



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 7 / 2016





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico



Numero 7 / 2016

Indice

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari	4
Sintesi	4
1 Contesto esterno	6
2 Andamenti finanziari	9
3 Attività economica	11
4 Prezzi e costi	15
5 Moneta e credito	17
Riquadri	20
1 Andamenti economici in seguito al referendum del Regno Unito sull'appartenenza all'UE	20
2 I saldi Target e il programma di acquisto di attività	23
3 Andamenti recenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro	27
Articoli	30
1 L'effetto di trasmissione del tasso di cambio sull'inflazione dell'area dell'euro	30
2 L'evoluzione degli investimenti delle imprese nell'area dell'euro dalla crisi	52
Statistiche	S1

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

Sintesi

Le informazioni che si sono rese disponibili dagli inizi di settembre hanno confermato il protrarsi di una ripresa moderata ma costante per l'economia dell'area dell'euro e un graduale incremento dell'inflazione, in linea con le precedenti aspettative. L'economia dell'area ha continuato a mostrare capacità di tenuta di fronte agli effetti avversi dell'incertezza economica e politica a livello mondiale, grazie anche all'insieme articolato di misure di politica monetaria messe in atto dalla BCE, che assicurano condizioni di finanziamento molto favorevoli per imprese e famiglie. Nel complesso, tuttavia, lo scenario di base resta soggetto a rischi al ribasso.

Gli indicatori dell'economia mondiale disponibili segnalano per il terzo trimestre un modesto recupero della crescita dell'attività economica e del commercio su scala mondiale. Al tempo stesso l'inflazione complessiva a livello mondiale è rimasta contenuta, poiché i precedenti cali dei corsi dell'energia hanno gravato sulla dinamica dei prezzi. I rischi per le prospettive dell'attività mondiale restano orientati verso il basso e sono connessi principalmente alle incertezze sul piano delle politiche e agli squilibri finanziari.

Dagli inizi di settembre i rendimenti dei titoli sovrani sono aumentati e la curva a termine dell'EONIA si è spostata verso l'alto; in particolare, i rendimenti sulle scadenze intermedie hanno raggiunto livelli prossimi a quelli osservati a fine giugno, in seguito al referendum del Regno Unito sull'appartenenza all'UE. I differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie hanno registrato un marginale incremento, mantenendosi nel complesso su livelli significativamente inferiori a quelli di inizio marzo, quando è stato annunciato il [programma di acquisto di attività del settore societario](#). I prezzi delle azioni sono rimasti pressoché invariati; nel settore bancario si continuano a registrare valutazioni particolarmente modeste rispetto agli inizi del 2016.

Prosegue la ripresa economica nell'area dell'euro. In prospettiva, ci si attende che l'espansione economica proceda a un ritmo moderato ma costante. La domanda interna dovrebbe essere sorretta dalla trasmissione delle misure di politica monetaria della BCE all'economia reale. Le favorevoli condizioni finanziarie e il miglioramento della redditività delle imprese seguitano a promuovere la ripresa degli investimenti. Inoltre, i prezzi ancora relativamente bassi del petrolio e i durevoli incrementi dell'occupazione, che beneficiano anche delle passate riforme strutturali, forniscono ulteriore sostegno al reddito disponibile reale delle famiglie e ai consumi privati. In aggiunta, nel 2017 l'orientamento delle politiche di bilancio sarà sostanzialmente neutrale nell'area dell'euro. Tuttavia, ci si attende che la ripresa economica nell'area sia frenata dalla perdurante debolezza della domanda esterna, dagli aggiustamenti di bilancio necessari in diversi settori e dalla lenta attuazione delle riforme strutturali.

I rischi per le prospettive di crescita nell'area dell'euro restano orientati verso il basso e riguardano principalmente il contesto esterno.

Secondo l'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è salita allo 0,4 per cento a settembre, dallo 0,2 per cento di agosto. Questa evoluzione riflette soprattutto il continuo incremento sui dodici mesi della componente relativa ai beni energetici, mentre non vi sono ancora segnali convincenti di una tendenza al rialzo dell'inflazione di fondo. In prospettiva, sulla base delle quotazioni correnti dei contratti future sul petrolio, è probabile che i tassi di inflazione aumentino nel corso dei prossimi due mesi, riflettendo in gran parte gli effetti base del tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dell'energia. Sostenuti dalle misure di politica monetaria della BCE e dall'atteso recupero dell'economia, i tassi di inflazione dovrebbero salire ulteriormente nel 2017 e nel 2018.

Le misure di politica monetaria messe in atto da giugno 2014 hanno contribuito a migliorare le condizioni di prestito e i flussi di credito nell'intera area dell'euro, sorreggendo così la ripresa economica. In particolare, dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il terzo trimestre del 2016 emerge che il programma di acquisto di attività della BCE e il tasso negativo sui depositi presso la banca centrale hanno concorso a rendere più favorevoli termini e condizioni di credito. Al tempo stesso, le banche hanno continuato a segnalare un miglioramento della domanda di prestiti a fronte di ulteriori riduzioni dei tassi applicati dalle banche, che ad agosto hanno toccato minimi storici. La ripresa della crescita dei prestiti è quindi proseguita a un ritmo moderato, pur avendo perso slancio durante l'estate. A settembre le emissioni nette di titoli di debito delle società non finanziarie hanno evidenziato un marcato rafforzamento rispetto al finanziamento basato sul mercato.

Nella riunione del 20 ottobre 2016, sulla base della consueta analisi economica e monetaria, il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE e continua ad attendersi che essi rimangano su livelli pari o inferiori a quelli attuali per un prolungato periodo di tempo, ben oltre l'orizzonte degli acquisti netti di attività. 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.

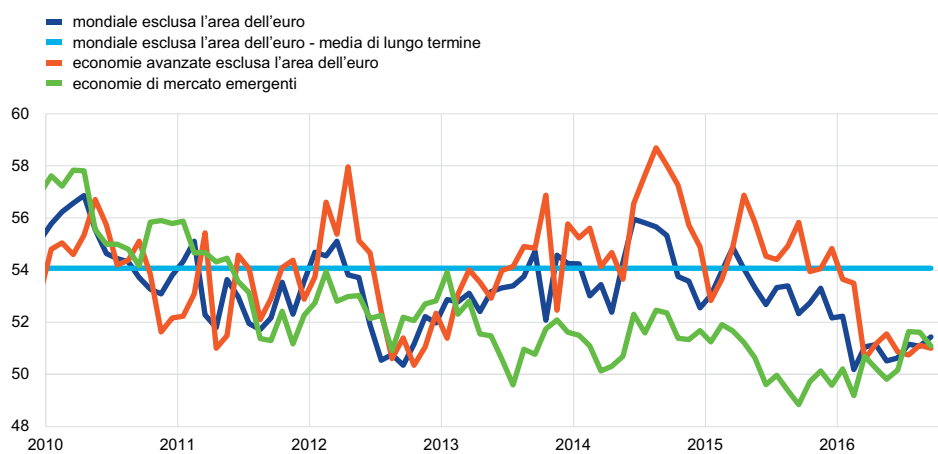
In prospettiva, il Consiglio direttivo mantiene l'impegno a preservare il grado molto elevato di accomodamento monetario che è necessario per assicurare una convergenza durevole del profilo di inflazione verso tassi inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. A tal fine il Consiglio direttivo continuerà ad agire, se necessario, ricorrendo a tutti gli strumenti disponibili nell'ambito del proprio mandato. A dicembre la valutazione del Consiglio direttivo si potrà avvalere delle nuove proiezioni macroeconomiche con un orizzonte che si estenderà fino al 2019, nonché dei lavori dei comitati dell'Eurosistema sulle opzioni possibili allo scopo di assicurare l'ordinata attuazione del programma di acquisto fino a marzo 2017, o anche oltre se necessario.

Nonostante la modesta ripresa di alcune economie di mercato emergenti, a livello globale la dinamica espansiva si mantiene graduale. L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) è cresciuto ulteriormente in misura marginale in settembre 2016, con un lieve calo del prodotto nel settore manifatturiero compensato da un rialzo nel settore dei servizi (cfr. grafico 1). Su base trimestrale, il PMI mondiale relativo al prodotto è salito a 51,5 nel terzo trimestre, evidenziando un incremento dal 51,3 del periodo precedente. Nelle economie avanzate si sono riscontrati andamenti eterogenei, con l'indice in aumento per Stati Uniti e Giappone nel terzo trimestre e in diminuzione invece per il Regno Unito. Le prospettive di crescita per le economie emergenti sono migliorate rispetto alla prima metà dell'anno, con le indagini che forniscono segnali di un'inversione di tendenza dell'attività economica.

Grafico 1

PMI composito del prodotto mondiale

(indice di diffusione)



Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni sono di settembre 2016.

Le condizioni finanziarie globali si sono mantenute favorevoli. Le economie emergenti hanno continuato a beneficiare di una maggiore propensione al rischio, con una buona tenuta dei flussi di capitale in entrata in un contesto di generale miglioramento delle condizioni finanziarie. La propensione al rischio a livello mondiale è stata in parte sospinta dall'attività delle banche centrali in alcune delle principali economie avanzate. In agosto il Monetary Policy Committee della Bank of England ha abbassato i tassi di interesse e ha annunciato nuove misure di allentamento quantitativo. In settembre il Policy Board della Banca del Giappone ha deciso in favore di un ulteriore accomodamento della politica monetaria, introducendo ciò che lo stesso ha definito un allentamento monetario quantitativo e qualitativo con controllo della curva dei rendimenti; inoltre, il Board ha assunto l'impegno di incrementare la base monetaria finché il tasso di inflazione osservato non supera l'obiettivo di stabilità dei prezzi, rimanendovi stabilmente al di sopra. Negli Stati Uniti, d'altro canto, il Federal Open Market Committee del Federal Reserve System ha indicato in settembre che le argomentazioni a sostegno di un aumento del tasso di interesse sui Federal Funds si sono rafforzate.

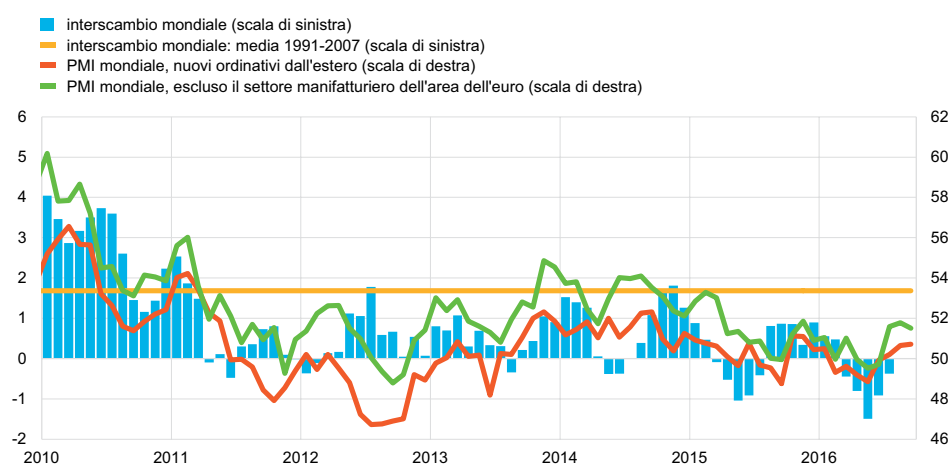
Nonostante un modesto miglioramento, il commercio internazionale di beni permane debole.

