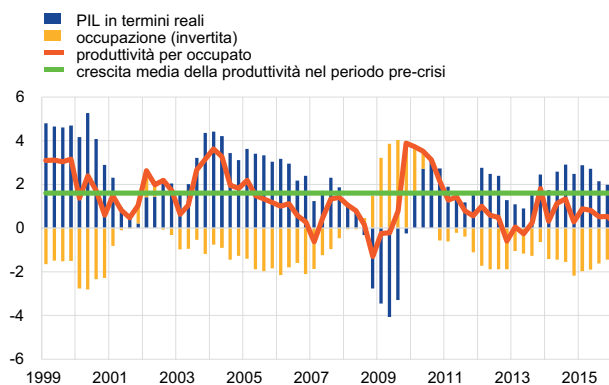


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Grafico F

Crescita della produttività per occupato e contributi negli Stati Uniti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



Fonti: Bureau of Labor Statistics degli Stati Uniti ed elaborazioni della BCE.

e ha recuperato tempestivamente stabilizzandosi su un livello superiore di circa il 5 per cento a quello pre-crisi. Il profilo osservato negli Stati Uniti contrasta nettamente con quello evidenziato nell'area dell'euro, dove la produttività – nonostante la considerevole ripresa – rimane pressoché stagnante sui livelli antecedenti la crisi.

La crescita della produttività, tuttavia, ha registrato un calo pronunciato in entrambe le economie rispetto alle medie pre-crisi. Negli Stati Uniti, dopo il minimo raggiunto dal PIL nel secondo trimestre del 2009, il tasso di incremento della produttività sul periodo corrispondente è sceso allo 0,9 per cento, meno della metà della sua media pre-crisi dal 1999. Nell'area dell'euro, dove il rallentamento della produttività costituisce da tempo una preoccupazione dei responsabili delle politiche²³, la crescita sul periodo corrispondente ha registrato un calo inferiore (di circa un terzo) ma a partire da un livello più basso ed è risultata pari ad appena lo 0,6 per cento. Più di recente, dalla ripresa post-crisi del PIL dell'area dell'euro nel secondo trimestre del 2013, il tasso di incremento della produttività negli Stati Uniti è diminuito in misura ancora più pronunciata²⁴ e risulta al momento pressoché identico allo 0,4 per cento sul periodo corrispondente osservato nell'area dell'euro in questo intervallo. Tali rallentamenti riflettono in parte la tendenza verso una crescita dell'occupazione rispetto a quella del PIL superiore che nel periodo pre-crisi, come mostrano i grafici E ed F. Più in generale, rispecchiano una considerevole e generalizzata decelerazione della produttività intrasettoriale in tutti i settori economici sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti.

²³ Cfr. ad esempio *L'importanza di un allineamento tra le politiche per realizzare il nostro potenziale economico*, 5ª Conferenza annuale in memoria di Tommaso Padoa-Schioppa tenuta da Mario Draghi, Presidente della BCE, al Brussels Economic Forum 2016 (Bruxelles, 9 giugno 2016), o la precedente conferenza speciale *Productivity in the euro area and monetary policy* tenuta da Jean-Claude Trichet, allora Presidente della BCE, al 22° Congresso annuale della European Economic Association (Budapest, 27 agosto 2007).

²⁴ Cfr. anche il riquadro *Il rallentamento della produttività del lavoro negli Stati Uniti: fatti stilizzati e implicazioni economiche* nel numero 2/2016 di questo Bollettino.

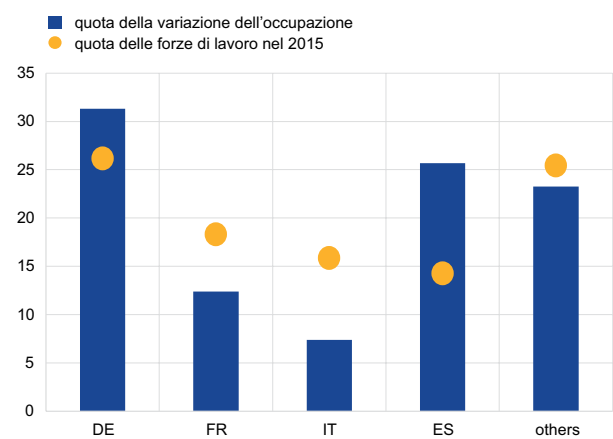
Il forte aumento dell'occupazione osservato nell'area dell'euro e negli Stati Uniti dalla ripresa dell'attività è stato accolto con generale favore dai responsabili delle politiche. L'accelerazione dell'occupazione ha indubbiamente fornito un sostegno ai redditi delle famiglie, ma ha altresì indebolito ulteriormente la crescita aggregata della produttività che era già notevolmente più fiacca – anche a livello settoriale – rispetto al periodo pre-crisi su entrambe le sponde dell'Atlantico. Queste tendenze comuni della produttività possono comportare rischi per le prospettive di crescita a lungo termine in entrambe le economie.

5 La dimensione nazionale e il ruolo delle misure di policy

Grafico 11

Quote per paese della crescita cumulata dell'occupazione nell'area dell'euro durante la ripresa

(quota dell'aumento dell'occupazione nell'area dell'euro; percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: quote per paese della crescita cumulata dell'occupazione nell'area dell'euro tra il primo trimestre del 2013 e lo stesso periodo del 2016 e quota delle forze di lavoro dell'area dell'euro nel 2015.

Finora, la ripresa dell'occupazione nell'area dell'euro è stata trainata principalmente da due grandi paesi: Germania (dove l'occupazione non è quasi calata, persino durante la Grande recessione) e Spagna. Essi rappresentano nell'insieme circa due terzi (rispettivamente il 31 e il 25 per cento, cfr. riquadro 11) dell'aumento cumulato dell'occupazione nell'area dell'euro dal minimo del secondo trimestre del 2013²⁵. Francia e Italia hanno contribuito molto meno (nell'insieme appena il 13 per cento della crescita osservata dal primo trimestre del 2013), anche se in Italia è stata altresì registrata un'accelerazione negli ultimi quattro trimestri. Al tempo stesso l'occupazione è aumentata a ritmi relativamente robusti in diverse economie più piccole e precedentemente sottoposte a tensioni (in particolare Irlanda e Portogallo).

Dopo la crisi, le politiche sono passate a focalizzarsi in via prioritaria sulle modalità di stimolo della crescita dell'occupazione, aumento della flessibilità del mercato del lavoro e riduzione

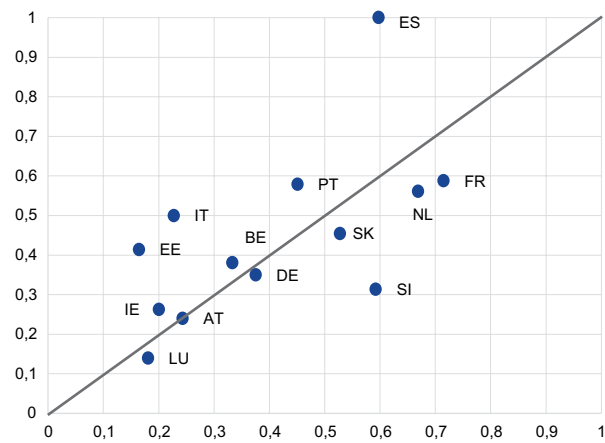
delle persistenti dualità di tale mercato. L'obiettivo è contribuire alla riallocazione e al riequilibrio, specie nei paesi più colpiti da forti perdite di posti di lavoro. In parte per loro struttura, queste misure hanno verosimilmente influito sull'elasticità della risposta dell'occupazione alla crescita del PIL durante la ripresa. In alcuni paesi le elasticità hanno raggiunto massimi significativi nelle rispettive fasi di ripresa, riflettendo l'impatto delle riforme strutturali in corso e degli incentivi fiscali di più breve periodo all'assunzione. Il grafico 12 mostra un aumento generalizzato dell'elasticità dell'occupazione in gran parte dei paesi dell'area dell'euro dall'inizio della crisi. L'analisi esplorativa nel grafico 12 pone a confronto le elasticità stimate dell'occupazione a livello di singoli paesi nel periodo pre-crisi con quelle post-crisi. Le osservazioni al di sopra della linea a 45 gradi riguardano i paesi in cui le elasticità post-crisi (stimate per l'intero intervallo compreso fra il primo trimestre del 1999 e lo stesso periodo del 2016) sono significativamente superiori a quelle pre-crisi (stimate

²⁵ Cfr. anche l'articolo *I fattori alla base del recente recupero dell'inflazione nell'area dell'euro* nel numero 8/2015 di questo Bollettino.

Grafico 12

Elasticità dell'occupazione prima della crisi e fino al 2016

(elasticità stimate prima e dopo la crisi; alle ascisse: elasticità 1999-2008; asse delle ordinate: elasticità 1999-2016)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le elasticità sono calcolate regredendo la crescita dell'occupazione sul trimestre precedente sulla crescita del PIL sul trimestre precedente (contemporanea e con fino a quattro ritardi). Tutte le equazioni includono un termine di interazione per tener conto delle asimmetrie tipicamente associate alle recessioni (facendo interagire una variabile dummy, pari a 1 quando il rispettivo paese era in recessione, con il tasso di incremento del PIL sul trimestre precedente), variabili dipendenti ritardate (per tener conto del grado tipicamente elevato di persistenza della crescita dell'occupazione in molti paesi) e una costante. I modelli per i paesi sono stati scelti sulla base della loro valenza esplicativa (F-stat, R2) e della significatività statistica dei coefficienti stimati sul PIL.

per l'intervallo compreso fra il primo trimestre del 1999 e lo stesso periodo del 2008). In poco più della metà dei paesi inclusi nel grafico le elasticità nel periodo post-crisi sono considerevolmente maggiori che in quello pre-crisi.

La misura in cui le determinanti dei recenti aumenti della creazione di posti di lavoro riflettono i cambiamenti strutturali in atto oppure misure di bilancio temporanee influirà sulla probabile persistenza della forte crescita dell'occupazione osservata durante la ripresa. Anche se non è ancora possibile valutarne in via definitiva il ruolo dato il breve intervallo della ripresa in alcuni paesi²⁶, i cambiamenti strutturali – compreso l'impatto delle riforme strutturali in diverse economie dell'area dell'euro (cfr. il riquadro 3, dal titolo "Dinamica recente dell'occupazione e riforme strutturali") – svolgeranno verosimilmente un ruolo maggiore, sostenuto e più persistente anche nei paesi in cui gli stimoli di bilancio temporanei hanno contribuito ad accrescere ulteriormente la creazione di posti di lavoro durante la ripresa²⁷. I cambiamenti settoriali in atto (in particolare il ruolo crescente dei servizi nel prodotto nazionale di gran parte delle economie

dell'area) e gli effetti di composizione che accrescono la flessibilità delle forze di lavoro²⁸ si tradurranno verosimilmente in una reazione dell'occupazione al variare del prodotto persistentemente maggiore in gran parte delle economie dell'area nel periodo post-crisi.

Riquadro 3

Dinamica recente dell'occupazione e riforme strutturali

Le riforme strutturali possono modificare la reazione della crescita dell'occupazione a quella del prodotto²⁹. Ciò può comportare direttamente un cambiamento delle elasticità implicite che rilevano la risposta dell'occupazione alla crescita del PIL durante la ripresa in atto, la quale tuttavia risulta difficile da isolare dal punto di vista econometrico dati i ritardi tra l'introduzione e l'impatto delle riforme. Questo riquadro presenta alcune evidenze preliminari riguardanti l'impatto delle riforme strutturali sulla dinamica dell'occupazione nei paesi dell'area dell'euro, con

²⁶ In Italia, ad esempio, la ripresa del PIL è evidente solo da cinque trimestri (dal primo trimestre del 2015 al primo del 2016).

²⁷ Cfr. anche Sestito, P. e Viviano, E., "Hiring incentives and/or firing cost reduction? Evaluating the impact of the 2015 policies on the Italian labour market", *Banca d'Italia Occasional Paper*, n. 325, marzo 2016.

²⁸ Come conseguenza della quota crescente di lavoratori a tempo parziale, autonomi e – in diverse economie – con contratti a tempo determinato.

²⁹ Per una descrizione dei principali canali di trasmissione delle riforme strutturali, cfr. l'articolo *Progressi e possibile impatto delle riforme strutturali nell'area dell'euro* nel numero 2/2015 di questo Bollettino.

particolare riferimento a quelli che hanno attuato importanti riforme dei mercati del lavoro e dei beni e servizi³⁰.

Le misure strutturali possono avere contribuito all'aumento della reattività

dell'occupazione al PIL durante la ripresa in diversi paesi dell'area dell'euro. Vi rientrano quelle che aumentano la flessibilità del mercato del lavoro riducendo i livelli eccessivi di tutela dei lavoratori, ad esempio ridimensionando le indennità di fine rapporto o rendendo più flessibili i salari. Di conseguenza, le imprese nelle economie sottoposte a tensioni possono ritenere ora più facile adeguare l'occupazione (grafico A). Le aziende in Grecia e Spagna sembrano attribuire i più semplici aggiustamenti dell'occupazione soprattutto alle riforme del mercato del lavoro³¹. Al tempo stesso le riforme del mercato dei beni e servizi – comprese quelle volte a ridurre la burocrazia o agevolare l'accesso delle nuove imprese al mercato, oltre che le azioni intese a diminuire il grado di tutela delle aziende o professioni esistenti – possono altresì contribuire ad aumentare la velocità o l'intensità della correzione dell'occupazione da parte delle imprese. Tutte queste riforme trovano almeno in parte riflesso nelle variazioni degli indicatori relativi alla regolamentazione del mercato dei beni e dei servizi e alla legislazione a tutela dei lavoratori che sono tracciati rispetto alle recenti variazioni delle elasticità dell'occupazione³² nel grafico B. Nell'insieme, si osserva come i paesi che hanno attuato più forti riforme strutturali abbiano anche registrato un aumento della reattività dell'occupazione al PIL nel corso della ripresa³³.

Nei paesi che hanno attuato prima riforme ampie come risposta alla crisi, si rilevano già alcuni riscontri di effetti positivi sulla dinamica dell'occupazione. Ad esempio, la riforma del mercato del lavoro attuata in Spagna nel 2012 sembra almeno in parte responsabile della

³⁰ Al tempo stesso le rigidità salariali sembrano altresì presenti in una serie di economie e settori dell'area dell'euro, a indicare che la capacità delle imprese di adeguarsi agli shock macroeconomici può essere limitata in vari ambiti. Per evidenze recenti sulle rigidità salariali, cfr. il riquadro *La rigidità al ribasso dei salari e il ruolo delle riforme strutturali nell'area dell'euro* nel numero 8/2015 di questo Bollettino, o Anderton, R., Hantzsche, A., Savsek, S. e Tóth, M., "Sectoral Wage Rigidities and Labour and Product Market Institutions in the Euro Area", *CFCM Discussion Paper*, 2016/01, Nottingham University, 2016.