L'interscambio mondiale di beni si è di nuovo contratto in luglio, per il quinto mese consecutivo, nondimeno la dinamica di fondo ha seguito a rafforzarsi (cfr. grafico 2). Le importazioni globali di beni in termini di volume sono scese dello 0,4 per cento in luglio su base trimestrale rispetto al periodo precedente, dopo un calo dello 0,9 per cento in giugno. Ad ogni modo, i dati recenti suggeriscono che la crescita del commercio internazionale potrebbe aver raggiunto il punto minimo, con il PMI mondiale relativo ai nuovi ordinativi dall'estero in aumento nel terzo trimestre.

Grafico 2

Commercio internazionale 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: le ultime osservazioni sono relative a settembre 2016 per il PMI e a luglio 2016 per l'interscambio mondiale.

La bassa inflazione dei beni energetici continua a pesare sull'inflazione complessiva a livello globale.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) nei paesi dell'OCSE è cresciuta in misura lieve portandosi allo 0,9 per cento in agosto; al tempo stesso, il dato al netto di beni alimentari ed energetici è rimasto invariato all'1,8 per cento. I ribassi dei beni energetici sono proseguiti in agosto, seppur a un ritmo più moderato rispetto al mese precedente, mostrando un calo del 6,7 per cento sui dodici mesi, mentre i prezzi dei prodotti alimentari sono diminuiti in misura marginale. Sebbene gli effetti base di passati ribassi delle materie prime dovrebbero contribuire ad aumentare l'inflazione complessiva nei mesi a venire, la presenza di un ampio margine di capacità produttiva inutilizzata continuerà a gravare sull'inflazione a livello mondiale nel medio periodo.

La quotazione del greggio di qualità Brent ha subito un netto rialzo in seguito all'annuncio dell'OPEC riguardo alla decisione di ridurre la produzione petrolifera.

La decisione dell'OPEC di diminuire la produzione di circa 0,5-1,0 milioni di barili al giorno (ancora da ratificare nel corso della sua prossima riunione a fine novembre) si è rivelata del tutto inaspettata. Tuttavia, il fatto che le scorte siano prossime ai massimi storici agirà da freno sul processo di riequilibrio del mercato. Anche se la decisione viene ratificata, l'eccesso di stock dei paesi dell'OCSE sarà al massimo solo dimezzato nei prossimi sei trimestri. I prezzi delle materie prime non petrolifere sono sostanzialmente immutati dai primi di settembre.

Gli indicatori suggeriscono che la crescita del PIL statunitense ha recuperato nel terzo trimestre dopo l'indebolimento all'inizio di quest'anno.

Il PIL in termini reali degli Stati Uniti è cresciuto a un tasso annualizzato dell'1,4 per cento nel secondo trimestre del 2016; tuttavia, le indagini e i dati effettivi indicano che l'espansione ha assunto un ritmo più sostenuto nel terzo trimestre. Ci si attende che la spesa per consumi si attesti come determinante primaria della crescita, sostenuta da persistenti miglioramenti nelle condizioni del mercato del lavoro. L'aumento medio mensile degli occupati nel settore non agricolo è stato pari a 192.000 unità nei tre mesi fino a settembre. L'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC negli Stati Uniti è salita all'1,5 per cento in settembre, mentre il dato al netto di beni alimentari ed energetici è sceso al 2,2 per cento.

La crescita economica in Giappone continua a essere modesta. In seguito alla debole dinamica di luglio, le esportazioni e la produzione hanno recuperato in agosto. Inoltre, i nuovi ordinativi nelle costruzioni registrati in luglio hanno delineato un certo miglioramento nel mercato degli immobili residenziali. Al contempo, le indagini presso le famiglie rivelano un peggioramento dei consumi privati, nonostante i miglioramenti in atto nel mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione è calato al 3 per cento in luglio, mentre gli utili monetari nominali sono aumentati dell'1,2 per cento in termini congiunturali. L'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC si è addentrata maggiormente in territorio negativo in agosto, collocandosi a -0,5 per cento; il dato al netto di beni alimentari freschi ed energetici (misura preferenziale dell'inflazione di fondo utilizzata dalla Banca del Giappone) ha anch'esso subito una flessione, portandosi allo 0,4 per cento.

Nel Regno Unito la crescita economica si mantiene robusta. In seguito alle marcate contrazioni subito dopo il referendum britannico sull'adesione all'Unione europea, numerosi indicatori di breve termine hanno mostrato una ripresa in agosto e settembre. Tuttavia, l'incertezza che circonda i negoziati per l'uscita dall'Unione europea dovrebbe frenare la domanda interna, specie sul fronte degli investimenti (cfr. riquadro 1 in questo numero del Bollettino). L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è aumentata all'1,0 per cento in settembre e ci si attende che cresca ancora sulla scia del recente deprezzamento della sterlina britannica. In effetti, i dati recenti sui prezzi degli input segnalano l'accumularsi di un certo grado di pressioni inflazionistiche.

L'economia cinese sta seguitando a espandersi a un ritmo sostenuto. Gli ultimi dati confermano una crescita stabile del PIL pari al 6,7 per cento nel terzo trimestre su base congiunturale, dinamica sospinta perlopiù dai consumi, mentre l'apporto degli investimenti fissi lordi è diminuito lievemente rispetto al secondo trimestre, in linea con un processo lento di riequilibrio dell'economia. Le esportazioni nette hanno continuato, in misura marginale, a contribuire negativamente alla crescita. I prezzi delle abitazioni nelle città di maggiori dimensioni hanno evidenziato un netto rialzo, nell'ordine del 30 per cento circa sui dodici mesi; di conseguenza, alcune autorità locali hanno cominciato a imporre restrizioni sugli acquisti. Allo stesso tempo, nelle città di minori dimensioni, i prezzi risultano più stabili per via di un eccesso di offerta abitativa. L'inflazione è aumentata in settembre, con il dato sui dodici mesi misurato sull'IPC in crescita all'1,9 per cento, mentre l'inflazione alla produzione sui dodici mesi, in territorio negativo da marzo 2012, è salita allo 0,1 per cento.

2 Andamenti finanziari

I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro sono aumentati dagli inizi di settembre. Nel periodo in rassegna (8 settembre - 19 ottobre 2016), i rendimenti dei titoli di Stato decennali hanno registrato aumenti compresi tra 6 e 30 punti base. Nel complesso, i differenziali di rendimento dei titoli sovrani rispetto al tasso del Bund tedesco decennale sono rimasti sostanzialmente stabili nella maggior parte dei paesi, ad eccezione di Grecia e Italia, dove sono saliti rispettivamente di 12 e 21 punti base.

Grafico 3

Indici delle quotazioni azionarie dell'area dell'euro e degli Stati Uniti

(1° gennaio 2015 = 100)



Fonte: Thomson Reuters.

Note: dati giornalieri. L'ultima osservazione si riferisce al 19 ottobre 2016.

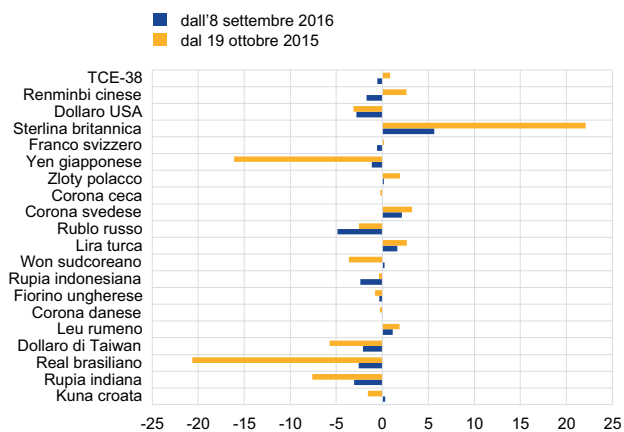
Le quotazioni azionarie nell'area dell'euro sono rimaste sostanzialmente stabili dagli inizi di settembre. Alla fine del periodo in rassegna l'indice azionario dell'area dell'euro era ancora inferiore del 3 per cento circa rispetto al livello immediatamente precedente il referendum britannico sull'appartenenza all'UE e del 2 per cento rispetto agli inizi del 2016. I timori per la redditività, nonché eventi legati a singoli paesi e a singole banche, hanno continuato a pesare sul settore bancario dell'area. Il 19 ottobre, le quotazioni delle azioni bancarie erano inferiori di circa il 20 per cento rispetto agli inizi del 2016 (cfr. grafico 3). I corsi azionari sono scesi negli Stati Uniti di circa il 2 per cento nel periodo in esame, mentre sono rimasti sostanzialmente stabili in Giappone e sono saliti di oltre il 2 per cento nel Regno Unito. Le aspettative dei mercati sulla volatilità delle quotazioni azionarie sono rimaste complessivamente stabili nell'area dell'euro e

sono state nettamente inferiori rispetto al picco relativo raggiunto a fine giugno a causa del referendum britannico.

Si è arrestata la tendenza al ribasso dei differenziali sulle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie osservata da quando il Consiglio direttivo ha annunciato il programma di acquisto di titoli del settore societario (corporate sector purchase programme, CSPP) a marzo. Dopo un periodo di rendimenti in calo cominciato agli inizi di marzo, considerata una breve inversione di tendenza a giugno attribuibile alle tensioni provocate dal referendum britannico, i differenziali sulle emissioni delle società non finanziarie (SNF) sono saliti in misura marginale per tutte le categorie di rating dagli inizi di settembre. Ciò nonostante, il 19 ottobre, gli spread sulle obbligazioni delle SNF erano, a seconda del rating, inferiori di 15-50 punti base rispetto agli inizi di marzo, quando il Consiglio direttivo ha annunciato il lancio del CSPP. Nel settore finanziario, i differenziali sulle obbligazioni sono parimenti saliti lievemente per tutte le categorie di rating nel periodo in rassegna. L'andamento opposto delle azioni bancarie, che hanno registrato un netto ribasso dagli inizi del 2016, e degli spread sulle obbligazioni finanziarie indica che i timori per la redditività, piuttosto che la percezione di maggiori rischi d'insolvenza tra le istituzioni finanziarie, restano un fattore determinante della dinamica del settore bancario.

Grafico 4

Variazioni del tasso di cambio dell'euro rispetto a specifiche valute (valori percentuali)



Fonte: BCE.

Note: TCE-38 è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Tutte le variazioni sono calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 19 ottobre 2016.

Sui mercati dei cambi, l'euro è rimasto

sostanzialmente stabile su base ponderata per

l'interscambio. In termini bilaterali, dall'8 settembre l'euro si è apprezzato del 5,7 per cento nei confronti della sterlina, a fronte della persistente incertezza legata all'esito del referendum britannico. Ha altresì segnato un rialzo rispetto alle valute della maggior parte dei paesi dell'Unione europea non appartenenti all'area dell'euro. Al contempo, si è deprezzato nei confronti della maggior parte delle altre principali divise, tra cui il dollaro statunitense (del 2,8 per cento), lo yen giapponese (dell'1,1 per cento) e il franco svizzero (dello 0,6 per cento), nonché rispetto alle valute delle principali economie emergenti (cfr. grafico 4).

L'Eonia (euro overnight index average) si è mantenuto stabile nel periodo in rassegna a circa

-35 punti base.

Verso la fine del terzo trimestre 2016,

l'Eonia è salito temporaneamente a -32 punti base.

La liquidità in eccesso è aumentata di circa 28 miliardi

di euro, a circa 1065 miliardi, per effetto degli acquisti effettuati dall'Eurosistema nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie.

Rispetto ai minimi raggiunti agli inizi di settembre, la curva a termine dell'Eonia si è spostata verso l'alto specie oltre l'orizzonte temporale di un anno. Attualmente è prossima al livello osservato subito dopo il referendum britannico, soprattutto per le scadenze fino a cinque anni. Nel periodo in esame, la curva a termine dell'Eonia si è spostata verso l'alto di circa 6 punti base sulle scadenze a medio termine. Questo spostamento verso l'alto è stato marginale per le scadenze inferiori a due anni e la curva rimane inferiore a zero per quelle fino all'estate 2021.

3 Attività economica

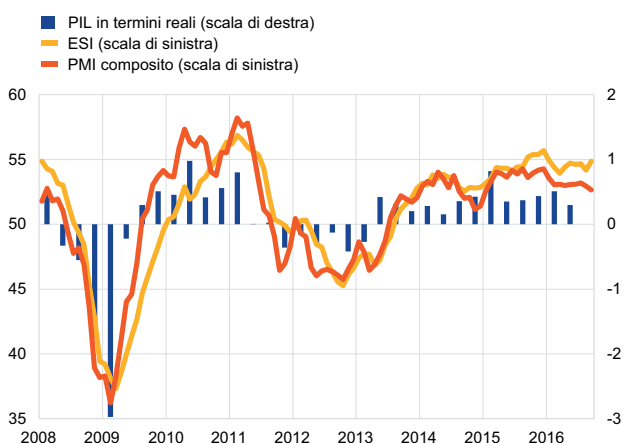
La ripresa economica prosegue nell'area dell'euro, malgrado una certa volatilità connessa alle condizioni meteorologiche nella prima metà del 2016.

Nel secondo trimestre dell'anno il PIL in termini reali è aumentato dello 0,3 per cento sul periodo precedente, sulla scia del modesto contributo fornito dalla domanda interna nonché del maggiore apporto dell'interscambio netto (cfr. grafico 5). Per contro, le variazioni delle scorte hanno inciso negativamente sull'evoluzione del PIL. Gli indicatori economici, i dati quantitativi e i risultati delle indagini congiunturali più recenti hanno continuato a mostrare capacità di tenuta e segnalano il perdurare di una crescita modesta nel terzo trimestre.

Grafico 5

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

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



Fonti: Eurostat, Commissione europea, Markit e BCE.

Note: l'ESI è normalizzato con la media e la deviazione standard del PMI. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2016 per il PIL in termini reali e a settembre 2016 per l'ESI e il PMI.

La spesa per consumi, principale determinante della ripresa in atto, ha continuato a offrire un contributo positivo all'espansione del PIL nel primo semestre del 2016.

Nel secondo trimestre la crescita dei consumi privati è scesa allo 0,2 per cento sul periodo precedente. Tale rallentamento dovrebbe essere interpretato alla luce della vigorosa dinamica del primo trimestre, quando i consumi sono aumentati dello 0,6 per cento su base trimestrale. L'evoluzione dei consumi nel secondo trimestre ha riflesso un incremento del tasso di risparmio, riconducibile alla tenuta ancora buona della crescita del reddito reale. Nell'attuale ripresa, infatti, la spesa per consumi ha beneficiato dell'aumento del reddito disponibile reale delle famiglie, dovuto principalmente alla maggiore occupazione e ai bassi prezzi del petrolio. Nel secondo trimestre il reddito disponibile lordo reale delle famiglie ha evidenziato un'espansione del 2,5 per cento sul periodo corrispondente, il dato più elevato degli ultimi 15 anni. Anche i vincoli sui bilanci

delle famiglie si sono allentati. I rapporti debito/reddito delle famiglie sono diminuiti continuamente nel corso dell'attuale ripresa, sostenendo così la crescita dei consumi complessivi.

Nel periodo a venire i consumi dovrebbero continuare ad aumentare a un ritmo costante.

Dopo il miglioramento osservato nel secondo trimestre, il clima di fiducia dei consumatori ha registrato un lieve peggioramento nel terzo, forse attribuibile in parte all'esito del referendum nel Regno Unito e ai recenti attacchi terroristici. La fiducia si mantiene tuttavia al di sopra della sua media di lungo termine. I dati sul commercio al dettaglio (fino ad agosto) e quelli sulle immatricolazioni di nuove autovetture (fino a settembre) sono in linea con la crescita positiva della spesa per consumi nel terzo trimestre, forse leggermente più vigorosa rispetto al periodo precedente. Inoltre, la spesa per consumi dovrebbe essere sostenuta anche dall'ulteriore incremento dell'occupazione emerso dai risultati delle ultime indagini congiunturali.

L'attività di investimento ha rallentato nel secondo trimestre, dopo l'impatto favorevole esercitato dalle condizioni meteorologiche sul settore delle costruzioni nel periodo precedente. Gli investimenti complessivi hanno mostrato una crescita congiunturale nulla nel secondo trimestre, riflettendo l'aumento degli investimenti diversi dalle costruzioni compensato dal calo degli investimenti nel settore edilizio. L'incremento degli investimenti diversi dalle costruzioni è quasi interamente ascrivibile ai crescenti investimenti in mezzi di trasporto, mentre gli investimenti in TIC (tecnologie informatiche e delle comunicazioni) hanno rappresentato la parte rimanente. Gli investimenti in costruzioni si sono ridotti dello 0,4 per cento nel secondo trimestre, dopo tre periodi consecutivi di crescita. La diminuzione va ricondotta soprattutto agli andamenti in Germania, con il venir meno dell'effetto connesso alle condizioni meteorologiche che avevano impresso un forte slancio alla dinamica del primo trimestre.

Le nuove informazioni disponibili segnalano per il terzo trimestre un'espansione moderata degli investimenti delle imprese, a fronte di un aumento degli investimenti in costruzioni. La fiacca evoluzione degli investimenti delle imprese trova riscontro nei dati sulla produzione industriale di beni di investimento, cresciuta debolmente in luglio e in agosto rispetto al secondo trimestre. Inoltre, nel terzo trimestre il clima di fiducia nel settore dei beni di investimento è stato, in media, più sfavorevole che nel periodo precedente e la valutazione degli ordini è rimasta modesta, specie nel caso degli ordini dall'estero, a indicare un certo impatto negativo proveniente dal debole contesto internazionale. Quanto agli investimenti in costruzioni, fattori sottostanti quali i permessi di costruire concessi, la situazione della domanda nel comparto e la valutazione degli ordini segnalano il proseguire della ripresa nel periodo a venire. In aggiunta, dai primi dati mensili sulla produzione e dai risultati delle indagini congiunturali emerge un recupero dell'attività di costruzione nel terzo trimestre dell'anno.

Secondo le attese, la ripresa degli investimenti delle imprese continuerebbe anche oltre il prossimo trimestre, sorretta dalla domanda, dall'orientamento accomodante di politica monetaria nonché dalle favorevoli condizioni di finanziamento e dalle esigenze di sostituzione di beni capitali. Anche l'aumento dei margini di profitto dovrebbe sostenere gli investimenti complessivi nel periodo a venire. I rischi al ribasso per le prospettive di investimento delle imprese derivano dal quadro internazionale, ivi comprese le incertezze legate all'uscita del Regno Unito dall'UE.

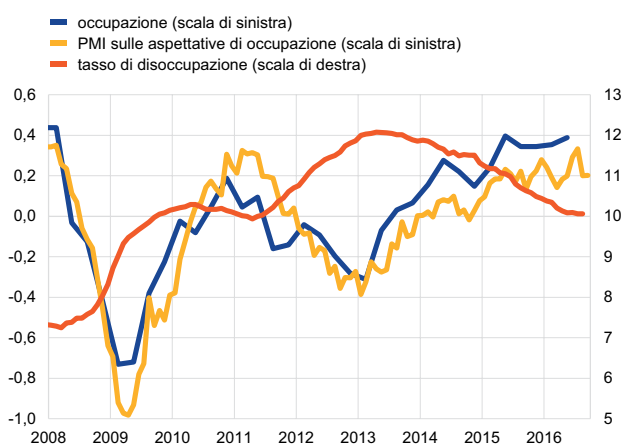
Sebbene le esportazioni totali dell'area dell'euro abbiano mostrato un certo vigore nel secondo trimestre, i dati mensili sul commercio con l'esterno dell'area indicano finora un andamento debole nel terzo trimestre. I risultati mensili sull'interscambio per il mese di agosto suggeriscono un lieve recupero delle esportazioni verso i paesi esterni all'area rispetto allo stesso periodo del 2015 (in base alla media mobile di tre mesi). Nondimeno, la crescita delle esportazioni all'esterno dell'area dell'euro rimane debole nel confronto storico. Tra le economie di mercato emergenti, le esportazioni verso la Cina hanno segnato una decelerazione e quelle verso la Russia e l'America Latina sono diminuite. Quanto alle economie avanzate, le esportazioni negli Stati Uniti hanno fornito un contributo

negativo, mentre è probabile che le esportazioni verso i paesi europei non appartenenti all'area dell'euro abbiano contribuito positivamente. In prospettiva, il lieve apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro osservato dall'inizio dell'anno dovrebbe gravare sulle esportazioni dell'area. In aggiunta, le esportazioni potrebbero risentire dei possibili effetti avversi sui flussi di commercio mondiale indotti dall'esito del referendum nel Regno Unito. Indicatori più tempestivi, come quelli delle indagini qualitative, segnalano un'evoluzione ancora modesta della domanda estera, anche se gli ordinativi dall'estero sembrano aver evidenziato un lieve miglioramento nel terzo trimestre.

Grafico 6

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

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



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: il PMI è espresso come deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2016 per l'occupazione, a settembre 2016 per il PMI e ad agosto 2016 per la disoccupazione.

Nell'insieme, gli ultimi indicatori economici sono complessivamente coerenti con il protrarsi di una moderata crescita del PIL reale nel terzo trimestre del 2016.

La produzione industriale (al netto delle costruzioni) ha evidenziato un forte aumento mensile in agosto, dopo un calo più esiguo in luglio. A luglio e ad agosto la produzione industriale è stata, in media, superiore dello 0,1 per cento al livello osservato nel secondo trimestre, quando era diminuita dello 0,2 per cento su base trimestrale. I dati più recenti desunti dalle indagini congiunturali confermano che la crescita si è protratta nel terzo trimestre, a un ritmo sostanzialmente pari a quello del secondo. Nel terzo trimestre l'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) si è collocato in media a 52,9, da 53,1 nel periodo precedente, mentre l'indice di fiducia della Commissione europea (Economic Sentiment Indicator, ESI) è rimasto invariato a 104,3 (cfr. grafico 5). Se l'ESI si mantiene ben al di sopra della media

di lungo periodo, il PMI registra al momento un livello leggermente inferiore alla media storica.

I mercati del lavoro nell'area dell'euro continuano a mostrare un graduale miglioramento.