³¹ Per maggiori dettagli, cfr. i risultati dell'ultima indagine del Wage Dynamics Network (WDN) nel riquadro "La percezione delle imprese riguardo alle variazioni della facilità di adeguamento del mercato del lavoro e il ruolo delle riforme nei paesi sottoposti a tensioni nel periodo 2010-2013 (in base all'indagine WDN3)" dell'articolo *Nuove evidenze sul processo di adeguamento dei salari in Europa nel periodo 2010-2013* nel numero 5/2016 di questo Bollettino. Cfr. anche il riquadro "Gli episodi di calo della disoccupazione nell'area dell'euro e il ruolo delle riforme strutturali" dell'articolo *Rafforzare la capacità di tenuta e la crescita nel lungo periodo: l'importanza di istituzioni e strutture economiche solide per i paesi dell'area dell'euro e per l'UEM* nel numero 5/2016 di questo Bollettino, che mostra come gli episodi di assorbimento della disoccupazione siano spesso associati a un precedente periodo di riforme strutturali.

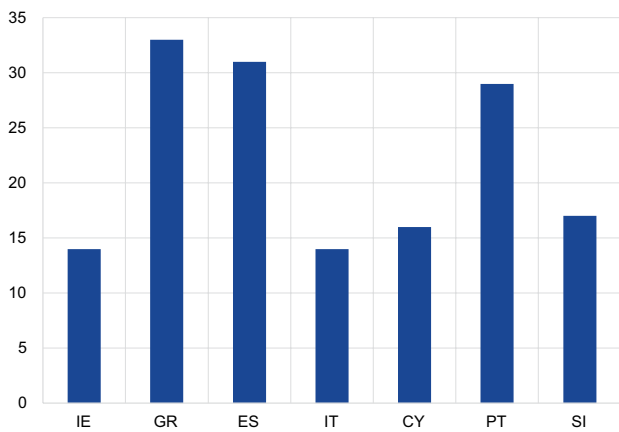
³² Le elasticità sono ricavate da un modello di base che regredisce la crescita sul trimestre precedente dell'occupazione su quella del PIL (contemporanea e con fino a quattro ritardi, in base alle strutture dei ritardi suggerite dai dati per ciascun paese che garantiscono il miglior fit statistico). Tutte le equazioni includono un termine di interazione per tener conto delle asimmetrie tipicamente associate alle recessioni (facendo interagire una variabile dummy, pari a 1 quando il paese era in recessione, con il tasso di incremento del PIL sul trimestre precedente), fino a due variabili dipendenti ritardate (per tener conto del grado tipicamente elevato di persistenza della crescita dell'occupazione in molti paesi) e una costante. I modelli per i paesi sono stati scelti sulla base della loro valenza esplicativa (F-stat, R²) e della significatività statistica delle variabili di interesse (coefficienti stimati sul PIL). I valori riportati nel grafico A sono dati di lungo periodo corretti (vale a dire, corretti per le variabili dipendenti ritardate).

³³ Questa maggiore reattività sembra particolarmente degna di nota poiché è possibile che gli alti livelli di lavoro a tempo parziale involontario durante la crisi si siano tradotti in un indebolimento della relazione tra occupazione e prodotto durante la ripresa se l'orario di lavoro degli addetti a tempo parziale è aumentato assieme all'occupazione (cfr. ad esempio "Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets", *Occasional Paper Series*, op. cit., sezione 2.4).

Grafico A

Percentuale di imprese che ha trovato più facile aggiustare l'occupazione nel 2013 rispetto al 2010

(media dei diversi canali di aggiustamento; percentuale di imprese; valori ponderati per le imprese)



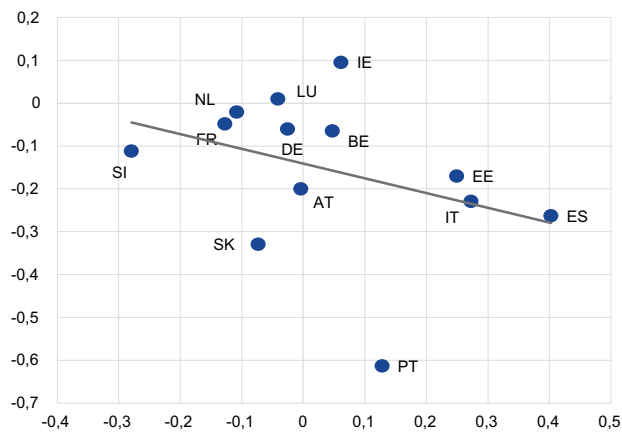
Fonte: elaborazioni della BCE basate sulla terza indagine del Wage Dynamics Network.

Note: il Wage Dynamics Network è una rete di ricerca del Sistema europeo di banche centrali (SEBC). La sua terza indagine delle imprese europee è stata condotta nel 2014. (Cfr. https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/research-networks/html/researcher_wdn.en.html). Le imprese con meno di cinque dipendenti sono escluse dai calcoli. I dati sono ponderati per essere rappresentativi della popolazione di imprese complessiva e riscalati per escludere le risposte nulle. Le statistiche relative all'Irlanda non sono ponderate. I canali di aggiustamento includono i licenziamenti collettivi e individuali per motivi economici, i licenziamenti per motivi disciplinari, i licenziamenti temporanei, le nuove assunzioni, l'adeguamento dell'orario di lavoro e la riallocazione dei lavoratori.

Grafico B

Variazione delle elasticità dell'occupazione e degli indicatori strutturali

(asse delle ascisse: variazione dell'elasticità dell'occupazione al PIL; asse delle ordinate: variazione del quadro normativo)



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.

Note: le variazioni degli indicatori sintetici del rigore della regolamentazione nei mercati dei beni e servizi (product market regulation, PMR) e della legislazione a tutela dell'occupazione (employment protection legislation, EPL) sono equiponderate. Le variazioni segnalate dell'EPL e del PMR riguardano i paesi per i quali entrambi gli indicatori sono disponibili per il 2008 e il 2013.

recente vigorosa espansione dell'occupazione³⁴. Al tempo stesso anche altri fattori – le differenze tra settori in termini di tassi di crescita e creazione di posti di lavoro, oltre che un recupero più pronunciato dovuto alle precedenti perdite sostanziali di posti di lavoro in Spagna – hanno verosimilmente svolto un ruolo. In Irlanda, un pacchetto di efficaci politiche attive per il mercato del lavoro ha contribuito a ridurre significativamente il tasso di disoccupazione e a favorire il reinserimento professionale³⁵. In Grecia le riforme strutturali nei mercati del lavoro e dei beni e servizi³⁶ avrebbero rafforzato la relazione tra occupazione e PIL in un contesto di risanamento dei conti pubblici, inasprimento delle condizioni finanziarie e livelli elevati di incertezza. A Cipro il governo ha introdotto riforme volte a promuovere l'occupazione dei giovani e dei disoccupati di lungo periodo e a incentivare l'imprenditorialità giovanile, oltre che programmi intesi a richiamare le persone nel mercato del lavoro attraverso forme flessibili di impiego. In Portogallo le riforme della legislazione a tutela dei lavoratori, delle politiche in materia di sussidi di disoccupazione e dei contratti collettivi hanno esercitato un impatto positivo sulla produttività e l'occupazione e hanno

³⁴ Cfr. Izquierdo, M., Lacuesta, A. e Puente, S., "The 2012 labour reform: an initial analysis of some of its effects on the labour market", *Economic Bulletin*, Banco de España, settembre 2013, o Font, P., Izquierdo, M. e Puente, S., "Real wage responsiveness to unemployment in Spain: asymmetries along the business cycle", *IZA Journal of European Labor Studies*, vol. 4(13), giugno 2015.

³⁵ Al tempo stesso l'Irlanda era considerata un'economia flessibile già prima della crisi. Una quantificazione dell'impatto delle riforme è contenuta in "Quantification of the Economic Impacts of Selected Structural Reforms in Ireland", *IGEES Working Paper*, luglio 2014.

³⁶ Per l'impatto delle riforme in Grecia, cfr. ad esempio IMF Country Report n. 13/155, *Selected Issues*, giugno 2013, o *Assessing the Macroeconomic Impact of Structural Reforms in Greece*, Foundation for Economic & Industrial Research, marzo 2014.

altresì influito sulla sensibilità di quest'ultima al PIL³⁷. Per contro, nei paesi che hanno attuato importanti riforme del mercato del lavoro nel periodo più recente³⁸, i benefici per l'occupazione potrebbero manifestarsi con un lieve ritardo³⁹.

In sintesi, l'evidenza sta a indicare che le riforme recenti hanno contribuito all'aumento dell'occupazione. In pratica vi sono stati diversi esempi di riforme riuscite del mercato del lavoro nei paesi dell'area dell'euro, che hanno verosimilmente contribuito a una crescita dell'occupazione superiore al previsto data la relazione storica della stessa con il PIL. Ciò nonostante, alla luce della disoccupazione strutturale persistentemente elevata e della bassa crescita del prodotto potenziale nell'area, il ritmo delle riforme deve essere intensificato ovunque. Ulteriori riforme del mercato del lavoro e di quello dei beni e servizi agevoleranno la crescita del prodotto e dell'occupazione, migliorando al tempo stesso la capacità delle imprese dell'area di adeguarsi e aumentando di conseguenza la tenuta dell'area agli shock.

6 Osservazioni conclusive

La ripresa dell'attività nell'area dell'euro si è accompagnata a una considerevole creazione di posti di lavoro. Tuttavia, ad appena 12 trimestri dal recupero del PIL dell'area dopo la crisi, è ancora troppo presto per stabilire se la forte espansione recente dell'occupazione rimarrà verosimilmente una caratteristica di lungo periodo dei mercati del lavoro dell'area. Vale tuttavia la pena di notare come i due paesi che hanno registrato la maggiore crescita del prodotto e dell'occupazione dall'inizio della ripresa, vale a dire Germania e Spagna, siano tra quelli che hanno attuato le riforme più ampie dei rispettivi mercati del lavoro dalla metà degli anni duemila⁴⁰. La riforma del mercato del lavoro introdotta in Italia nel 2015 ha altresì contribuito al rinnovato dinamismo dell'occupazione nel paese negli ultimi trimestri. Queste osservazioni potrebbero incoraggiare le altre economie dell'area ad attuare ulteriori riforme.

In una certa misura, la recente crescita sostenuta dell'occupazione nell'area dell'euro ha costituito una sorta di sorpresa positiva sia per gli analisti sia

³⁷ Cfr. "Portugal: Reforming the State to promote growth", *Better Policies Series*, OECD Publishing, maggio 2013 e, per maggiori informazioni su tipologie specifiche di riforme del mercato del lavoro attuate in vari paesi dell'area dell'euro, il riquadro "Le riforme del mercato del lavoro in Irlanda, Spagna e Portogallo" nell'articolo *I fattori alla base del recente recupero dell'occupazione nell'area dell'euro* nel numero 8/2015 di questo Bollettino.

³⁸ Ad esempio, un'importante riforma del mercato del lavoro è stata introdotta in Italia nel 2015. La crescita dell'occupazione è aumentata in tale anno, almeno in parte come conseguenza della riforma. Cfr. per esempio Sestito, P. e Viviano, E., 2016, op. cit.

³⁹ Per maggiori informazioni sulle specifiche riforme del mercato del lavoro attuate, cfr. la banca dati LABREF disponibile all'indirizzo <https://webgate.ec.europa.eu/labref/public/>.

⁴⁰ In Germania, ampie riforme del mercato del lavoro erano state attuate alcuni anni prima della Grande recessione. Alle riforme Hartz viene generalmente riconosciuto il merito di avere determinato un'inversione di tendenza nel mercato del lavoro tedesco (cfr. 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). In Spagna le prime riforme sono state introdotte nel 2010 e un pacchetto ulteriore e più ampio nel 2012. Cfr. *The 2012 Labour Market Reform in Spain: A Preliminary Assessment*, OCSE, dicembre 2013.

per i responsabili delle politiche. Con l'inizio della Grande recessione nel 2008, molti avevano considerato gli elevati tassi di incremento dell'occupazione dell'area dell'euro nel periodo pre-crisi come il risultato di squilibri settoriali insostenibili in alcuni paesi e quindi difficilmente ripetibili. Tuttavia, durante la ripresa post-crisi, la risposta dell'occupazione al PIL dell'area dell'euro sarebbe stata almeno pari a quella osservata prima della crisi sia a livello aggregato sia in molti paesi partecipanti. Questo articolo suggerisce che il recente vigore della crescita dell'occupazione rispetto a quella del PIL è in parte dovuto ai cambiamenti strutturali in atto all'interno dell'area, compreso l'attuale processo di riallocazione tra settori e ricomposizione delle forze di lavoro, che si sono tradotti in un mercato del lavoro più flessibile e reattivo agli andamenti ciclici.

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
La versione integrale dello Statistics Bulletin è reperibile nell'SDW:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045
Le definizioni metodologiche sono consultabili nelle note generali dello Statistics Bulletin:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023
Informazioni di dettaglio sui calcoli si trovano nelle note tecniche dello Statistics Bulletin:	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 ²⁾	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Paesi OCSE		Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro ³⁾ (IAPC)
							Totale	al netto di beni alimentari ed energetici					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	3,1	1,7	1,9	1,4	7,7	-0,3	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	3,3	2,4	3,1	-0,1	7,3	1,1	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,2	2,6	2,2	0,6	6,9	2,0	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2015 3° trim.	0,8	0,5	0,4	0,5	1,8	0,4	0,5	1,7	0,1	0,0	0,2	1,7	0,1
4° trim.	0,7	0,2	0,7	-0,4	1,5	0,4	0,7	1,8	0,5	0,1	0,3	1,5	0,2
2016 1° trim.	0,7	0,2	0,4	0,5	1,2	0,5	1,0	1,9	1,1	0,3	0,1	2,1	0,0
2° trim.	.	0,3	0,6	0,0	1,8	0,3	0,8	1,8	1,1	0,3	-0,4	2,1	-0,1
2016 mar.	-	-	-	-	-	-	0,8	1,9	0,9	0,5	0,0	2,3	0,0
apr.	-	-	-	-	-	-	0,8	1,8	1,1	0,3	-0,3	2,3	-0,2
mag.	-	-	-	-	-	-	0,8	1,8	1,0	0,3	-0,5	2,0	-0,1
giu.	-	-	-	-	-	-	0,9	1,9	1,0	0,5	-0,4	1,9	0,1
lug.	-	-	-	-	-	-	0,8	1,8	0,8	0,6	-0,4	1,8	0,2
ago. ⁴⁾	-	-	-	-	-	-	0,2

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

2) I dati relativi all'Argentina non sono attualmente disponibili per lo stato di emergenza decretato dal governo argentino il 7 gennaio 2016 in relazione al sistema statistico nazionale. L'Argentina non è quindi inclusa nel calcolo dei dati aggregati del G-20 e il suo inserimento sarà valutato nuovamente in futuro in funzione di ulteriori sviluppi.