Nel secondo trimestre del 2016 l'occupazione è aumentata di un ulteriore 0,4 per cento sul periodo precedente, portando l'incremento annuo all'1,4 per cento. Dal secondo trimestre del 2013, quando l'occupazione ha cominciato a crescere, il numero di occupati è salito complessivamente del 3 per cento. Ad agosto il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è rimasto invariato al 10,1 per cento, livello inferiore di 2,0 punti percentuali all'ultimo picco, registrato nell'aprile 2013 (cfr. grafico 6). Tale calo ha interessato in maniera generalizzata i generi e le diverse fasce di età. Inoltre, la disoccupazione di lunga durata (la percentuale di popolazione disoccupata da almeno 12 mesi) continua a diminuire lentamente, ma resta superiore al 5 per cento della forza lavoro. I risultati delle più recenti indagini campionarie evidenziano un ulteriore miglioramento nei mercati del lavoro per il prossimo futuro.

In prospettiva, ci si attende che l'espansione economica proceda a un ritmo moderato ma costante.

La domanda interna dovrebbe essere sorretta dalla trasmissione delle misure di politica monetaria all'economia reale. Le favorevoli condizioni finanziarie e il miglioramento della redditività delle imprese seguitano a promuovere la ripresa degli investimenti. Inoltre, i prezzi ancora relativamente bassi del petrolio e i durevoli incrementi dell'occupazione, legati anche alle passate riforme strutturali, forniscono ulteriore sostegno al reddito disponibile reale delle famiglie e ai consumi privati. In aggiunta, è probabile che nel 2017 l'orientamento aggregato delle politiche di bilancio sia sostanzialmente neutrale nell'area dell'euro. Tuttavia, ci si attende che la ripresa economica sia frenata dalla perdurante debolezza della domanda estera, dagli aggiustamenti di bilancio necessari in diversi settori e dalla lenta attuazione delle riforme strutturali. I rischi per le prospettive di crescita nell'area dell'euro restano orientati al ribasso e sono connessi principalmente al contesto esterno. I risultati dell'ultima [Survey of Professional Forecasters](#) della BCE, condotta agli inizi di ottobre, mostrano previsioni di crescita del PIL del settore privato sostanzialmente invariate rispetto alla precedente edizione dell'indagine, che risale ai primi di luglio.

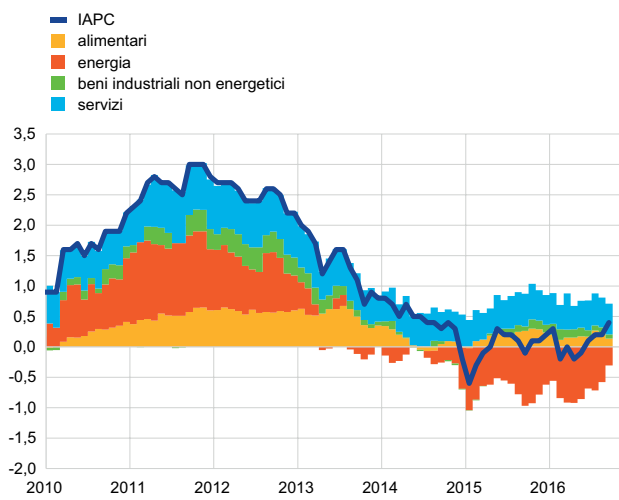
4 Prezzi e costi

L'inflazione complessiva è aumentata ulteriormente negli ultimi mesi. La tendenza al rialzo dell'inflazione complessiva osservata dal recente picco minimo del -0,2 per cento in aprile 2016 riflette soprattutto il venir meno dell'effetto di passati ribassi del petrolio (cfr. grafico 7).

Grafico 7

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2016.

Gran 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 alimentari ed energia ha oscillato da allora intorno all'1 per cento. In modo analogo, anche altre misure dell'inflazione di fondo non hanno mostrato chiari segnali di una dinamica al rialzo. Questo può essere in parte riconducibile agli effetti al ribasso indiretti esercitati dalle nette riduzioni passate delle quotazioni di petrolio e altre materie prime, i quali si sono concretizzati con un certo ritardo. A livello più fondamentale, le pressioni dal lato dei costi interni (in particolare la crescita dei salari) sono rimaste contenute.

L'inflazione all'importazione si è mantenuta negativa, mentre l'inflazione alla produzione permane abbastanza stabile. Il tasso di crescita congiunturale dei prezzi all'importazione per la

componente dei beni di consumo non alimentari è diminuito ulteriormente in misura lieve portandosi a -1,4 per cento in agosto, dal -1,3 di luglio. Negli stadi successivi della catena di formazione dei prezzi, i prezzi alla produzione per le vendite interne di beni di consumo non alimentari si sono attestati su livelli pressoché stabili, con un tasso di crescita sui dodici mesi pari allo 0,1 per cento in agosto, in leggero aumento dallo 0,0 osservato in luglio. Sebbene i miglioramenti delle condizioni economiche, con ogni probabilità, abbiano esercitato pressioni al rialzo sui prezzi alla produzione, questo potrebbe essere stato compensato dai bassi prezzi degli input legati alle materie prime e in termini più generali da spinte disinflazionistiche su scala mondiale.

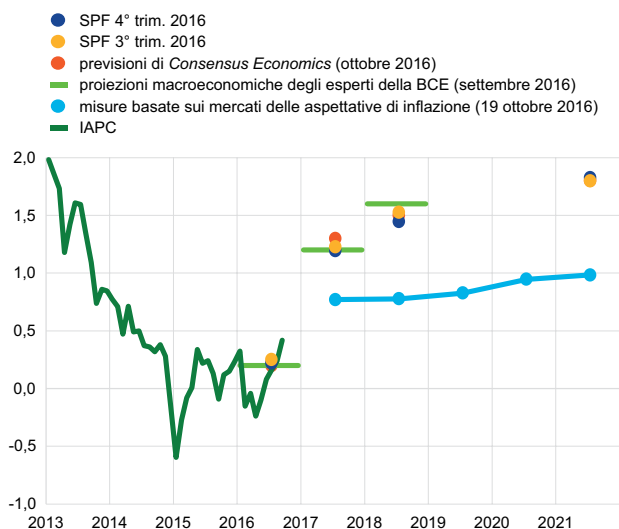
La dinamica salariale permane modesta. La crescita tendenziale del reddito per occupato ha subito una lieve flessione portandosi all'1,1 per cento nel secondo trimestre del 2016, dall'1,2 per cento del trimestre precedente. È probabile che abbiano continuato a pesare sulla crescita salariale l'ampio margine di capacità inutilizzata nel mercato del lavoro, la debole espansione della produttività, l'inflazione contenuta e il persistente impatto delle riforme del mercato del lavoro attuate in alcuni paesi durante la crisi finanziaria ed economica¹.

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

Grafico 8

Misure delle aspettative di inflazione basate sui mercati e sulle indagini

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Survey of Professional Forecasters (SPF) della BCE, Thomson Reuters, Consensus Economics, proiezioni macroeconomiche ed elaborazioni della BCE.
Note: i dati per lo IAPC effettivo sono riportati fino a settembre 2016. Le misure basate sui mercati relative alle aspettative di inflazione sono desunte dagli swap a cedola zero indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro (sulla base dello IAPC al netto dei tabacchi).

Le aspettative di inflazione a più lungo termine misurate in base ai mercati hanno evidenziato un leggero incremento, ma permangono su livelli bassi, mentre le aspettative misurate in base alle indagini si confermano su valori sostanzialmente più alti rispetto ai dati ricavati dai mercati (cfr. grafico 8).

Da settembre le misure basate sui mercati relative alle aspettative di inflazione hanno mostrato una certa ripresa per tutte le scadenze, seppur a partire da valori ai minimi storici. Il tasso a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale è aumentato dall'1,29 per cento i primi di settembre all'1,43 per cento a metà ottobre. I livelli ridotti che si osservano attualmente per le misure basate sui mercati delle aspettative di inflazione rispecchiano in parte le modeste attese di inflazione tra gli operatori di mercato e in parte la domanda limitata di protezione dall'inflazione in un contesto di bassa inflazione. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine desunte dalle indagini si attestano su valori di gran lunga più elevati rispetto ai dati ricavati dai mercati. La Survey of Professional Forecasters della BCE per il quarto trimestre del 2016 ha indicato che le aspettative di inflazione su un

orizzonte quinquennale sono rimaste invariate all'1,8 per cento. Inoltre, gli operatori di mercato sono ancora dell'idea che un dato negativo per i tassi di inflazione su un orizzonte di due e cinque anni sia uno scenario altamente improbabile. Altre istituzioni e indagini sono sostanzialmente in linea con la Survey of Professional Forecasters per quanto riguarda le attese di inflazione a più lungo termine.

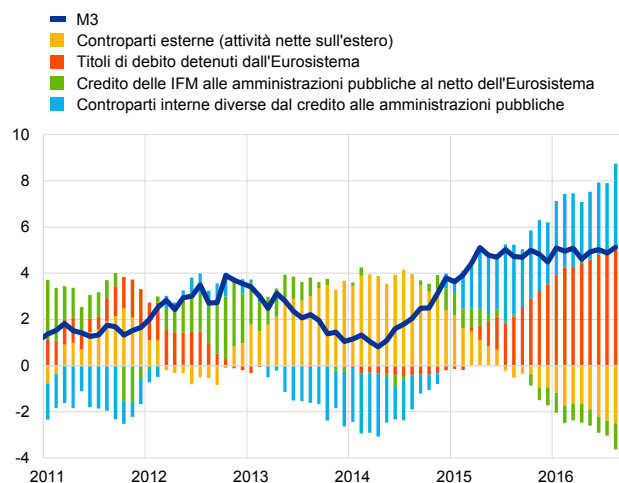
Il rialzo dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro cominciato all'inizio del 2014 si è protratto alla prima metà di quest'anno. Secondo l'indicatore aggregato dei prezzi degli immobili residenziali elaborato dalla BCE, il tasso di crescita tendenziale delle quotazioni abitative nell'area dell'euro era pari al 3,0 per cento nel secondo trimestre del 2016, in crescita dal 2,7 per cento del primo trimestre del 2016 e dal 2,2 per cento dell'ultimo trimestre del 2015 (cfr. riquadro 3).

5 Moneta e credito

La crescita dell'aggregato monetario ampio è rimasta robusta. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è salito al 5,1 per cento ad agosto, dal 4,9 di luglio, dopo aver oscillato su valori intorno al 5 per cento da Aprile 2015 (cfr. Grafico 9). L'espansione di M3 ha continuato ad essere trainata dalle sue componenti più liquide, in ragione del contenuto costo-opportunità di detenere depositi liquidi in un contesto caratterizzato da tassi di interesse molto bassi e da una curva dei rendimenti piatta. Dopo una serie di rallentamenti seguiti al picco toccato nel luglio 2015, la crescita sui dodici mesi di M1 ha raggiunto l'8,9 per cento, in aumento rispetto all'8,4 di luglio di quest'anno.

Grafico 9
M3 e sue componenti

(flussi cumulati sui 12 mesi in miliardi di euro; destagionalizzati)



Fonte: BCE.

Note: "Le controparti interne diverse dal credito alle amministrazioni pubbliche" comprendono le passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al lordo di capitale e riserve), il credito delle IFM al settore privato e altre controparti. L'ultima osservazione si riferisce ad agosto 2016.

L'espansione dell'aggregato monetario ampio ha continuato ad essere trainata dalle fonti interne di creazione di moneta. Si è protratto l'impatto fortemente positivo degli acquisti di titoli di debito nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (public sector purchase programme, PSPP) sulla crescita di M3 (cfr. gli istogrammi arancioni nel Grafico 9). Per contro, il contributo di credito delle istituzioni finanziarie monetarie alle amministrazioni pubbliche (al netto del credito dell'Eurosistema) è rimasto negativo (cfr. gli istogrammi verdi nel Grafico 9).