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

4) Il dato relativo all'area dell'euro è una stima che si basa su dati nazionali provvisori, che in genere coprono circa il 95% dell'area dell'euro, nonché su dati preliminari riferiti ai 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	Per memoria: area dell'euro	Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	53,4	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,2	52,7	50,6	3,1	-0,2	5,6
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,2	54,1	51,4	2,9	3,9	2,2
2015	53,3	55,8	56,3	51,4	50,4	53,8	51,8	53,9	50,3	0,8	3,9	-1,4
2015 3° trim.	53,0	55,4	55,2	51,9	49,0	53,9	50,3	54,0	48,8	0,8	0,4	1,1
4° trim.	52,7	55,0	55,4	52,3	49,9	54,1	51,3	53,2	50,5	0,8	0,5	1,0
2016 1° trim.	51,2	51,5	54,2	51,2	50,3	53,2	50,7	51,3	49,4	-1,0	0,5	-2,1
2° trim.	50,8	51,5	52,4	49,0	50,5	53,1	49,7	51,1	48,8	-0,4	0,2	-1,0
2016 mar.	51,0	51,3	53,6	49,9	51,3	53,1	51,0	51,1	49,3	-1,0	0,5	-2,1
apr.	51,1	52,4	51,9	48,9	50,8	53,0	50,0	51,6	48,7	-1,0	0,8	-2,5
mag.	50,5	50,9	53,0	49,2	50,5	53,1	49,5	50,9	48,4	-1,2	-0,5	-1,8
giu.	50,6	51,2	52,4	49,0	50,3	53,1	49,7	51,0	49,3	-0,4	0,2	-1,0
lug.	51,2	51,8	47,6	50,1	51,9	53,2	51,6	51,0	49,7	.	.	.
ago.	51,3	51,5	53,6	49,8	51,8	52,9	51,8	51,1	50,3	.	.	.

Fonti: 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
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	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09
2016 feb.	-0,24	-0,25	-0,18	-0,12	-0,01	0,62	0,01
mar.	-0,29	-0,31	-0,23	-0,13	-0,01	0,63	-0,01
apr.	-0,34	-0,34	-0,25	-0,14	-0,01	0,63	-0,02
mag.	-0,34	-0,35	-0,26	-0,14	-0,01	0,64	-0,03
giu.	-0,33	-0,36	-0,27	-0,16	-0,03	0,65	-0,03
lug.	-0,33	-0,37	-0,29	-0,19	-0,06	0,70	-0,03
ago.	-0,34	-0,37	-0,30	-0,19	-0,05	0,81	-0,02

Fonte: BCE.

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

2.2 Curve dei rendimenti

(fine periodo; tassi in valori percentuali su base annua; spread in punti percentuali)

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro ^{1), 2)}					Area dell'euro ^{1), 2)}	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro ^{1), 2)}			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016 feb.	-0,50	-0,51	-0,54	-0,36	0,22	0,73	1,14	1,01	-0,54	-0,56	0,18	1,23
mar.	-0,49	-0,49	-0,49	-0,30	0,26	0,75	1,18	1,03	-0,49	-0,47	0,25	1,21
apr.	-0,54	-0,52	-0,50	-0,27	0,34	0,86	1,28	1,13	-0,50	-0,45	0,33	1,39
mag.	-0,56	-0,54	-0,53	-0,33	0,22	0,76	1,17	1,03	-0,53	-0,48	0,19	1,19
giu.	-0,65	-0,65	-0,66	-0,52	-0,10	0,54	1,03	0,72	-0,66	-0,66	-0,12	0,60
lug.	-0,65	-0,64	-0,65	-0,55	-0,15	0,49	0,96	0,56	-0,65	-0,67	-0,19	0,55
ago.	-0,65	-0,64	-0,65	-0,54	-0,12	0,53	0,98	0,48	-0,65	-0,66	-0,16	0,64

Fonte: BCE.

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

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

2.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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	356,2	3.444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2.061,1	19.203,8
2016 feb.	304,3	2.862,6	559,2	245,9	569,1	250,5	144,0	449,9	352,5	245,7	332,8	732,6	1.904,4	16.347,0
mar.	322,2	3.031,4	598,6	257,6	595,8	271,6	155,9	483,1	366,3	248,1	349,9	746,9	2.022,0	16.897,3
apr.	323,4	3.031,2	623,9	254,7	597,3	273,2	153,6	491,4	364,9	252,3	337,0	772,7	2.075,5	16.543,5
mag.	319,5	2.983,7	602,3	248,6	591,6	279,5	150,8	491,9	357,8	252,1	335,4	755,7	2.065,6	16.612,7
giu.	312,2	2.910,8	591,8	243,6	588,2	276,9	141,7	481,3	359,9	249,8	320,4	761,3	2.083,9	16.068,8
lug.	312,8	2.919,1	604,5	247,1	599,9	285,0	132,8	481,1	372,6	258,5	317,8	801,0	2.148,9	16.168,3
ago.	323,2	2.992,9	637,9	253,0	621,1	284,0	138,3	510,9	391,9	255,4	320,0	785,4	2.177,5	16.586,1

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del finanziamento			
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAE ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso			TAE ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso					
			fino a 1 anno	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno		tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni		oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni	
																		1
2015 ago.	0,14	0,67	0,67	1,00	6,83	17,03	5,30	6,28	6,62	2,60	2,12	2,35	2,30	2,33	2,60	2,26		
set.	0,14	0,67	0,67	1,08	6,85	17,06	5,22	6,18	6,55	2,68	2,07	2,36	2,29	2,38	2,61	2,25		
ott.	0,14	0,66	0,64	0,99	6,71	16,98	5,22	6,03	6,43	2,64	2,06	2,32	2,30	2,41	2,58	2,26		
nov.	0,14	0,65	0,64	0,96	6,68	16,91	5,23	6,22	6,60	2,68	2,04	2,31	2,32	2,45	2,62	2,27		
dic.	0,13	0,64	0,64	0,98	6,61	16,95	4,84	5,94	6,25	2,53	1,99	2,27	2,27	2,41	2,55	2,22		
2016 gen.	0,12	0,62	0,63	1,25	6,65	16,88	5,31	6,29	6,65	2,53	1,99	2,22	2,30	2,40	2,53	2,23		
feb.	0,12	0,60	0,60	0,89	6,66	16,89	5,01	6,13	6,46	2,61	1,99	2,19	2,23	2,33	2,48	2,19		
mar.	0,11	0,58	0,59	0,87	6,63	16,88	5,14	5,97	6,34	2,53	1,90	2,09	2,10	2,24	2,38	2,11		
apr.	0,11	0,57	0,58	0,85	6,54	16,82	5,20	5,99	6,33	2,56	1,86	2,09	2,17	2,23	2,41	2,09		
mag.	0,10	0,56	0,54	0,87	6,56	16,75	5,21	6,09	6,46	2,56	1,85	2,02	2,06	2,12	2,37	2,02		
giu.	0,09	0,54	0,56	0,86	6,55	16,79	4,94	5,87	6,18	2,44	1,81	2,00	1,97	2,02	2,32	1,97		
lug. ^(p)	0,09	0,52	0,50	0,92	6,46	16,79	5,04	5,97	6,28	2,39	1,82	1,96	1,96	1,96	2,32	1,92		

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 (TAE³⁾).

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

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
2015 ago.	0,17	0,24	0,92	3,14	3,25	3,57	2,91	2,07	2,32	2,22	1,45	1,53	2,03	2,16
set.	0,17	0,26	1,00	3,18	3,23	3,51	2,89	2,04	2,25	2,21	1,55	1,87	2,17	2,23
ott.	0,16	0,26	0,82	3,09	3,19	3,42	2,89	2,04	2,28	2,20	1,48	1,69	2,03	2,16
nov.	0,16	0,23	0,83	3,05	3,14	3,39	2,88	2,03	2,16	2,20	1,46	1,62	1,98	2,13
dic.	0,14	0,23	0,85	3,01	3,07	3,18	2,77	2,01	2,13	2,17	1,51	1,77	1,92	2,10
2016 gen.	0,13	0,27	0,77	2,97	3,23	3,25	2,78	2,00	2,22	2,17	1,43	1,67	2,07	2,10
feb.	0,13	0,24	0,70	2,93	3,16	3,28	2,76	1,96	2,11	2,09	1,37	1,47	1,74	2,02
mar.	0,13	0,16	0,87	2,89	3,03	3,20	2,68	1,92	2,03	2,02	1,39	1,74	1,77	2,05
apr.	0,12	0,19	0,64	2,80	2,99	3,12	2,66	1,93	1,96	1,98	1,38	1,59	1,81	2,01
mag.	0,11	0,13	0,63	2,76	2,91	3,10	2,61	1,91	1,94	1,92	1,27	1,68	1,74	1,92
giu.	0,11	0,15	0,64	2,75	2,66	3,01	2,52	1,85	1,90	1,85	1,34	1,60	1,64	1,90
lug. ^(p)	0,09	0,17	0,42	2,71	2,72	3,07	2,48	1,86	1,91	1,82	1,28	1,58	1,69	1,87

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 diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale			Altre ammini- strazioni pubbliche	Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche
A breve termine														
2013	1.255	483	124	.	67	529	53	508	314	31	.	44	99	21
2014	1.318	543	129	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1.262	517	140	.	61	478	65	336	150	37	.	32	82	34
2016 gen.	1.284	524	142	.	68	483	67	329	141	35	.	33	87	33
feb.	1.302	536	142	.	71	487	66	318	144	32	.	30	81	31
mar.	1.283	515	135	.	72	493	69	321	123	38	.	30	89	40
apr.	1.285	519	126	.	78	495	68	352	155	36	.	33	82	46
mag.	1.295	530	123	.	79	495	68	333	153	37	.	34	75	34
giu.	1.279	526	123	.	67	494	69	307	136	37	.	28	80	27
A lungo termine														
2013	15.113	4.403	3.092	.	921	6.069	628	222	70	39	.	16	89	9
2014	15.132	4.046	3.164	.	995	6.285	642	220	65	44	.	16	85	10
2015	15.244	3.784	3.276	.	1.066	6.481	637	214	67	44	.	13	81	9
2016 gen.	15.218	3.753	3.256	.	1.053	6.521	634	207	75	25	.	7	93	8
feb.	15.155	3.751	3.175	.	1.047	6.549	633	209	66	42	.	4	88	10
mar.	15.156	3.728	3.128	.	1.057	6.604	639	248	72	39	.	26	94	17
apr.	15.120	3.724	3.142	.	1.073	6.548	633	219	61	35	.	25	91	7
mag.	15.231	3.732	3.157	.	1.097	6.611	634	238	59	49	.	34	88	8
giu.	15.272	3.733	3.141	.	1.096	6.663	638	214	72	41	.	13	79	10

Fonte: BCE.

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

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

(miliardi di euro; variazioni percentuali)

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazione centrale		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale					Altre ammini- strazioni pubbliche
Consistenze											
2013	16.367,8	4.886,3	3.215,9	.	987,4	6.598,1	680,0	5.649,0	569,1	742,5	4.337,4
2014	16.450,2	4.588,1	3.292,9	.	1.053,3	6.823,2	692,7	5.958,0	591,1	780,6	4.586,3
2015	16.505,9	4.301,4	3.416,2	.	1.127,2	6.959,3	701,9	6.744,7	586,1	911,6	5.247,0
2016 gen.	16.502,3	4.277,8	3.397,7	.	1.120,9	7.004,9	701,1	6.343,7	490,7	858,0	4.995,0
feb.	16.457,0	4.286,8	3.317,5	.	1.117,3	7.036,4	698,9	6.240,5	471,7	877,4	4.891,5
mar.	16.438,9	4.243,5	3.263,2	.	1.128,3	7.096,7	707,2	6.419,6	483,4	902,0	5.034,2
apr.	16.404,8	4.243,3	3.268,1	.	1.150,7	7.042,5	700,2	6.462,3	505,5	917,5	5.039,4
mag.	16.525,9	4.262,2	3.279,1	.	1.176,3	7.106,6	701,6	6.552,4	491,5	923,2	5.137,7
giu.	16.550,7	4.258,9	3.264,4	.	1.163,6	7.156,4	707,3	6.204,6	395,0	861,7	4.948,0
Tasso di crescita											
2013	-1,4	-8,9	-3,3	.	8,0	4,5	-1,1	0,7	7,2	-0,4	0,2
2014	-0,7	-7,9	0,4	.	5,1	3,1	1,1	1,5	7,2	1,2	0,7
2015	0,2	-6,9	5,1	.	5,3	1,8	0,6	1,1	4,5	1,5	0,6
2016 gen.	-0,3	-7,7	3,6	.	4,4	2,0	0,7	1,0	3,3	1,5	0,7
feb.	-0,7	-7,1	1,2	.	2,8	2,0	-0,4	1,0	3,3	1,2	0,7
mar.	-0,9	-6,9	-0,9	.	3,3	2,2	0,2	0,9	3,3	1,5	0,6
apr.	-0,9	-6,8	-0,3	.	4,0	1,7	-0,1	0,9	2,6	1,8	0,6
mag.	-0,7	-5,9	-0,9	.	6,0	1,6	0,6	0,9	2,5	1,6	0,6
giu.	-0,2	-4,6	-1,8	.	6,0	2,2	2,7	0,9	2,7	1,6	0,6

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	
2013	101,2	98,2	96,7	91,1	101,0	99,1	111,9	95,5	
2014	101,8	97,8	96,8	91,2	100,8	100,5	114,7	96,0	
2015	92,4	88,4	89,1	83,4	89,5	91,5	106,5	87,8	
2015 3° trim.	92,7	88,7	89,6	83,8	90,2	91,9	107,6	88,5	
4° trim.	92,4	88,3	89,3	83,9	88,8	91,4	107,7	88,3	
2016 1° trim.	94,1	89,5	90,8	85,4	90,0	92,3	110,4	90,1	
2° trim.	94,9	90,3	91,5	.	.	.	110,8	90,4	
2016 mar.	94,1	89,5	90,8	-	-	-	110,0	89,9	
apr.	94,8	90,1	91,4	-	-	-	110,6	90,2	
mag.	95,1	90,5	91,7	-	-	-	111,1	90,7	
giu.	94,7	90,2	91,3	-	-	-	110,5	90,3	
lug.	94,9	90,3	91,6	-	-	-	110,2	89,8	
ago.	95,2	90,6	92,0	-	-	-	110,6	90,1	
			<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>						
2016 ago.	-0,3	-0,3	-0,4	-	-	-	-0,4	-0,3	
			<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>						
2016 ago.	2,3	1,8	2,4	-	-	-	2,4	1,3	

Fonte: BCE.

1) Per la definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali allo "Statistics Bulletin".

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
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
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2015 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
4° trim.	7,000	7,623	27,057	7,460	312,652	132,952	4,264	0,722	4,4573	9,302	1,085	1,095
2016 1° trim.	7,210	7,617	27,040	7,461	312,024	126,997	4,365	0,770	4,4924	9,327	1,096	1,102
2° trim.	7,379	7,504	27,040	7,439	313,371	121,949	4,372	0,787	4,4986	9,278	1,096	1,129
2016 mar.	7,222	7,559	27,051	7,457	311,154	125,385	4,293	0,780	4,4666	9,285	1,092	1,110
apr.	7,346	7,495	27,031	7,443	311,462	124,287	4,311	0,792	4,4724	9,203	1,093	1,134
mag.	7,386	7,498	27,026	7,439	314,581	123,214	4,404	0,778	4,4991	9,295	1,106	1,131
giu.	7,402	7,520	27,061	7,437	313,984	118,453	4,400	0,790	4,5230	9,334	1,089	1,123
lug.	7,391	7,493	27,042	7,439	314,353	115,250	4,396	0,841	4,4856	9,474	1,087	1,107
ago.	7,454	7,487	27,025	7,441	310,205	113,487	4,300	0,855	4,4591	9,491	1,088	1,121
			<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>									
2016 ago.	0,8	0,1	0,1	0,0	-1,3	-1,5	-2,2	1,7	0,6	0,2	-0,1	-1,3
			<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>									
2016 ago.	5,5	-0,9	-0,1	-0,3	-0,5	-17,2	2,5	19,7	0,8	-0,3	1,0	0,7

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)												
2015 2° trim.	22.097,0	23.303,8	-1.206,8	9.376,5	7.521,5	7.195,1	10.684,5	-29,3	4.896,2	5.097,9	658,5	13.264,2
3° trim.	21.671,7	22.842,6	-1.170,9	9.391,6	7.625,3	6.854,1	10.158,7	-36,3	4.818,1	5.058,6	644,2	13.116,6
4° trim.	22.191,1	23.156,8	-965,7	9.747,6	7.960,0	7.178,8	10.282,5	-28,3	4.648,8	4.914,3	644,2	12.962,3
2016 1° trim.	22.117,4	23.375,2	-1.257,7	9.683,3	8.217,7	7.097,5	10.059,8	-28,0	4.689,4	5.097,6	675,3	13.287,1
<i>consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2016 1° trim.	210,1	222,1	-12,0	92,0	78,1	67,4	95,6	-0,3	44,6	48,4	6,4	126,2
Transazioni												
2015 3° trim.	90,0	32,3	57,7	114,0	124,4	25,5	-68,8	-1,2	-51,0	-23,3	2,7	-
4° trim.	106,6	-64,0	170,6	181,3	142,0	105,4	-16,1	54,2	-238,9	-190,0	4,6	-
2016 1° trim.	433,4	384,6	48,9	165,7	122,1	135,0	-7,7	18,6	113,3	270,1	1,0	-
2° trim.	311,2	162,9	148,3	68,6	19,6	141,5	-6,2	-7,5	106,5	149,6	2,2	-
2016 gen.	234,1	250,5	-16,4	37,4	69,3	35,8	-51,2	14,8	147,1	232,3	-1,2	-
feb.	176,9	182,4	-5,5	84,3	39,3	47,2	13,1	6,8	37,5	130,0	1,1	-
mar.	22,5	-48,3	70,8	44,0	13,5	51,9	30,4	-3,1	-71,3	-92,2	1,1	-
apr.	185,4	142,6	42,8	19,8	11,9	73,3	-47,8	-6,1	100,0	178,5	-1,6	-
mag.	142,0	96,3	45,7	59,7	21,1	30,5	22,9	-0,5	49,2	52,4	3,1	-
giu.	-16,3	-76,0	59,8	-10,9	-13,3	37,6	18,6	-0,9	-42,8	-81,3	0,7	-
<i>transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2016 giu.	941,3	515,8	425,5	529,6	408,2	407,4	-98,8	64,1	-70,2	206,4	10,4	-
<i>transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2016 giu.	8,9	4,9	4,0	5,0	3,8	3,8	-0,9	0,6	-0,7	1,9	0,1	-

Fonte: BCE.

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

3 Attività economica

3.1 Pil e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna ^{na}								Saldo con l'estero ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾	
					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)												
2013	9.938,2	9.607,0	5.561,7	2.093,9	1.951,3	1.004,3	573,1	366,7	0,1	331,2	4.373,9	4.042,7
2014	10.127,6	9.768,4	5.634,1	2.124,5	1.991,7	1.007,4	595,7	376,3	18,1	359,2	4.533,1	4.173,9
2015	10.454,6	9.976,3	5.741,1	2.163,8	2.069,1	1.022,2	630,9	398,3	2,3	478,3	4.826,5	4.348,2
2015 3° trim.	2.619,3	2.498,2	1.440,8	542,4	516,9	254,2	156,7	101,4	-2,0	121,1	1.210,4	1.089,3
4° trim.	2.643,3	2.521,8	1.447,0	546,1	526,8	257,9	162,9	100,6	1,9	121,5	1.214,6	1.093,0
2016 1° trim.	2.659,7	2.532,3	1.451,6	551,2	528,3	260,9	164,4	101,8	1,1	127,4	1.196,4	1.069,0
2° trim.	2.674,4	2.540,7	1.459,7	553,7	528,7	.	.	.	-1,3	133,8	1.209,9	1.076,1
<i>in percentuale del PIL</i>												
2015	100,0	95,4	54,9	20,7	19,8	9,8	6,0	3,8	0,0	4,6	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2015 3° trim.	0,4	0,7	0,5	0,4	0,5	0,2	0,5	1,2	-	-	0,4	1,2
4° trim.	0,4	0,7	0,3	0,6	1,4	1,3	3,2	-0,9	-	-	0,7	1,4
2016 1° trim.	0,5	0,4	0,6	0,6	0,4	0,7	1,1	0,7	-	-	0,0	-0,1
2° trim.	0,3	-0,1	0,2	0,1	0,0	.	.	.	-	-	1,1	0,4
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2013	-0,3	-0,6	-0,6	0,2	-2,4	-3,6	-2,5	0,1	-	-	2,2	1,5
2014	1,1	1,1	0,8	0,6	1,5	-0,5	4,1	2,1	-	-	4,4	4,8
2015	2,0	1,9	1,8	1,4	3,1	1,0	5,1	4,6	-	-	6,3	6,3
2015 3° trim.	2,0	1,9	1,9	1,3	2,7	0,7	3,2	6,6	-	-	5,7	5,9
4° trim.	2,0	2,3	1,7	1,9	3,7	1,8	6,1	4,1	-	-	4,8	5,8
2016 1° trim.	1,7	2,1	1,9	2,0	2,5	1,3	5,1	3,6	-	-	2,3	3,2
2° trim.	1,6	1,9	1,7	1,8	2,4	.	.	.	-	-	2,2	2,8
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2015 3° trim.	0,4	0,7	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,3	-	-
4° trim.	0,4	0,7	0,2	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	0,1	-0,3	-	-
2016 1° trim.	0,5	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,1	-	-
2° trim.	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	.	.	.	-0,2	0,4	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2013	-0,3	-0,6	-0,3	0,0	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,2	0,4	-	-
2014	1,1	1,1	0,4	0,1	0,3	-0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	-	-
2015	2,0	1,8	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	-0,1	0,2	-	-
2015 3° trim.	2,0	1,9	1,0	0,3	0,5	0,1	0,2	0,2	0,0	0,1	-	-
4° trim.	2,0	2,2	0,9	0,4	0,7	0,2	0,4	0,2	0,2	-0,2	-	-
2016 1° trim.	1,7	1,9	1,0	0,4	0,5	0,1	0,3	0,1	0,0	-0,3	-	-
2° trim.	1,6	1,8	0,9	0,4	0,5	.	.	.	0,0	-0,2	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

1) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono gli scambi tra i paesi dell'area dell'euro.

2) Includono le acquisizioni al netto delle cessioni di oggetti di valore.

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)												
2013	8.933,9	156,5	1.736,6	459,1	1.680,3	409,1	445,7	1.035,5	945,7	1.748,8	316,5	1.004,3
2014	9.094,9	150,3	1.768,0	462,7	1.719,1	415,3	459,4	1.047,2	971,2	1.778,7	323,0	1.032,7
2015	9.383,2	149,7	1.868,4	470,4	1.781,2	429,1	455,6	1.068,8	1.011,8	1.817,9	330,3	1.071,4
2015 3° trim.	2.348,6	37,4	466,5	117,2	446,8	107,4	113,4	268,3	253,7	455,0	82,8	270,7
4° trim.	2.370,7	38,4	470,2	119,2	450,2	109,0	112,6	270,4	257,9	459,2	83,6	272,6
2016 1° trim.	2.386,9	36,8	473,4	121,1	454,1	109,8	113,0	271,4	260,1	462,5	84,6	272,8
2° trim.	2.400,0	36,9	472,7	121,6	457,4	110,6	111,8	273,9	264,3	465,9	85,0	274,4
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2015	100,0	1,6	19,9	5,0	19,0	4,6	4,9	11,4	10,8	19,4	3,5	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2015 3° trim.	0,4	0,5	0,7	-0,1	0,4	0,8	-0,5	0,5	0,4	0,2	0,6	0,2
4° trim.	0,3	0,7	0,1	1,0	0,4	0,0	0,2	0,3	0,6	0,3	0,6	1,3
2016 1° trim.	0,6	-0,4	0,2	1,0	0,8	0,9	0,8	0,1	1,0	0,5	0,8	0,1
2° trim.	0,3	0,3	0,5	-0,3	0,4	0,1	-0,5	0,3	0,8	0,2	0,2	0,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2013	-0,2	3,1	-0,9	-3,5	-0,5	1,5	0,1	1,4	0,3	0,1	-1,0	-1,1
2014	1,1	1,2	2,0	-0,8	1,4	3,2	-1,2	0,9	1,7	0,5	0,9	0,8
2015	1,9	0,2	3,8	0,4	2,2	2,9	0,1	1,0	2,7	1,1	0,9	2,8
2015 3° trim.	1,9	-0,6	3,8	0,3	2,0	2,8	-0,5	1,0	2,6	1,1	0,8	3,0
4° trim.	1,9	1,0	3,5	1,2	1,9	2,0	-0,2	1,2	2,6	1,1	1,3	3,1
2016 1° trim.	1,6	0,1	1,4	1,5	2,0	2,4	0,6	0,9	2,7	1,1	1,8	2,8
2° trim.	1,6	1,1	1,5	1,6	2,0	1,9	0,0	1,2	2,9	1,3	2,1	1,7
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2015 3° trim.	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
4° trim.	0,3	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2016 1° trim.	0,6	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2° trim.	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo precedente; punti percentuali</i>												
2013	-0,2	0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	-
2014	1,1	0,0	0,4	0,0	0,3	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2015	1,9	0,0	0,7	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2015 3° trim.	1,9	0,0	0,7	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
4° trim.	1,9	0,0	0,7	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016 1° trim.	1,6	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,1	-
2° trim.	1,6	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,1	-

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
Personne occupate													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,3	6,2	24,7	2,7	2,7	1,0	12,9	24,0	7,0
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,2	6,1	24,8	2,7	2,7	1,0	13,0	24,1	7,1
2015	100,0	85,2	14,8	3,4	15,0	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,0	7,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2013	-0,6	-0,6	-0,7	-1,6	-1,2	-4,0	-0,8	0,3	-1,0	-1,5	0,4	0,2	-0,1
2014	0,6	0,7	0,0	0,4	-0,2	-1,8	0,8	0,8	-0,9	0,9	2,0	0,8	1,1
2015	1,1	1,2	0,1	0,1	0,3	-0,1	1,4	1,1	-0,2	1,6	2,9	0,9	0,8
2015 2° trim.	1,0	1,1	0,4	0,5	0,1	0,6	1,1	0,9	0,2	1,9	2,8	0,8	0,6
3° trim.	1,1	1,3	0,0	0,2	0,4	-0,5	1,4	1,5	-0,2	1,7	3,0	1,0	0,6
4° trim.	1,3	1,5	-0,1	0,2	0,4	-0,3	1,7	1,5	0,0	1,4	3,0	1,0	1,4
2016 1° trim.	1,4	1,7	-0,2	0,1	0,7	-0,4	1,7	2,6	0,4	1,8	3,1	1,1	1,9
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,7	2,9	2,8	1,0	12,5	21,8	6,3
2014	100,0	80,3	19,7	4,3	15,7	6,7	25,8	2,9	2,7	1,0	12,7	21,9	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,6	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	12,9	21,9	6,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2013	-1,4	-1,4	-1,7	-1,4	-1,5	-5,4	-1,6	-0,1	-1,5	-2,8	-0,8	-0,3	-1,4
2014	0,5	0,8	-0,4	-1,0	0,2	-1,6	0,6	0,9	-1,1	0,5	2,0	1,0	0,4
2015	1,3	1,5	0,4	1,0	0,8	0,6	1,1	2,1	-0,2	1,9	3,1	1,1	1,0
2015 2° trim.	1,1	1,3	0,4	0,9	0,9	1,1	0,7	2,0	0,1	2,4	3,1	1,0	0,7
3° trim.	1,4	1,6	0,4	0,9	1,0	0,2	1,0	3,0	-0,3	2,9	3,6	1,3	0,9
4° trim.	1,5	1,8	0,5	1,5	1,1	0,8	1,7	2,3	0,4	1,0	3,2	1,0	1,5
2016 1° trim.	1,6	1,8	0,4	1,7	0,9	0,3	1,8	3,1	0,7	1,4	3,8	0,9	1,1
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2013	-0,8	-0,7	-1,0	0,2	-0,2	-1,5	-0,8	-0,4	-0,6	-1,3	-1,1	-0,6	-1,3
2014	-0,1	0,1	-0,5	-1,4	0,4	0,1	-0,1	0,1	-0,2	-0,4	0,0	0,2	-0,7
2015	0,2	0,3	0,2	0,9	0,5	0,7	-0,2	1,0	0,0	0,4	0,2	0,2	0,2
2015 2° trim.	0,1	0,2	-0,1	0,4	0,7	0,4	-0,4	1,1	-0,1	0,5	0,2	0,2	0,1
3° trim.	0,3	0,3	0,4	0,7	0,6	0,7	-0,4	1,4	-0,2	1,2	0,6	0,3	0,3
4° trim.	0,3	0,3	0,6	1,3	0,7	1,1	0,0	0,8	0,4	-0,4	0,2	-0,1	0,1
2016 1° trim.	0,2	0,1	0,7	1,6	0,2	0,7	0,1	0,5	0,3	-0,5	0,6	-0,2	-0,8

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

3 Attività economica

3.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forza lavoro, in milioni ¹⁾	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti ²⁾	
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni		in perc. delle forze di lavoro
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2013			100,0		81,3		18,7		53,6		46,4			
2013	159,334	4,6	19,227	12,0	5,9	15,629	10,7	3,599	24,4	10,305	11,9	8,922	12,1	1,4
2014	160,308	4,6	18,641	11,6	6,1	15,221	10,4	3,420	23,7	9,936	11,5	8,705	11,8	1,5
2015	160,553	4,6	17,451	10,9	5,6	14,301	9,8	3,150	22,3	9,259	10,7	8,192	11,0	1,6
2015 3° trim.	160,589	4,4	17,212	10,7	5,3	14,094	9,6	3,118	22,2	9,138	10,6	8,074	10,9	1,5
4° trim.	161,081	4,5	16,917	10,5	5,4	13,836	9,4	3,080	22,0	8,948	10,3	7,969	10,7	1,6
2016 1° trim.	161,003	4,5	16,645	10,3	5,2	13,624	9,2	3,020	21,6	8,733	10,1	7,912	10,6	1,7
2° trim.	.	.	16,356	10,1	.	13,375	9,1	2,980	21,1	8,503	9,8	7,853	10,5	.
2016 feb.	-	-	16,702	10,4	-	13,664	9,3	3,038	21,7	8,767	10,1	7,936	10,6	-
mar.	-	-	16,482	10,2	-	13,496	9,2	2,986	21,3	8,631	9,9	7,851	10,5	-
apr.	-	-	16,392	10,1	-	13,407	9,1	2,985	21,1	8,531	9,8	7,861	10,5	-
mag.	-	-	16,326	10,1	-	13,342	9,0	2,983	21,1	8,478	9,8	7,848	10,5	-
giu.	-	-	16,350	10,1	-	13,377	9,1	2,973	21,1	8,500	9,8	7,850	10,5	-
lug.	-	-	16,307	10,1	-	13,339	9,0	2,969	21,1	8,466	9,7	7,841	10,5	-