Anche le controparti interne diverse dal credito alle amministrazioni pubbliche hanno avuto un effetto positivo sull'espansione di M3 (cfr. gli istogrammi blu nel Grafico 9). Da un lato, ciò riflette la graduale ripresa della crescita del credito al settore privato. Dall'altro, il valore sensibilmente negativo del tasso di crescita sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) ha continuato a sostenere l'espansione di M3. Ciò si spiega da un

lato con l'andamento piatto della curva dei rendimenti (legato alle misure di politica monetaria adottate dalla BCE) che ha ridimensionato gli incentivi degli investitori a detenere depositi e obbligazioni bancarie a lungo termine; dall'altro con l'appetibilità delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT), come alternativa alla raccolta bancaria a più lungo termine sul mercato.

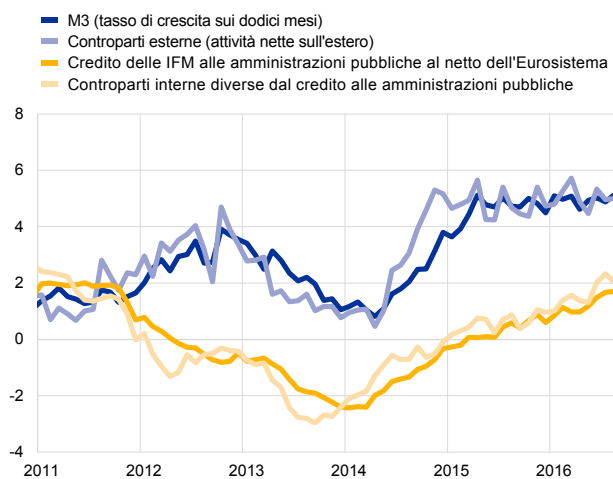
La posizione patrimoniale netta sull'estero del settore delle IFM ha continuato a influire sulla crescita annuale di M3 (cfr. gli istogrammi gialli nel Grafico 9). Quest'andamento riflette il continuo deflusso di capitale dall'area dell'euro e il riequilibrio del portafoglio a favore di strumenti al di fuori dell'area, più precisamente di titoli di stato dei paesi dell'Eurosistema venduti da parte di non residenti nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (public sector purchase programme, PSPP) (cfr. anche il Riquadro 2 *Saldi TARGET e il programma di acquisto di attività* in questo numero del Bollettino).

La ripresa dell'espansione dei prestiti è proseguita a ritmo moderato. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretto per l'effetto di

Grafico 10

M3 e prestiti al settore privato

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



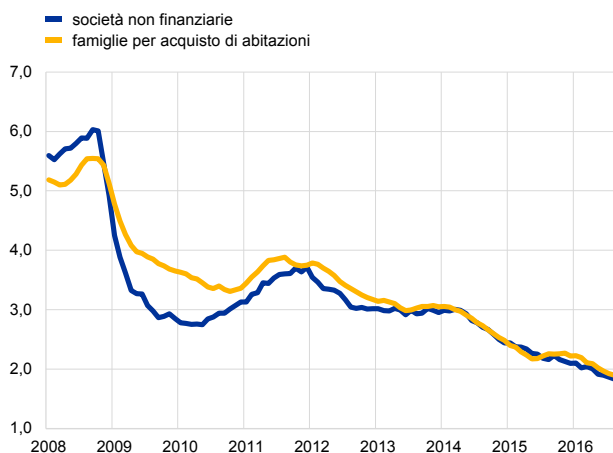
Fonte: BCE.

Note: I prestiti sono corretti per cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling. L'ultima osservazione si riferisce ad agosto 2016.

Grafico 11

Indicatore composito del costo dei prestiti bancari per le SNF e per le famiglie

(percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Note: L'indicatore composito del costo dei prestiti bancari è calcolato aggregando i tassi a breve e a lungo termine mediante una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. L'ultima osservazione si riferisce ad agosto 2016.

cessioni, cartolarizzazioni e per il notional cash pooling) è risultato stabile ad agosto (cfr. Grafico 10), sia per i prestiti alle società non finanziarie (SNF), sia per quelli alle famiglie. Sebbene la graduale ripresa delle dinamiche di prestito abbia perso slancio durante i mesi estivi, essa continua ad essere sostenuta dalla significativa flessione dei tassi sui finanziamenti bancari osservata a partire dall'estate 2014 (per effetto delle misure di politica monetaria della BCE) e da un aumento della domanda di fidi. Parallelamente, il processo di risanamento dei bilanci finanziari e non finanziari e l'esigenza di adeguamento dei modelli operativi bancari si confermano come principali fattori di freno alla crescita dei prestiti.

Le evidenze dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di ottobre 2016 fanno ritenere che l'espansione dei prestiti abbia continuato ad essere sostenuta da una crescente domanda in tutte le categorie di prestito nel terzo trimestre del 2016.

Dopo un progressivo allentamento a partire dal secondo trimestre del 2014, i criteri di concessione del credito sono rimasti invariati per i prestiti alle imprese mentre sono migliorati per quelli alle famiglie. Le pressioni concorrenziali e, in misura minore, un'attenuazione del rischio percepito hanno continuato a contribuire alla distensione dei criteri di fido alle imprese e alle famiglie. Inoltre, secondo quanto riportato dalle banche, il programma di acquisto di attività della BCE (PAA) ha avuto un effetto di allentamento netto delle condizioni e dei termini applicati ai prestiti e il valore negativo del tasso sui depositi della BCE ha influito positivamente sui volumi erogati. Parallelamente, le banche hanno evidenziato come il PAA e il tasso sui depositi negativo abbiano pesato negativamente sui margini bancari.

Il costo dei prestiti alle SNF e alle famiglie è sceso in agosto a un nuovo minimo storico (cfr. Grafico 11). Dall'annuncio del pacchetto di misure di allentamento del credito a giugno 2014, i tassi compositi sui prestiti alle SNF e alle famiglie sono diminuiti ben più che i tassi di riferimento del mercato.

Questa flessione è stata indotta dal calo dei costi compositi della provvista bancaria, cui ha contribuito il minor costo di finanziamento derivante dalle OMRLT.

Tra maggio 2014 e agosto 2016 i tassi compositi sui prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie nell'area dell'euro sono diminuiti rispettivamente di 110 e di circa 100 punti base. Il calo è stato particolarmente pronunciato nei paesi vulnerabili, evidenziando un miglioramento nella trasmissione delle misure di politica monetaria ai tassi praticati dalle banche. Nello stesso periodo, il differenziale fra i

tassi applicati ai prestiti di dimensioni molto contenute (prestiti fino a 0,25 milioni di euro) e quelli sulle erogazioni di importo elevato (oltre 1 milione di euro) nell'area dell'euro è andato riducendosi. Ciò indica che le piccole e medie imprese hanno generalmente beneficiato del calo dei tassi sui prestiti in misura maggiore rispetto alle imprese di grandi dimensioni. La contrazione dei costi di provvista bancaria e dei tassi sui finanziamenti bancari ha aiutato ad attenuare le asimmetrie esistenti nei paesi dell'area dell'euro, riducendo la frammentazione in termini di costi di finanziamento e criteri di concessione del credito.

Le emissioni nette di titoli di debito delle SNF si sono intensificate notevolmente a settembre 2016, dopo essere state piuttosto contenute a luglio e agosto. I più recenti dati ufficiali della BCE indicano che l'attività di emissione è rimasta contenuta nei mesi estivi a causa di fattori legati alla stagionalità, per poi rafforzarsi nettamente a settembre di quest'anno in tutti i paesi dell'area, secondo quanto suggerito dalle evidenze preliminari. Nel complesso, tra marzo e settembre si stima che le emissioni abbiano superato di molto i livelli osservati nel periodo corrispondente del 2015, sostenute, tra l'altro, dagli acquisti di obbligazioni societarie da parte della BCE. Le emissioni nette di azioni quotate da parte delle SNF sono rimaste piuttosto contenute nei mesi recenti.

Il costo dei finanziamenti per le società non finanziarie dell'area dell'euro si è mantenuto favorevole. Il costo nominale dei finanziamenti per le SNF continua ad essere molto vantaggioso, nonostante un lieve aumento stimato ad agosto e settembre 2016, dopo il raggiungimento di un nuovo minimo storico a luglio. Tale incremento è riconducibile all'inasprimento del costo del finanziamento azionario. Ciò nonostante, il costo del finanziamento mediante emissione di debito sul mercato si è stabilizzato su livelli molto bassi negli ultimi mesi, per effetto delle più recenti misure non convenzionali di politica monetaria della BCE nonché della flessione complessiva dei rendimenti obbligazionari a livello internazionale.

Riquadri

1 Andamenti economici in seguito al referendum del Regno Unito sull'appartenenza all'UE

Questo riquadro analizza la recente evoluzione dell'economia nel Regno Unito e nell'area dell'euro, nonché le prospettive per entrambe le aree economiche, in seguito all'esito del referendum sull'appartenenza all'UE svoltosi il 23 giugno 2016¹. Circa il 52 per cento dell'elettorato ha votato a favore dell'uscita dall'Unione. La Primo ministro ha annunciato di recente che entro marzo 2017 il paese notificherà formalmente al Consiglio europeo l'intenzione di recedere dall'UE. Conformemente all'articolo 50 del Trattato sull'Unione europea, tale notifica darà inizio a un iter che dovrebbe culminare nella stipula di un accordo di recesso tra l'UE e il Regno Unito. In mancanza di tale accordo, i trattati dell'UE cesserebbero di essere applicabili al Regno Unito due anni dopo la notifica che attiva l'articolo 50 del trattato, salvo che il Consiglio europeo, d'accordo con il Regno Unito, non decida all'unanimità di estendere tale periodo. Al momento i futuri rapporti economici tra il paese e l'UE sono soggetti a elevata incertezza, specie per quanto riguarda l'accesso al mercato unico.

Nonostante l'acuirsi delle incertezze nel periodo immediatamente successivo al referendum, l'attività economica nel Regno Unito ha sinora evidenziato

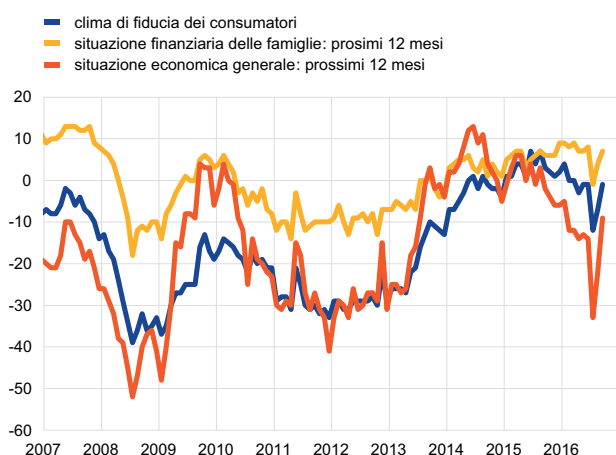
una buona capacità di tenuta. I consumi privati sembrano aver mostrato particolare vigore. Di fatto, gli indicatori del clima di fiducia dei consumatori di GfK hanno segnato un recupero in agosto e in settembre, dopo le forti riduzioni osservate subito dopo il voto (cfr. grafico A). Anche le vendite al dettaglio hanno registrato una tenuta relativamente buona. Tuttavia, le incertezze sembrano aver pesato sugli investimenti, come traspare dal calo degli indicatori relativi al clima di fiducia degli investitori (cfr. grafico B).