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													
2013	-0,6	-0,6	-0,9	-0,5	-0,4	-0,8	-2,3	-0,3	-0,6	-0,6	-0,5	-0,8	-4,4
2014	0,9	1,8	1,3	1,8	2,6	-5,4	1,8	3,2	1,5	0,7	2,4	-0,1	3,8
2015	2,1	2,3	1,0	3,6	2,3	0,7	-0,8	3,5	2,7	1,7	3,6	2,2	8,8
2015 3° trim.	2,5	2,8	1,0	4,4	3,1	0,9	-1,1	2,9	3,3	2,6	4,1	2,5	9,4
4° trim.	1,8	2,3	1,6	3,4	1,9	-1,9	0,7	2,5	2,5	1,2	3,4	1,8	10,0
2016 1° trim.	1,2	1,9	1,8	2,9	1,0	-3,5	2,7	0,5	2,1	1,8	2,6	0,9	9,5
2° trim.	0,8	1,0	0,9	1,2	0,9	-0,8	-0,1	-3,4	1,5	0,7	2,2	1,8	8,5
2016 feb.	0,6	1,7	2,3	2,5	0,7	-6,7	3,7	0,8	2,6	2,6	3,1	1,1	10,4
mar.	-0,2	-0,2	0,6	0,9	-3,2	-0,4	-0,2	-0,7	1,6	1,5	1,5	1,9	7,7
apr.	1,9	2,0	1,4	3,0	1,5	2,0	-0,9	-2,7	1,3	0,3	2,1	2,1	8,5
mag.	0,3	0,3	0,8	-0,4	0,3	-1,2	-0,4	-2,3	1,5	0,8	1,8	3,5	10,4
giu.	0,4	0,7	0,4	1,1	0,9	-3,5	0,6	-5,3	1,7	0,9	2,8	-0,1	6,9
lug.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,9	1,8	3,2	2,2	.
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2016 feb.	-1,3	-1,2	0,0	-1,8	-2,1	-1,8	-0,6	-0,6	0,3	0,4	0,3	-0,1	-0,5
mar.	-0,9	-1,4	-1,0	-1,2	-3,0	3,2	-1,6	-0,5	-0,6	-1,2	-0,7	-0,3	-1,5
apr.	1,2	1,3	0,4	2,0	2,7	0,2	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,7	0,6	0,9
mag.	-1,2	-1,1	-0,3	-2,3	-0,6	-2,6	0,0	-0,1	0,4	0,6	-0,1	1,2	0,4
giu.	0,6	0,8	-0,2	1,3	0,8	-0,6	0,0	-0,5	-0,1	-0,1	0,7	-3,2	-1,0
lug.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,1	1,1	0,4	1,8	.

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	100,0	-6,1	80,8	-12,8	-13,6	-8,7	6,9	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2013	93,5	-9,0	78,7	-18,8	-27,8	-12,2	-5,3	87,2	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,5	-3,8	80,5	-10,2	-26,4	-3,1	4,9	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,2	-22,5	1,6	9,3	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2015 3° trim.	104,5	-2,9	81,4	-7,0	-22,5	3,0	10,8	88,5	52,3	53,6	54,0	53,9
4° trim.	106,2	-2,4	81,8	-6,4	-18,4	5,1	12,7	88,7	52,8	54,0	54,2	54,1
2016 1° trim.	104,0	-3,8	81,7	-8,3	-18,9	1,9	10,8	88,8	51,7	52,9	53,3	53,2
2° trim.	104,3	-3,4	81,5	-7,8	-18,4	1,8	11,3	89,0	52,0	53,0	53,1	53,1
2016 mar.	103,0	-4,1	-	-9,7	-20,4	1,8	9,8	-	51,6	53,1	53,1	53,1
apr.	104,0	-3,6	81,5	-9,3	-19,2	1,3	11,6	89,0	51,7	52,6	53,1	53,0
mag.	104,6	-3,7	-	-7,0	-17,7	3,3	11,3	-	51,5	52,4	53,3	53,1
giu.	104,4	-2,8	-	-7,2	-18,2	0,8	10,9	-	52,8	53,9	52,8	53,1
lug.	104,5	-2,6	81,6	-7,9	-16,3	1,7	11,2	89,0	52,0	53,9	52,9	53,2
ago.	103,5	-4,4	-	-8,5	-16,1	-1,0	10,0	-	51,7	53,3	52,8	52,9

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	12,3	96,8	-1,7	1,7	-5,3	-0,1	-3,0	30,9	1,3	132,0	1,6	-6,5	1,3
2013	12,5	95,4	-0,5	1,2	-4,5	0,6	-1,9	32,6	4,0	130,0	2,4	-0,8	1,1
2014	12,5	94,7	0,7	1,9	1,8	2,7	1,1	32,8	4,8	131,1	1,7	3,5	0,9
2015 2° trim.	12,5	94,2	1,8	1,9	0,2	2,9	1,7	33,5	5,5	134,7	2,5	5,4	1,4
3° trim.	12,4	94,2	1,6	2,0	1,6	2,7	2,2	33,6	5,7	133,4	2,8	2,1	1,7
4° trim.	12,5	94,0	2,3	2,2	3,8	3,5	2,9	33,9	5,8	133,3	3,5	7,2	2,0
2016 1° trim.	12,5	93,3	2,0	2,0	4,5	2,4	3,7	33,6	5,6	133,1	3,5	5,2	2,0

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 12	Debiti 13
	Crediti 1	Debiti 2	Saldo 3	Crediti 4	Debiti 5	Crediti 6	Debiti 7	Crediti 8	Debiti 9	Crediti 10	Debiti 11		
2015 3° trim.	896,3	815,5	80,8	523,9	436,9	191,7	177,8	155,6	144,0	25,1	56,9	9,9	4,6
4° trim.	898,8	815,7	83,1	525,3	433,5	195,2	182,0	152,5	143,2	25,8	57,1	15,7	9,3
2016 1° trim.	881,7	794,3	87,4	516,0	424,0	193,8	176,7	147,5	137,7	24,4	55,9	10,2	11,1
2° trim.	867,9	771,3	96,5	513,9	416,5	186,9	168,7	141,7	132,0	25,3	54,1	7,3	6,0
2016 gen.	294,6	266,0	28,6	172,1	141,9	64,3	59,8	50,3	46,3	8,0	18,1	2,7	4,9
feb.	293,6	267,2	26,4	170,6	142,1	65,5	59,4	49,4	46,7	8,1	19,0	3,8	2,5
mar.	293,5	261,1	32,4	173,3	139,9	64,1	57,6	47,8	44,8	8,3	18,8	3,6	3,7
apr.	293,6	257,1	36,5	172,8	139,4	62,3	55,9	50,0	43,4	8,5	18,4	2,1	1,9
mag.	289,1	257,3	31,8	170,5	139,4	62,7	56,2	47,1	44,0	8,7	17,6	1,9	1,9
giu.	285,1	256,9	28,2	170,6	137,6	61,9	56,6	44,6	44,5	8,1	18,2	3,2	2,2
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2016 giu.	3.544,7	3.196,9	347,8	2.079,2	1.710,8	767,7	705,2	597,2	556,8	100,6	224,0	43,0	31,1
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2016 giu.	33,5	30,2	3,3	19,6	16,1	7,2	6,7	5,6	5,3	0,9	2,1	0,4	0,3

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

3.9 Commercio estero di beni 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 1	Importazioni 2	Totale			Per memoria: industria manifatturiera 7	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi 3	Beni di investimento 4	Beni di consumo 5		Beni intermedi 8	Beni di investimento 9	Beni di consumo 10	Industria manifatturiera 11	Settore petrolifero 12		
Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2015 3° trim.	4,4	0,8	502,5	232,6	104,7	152,9	423,5	444,5	252,4	70,7	112,6	317,7	50,3
4° trim.	3,6	2,2	509,1	236,7	105,6	153,7	426,3	443,3	246,8	73,1	114,3	324,4	44,6
2016 1° trim.	-1,1	-2,6	502,5	233,5	104,0	151,1	422,0	437,4	240,9	71,3	116,4	325,8	37,3
2° trim.	-0,4	-4,2	501,3	.	.	.	431,1	428,0	.	.	.	322,0	.
2016 gen.	-2,1	-0,9	167,4	78,1	34,2	50,6	141,1	147,0	81,5	23,3	38,9	109,6	12,6
feb.	1,2	2,0	167,0	78,1	34,0	50,3	140,1	147,0	80,4	24,0	39,0	110,0	12,1
mar.	-2,2	-8,1	168,1	77,3	35,8	50,1	140,8	143,4	79,0	23,9	38,5	106,1	12,6
apr.	-0,9	-5,3	168,7	77,7	35,7	51,0	146,1	143,4	78,1	23,9	38,4	109,1	13,3
mag.	2,0	-2,2	165,8	75,8	34,7	50,6	140,9	141,2	77,9	22,6	38,0	105,7	14,2
giu.	-2,2	-5,0	166,7	.	.	.	144,1	143,3	.	.	.	107,2	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2015 3° trim.	1,2	2,9	116,2	111,5	118,6	122,6	116,9	105,9	105,3	106,1	106,4	107,9	98,6
4° trim.	0,9	4,9	118,3	115,2	119,1	122,5	117,4	107,3	107,3	107,2	107,7	110,1	101,3
2016 1° trim.	-1,1	2,4	118,4	116,0	117,3	121,7	117,0	109,7	110,8	105,4	109,6	111,1	110,6
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 dic.	0,8	4,4	119,0	116,2	118,4	123,6	116,6	107,7	108,3	102,0	109,3	108,9	106,8
2016 gen.	-3,7	1,2	117,9	115,8	115,6	121,8	116,8	109,8	111,2	104,1	108,9	111,5	110,8
feb.	1,2	7,0	118,2	116,6	115,2	121,7	116,7	110,7	111,5	106,4	109,8	112,3	114,2
mar.	-0,9	-0,7	119,1	115,7	121,1	121,4	117,5	108,6	109,6	105,8	110,0	109,4	106,7
apr.	1,4	3,0	119,4	115,5	121,2	124,1	121,9	107,8	106,8	105,9	109,6	112,6	104,7
mag.	4,9	6,8	117,1	112,6	117,3	122,5	117,5	106,0	105,9	100,2	110,0	109,9	100,9

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) ²⁾						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 2016	100,0	100,0	70,7	55,8	44,2	100,0	12,1	7,4	26,5	9,7	44,2	86,5	13,5
2013	99,5	1,4	1,1	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1
2014	100,0	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	0,9
2015 3° trim.	100,0	0,1	0,9	-0,8	1,2	0,0	0,1	0,3	0,2	-2,5	0,3	0,0	0,9
4° trim.	100,2	0,2	1,0	-0,6	1,2	-0,1	0,1	1,0	0,1	-3,0	0,2	0,1	0,7
2016 1° trim.	99,2	0,0	1,0	-0,8	1,1	-0,4	0,1	-0,8	0,1	-4,4	0,2	0,0	0,3
2° trim.	100,4	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,4	0,2	0,8	0,1	2,0	0,3	-0,1	0,1
2016 gen.	100,1	0,0	1,0	-1,1	1,4	0,3	0,0	0,6	0,0	1,0	0,3	-0,1	0,4
apr.	100,2	-0,2	0,7	-1,1	0,9	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	-0,1	-0,3	0,1
mag.	100,5	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,3	0,0	0,4	0,0	1,7	0,2	-0,1	0,1
giu.	100,7	0,1	0,9	-0,7	1,1	0,2	0,1	-0,2	0,0	1,7	0,1	0,1	0,3
lug.	100,1	0,2	0,9	-0,6	1,2	0,0	0,0	0,9	0,0	-1,0	0,2	0,1	0,4
ago. ³⁾	100,2	0,2	0,8	.	1,1	0,0	0,1	0,6	0,0	-1,1	0,0	.	.

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi	Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari	
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici		Di locazione				
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
in perc. del totale nel 2016	19,5	12,1	7,4	36,3	26,5	9,7	10,7	6,4	7,1	3,2	15,2	8,0
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,4	2,4	-4,2	2,3	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
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2
2015 3° trim.	1,2	0,6	2,1	-1,8	0,4	-7,2	1,1	0,9	1,4	-0,4	1,7	1,0
4° trim.	1,4	0,7	2,6	-1,7	0,5	-7,2	1,2	1,0	1,1	-0,1	1,5	1,2
2016 1° trim.	0,8	0,6	1,1	-1,7	0,6	-7,4	1,1	1,0	0,6	0,0	1,6	1,2
2° trim.	0,9	0,5	1,4	-1,9	0,5	-7,7	1,1	1,0	0,6	0,0	1,3	1,2
2016 gen.	0,8	0,4	1,3	-2,1	0,5	-8,7	1,1	1,0	0,7	0,1	2,1	1,3
apr.	0,8	0,5	1,2	-2,1	0,5	-8,7	1,1	1,0	0,5	0,1	0,9	1,2
mag.	0,9	0,6	1,5	-1,9	0,5	-8,1	1,1	1,0	0,5	0,0	1,4	1,1
giu.	0,9	0,5	1,5	-1,6	0,4	-6,4	1,0	1,0	0,8	-0,1	1,6	1,3
lug.	1,4	0,5	2,9	-1,7	0,4	-6,7	1,0	1,0	1,0	0,0	1,5	1,4
ago. ³⁾	1,3	0,5	2,5	.	0,3	-5,7	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

2) A seguito del riesame del metodo di destagionalizzazione descritto nel riquadro 1 del numero 3/2016 di questo Bollettino (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201603.en.pdf>), a maggio 2016 la BCE ha iniziato a pubblicare le nuove serie dello IAPC destagionalizzato per l'area dell'euro.

3) Stima basata su dati nazionali provvisori, che in genere coprono circa il 95% dell'area dell'euro, nonché su dati preliminari riferiti ai prezzi energetici.

4 Prezzi e costi

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni										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			
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2010	100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	13,8	8,9	27,9			
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,3	-1,6	0,3	-1,9	-1,0
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,4	0,3	0,2	1,0
2015	104,0	-2,7	-2,3	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,1	0,2	1,6	3,5
2015 3° trim.	104,0	-2,6	-2,6	-0,5	-1,1	0,6	-0,6	-1,1	0,1	-8,3	0,3	1,6	3,2
4° trim.	102,7	-3,1	-2,5	-0,7	-2,0	0,6	-0,2	-0,3	0,2	-9,3	-0,3	2,2	4,7
2016 1° trim.	100,6	-3,7	-2,7	-0,9	-2,2	0,4	-0,4	-0,6	-0,1	-11,1	-0,2	2,9	.
2° trim.	100,9	-3,8	-2,8	-1,1	-2,8	0,4	-0,5	-0,8	0,1	-10,6	.	.	.
2016 gen.	100,3	-4,1	-3,0	-0,8	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	-0,1	-12,4	.	.	.
apr.	100,6	-4,1	-3,1	-1,2	-2,7	0,4	-0,6	-1,0	-0,1	-11,8	.	.	.
mag.	100,2	-4,4	-3,2	-1,2	-2,9	0,4	-0,7	-1,1	0,1	-12,5	.	.	.
giu.	100,9	-3,8	-2,9	-1,2	-2,8	0,4	-0,5	-0,9	0,1	-10,8	.	.	.
lug.	101,6	-3,1	-2,3	-1,0	-2,6	0,4	-0,4	-0,6	0,0	-8,6	.	.	.
ago. ³⁾	101,7	-2,8	-2,1	-0,8	-2,3	0,5	-0,2	-0,3	0,0	-8,4	.	.	.

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				Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾		Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale									100,0	45,0	54,6	100,0	50,4	49,6	
2013	103,7	1,3	1,0	1,1	1,3	0,4	-0,5	-1,3	81,7	-9,9	-13,6	-6,1	-9,0	-11,2	-6,3
2014	104,6	0,8	0,6	0,5	0,9	0,6	-0,8	-1,5	74,5	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4
2015	105,8	1,2	0,2	0,1	0,4	0,7	0,2	-2,0	48,3	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,6
2015 3° trim.	105,9	1,2	0,1	0,2	0,4	0,7	0,1	-2,3	46,1	-2,5	4,2	-9,3	0,0	5,9	-7,8
4° trim.	106,4	1,3	0,4	0,3	0,5	0,9	-0,1	-2,3	40,7	-7,4	-1,8	-13,4	-8,2	-4,8	-12,9
2016 1° trim.	106,5	1,2	0,4	0,3	0,7	0,8	-1,5	-3,3	32,5	-12,3	-8,4	-16,5	-12,9	-11,1	-15,6
2° trim.	106,8	1,1	0,4	0,2	0,9	0,7	-2,2	-4,1	42,0	-8,9	-5,7	-12,4	-12,4	-12,6	-12,2
2016 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	36,5	-11,0	-8,4	-13,9	-12,5	-11,7	-13,7
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	38,2	-11,6	-10,2	-13,2	-14,5	-15,3	-13,4
mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	42,7	-9,1	-4,9	-13,7	-12,7	-12,1	-13,5
giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	44,9	-5,9	-2,0	-10,3	-10,1	-10,4	-9,6
lug.	-	-	-	-	-	-	-	-	42,6	-3,1	-4,8	-1,2	-8,0	-12,3	-1,4
ago. ³⁾	-	-	-	-	-	-	-	-	42,3	0,3	-1,9	2,9	-5,2	-10,4	2,8

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 2009-2011; ponderati in base all'utilizzo: sulla base della composizione media della domanda interna nel periodo 2009-2011.

4 Prezzi e costi

4.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)					Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2013	4,8	-	-	-2,0	34,0	57,7	56,7	-	49,9
2013	-0,4	1,6	-1,4	-17,3	29,7	48,5	53,8	49,4	47,8
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,2	14,2	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,7	1,3	2,7	-13,3	-1,1	48,9	53,5	49,6	49,0
2015 3° trim.	-2,0	1,1	2,5	-12,5	-0,2	49,5	53,6	49,9	49,9
4° trim.	-2,1	1,9	3,8	-8,7	-0,8	45,6	53,6	49,2	49,6
2016 1° trim.	-4,8	0,7	3,7	-9,3	-1,7	41,5	52,5	47,7	49,0
2° trim.	-1,0	1,9	4,7	-8,2	-2,2	47,5	54,4	48,5	49,0
2016 gen.	-4,6	0,4	3,8	-9,6	-2,9	41,6	52,5	47,1	49,1
apr.	-2,8	1,6	4,2	-8,9	-2,9	45,2	52,7	47,4	48,7
mag.	-0,7	2,1	6,0	-8,0	-2,3	47,7	55,6	48,8	49,5
giu.	0,6	2,0	3,8	-7,7	-1,3	49,6	54,8	49,3	49,0
lug.	0,2	0,7	4,8	-5,2	-0,5	51,0	54,7	49,9	49,8
ago. ³⁾	-0,8	1,3	4,2	-7,6	-0,8	51,0	53,2	48,9	49,5

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	
2013	101,4	1,4	1,5	1,1	1,2	1,9	1,8
2014	102,7	1,3	1,3	1,2	1,4	1,2	1,7
2015	104,3	1,6	1,8	0,7	1,6	1,5	1,5
2015 3° trim.	101,1	1,2	1,5	0,3	1,3	1,0	1,6
4° trim.	110,3	1,3	1,5	0,7	1,1	1,6	1,5
2016 1° trim.	99,1	1,7	1,8	1,5	1,8	1,6	1,4
2° trim.	.	.	.	.	.	.	1,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

4 Prezzi e costi

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

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

	Totale (indice: 2010 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manfatturiero, 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	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2013	103,8	1,2	-2,2	2,2	0,9	0,6	-0,4	0,7	-2,8	1,4	1,7	2,8
2014	104,6	0,8	-0,8	-0,1	0,6	0,4	-0,3	1,9	1,1	1,7	1,4	0,8
2015	104,9	0,3	0,9	-1,7	0,5	0,6	0,6	0,4	3,5	1,8	0,9	1,2
2015 2° trim.	104,8	0,4	1,3	-1,0	1,1	0,2	0,9	0,1	3,3	1,3	0,8	1,5
3° trim.	105,0	0,4	1,4	-1,8	0,5	0,7	1,2	0,9	3,7	2,1	0,9	1,3
4° trim.	105,4	0,6	0,9	-1,8	-0,4	1,6	1,7	0,9	4,0	1,8	1,2	1,2
2016 1° trim.	105,4	0,9	1,6	0,6	-0,3	1,1	0,1	1,6	2,5	1,8	1,2	1,1
Redditi per occupato												
2013	105,2	1,6	2,5	2,6	1,3	0,9	0,8	1,7	0,1	1,3	1,6	1,9
2014	106,5	1,3	0,1	2,1	1,6	1,0	2,0	1,6	1,1	1,4	1,1	0,6
2015	107,9	1,3	0,9	1,7	1,0	1,4	2,4	0,7	2,9	1,6	1,1	1,3
2015 2° trim.	107,8	1,4	0,4	2,1	0,8	1,5	2,8	0,6	2,1	1,4	1,0	1,5
3° trim.	108,1	1,3	0,5	1,5	1,3	1,4	2,5	0,6	2,9	1,8	1,0	1,5
4° trim.	108,5	1,3	1,8	1,3	1,1	1,8	2,1	0,7	3,8	1,4	1,3	1,1
2016 1° trim.	108,8	1,2	1,7	1,3	1,6	1,4	-0,1	1,9	1,5	1,5	1,2	1,0
Produttività del lavoro per occupato												
2013	101,4	0,4	4,8	0,4	0,4	0,3	1,2	1,1	2,9	-0,1	-0,1	-0,8
2014	101,9	0,5	0,8	2,2	1,0	0,6	2,3	-0,3	0,0	-0,3	-0,3	-0,2
2015	102,9	1,0	0,1	3,5	0,5	0,8	1,8	0,2	-0,5	-0,2	0,2	0,1
2015 2° trim.	102,8	1,0	-0,9	3,1	-0,3	1,3	1,9	0,5	-1,1	0,1	0,2	0,0
3° trim.	102,9	0,9	-0,9	3,4	0,8	0,7	1,2	-0,3	-0,7	-0,3	0,1	0,2
4° trim.	103,0	0,7	0,9	3,1	1,5	0,2	0,4	-0,1	-0,2	-0,4	0,0	-0,1
2016 1° trim.	103,2	0,3	0,1	0,7	1,9	0,4	-0,2	0,2	-0,9	-0,4	0,1	-0,1
Redditi per ora lavorata												
2013	107,2	2,3	2,3	2,8	2,8	1,9	0,9	2,3	1,5	2,5	2,0	3,2
2014	108,5	1,2	1,3	1,6	1,4	1,1	1,8	1,6	0,8	1,2	0,8	1,3
2015	109,6	1,0	0,4	1,2	0,3	1,4	1,2	0,9	2,5	1,3	0,9	1,0
2015 2° trim.	109,4	1,1	0,0	1,4	0,3	1,6	1,5	0,7	1,1	1,1	0,8	1,5
3° trim.	109,6	1,0	0,1	0,9	0,6	1,5	1,2	1,0	2,4	1,4	0,7	1,0
4° trim.	110,0	1,0	0,7	0,4	0,3	1,6	1,2	0,6	3,9	1,1	1,4	1,0
2016 1° trim.	110,4	1,1	0,0	1,1	1,5	1,2	-0,5	1,6	1,7	0,7	1,4	1,9
Produttività per ora lavorata												
2013	103,5	1,2	4,5	0,6	2,0	1,1	1,6	1,6	4,3	1,1	0,5	0,5
2014	104,0	0,5	2,3	1,8	0,9	0,8	2,2	-0,2	0,4	-0,3	-0,5	0,4
2015	104,8	0,8	-0,8	3,0	-0,2	1,0	0,8	0,2	-0,9	-0,4	0,0	-0,1
2015 2° trim.	104,8	0,8	-1,3	2,4	-0,8	1,7	0,8	0,6	-1,6	-0,2	0,1	0,0
3° trim.	104,7	0,6	-1,6	2,8	0,1	1,0	-0,2	-0,1	-1,9	-0,9	-0,2	-0,1
4° trim.	104,7	0,4	-0,4	2,3	0,4	0,2	-0,3	-0,6	0,2	-0,5	0,1	-0,2
2016 1° trim.	105,0	0,1	-1,5	0,5	1,2	0,2	-0,7	-0,1	-0,5	-1,0	0,2	0,8

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5 Moneta e credito

5.1 Aggregati monetari¹⁾

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		3	M2-M1		6	7	8	9	10	11	
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista		Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi								Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni
1	2		4	5								
Consistenze												
2013	909,7	4.476,3	5.386,1	1.683,3	2.142,8	3.826,1	9.212,1	121,4	418,1	86,5	626,0	9.838,1
2014	968,5	4.981,3	5.949,9	1.598,5	2.148,8	3.747,2	9.697,1	123,9	423,4	106,2	653,4	10.350,5
2015	1.034,5	5.569,7	6.604,1	1.448,1	2.160,6	3.608,7	10.212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10.837,1
2015 3° trim.	1.028,2	5.434,8	6.463,0	1.449,3	2.164,4	3.613,7	10.076,7	98,4	452,8	75,0	626,2	10.703,0
4° trim.	1.034,5	5.569,7	6.604,1	1.448,1	2.160,6	3.608,7	10.212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10.837,1
2016 1° trim.	1.051,5	5.715,1	6.766,6	1.426,9	2.163,7	3.590,6	10.357,2	88,7	463,3	89,9	642,0	10.999,1
2° trim.	1.053,4	5.812,9	6.866,3	1.417,3	2.173,6	3.591,0	10.457,2	83,3	481,5	92,7	657,6	11.114,8
2016 feb.	1.046,9	5.669,4	6.716,2	1.430,2	2.165,1	3.595,2	10.311,4	92,6	468,1	88,9	649,5	10.960,9
mar.	1.051,5	5.715,1	6.766,6	1.426,9	2.163,7	3.590,6	10.357,2	88,7	463,3	89,9	642,0	10.999,1
apr.	1.047,5	5.747,8	6.795,4	1.408,6	2.162,6	3.571,2	10.366,6	88,4	470,4	98,4	657,2	11.023,7
mag.	1.051,2	5.789,7	6.840,9	1.407,5	2.172,2	3.579,7	10.420,6	88,3	474,7	88,6	651,5	11.072,1
giu.	1.053,4	5.812,9	6.866,3	1.417,3	2.173,6	3.591,0	10.457,2	83,3	481,5	92,7	657,6	11.114,8
lug. ^(p)	1.056,2	5.869,8	6.926,0	1.406,7	2.174,6	3.581,3	10.507,3	82,4	486,6	98,1	667,1	11.174,4
Transazioni												
2013	45,6	250,4	295,9	-114,4	45,5	-68,9	227,0	-11,6	-48,7	-63,3	-123,6	103,4
2014	58,2	379,4	437,5	-90,9	3,2	-87,7	349,8	1,0	10,8	12,5	24,4	374,2
2015	64,8	556,1	620,9	-143,2	12,0	-131,2	489,7	-47,8	48,9	-26,0	-24,9	464,8
2015 3° trim.	14,3	130,7	145,0	-35,3	3,1	-32,3	112,7	10,2	18,3	-18,5	10,0	122,7
4° trim.	6,3	128,1	134,4	-3,4	-4,0	-7,4	127,0	-21,5	21,4	-2,5	-2,6	124,4
2016 1° trim.	17,2	155,9	173,1	-17,0	3,3	-13,7	159,4	12,1	-10,9	14,9	16,1	175,4
2° trim.	1,8	92,9	94,7	-12,2	10,1	-2,1	92,6	-2,5	17,7	1,6	16,8	109,3
2016 feb.	2,4	43,1	45,5	-18,2	8,3	-10,0	35,5	6,4	-6,1	9,1	9,5	45,0
mar.	4,7	55,2	59,9	-1,2	-1,3	-2,5	57,4	-3,4	-5,4	1,3	-7,5	49,9
apr.	-4,0	31,7	27,7	-18,5	-1,0	-19,5	8,2	2,8	6,8	8,7	18,4	26,6
mag.	3,7	37,3	40,9	-2,9	9,5	6,6	47,6	-0,3	4,3	-9,4	-5,3	42,2
giu.	2,2	23,9	26,1	9,1	1,6	10,8	36,8	-5,0	6,5	2,2	3,7	40,6
lug. ^(p)	2,9	56,3	59,2	-9,9	1,0	-9,0	50,2	-0,9	5,1	4,9	9,1	59,3
Variazioni percentuali												
2013	5,3	5,9	5,8	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-9,2	-10,4	-38,0	-16,1	1,0
2014	6,4	8,4	8,1	-5,4	0,1	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,4	3,9	3,8
2015	6,7	11,1	10,4	-9,0	0,6	-3,5	5,0	-38,3	11,5	-25,4	-3,8	4,5
2015 3° trim.	8,3	11,9	11,3	-11,4	0,5	-4,7	5,0	-23,0	9,0	-1,0	0,6	4,7
4° trim.	6,7	11,1	10,4	-9,0	0,6	-3,5	5,0	-38,3	11,5	-25,4	-3,8	4,5
2016 1° trim.	5,9	11,0	10,2	-6,8	0,6	-2,4	5,5	-27,8	7,6	-1,9	-0,6	5,1
2° trim.	3,9	9,6	8,7	-4,6	0,6	-1,5	4,9	-2,1	10,7	-4,0	6,5	5,0
2016 feb.	5,7	11,1	10,2	-7,4	0,9	-2,6	5,4	-27,1	7,6	-10,2	-1,8	5,0
mar.	5,9	11,0	10,2	-6,8	0,6	-2,4	5,5	-27,8	7,6	-1,9	-0,6	5,1
apr.	4,6	10,7	9,7	-7,3	0,4	-2,8	5,1	-27,3	6,1	-4,0	-1,8	4,6
mag.	4,5	10,0	9,1	-5,8	0,7	-2,0	5,1	-15,1	8,5	-1,8	3,0	4,9
giu.	3,9	9,6	8,7	-4,6	0,6	-1,5	4,9	-2,1	10,7	-4,0	6,5	5,0
lug. ^(p)	3,5	9,3	8,4	-4,4	0,6	-1,4	4,8	-16,9	8,1	14,8	4,9	4,8

Fonte: BCE.