Per quanto concerne i mercati dei cambi, l'esito del referendum ha colto di sorpresa numerosi operatori. La sterlina britannica ha mostrato un netto deprezzamento nei giorni successivi al referendum, per poi stabilizzarsi lievemente nel corso dell'estate (cfr. grafico C). Si è indebolita ancora a settembre e, soprattutto, agli inizi di ottobre, riflettendo la diffusa interpretazione che gli annunci di esponenti politici britannici riducessero la probabilità per il paese di

Grafico A

Indicatori del clima di fiducia dei consumatori di GfK

(saldo delle risposte in percentuale)



Fonte: Consumer Confidence Barometer.

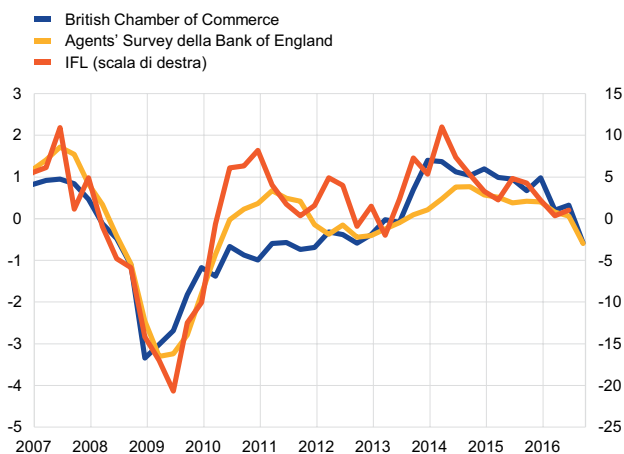
Nota: GfK sta per Gesellschaft für Konsumforschung.

¹ Cfr. anche il riquadro *Impatto sulle prospettive economiche per l'area dell'euro derivante dall'esito del referendum britannico sull'appartenenza all'UE* nelle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2016*.

Grafico B

Indicatori del clima di fiducia degli investitori

(scala di sinistra: serie standardizzate; scala di destra: variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



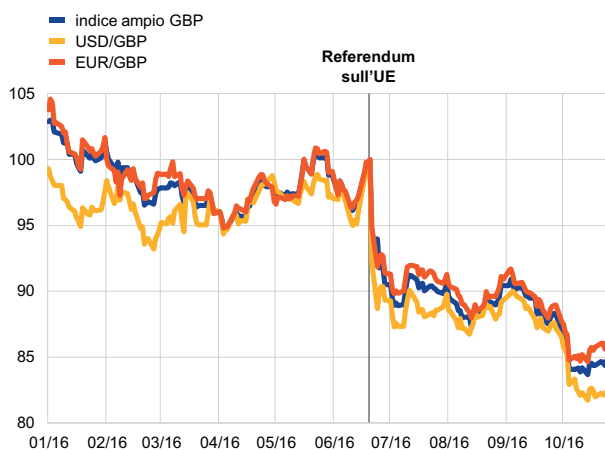
Fonti: Bank of England (Agents' Survey), British Chambers of Commerce e Office for National Statistics.

Note: IFL sta per investimenti fissi lordi. Gli indicatori desunti dalle indagini congiunturali sono stati costruiti aggregando gli indici relativi ai settori manifatturiero e dei servizi, con l'ausilio di pesi basati sul valore aggiunto. L'indagine Agents' Survey ricorre a dati mensili fino ad agosto 2016.

Grafico C

Tassi di cambio

(23 giugno 2016 = 100, calo = deprezzamento della sterlina britannica)



Fonte: BCE.

mantenere l'accesso al mercato unico in futuro. Nel complesso, la sterlina si è deprezzata di circa il 14 per cento in termini effettivi nominali dopo il referendum.

Altri mercati finanziari hanno resistito relativamente bene all'aumento dell'incertezza.

I mercati azionari hanno recuperato dopo il tracollo avvenuto nei giorni successivi al referendum. I rendimenti dei gilt e delle obbligazioni del settore privato si collocano al di sotto dei livelli osservati prima della consultazione, malgrado il lieve incremento registrato sulla scia delle citate dichiarazioni politiche di inizio ottobre. Ad agosto la Bank of England ha ridotto il tasso di interesse di riferimento di 25 punti base, portandolo allo 0,25 per cento, ha ampliato il proprio programma di acquisto di attività e ha dato il via all'iniziativa "Term Funding Scheme", allo scopo di sostenere la trasmissione del tasso di interesse all'economia. Inoltre, il nuovo Cancelliere dello Scacchiere ha abbandonato l'obiettivo di conseguire un avanzo di bilancio entro il 2019-2020, affermando che il governo è pronto, se necessario, a ridefinire le politiche di finanza pubblica.

In prospettiva, ci si attende generalmente un rallentamento dell'attività economica. Le recenti previsioni sulla crescita del PIL in termini reali sono state sottoposte a significative correzioni al ribasso dopo il referendum (cfr. tavola). Tali proiezioni implicano un marcato rallentamento dell'economia, con un calo dell'espansione del PIL reale su livelli compresi tra lo 0,8 e l'1,1 per cento nel 2017. Difatti, è probabile che in futuro la maggiore incertezza continui a gravare sugli investimenti. Inoltre, il recente netto deprezzamento della sterlina (cfr. grafico C) eroderà gradualmente i redditi reali e frenerà così i consumi privati, sostenendo nel contempo le esportazioni nette. Nel più lungo termine, ci si aspetta in generale che la crescita del prodotto segua un profilo inferiore a quello prospettato prima del referendum. Ciò riflette

in parte la transizione a un'economia meno aperta (sotto il profilo degli scambi, dei flussi migratori e degli investimenti diretti esteri), che si ripercuoterà negativamente sull'innovazione, sulla concorrenza, sulla specializzazione e sull'efficienza allocativa, e quindi sulla produttività e sul prodotto potenziale.

Pur collocandosi al momento su livelli contenuti, l'inflazione dovrebbe aumentare nel breve termine. A settembre l'inflazione al consumo sui dodici mesi è salita all'1 per cento, mantenendosi al di sotto dell'obiettivo del 2 per cento fissato

Tavola

Previsioni sulla crescita del PIL in termini reali nel Regno Unito

(variazione percentuale sul periodo corrispondente; variazione in punti percentuali rispetto alle previsioni formulate prima del referendum riportata fra parentesi)

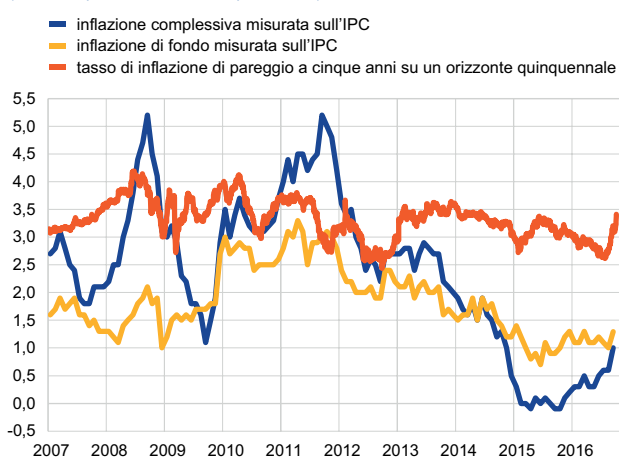
	2016	2017	2018	Ultimo Esercizio	Prima del referendum
Bank of England	2,0 (=)	0,8 (-1,5)	1,8 (-0,5)	Agosto 2016	Giugno 2016
Fondo monetario internazionale	1,8 (-0,1)	1,1 (-1,2)	1,7 (-0,6)	Ottobre 2016	Aprile 2016
Commissione europea	1,6 (-0,2)	1,1 (-0,8)	n.d.	Luglio 2016	Maggio 2016

Fonti: Bank of England, Fondo monetario internazionale e Commissione europea.

Grafico D

Andamenti dell'inflazione

(variazioni percentuali sull'anno precedente)



Fonti: BCE e Office for National Statistics.

dalla Bank of England (cfr. grafico D). Nondimeno gli indicatori delle pressioni inflazionistiche, ad esempio l'indicatore PMI relativo ai prezzi degli input, sono aumentati negli ultimi mesi, insieme con i prezzi all'importazione. Le pressioni sui prezzi derivano principalmente dal netto deprezzamento della sterlina osservato nei mesi recenti. Anche le aspettative di inflazione basate sul mercato hanno mostrato un incremento.

Quanto all'economia dell'area dell'euro, dai dati recenti emergono nel complesso capacità di tenuta e un impatto limitato del referendum nel Regno Unito.

Negli ultimi mesi le misure di incertezza politica nell'area si sono ridotte; inoltre l'indice ESI e il PMI, diminuiti ad agosto, hanno segnato un recupero nei mesi di settembre e ottobre.

In prospettiva, non è possibile escludere conseguenze negative sull'area

dell'euro nel medio termine. L'impatto aggregato dipenderà essenzialmente dalla futura evoluzione dell'interscambio tra area dell'euro e Regno Unito nonché dalle ricadute indirette connesse a paesi terzi². Gli effetti potrebbero variare da un paese all'altro dell'area, a causa di differenze riguardanti, ad esempio, la rilevanza della sterlina per i tassi di cambio effettivi delle singole economie e i legami commerciali di queste ultime con il Regno Unito. Al tempo stesso l'attività economica dell'area dell'euro potrebbe forse beneficiare, ad esempio, del potenziale trasferimento dei servizi finanziari o dei maggiori flussi di investimenti diretti esteri reindirizzati dal Regno Unito verso l'area.

² Cfr. anche il riquadro *Impatto sulle prospettive economiche per l'area dell'euro derivante dall'esito del referendum britannico sull'appartenenza all'UE* nelle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2016*.

2 I saldi Target e il programma di acquisto di attività

I saldi Target hanno evidenziato nuovi incrementi dall'avvio del programma di acquisto di attività (PAA) dell'Eurosistema (cfr. grafico A)¹. I saldi Target sono le attività e le passività delle banche centrali nazionali (BCN) dell'area dell'euro nei confronti della BCE derivanti dai pagamenti transfrontalieri regolati in moneta di banca centrale². Ciascuna BCN detiene un saldo positivo (ossia un'attività Target) o un saldo negativo (ossia una passività Target). Quando il settore bancario di un paese riceve un afflusso transfrontaliero di moneta di banca centrale, la sua attività aumenta o la sua passività diminuisce; i deflussi transfrontalieri provocano l'effetto contrario. Sul saldo Target complessivo, pari alla somma di tutti i saldi positivi³, incide solo il flusso di moneta di banca centrale tra paesi con saldi positivi e negativi⁴. L'avvio del PAA ha portato a una crescita dei pagamenti transfrontalieri da parte delle banche centrali acquisite, causando nuovi incrementi del saldo Target complessivo.

Grafico A
Saldo Target complessivo

(miliardi di euro; dati di fine mese)



Fonte: BCE.

Note: il saldo Target complessivo è la somma di tutti i saldi Target positivi. Le linee verticali indicano l'inizio degli acquisti nell'ambito del programma di acquisto di attività (linea rossa) e del programma di acquisto di attività del settore pubblico (linea gialla).

Nell'ambito del PAA, le operazioni transfrontaliere sono comuni per via della natura integrata dei mercati finanziari dell'area dell'euro e danno luogo a

- ¹ "Target" sta per "Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer": sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento rapido con regolamento lordo in tempo reale. In maggio 2008, Target2 ha completamente sostituito il sistema Target originario quale sistema con regolamento lordo in tempo reale di cui l'Eurosistema è proprietario e gestore. Per maggiore leggibilità, tuttavia, nel presente riquadro si utilizza l'espressione "saldi Target" per descrivere i saldi accumulati dalle banche centrali in entrambi i sistemi e si utilizza "Target" anche in riferimento al sistema di pagamento Target2.
- ² Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro *Pubblicazione dei saldi Target* nel numero 6/2015 di questo Bollettino.
- ³ Questo corrisponde all'entità della somma di tutti i saldi negativi. La somma di attività e passività complessive ammonta a zero, dato che tutti gli obblighi derivanti dalle operazioni nell'ambito di Target sono a carico e a favore dei partecipanti nel sistema.
- ⁴ Il saldo Target complessivo aumenta se la moneta di banca centrale è trasferita da un paese con passività a un paese con attività e si riduce se il flusso di quella moneta segue la direzione opposta. Per contro, i flussi tra due paesi con attività (o due paesi con passività) modificano la composizione, ma non il valore, del saldo Target complessivo.

variazioni dei saldi Target. Le operazioni in titoli nel PAA non sono limitate dai confini nazionali, le banche centrali quindi acquistano titoli da un'ampia varietà di controparti ubicate all'interno e all'esterno dell'area dell'euro. Quando una banca centrale acquista titoli, effettua un pagamento in moneta di banca centrale alla controparte venditrice all'atto del regolamento, ottenendo in cambio il titolo⁵. In caso di operazioni transfrontaliere⁶, quel flusso di liquidità influisce sui saldi Target delle BCN mittenti e destinatarie e può potenzialmente alterare il saldo Target complessivo. Di conseguenza, l'ubicazione dei conti Target utilizzati dalle controparti del PAA per ricevere il pagamento dei titoli determina l'impatto che gli acquisti di attività esercitano sui saldi Target immediatamente dopo l'acquisto⁷.

Gli acquisti di attività da controparti situate in un paese diverso rispetto a quello della banca centrale acquirente possono incidere in maniera diretta sui saldi Target. Le controparti le cui BCN sono collegate a Target utilizzano i rispettivi conti presso queste BCN⁸, mentre le controparti ubicate altrove possono ricorrere a un conto presso una banca corrispondente con accesso a Target⁹. Le banche con sede all'esterno dell'area dell'euro tendono a effettuare pagamenti con Target tramite succursali o banche corrispondenti site in paesi con saldi Target positivi, quali Germania e Paesi Bassi¹⁰. Ne consegue che quando una BCN acquista titoli da una controparte non interna, ubicata in un altro paese dell'area oppure all'esterno dell'area, è probabile che l'acquisto generi flussi transfrontalieri di moneta di banca centrale¹¹.

Una cospicua maggioranza degli acquisti nell'ambito del PAA coinvolge controparti site in un paese diverso da quello della banca centrale acquirente. In termini di volume, circa l'80 per cento di tutti gli acquisti nel PAA ha coinvolto controparti non interne¹²; inoltre, circa il 50 per cento degli acquisti nel PAA ha coinvolto controparti venditrici residenti all'esterno dell'area dell'euro. Questo ha

⁵ La controparte venditrice può non essere necessariamente il proprietario legittimo del titolo. Le controparti possono agire anche da intermediari, detenendo titoli e gestendo operazioni per conto dei proprietari.

⁶ Si tratta di un'operazione in cui il denaro è accreditato su un conto detenuto dal venditore presso una banca centrale diversa dalla BCN acquirente.

⁷ Il regolamento può avvenire tramite il conto Target utilizzato dalla controparte venditrice oppure il conto Target di una banca depositaria o di un sistema di deposito accentrato. L'analisi presentata in questo riquadro si basa sull'assunto che la liquidità ottenuta dagli acquisti nell'ambito del PAA sia trasferita al conto Target utilizzato dalla controparte. Si tratta di una semplificazione volta a simulare la distribuzione di liquidità risultante direttamente dagli acquisti.

⁸ Sono comprese le succursali residenti nell'area dell'euro di gruppi bancari con sede all'esterno dell'area. Inoltre, attualmente partecipano a Target cinque paesi non appartenenti all'area dell'euro: Bulgaria, Danimarca, Croazia, Polonia e Romania.

⁹ Anche le banche con succursali ubicate nello Spazio economico europeo, ma all'esterno dell'area dell'euro, possono detenere un conto presso una BCN dell'Eurosistema come partecipanti dirette a Target.

¹⁰ Per una discussione più approfondita sulle banche esterne all'area dell'euro che detengono conti presso le BCN dell'Eurosistema, cfr. "The impact of Eurosystem securities purchases on the TARGET2 balances", *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, marzo 2016. La dislocazione della partecipazione a Target delle banche non appartenenti all'area dell'euro rispecchia di solito relazioni storiche con succursali o banche corrispondenti dell'area ed è rimasta pressoché immutata da quando è stato istituito il sistema di pagamento Target2 nel 2007/2008.

¹¹ Anche la BCE acquista titoli nell'ambito del PAA, i quali sono registrati come flussi dalla BCE alle BCN delle controparti venditrici. Di conseguenza, la passività Target della BCE è aumentata dall'avvio del PAA.

¹² In questo contesto, "non interna" si riferisce a una controparte ubicata in un paese diverso da quello della BCN acquirente, incluse le controparti situate in altri paesi dell'area dell'euro.

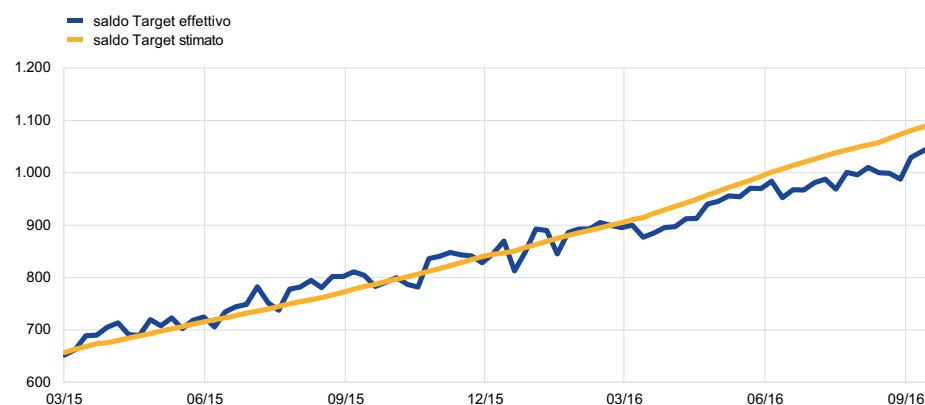
generato ingenti flussi transfrontalieri di moneta di banca centrale, influenzando sui saldi Target nazionali e provocando afflussi strutturali di moneta di banca centrale nei paesi con un alto numero di controparti non residenti (come la Germania).

L'analisi di dati relativi a singole operazioni nell'ambito del PAA indica che la tendenza al rialzo osservata per i saldi Target rispecchia in larga misura flussi di liquidità transfrontalieri derivanti dal regolamento di acquisti nel PAA. Il grafico B mostra l'evoluzione del saldo Target complessivo dall'avvio del programma di acquisto di attività del settore pubblico (PSPP) in marzo 2015, che ha portato a un notevole incremento della liquidità immessa attraverso il PAA. Il grafico include altresì un saldo stimato che evidenzia quale sarebbe stata l'evoluzione del saldo Target complessivo se i soli pagamenti transfrontalieri nel sistema fossero stati i flussi di liquidità dalle banche centrali ai conti Target delle controparti dovuti agli acquisti nell'ambito del PAA. Il saldo Target complessivo è cresciuto in linea con il saldo stimato. Sebbene flussi successivi di liquidità nel quadro del PAA possano incidere ulteriormente sui saldi Target, i flussi di primo livello hanno sinora fornito una buona approssimazione dell'impatto esercitato dal PAA sul saldo Target complessivo. L'analisi dei flussi successivi di liquidità non rientra nelle finalità del presente riquadro.

Grafico B

Saldo Target complessivo dall'avvio del PSPP e saldo stimato

(miliardi di euro; dati settimanali)



Fonti: BCE, Target2 ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il saldo Target stimato è calcolato impiegando i dati delle operazioni del PAA e le informazioni sull'ubicazione dei conti Target delle controparti nel PAA. Il modello mostra quale sarebbe stata l'evoluzione del saldo Target complessivo da marzo 2015 se i soli pagamenti transfrontalieri nel sistema fossero stati i flussi di liquidità dalle banche centrali ai conti Target delle controparti dovuti agli acquisti nel quadro del PAA.

Diversamente dai precedenti periodi di aumento dei saldi Target, le variazioni dei saldi Target immediatamente successive agli acquisti nel PAA sono una diretta conseguenza dell'attuazione delle decisioni di politica monetaria, più che un sintomo di nuove tensioni nei mercati finanziari. I saldi Target sono cresciuti dalla metà del 2007 alla fine del 2008 e, di nuovo, da metà 2011 a metà 2012. Gli incrementi dei saldi Target durante questi periodi sono riconducibili alle tensioni e alla frammentazione nei mercati dovute alla crisi finanziaria e del debito sovrano¹³. Perdendo la possibilità di ricorrere al finanziamento basato sul mercato,

¹³ Per maggiori informazioni sull'evoluzione dei saldi Target e sull'attuazione della politica monetaria nelle diverse fasi della crisi finanziaria, cfr. le osservazioni di Peter Praet in occasione della cena per il 20° anniversario della BNY Mellon tenutasi a Bruxelles il 15 settembre 2016.

le banche hanno sostituito le fonti private di finanziamento con la liquidità di banca centrale ottenuta dalle rispettive BCN tramite operazioni di pronti contro termine¹⁴. Queste operazioni non hanno avuto un effetto immediato sui saldi Target, essendo regolate internamente¹⁵; quel che invece ha avuto effetto è stata la successiva redistribuzione della liquidità, influenzata da frammentazione e tensioni nei mercati. Il legame tra l'attuazione delle decisioni di politica monetaria e i saldi Target era quindi indiretto. Nel PAA, per contro, sussiste un legame diretto, dato che le banche centrali avviano flussi transfrontalieri per il pagamento di titoli acquistati nell'ambito del programma. La conseguente tendenza al rialzo dei saldi Target riflette in larga misura il regolamento di queste operazioni transfrontaliere da parte delle banche centrali e non costituisce quindi un segnale di nuove tensioni nei mercati finanziari.

¹⁴ Per una trattazione più dettagliata sull'argomento, cfr. l'articolo *I saldi Target e le operazioni di politica monetaria* nel numero di maggio 2013 del Bollettino mensile della BCE.

¹⁵ Quando le riserve sono immesse mediante pronti contro termine, la BCN registra una passività sotto forma di aumento dei conti correnti delle banche commerciali e registra un'attività sotto forma di operazioni di prestito.