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

5 Moneta e credito

5.2 Depositi di M3¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ²⁾	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche ⁴⁾
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2013	1.710,5	1.186,7	397,8	109,8	16,2	5.413,6	2.539,7	874,7	1.994,5	4,7	804,8	194,9	300,1
2014	1.842,1	1.346,8	365,3	111,6	18,4	5.556,8	2.751,5	809,6	1.992,7	3,0	897,6	222,8	333,1
2015	1.927,1	1.480,8	321,8	116,5	8,0	5.750,9	3.060,9	694,3	1.993,1	2,6	990,4	224,5	362,5
2015 3° trim.	1.910,3	1.460,7	324,0	115,8	9,9	5.695,3	2.987,9	707,4	1.997,0	3,0	966,9	218,1	356,2
4° trim.	1.927,1	1.480,8	321,8	116,5	8,0	5.750,9	3.060,9	694,3	1.993,1	2,6	990,4	224,5	362,5
2016 1° trim.	1.986,2	1.534,8	325,6	115,9	9,9	5.832,8	3.140,3	694,3	1.995,5	2,6	980,4	220,2	374,8
2° trim.	2.011,3	1.572,0	313,8	117,1	8,4	5.909,0	3.213,9	690,7	2.001,6	2,8	980,6	210,3	375,9
2016 feb.	1.976,7	1.530,6	320,7	116,0	9,4	5.795,2	3.102,9	693,4	1.996,0	2,9	979,7	232,1	373,5
mar.	1.986,2	1.534,8	325,6	115,9	9,9	5.832,8	3.140,3	694,3	1.995,5	2,6	980,4	220,2	374,8
apr.	2.009,0	1.561,8	322,9	115,7	8,6	5.849,1	3.158,9	692,9	1.994,0	3,3	958,0	213,8	377,5
mag.	2.010,9	1.567,7	318,9	116,4	7,9	5.878,4	3.184,6	691,1	1.999,0	3,7	975,7	214,7	378,0
giu.	2.011,3	1.572,0	313,8	117,1	8,4	5.909,0	3.213,9	690,7	2.001,6	2,8	980,6	210,3	375,9
lug. ^(p)	2.032,6	1.593,6	312,5	118,0	8,5	5.931,0	3.240,8	685,5	2.001,8	2,8	969,3	215,5	385,1
Transazioni													
2013	98,2	90,1	-6,9	9,1	5,9	107,9	182,4	-100,1	31,9	-6,2	-15,1	-13,3	-7,8
2014	69,2	91,2	-25,9	1,5	2,4	140,7	210,0	-65,7	-1,8	-1,7	53,6	7,5	21,7
2015	81,4	120,8	-33,6	4,9	-10,7	194,5	302,4	-108,2	0,7	-0,4	75,2	-1,9	27,9
2015 3° trim.	44,4	42,7	0,4	3,1	-1,8	48,3	77,7	-27,7	-1,9	0,2	12,7	-10,1	13,4
4° trim.	13,9	17,9	-2,7	0,7	-2,0	56,1	71,9	-11,4	-3,9	-0,5	19,1	4,0	6,1
2016 1° trim.	64,6	58,2	4,9	-0,5	2,0	84,2	80,7	1,0	2,5	0,1	-3,8	-4,1	13,3
2° trim.	23,4	35,9	-12,1	1,1	-1,5	75,3	72,6	-3,9	6,4	0,2	-1,2	-10,1	0,9
2016 feb.	10,6	9,4	1,0	0,4	-0,2	30,6	25,4	-1,0	6,8	-0,6	-6,8	7,8	-2,7
mar.	13,7	7,6	5,6	0,0	0,5	39,4	38,7	1,4	-0,4	-0,3	6,9	-11,4	0,9
apr.	22,5	26,8	-2,7	-0,2	-1,4	16,0	18,3	-1,4	-1,5	0,7	-19,7	-6,4	2,6
mag.	-0,3	4,4	-4,6	0,6	-0,7	28,7	25,2	-2,0	5,1	0,4	14,1	0,7	0,4
giu.	1,2	4,7	-4,8	0,8	0,5	30,6	29,2	-0,5	2,7	-0,9	4,3	-4,3	-2,1
lug. ^(p)	21,8	22,0	-1,2	1,0	0,1	22,0	26,9	-5,2	0,2	0,0	-11,7	5,2	9,2
Variazioni percentuali													
2013	6,1	8,2	-1,7	8,9	56,4	2,0	7,7	-10,3	1,6	-56,7	-1,9	-6,4	-2,5
2014	4,0	7,6	-6,5	1,4	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,4	4,0	7,3
2015	4,4	8,9	-9,4	4,4	-57,5	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,2	-0,8	8,3
2015 3° trim.	4,0	9,2	-12,3	2,4	-31,4	3,0	11,1	-15,5	0,0	-37,7	14,1	-4,9	5,8
4° trim.	4,4	8,9	-9,4	4,4	-57,5	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,2	-0,8	8,3
2016 1° trim.	7,4	11,0	-4,2	3,8	-30,3	4,3	10,7	-8,7	0,2	-30,7	4,2	-3,2	9,8
2° trim.	7,8	10,9	-2,9	3,8	-27,8	4,7	10,4	-5,7	0,2	-0,8	2,8	-8,8	9,8
2016 feb.	6,4	10,3	-7,4	4,6	-28,2	4,0	10,5	-10,0	0,4	-26,4	7,0	1,8	7,8
mar.	7,4	11,0	-4,2	3,8	-30,3	4,3	10,7	-8,7	0,2	-30,7	4,2	-3,2	9,8
apr.	8,5	12,1	-3,3	2,4	-20,8	4,3	10,5	-8,1	0,0	-6,6	0,7	-7,3	9,3
mag.	7,9	11,0	-2,5	3,4	-32,8	4,6	10,7	-7,0	0,1	-5,6	2,2	-7,2	8,9
giu.	7,8	10,9	-2,9	3,8	-27,8	4,7	10,4	-5,7	0,2	-0,8	2,8	-8,8	9,8
lug. ^(p)	7,3	10,3	-3,3	3,7	-29,7	4,8	10,1	-4,7	0,3	-10,9	0,4	-8,0	10,8

Fonte: BCE.

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

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

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

4) Si riferisce al settore delle amministrazioni pubbliche, escluse le amministrazioni centrali.

5 Moneta e credito

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito		
					Totale	Prestiti corretti ²⁾	A società non finanziarie ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾		A imprese di assicurazione e fondi pensione	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
2013	3.404,9	1.096,7	2.308,2	12.709,1	10.544,4	10.973,3	4.353,6	5.222,8	869,2	98,7	1.364,7	800,0
2014	3.608,3	1.132,4	2.473,8	12.590,7	10.538,6	10.817,3	4.300,6	5.200,4	908,6	129,0	1.277,4	774,8
2015	3.896,5	1.110,1	2.784,1	12.678,6	10.589,3	10.890,0	4.272,8	5.307,3	885,7	123,6	1.301,7	787,6
2015 3° trim.	3.819,0	1.127,6	2.689,0	12.661,3	10.573,0	10.860,7	4.284,4	5.277,6	889,7	121,3	1.310,9	777,4
4° trim.	3.896,5	1.110,1	2.784,1	12.678,6	10.589,3	10.890,0	4.272,8	5.307,3	885,7	123,6	1.301,7	787,6
2016 1° trim.	4.051,5	1.117,6	2.920,9	12.704,5	10.640,8	10.907,4	4.287,3	5.338,5	906,5	108,6	1.312,3	751,4
2° trim.	4.194,6	1.112,4	3.069,0	12.739,4	10.640,9	10.944,8	4.300,5	5.349,8	887,2	103,4	1.347,3	751,2
2016 feb.	4.007,1	1.117,3	2.887,4	12.726,8	10.657,0	10.921,4	4.301,9	5.330,2	898,6	126,4	1.308,9	760,9
mar.	4.051,5	1.117,6	2.920,9	12.704,5	10.640,8	10.907,4	4.287,3	5.338,5	906,5	108,6	1.312,3	751,4
apr.	4.096,3	1.125,7	2.970,4	12.704,2	10.638,3	10.905,7	4.290,1	5.343,7	890,9	113,6	1.317,9	747,9
mag.	4.146,7	1.127,2	3.006,5	12.742,1	10.655,6	10.930,4	4.307,7	5.346,8	889,8	111,2	1.330,5	756,1
giu.	4.194,6	1.112,4	3.069,0	12.739,4	10.640,9	10.944,8	4.300,5	5.349,8	887,2	103,4	1.347,3	751,2
lug. ^(a)	4.257,6	1.109,1	3.135,4	12.797,5	10.668,7	10.975,1	4.304,9	5.356,1	897,3	110,3	1.365,5	763,3
Transazioni												
2013	-25,0	-73,5	48,5	-305,7	-248,1	-271,7	-132,9	-4,0	-120,9	9,7	-72,7	15,1
2014	72,0	15,9	56,1	-103,8	-50,1	-36,1	-60,9	-15,2	14,3	11,7	-90,0	36,2
2015	284,5	-20,7	305,0	78,9	50,2	64,7	-17,3	98,1	-25,0	-5,6	24,5	4,3
2015 3° trim.	112,6	-10,2	122,7	58,7	-4,1	21,2	-4,3	24,7	-10,0	-14,4	64,4	-1,6
4° trim.	73,5	-16,3	89,8	6,7	22,3	30,6	-1,6	22,7	-1,2	2,4	-22,4	6,8
2016 1° trim.	125,8	5,4	120,4	64,7	81,4	50,9	35,8	36,1	24,4	-14,9	14,2	-30,9
2° trim.	123,8	-10,6	134,4	59,7	21,9	57,6	23,6	16,7	-13,2	-5,2	35,8	2,0
2016 feb.	36,2	0,0	36,1	45,0	44,7	31,0	15,6	18,4	9,9	0,8	3,9	-3,6
mar.	28,5	0,3	28,3	-5,1	2,3	0,9	-2,0	11,2	10,8	-17,7	3,3	-10,7
apr.	46,8	3,3	43,5	12,6	10,7	10,5	9,0	6,0	-9,4	5,0	5,2	-3,3
mag.	39,8	1,3	38,5	32,1	13,0	18,2	13,7	3,4	-1,7	-2,4	11,1	8,0
giu.	37,2	-15,2	52,4	15,1	-1,7	28,9	0,9	7,2	-2,1	-7,8	19,6	-2,7
lug. ^(a)	54,4	-3,3	57,7	61,8	35,1	37,4	10,5	7,0	10,9	6,8	16,2	10,6
Variazioni percentuali												
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,3	10,9	-5,1	1,9
2014	2,1	1,4	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,4	-0,3	1,5	11,9	-6,6	4,5
2015	7,9	-1,8	12,3	0,6	0,5	0,6	-0,4	1,9	-2,7	-4,3	1,9	0,5
2015 3° trim.	7,2	0,5	10,2	0,6	0,5	0,4	-0,3	1,6	-2,0	-1,4	1,0	1,9
4° trim.	7,9	-1,8	12,3	0,6	0,5	0,6	-0,4	1,9	-2,7	-4,3	1,9	0,5
2016 1° trim.	10,1	-2,8	16,1	1,1	1,1	1,0	0,8	2,2	-1,1	-19,2	3,3	-2,5
2° trim.	11,7	-2,8	18,2	1,5	1,2	1,5	1,3	1,9	0,0	-23,6	7,3	-3,0
2016 feb.	10,1	-2,4	15,8	1,2	1,2	1,1	0,7	2,2	-1,3	-7,0	3,1	-1,6
mar.	10,1	-2,8	16,1	1,1	1,1	1,0	0,8	2,2	-1,1	-19,2	3,3	-2,5
apr.	10,3	-2,6	16,2	1,2	1,1	1,0	0,9	2,2	-2,0	-16,5	4,1	-2,5
mag.	11,1	-1,9	16,9	1,3	1,1	1,2	1,2	2,1	-1,1	-21,1	5,1	-2,4
giu.	11,7	-2,8	18,2	1,5	1,2	1,5	1,3	1,9	0,0	-23,6	7,3	-3,0
lug. ^(a)	12,3	-2,7	18,8	1,4	1,3	1,7	1,3	2,0	0,2	-16,1	4,7	-2,7

Fonte: BCE.

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

2) Correzione effettuata per cessioni e cartolarizzazioni (che implicano la cancellazione dal bilancio statistico delle IFM) nonché per le posizioni derivanti da servizi di notional cash pooling forniti dalle IFM.

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Prestiti corretti ⁴⁾				6	Prestiti corretti ⁴⁾			
Consistenze										
2013	4.353,6	4.450,2	1.065,7	740,9	2.547,0	5.222,8	5.547,8	573,6	3.853,7	795,5
2014	4.300,6	4.255,9	1.109,9	720,6	2.470,2	5.200,4	5.546,2	563,3	3.861,1	776,0
2015	4.272,8	4.256,8	1.038,1	758,3	2.476,4	5.307,3	5.640,8	595,6	3.948,0	763,6
2015 3° trim.	4.284,4	4.251,9	1.067,7	745,9	2.470,7	5.277,6	5.611,7	582,4	3.926,5	768,7
4° trim.	4.272,8	4.256,8	1.038,1	758,3	2.476,4	5.307,3	5.640,8	595,6	3.948,0	763,6
2016 1° trim.	4.287,3	4.262,0	1.044,6	768,2	2.474,5	5.338,5	5.658,6	603,4	3.972,9	762,2
2° trim.	4.300,5	4.279,9	1.041,8	774,4	2.484,3	5.349,8	5.684,2	604,2	3.987,0	758,6
2016 feb.	4.301,9	4.272,8	1.049,5	774,5	2.477,9	5.330,2	5.652,5	601,4	3.966,8	761,9
mar.	4.287,3	4.262,0	1.044,6	768,2	2.474,5	5.338,5	5.658,6	603,4	3.972,9	762,2
apr.	4.290,1	4.264,4	1.043,5	772,7	2.473,9	5.343,7	5.665,2	604,6	3.979,9	759,2
mag.	4.307,7	4.279,9	1.051,4	771,7	2.484,7	5.346,8	5.673,0	601,8	3.986,1	758,9
giu.	4.300,5	4.279,9	1.041,8	774,4	2.484,3	5.349,8	5.684,2	604,2	3.987,0	758,6
lug. ^(p)	4.304,9	4.286,6	1.034,4	780,7	2.489,8	5.356,1	5.691,9	604,4	3.995,2	756,5
Transazioni										
2013	-132,9	-145,5	-44,3	-44,6	-44,0	-4,0	-17,0	-18,2	27,4	-13,2
2014	-60,9	-68,3	-14,2	2,3	-49,0	-15,2	5,5	-3,0	-3,4	-8,8
2015	-17,3	16,7	-65,6	32,7	15,6	98,1	76,3	21,7	80,0	-3,6
2015 3° trim.	-4,3	3,2	-17,5	4,0	9,2	24,7	24,8	5,2	19,8	-0,3
4° trim.	-1,6	15,9	-22,8	13,5	7,7	22,7	19,2	5,1	20,0	-2,4
2016 1° trim.	35,8	28,7	15,3	13,0	7,4	36,1	22,8	9,1	27,0	0,1
2° trim.	23,6	25,2	1,3	8,4	13,9	16,7	31,2	1,0	16,1	-0,4
2016 feb.	15,6	16,7	1,7	10,5	3,5	18,4	8,3	5,1	13,3	0,0
mar.	-2,0	-1,7	0,2	-3,8	1,5	11,2	8,1	2,7	7,4	1,0
apr.	9,0	7,9	1,0	5,0	3,0	6,0	7,0	1,1	7,1	-2,1
mag.	13,7	9,8	5,9	-0,8	8,6	3,4	7,8	-3,1	6,4	0,1
giu.	0,9	7,6	-5,6	4,3	2,3	7,2	16,4	3,0	2,6	1,6
lug. ^(p)	10,5	11,8	-4,4	7,8	7,0	7,0	9,0	0,2	8,4	-1,6
Variazioni percentuali										
2013	-2,9	-3,2	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,4	0,4	-5,9	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2015 3° trim.	-0,3	0,0	-4,4	3,6	0,3	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,4
4° trim.	-0,4	0,4	-5,9	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016 1° trim.	0,8	1,1	-2,4	5,2	0,8	2,2	1,6	5,0	2,3	-0,4
2° trim.	1,3	1,7	-2,2	5,3	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
2016 feb.	0,7	1,3	-3,0	6,2	0,7	2,2	1,5	5,0	2,3	-0,3
mar.	0,8	1,1	-2,4	5,2	0,8	2,2	1,6	5,0	2,3	-0,4
apr.	0,9	1,3	-2,6	5,7	1,1	2,2	1,5	5,3	2,3	-0,7
mag.	1,2	1,6	-2,0	4,9	1,4	2,1	1,6	4,5	2,3	-0,7
giu.	1,3	1,7	-2,2	5,3	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
lug. ^(p)	1,3	1,9	-2,8	6,3	1,7	2,0	1,8	3,3	2,3	-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 cessioni e cartolarizzazioni (che implicano la cancellazione dal bilancio statistico delle IMF) nonché per le posizioni derivanti da servizi di notional cash pooling forniti dalle IMF.

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										
2013	261,7	7.311,0	2.371,2	91,5	2.507,2	2.341,1	1.146,5	150,2	183,8	121,9
2014	264,6	7.188,1	2.248,9	92,2	2.381,1	2.465,9	1.379,3	225,0	184,5	139,7
2015	278,6	7.066,2	2.184,2	79,8	2.253,1	2.549,1	1.326,6	280,1	205,9	135,6
2015 3° trim.	287,6	7.100,9	2.223,8	83,7	2.263,6	2.529,9	1.357,4	253,8	213,6	140,8
4° trim.	278,6	7.066,2	2.184,2	79,8	2.253,1	2.549,1	1.326,6	280,1	205,9	135,6
2016 1° trim.	318,8	7.027,2	2.182,9	76,8	2.174,7	2.592,7	1.281,5	307,7	247,1	152,1
2° trim.	323,5	7.075,8	2.162,4	74,6	2.176,2	2.662,5	1.285,8	294,4	238,0	144,0
2016 feb.	294,6	7.073,7	2.185,8	77,6	2.193,4	2.616,9	1.290,0	305,4	246,6	142,5
mar.	318,8	7.027,2	2.182,9	76,8	2.174,7	2.592,7	1.281,5	307,7	247,1	152,1
apr.	316,8	7.049,7	2.184,2	75,4	2.173,2	2.616,9	1.275,6	314,3	237,0	140,0
mag.	292,1	7.057,4	2.182,6	75,3	2.186,0	2.613,5	1.239,4	293,4	226,9	138,6
giu.	323,5	7.075,8	2.162,4	74,6	2.176,2	2.662,5	1.285,8	294,4	238,0	144,0
lug. ^(d)	331,2	7.053,8	2.154,4	73,9	2.148,7	2.676,8	1.216,4	288,0	212,9	128,2
Transazioni										
2013	-44,9	-80,8	-19,0	-14,3	-137,3	89,8	362,0	-53,6	32,2	43,7
2014	-5,7	-161,1	-122,3	2,0	-151,2	110,3	238,5	0,8	0,7	17,8
2015	7,8	-218,1	-104,0	-13,5	-202,9	102,2	-97,6	-11,5	21,4	-4,0
2015 3° trim.	22,0	-37,5	6,1	-3,1	-57,8	17,3	-65,2	1,0	-16,3	-8,3
4° trim.	-11,7	-58,1	-47,5	-3,9	-42,5	35,7	-36,7	11,1	-7,7	-5,2
2016 1° trim.	40,1	-62,4	1,4	-2,9	-49,9	-10,9	-70,4	33,0	41,3	17,3
2° trim.	4,3	-6,4	-23,3	-1,6	-11,1	29,7	-60,6	-15,7	-9,2	-8,1
2016 feb.	-11,4	-13,6	11,9	-1,0	-30,8	6,4	-73,6	12,4	31,6	0,9
mar.	23,9	-14,7	-1,2	-0,8	3,4	-16,2	27,4	8,3	0,7	9,5
apr.	-2,2	11,4	1,3	-0,9	-3,8	14,7	-23,0	-0,6	-10,1	-12,0
mag.	-24,9	5,9	-2,7	-0,1	2,3	6,4	-26,4	-22,2	-10,2	-1,5
giu.	31,4	-23,7	-21,9	-0,6	-9,7	8,5	-11,2	7,1	11,1	5,4
lug. ^(d)	7,7	-27,3	-8,0	-0,7	-21,9	3,2	-73,5	-3,0	-25,1	-15,8
Variazioni percentuali										
2013	-14,7	-1,1	-0,8	-13,5	-5,1	3,8	-	-	10,3	23,3
2014	-2,3	-2,2	-5,2	2,2	-6,0	4,6	-	-	0,4	14,6
2015	3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,3	4,1	-	-	11,6	-2,9
2015 3° trim.	11,8	-3,3	-3,7	-9,1	-9,3	3,1	-	-	30,5	15,7
4° trim.	3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,3	4,1	-	-	11,6	-2,9
2016 1° trim.	11,4	-3,3	-3,3	-15,2	-8,4	1,8	-	-	3,7	-5,9
2° trim.	20,6	-2,3	-2,9	-13,3	-6,9	2,8	-	-	3,5	-2,9
2016 feb.	10,0	-3,4	-3,5	-15,4	-9,4	3,0	-	-	7,3	-3,2
mar.	11,4	-3,3	-3,3	-15,2	-8,4	1,8	-	-	3,7	-5,9
apr.	17,4	-2,7	-2,6	-14,6	-7,8	2,4	-	-	11,0	3,2
mag.	6,1	-2,5	-2,5	-13,6	-6,9	2,1	-	-	0,5	-2,9
giu.	20,6	-2,3	-2,9	-13,3	-6,9	2,8	-	-	3,5	-2,9
lug. ^(d)	29,2	-2,6	-3,6	-13,1	-7,0	2,6	-	-	1,8	-10,6

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
2012	-3,7	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6
2013	-3,0	-2,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,1	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2015 2° trim.	-2,4	.	.	.	.	0,1
3° trim.	-2,2	.	.	.	.	0,3
4° trim.	-2,1	.	.	.	.	0,3
2016 1° trim.	-1,9	.	.	.	.	0,4

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	
2012	46,1	45,6	12,2	12,9	15,4	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	23,0	4,1
2014	46,8	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,3	45,4	10,3	5,3	2,7	23,1	4,0
2015	46,6	46,1	12,6	13,1	15,4	0,5	48,6	44,7	10,2	5,2	2,4	23,0	3,9
2015 2° trim.	46,6	46,1	12,5	13,1	15,4	0,5	49,1	45,2	10,3	5,3	2,5	23,1	3,9
3° trim.	46,6	46,1	12,5	13,1	15,4	0,5	48,7	45,0	10,2	5,3	2,5	23,1	3,8
4° trim.	46,6	46,1	12,6	13,2	15,4	0,5	48,7	44,8	10,1	5,3	2,4	23,0	3,9
2016 1° trim.	46,5	46,0	12,6	13,2	15,4	0,5	48,5	44,6	10,1	5,3	2,4	23,0	3,9

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 IFM	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	89,3	3,0	17,4	68,9	45,5	26,2	43,9	11,3	78,0	19,7	31,6	38,0	87,2	2,2
2013	91,1	2,6	17,2	71,3	46,0	26,2	45,1	10,4	80,7	19,4	32,2	39,5	89,0	2,1
2014	92,0	2,8	16,9	72,4	45,1	26,0	46,9	10,0	82,0	19,0	32,0	41,0	89,9	2,1
2015	90,7	2,8	16,1	71,7	45,7	27,5	45,0	9,4	81,3	17,8	31,8	41,1	88,6	2,1
2015 2° trim.	92,4	2,8	16,3	73,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	91,7	2,8	16,2	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	90,7	2,8	16,1	71,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 1° trim.	91,7	2,7	16,2	72,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
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	-0,7	-0,4	-0,4	-0,1	0,3	-0,1	0,4	1,9	2,7
2014	0,9	-0,1	0,0	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,2	1,0	2,6
2015	-1,4	-0,3	-0,8	-0,4	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	1,4
2015 2° trim.	-0,6	-0,1	-1,0	-1,0	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	0,0	0,5	1,4
3° trim.	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4	0,2	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	-0,2	0,1	1,6
4° trim.	-1,4	-0,3	-0,8	-0,5	0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	-0,3	-0,3	1,3
2016 1° trim.	-1,4	-0,4	-0,5	-0,1	0,3	-0,3	-0,2	0,1	-0,1	-0,3	-0,4	1,5

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/debito.

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

6.5 Titoli del debito pubblico ¹⁾

(servizio del debito in percentuale del PIL; flussi nel periodo di servizio del debito; rendimento nominale medio: percentuali in ragione d'anno)

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno ²⁾					Vita residua media ³⁾	Rendimento nominale medio ⁴⁾						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere					Transazioni	
		Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso		Emissione	Rimborsi
	Scadenze fino a 1 anno												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	16,5	14,4	5,0	2,1	0,5	6,3	3,5	1,7	1,3	3,7	2,8	1,2	1,8
2014	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2015	14,9	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2015 2° trim.	15,0	13,0	4,8	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,5
3° trim.	15,1	13,1	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
4° trim.	14,9	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016 1° trim.	15,6	13,7	4,8	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	2,8	0,3	1,1
2016 feb.	15,4	13,5	4,9	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	3,0	0,3	1,2
mar.	15,6	13,7	4,8	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	2,8	0,3	1,1
apr.	15,1	13,2	4,3	1,9	0,5	6,7	2,7	1,2	0,0	3,2	2,9	0,3	1,3
mag.	15,2	13,3	4,5	1,9	0,5	6,7	2,7	1,1	-0,1	3,2	2,9	0,4	1,2
giu.	15,4	13,6	5,0	1,8	0,5	6,7	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
lug.	15,1	13,3	4,6	1,8	0,5	6,8	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,2

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 1	Germania 2	Estonia 3	Irlanda ¹⁾ 4	Grecia 5	Spagna 6	Francia 7	Italia 8	Cipro 9
Disavanzo (-)/avanzo(+) pubblico									
2012	-4,2	-0,1	-0,3	-8,0	-8,8	-10,4	-4,8	-2,9	-5,8
2013	-3,0	-0,1	-0,2	-5,7	-13,0	-6,9	-4,0	-2,9	-4,9
2014	-3,1	0,3	0,8	-3,8	-3,6	-5,9	-4,0	-3,0	-8,9
2015	-2,6	0,7	0,4	-2,3	-7,2	-5,1	-3,5	-2,6	-1,0
2015 2° trim.	-3,1	0,4	0,6	-2,3	-4,7	-5,4	-4,1	-2,9	-0,4
3° trim.	-2,9	0,8	0,7	-1,6	-4,4	-5,3	-3,9	-2,7	-0,9
4° trim.	-2,6	0,6	0,4	-1,8	-7,2	-5,1	-3,6	-2,6	-1,0
2016 1° trim.	-2,7	0,7	1,0	-1,5	-5,7	-5,1	-3,3	-2,5	-0,1
Debito pubblico									
2012	104,1	79,6	9,5	120,1	159,6	85,4	89,6	123,3	79,3
2013	105,2	77,2	9,9	120,0	177,7	93,7	92,4	129,0	102,5
2014	106,5	74,7	10,4	107,5	180,1	99,3	95,4	132,5	108,2
2015	106,0	71,2	9,7	93,8	176,9	99,2	95,8	132,7	108,9
2015 2° trim.	109,5	72,6	9,9	91,1	169,4	99,8	97,7	136,0	110,7
3° trim.	109,1	72,0	9,8	85,9	171,8	99,7	97,1	134,6	110,2
4° trim.	106,1	71,2	9,7	78,7	176,9	99,2	96,2	132,7	108,9
2016 1° trim.	109,2	71,1	9,6	80,4	176,3	100,5	97,5	135,4	109,3

	Lettonia 10	Lituania 11	Lussemburgo 12	Malta 13	Paesi Bassi 14	Austria 15	Portogallo 16	Slovenia 17	Slovacchia 18	Finlandia 19
Disavanzo (-)/avanzo(+) pubblico										
2012	-0,8	-3,1	0,3	-3,5	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,3	-2,2
2013	-0,9	-2,6	0,8	-2,6	-2,4	-1,3	-4,8	-15,0	-2,7	-2,6
2014	-1,6	-0,7	1,7	-2,0	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,7	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,2	-1,5	-1,8	-1,2	-4,4	-2,9	-3,0	-2,7
2015 2° trim.	-2,1	0,4	1,3	-2,0	-2,1	-2,2	-6,4	-4,5	-2,9	-3,1
3° trim.	-2,1	0,1	1,2	-1,7	-2,1	-2,5	-3,1	-4,1	-2,6	-2,9
4° trim.	-1,3	-0,2	1,2	-1,5	-1,9	-1,2	-4,4	-2,9	-3,0	-2,7
2016 1° trim.	-0,8	-0,1	1,0	-0,1	-1,6	-1,2	-3,8	-2,8	-2,8	-2,3
Debito pubblico										
2012	41,4	39,8	22,0	67,5	66,4	81,6	126,2	53,9	52,4	52,9
2013	39,1	38,8	23,3	68,6	67,9	80,8	129,0	71,0	55,0	55,5
2014	40,8	40,7	22,9	67,1	68,2	84,3	130,2	81,0	53,9	59,3
2015	36,4	42,7	21,4	63,9	65,1	86,2	129,0	83,2	52,9	63,1
2015 2° trim.	35,3	37,6	21,8	67,2	67,0	86,3	128,4	81,0	54,7	62,0
3° trim.	36,4	38,2	21,5	66,0	66,2	86,3	130,2	84,4	53,9	60,6
4° trim.	36,4	42,8	21,5	63,8	65,1	86,2	129,0	83,2	52,9	62,6
2016 1° trim.	38,5	40,1	21,8	65,3	64,8	86,9	128,9	83,6	52,2	63,6

Fonte: Eurostat.

1) Si possono riscontrare differenze tra i rapporti riferiti al trimestre e quelli riferiti all'anno a seconda dei dati disponibili. Per maggiori informazioni, si veda la nota esplicativa di Eurostat (http://ec.europa.eu/eurostat/documents/24987/6390465/Irish_GDP_communication.pdf).

© 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 7 settembre 2016.

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

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-16-006-IT-E (epub)
Numero di catalogo dell'UE QB-BP-16-006-IT-N (online)

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