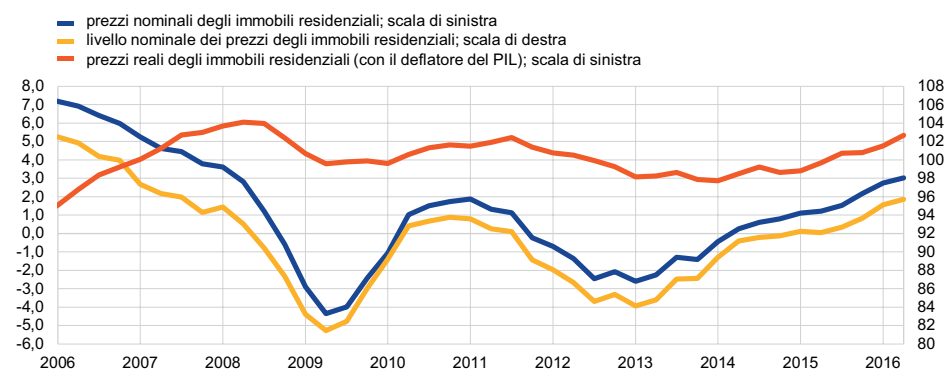
Andamenti recenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro

La fase di ripresa dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro è proseguita nella prima metà dell'anno. Stando all'indicatore aggregato dei prezzi degli immobili residenziali della BCE, nel secondo trimestre del 2016 il tasso di crescita annuale dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro è stato pari al 3,0 per cento, in aumento dal 2,7 per cento del trimestre precedente e dal 2,2 per cento dell'ultimo trimestre del 2015.¹ Ciò indica una prosecuzione della fase di ripresa cominciata agli inizi del 2014 dopo il minimo raggiunto dall'indice dei prezzi delle abitazioni (cfr. grafico A). I tassi di crescita annuali sono ormai tornati in linea con la media di lungo periodo.² In termini reali, ossia in questo caso correggendo i prezzi delle abitazioni con il deflatore del PIL quale misura dell'inflazione di fondo, la crescita annuale dei prezzi reali delle abitazioni è stata di fatto superiore alle medie di lungo periodo.

Grafico A

Prezzi nominali e reali degli immobili residenziali nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati nazionali.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre 2016.

L'andamento dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro è ancora eterogeneo tra i diversi paesi, ma le differenze si stanno riducendo.

La dispersione sembra essere diminuita nel tempo, per effetto del venir meno degli aggiustamenti e delle correzioni nei mercati residenziali in diversi paesi dopo la crisi finanziaria del 2007-08. L'attenuarsi della dispersione non riflette solo il fatto che un minor numero di paesi ha registrato tassi di crescita estremamente elevati o bassi rispetto a prima, ma anche che la parte centrale della distribuzione dei tassi di crescita dei prezzi degli immobili residenziali è più

¹ Stando all'indice dei prezzi delle abitazioni (House Price Index, HPI) dell'Eurostat, pubblicato a ottobre, nel secondo trimestre del 2016 la crescita dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro è aumentata del 2,9 per cento, in lieve calo dal 3,1 per cento del primo trimestre. L'HPI dell'Eurostat è perlopiù simile all'indicatore dei prezzi degli immobili residenziali della BCE, ma fa riferimento a diversi indicatori nazionali per alcuni paesi dell'area.

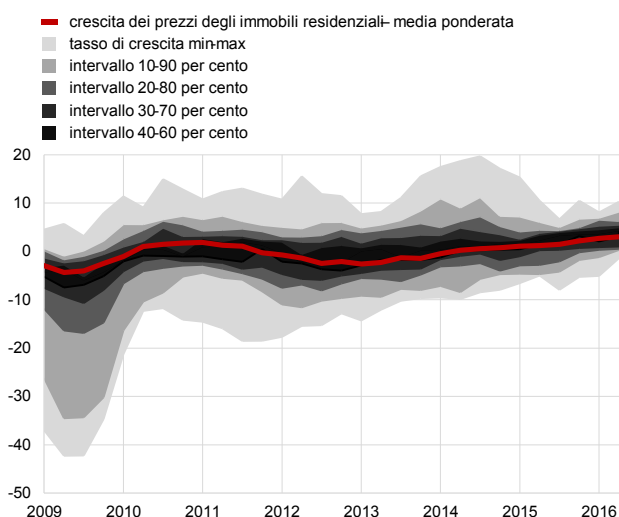
² La media è stata calcolata sul periodo dal 1999.

compatta (cfr. grafico B). Ciò nonostante, la risalita dei prezzi delle abitazioni ha avuto luogo a tassi di crescita diversi a seconda del paese. Andando oltre la volatilità di breve termine della crescita dei prezzi delle abitazioni, tra i paesi che hanno registrato i più alti tassi di crescita annuale medi dei prezzi nominali degli immobili residenziali dagli inizi del 2014 figurano Germania, Estonia, Irlanda, Lussemburgo, Austria e Portogallo (cfr. grafico C). Nel complesso, questa ripresa è attualmente favorita da una crescita sostenuta sia nei paesi che non avevano registrato un crollo del mercato residenziale all'indomani della crisi finanziaria (ad es. Germania, Austria) sia nei paesi che hanno subito tale calo, ma che nel frattempo hanno registrato correzioni che agevolano una ripresa futura (ad es. Irlanda, Spagna, Lettonia e Lituania). In Grecia, in Italia e a Cipro, invece, la crescita media è rimasta negativa anche dopo il 2014.

Grafico B

Dispersione fra paesi dei tassi di crescita dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro nel tempo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



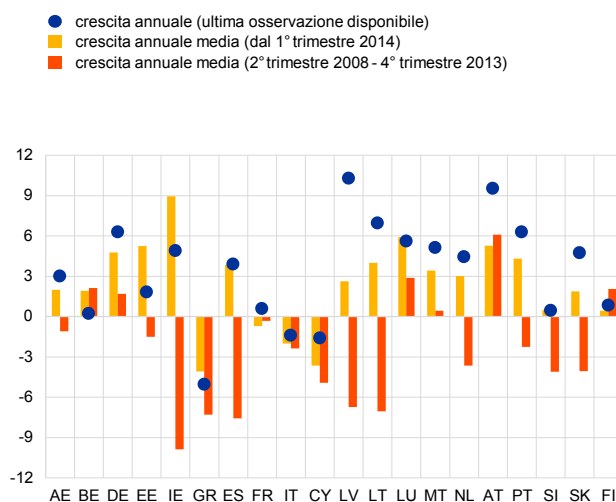
Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati nazionali.

Nota: le aree ombreggiate denotano l'intervallo dei tassi di crescita dei prezzi delle abitazioni per paese in un dato decile di crescita. I decili sono basati sui tassi di crescita dei prezzi delle abitazioni nel rispettivo trimestre. Le osservazioni più recenti si riferiscono al secondo trimestre del 2016 per tutti i paesi, eccetto Grecia, Cipro e Lituania, per i quali si riferiscono al primo trimestre.

Grafico C

Tassi di crescita dei prezzi degli immobili residenziali nei paesi dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati nazionali.

Nota: le osservazioni più recenti si riferiscono al secondo trimestre del 2016 per tutti i paesi, eccetto Grecia, Cipro e Lituania, per i quali si riferiscono al primo trimestre. Il dato area dell'euro (AE) è aggregato sulla base delle ponderazioni dei PIL.

L'attuale ripresa dura da poco più di due anni ed è pertanto ancora in una fase piuttosto precoce.

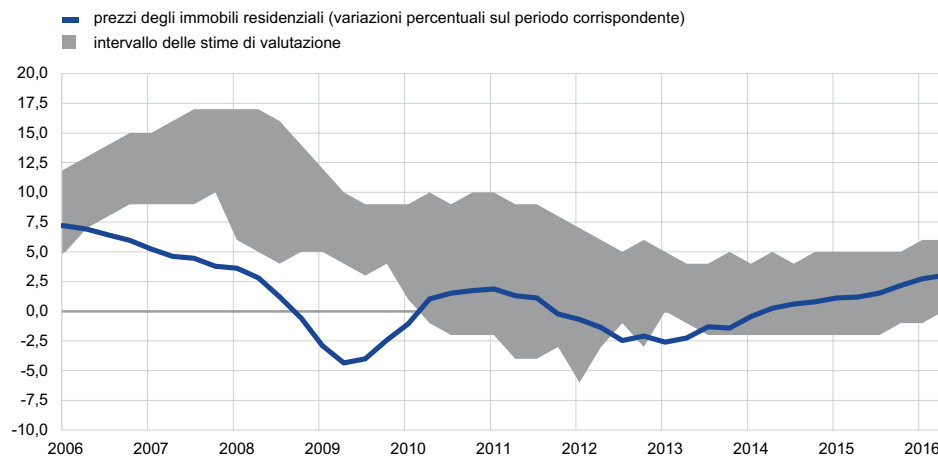
La durata media delle principali fasi di ripresa dei dati storici è di circa nove anni.³ Le fasi di ripresa nei cicli dei prezzi delle abitazioni si sono spesso concluse poiché le espansioni si sono trasformate in veri e propri boom con valutazioni insostenibili. Le misure di valutazione applicate ai dati aggregati dell'area dell'euro indicano che i prezzi sono attualmente sostanzialmente in linea con i fondamentali e non mostrano i segnali di eccessi osservati nel 2007, ossia alla fine

³ Questo calcolo applica una metodologia standard per individuare i punti di massimo e di minimo dei prezzi reali delle abitazioni. L'individuazione dei massimi/minimi utilizza l'algoritmo "BBQ" di Harding, D. e Pagan, A., "Dissecting the cycle: a methodological investigation", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 49, numero 2, 2002, pagg. 365-381. Cfr. anche l'articolo *Lo stato del ciclo dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro* nel numero 6/2015 di questo Bollettino.

Grafico D

Stime delle valutazioni dei prezzi degli immobili residenziali

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; intervallo delle deviazioni percentuali dalle valutazioni tra le diverse stime delle valutazioni)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati nazionali.

Nota: le stime sono basate su quattro metodi di valutazione diversi: il rapporto prezzo/canoni di locazione, il rapporto prezzo/reddito, un metodo di valutazione del bene immobile e un modello di domanda inversa.

della precedente grande fase di ripresa (cfr. grafico D).⁴ Tuttavia, questa prospettiva aggregata non esclude valutazioni eccessive e corrispondenti vulnerabilità a livello di singoli paesi o regioni, specie laddove le dinamiche dei prezzi delle abitazioni sono associate a un'elevata crescita dei mutui e un'alta leva finanziaria. Nell'attuale contesto di bassi rendimenti e di connessa ricerca di rendimento, tali vulnerabilità vanno attentamente monitorate.⁵

⁴ Le stime delle valutazioni tendono ad essere caratterizzate da notevole incertezza e da ampie differenze a seconda dell'approccio. Per ulteriori informazioni cfr. il riquadro "Tools for detecting a possible misalignment of residential property prices from fundamentals", *Financial Stability Review* della BCE, giugno 2011, e il riquadro "A model-based valuation metric for residential property markets", *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2015.

⁵ Cfr. anche *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2016.

Articoli

1 L'effetto di trasmissione del tasso di cambio sull'inflazione dell'area dell'euro

I movimenti del tasso di cambio sono tra i fattori che incidono sull'inflazione dell'area dell'euro. Il tasso di cambio può influire sull'inflazione dell'area sia per via diretta, attraverso il prezzo dei beni di consumo finali importati, sia per via indiretta, attraverso il prezzo dei beni intermedi importati che sono utilizzati nella produzione interna dell'area. Studi empirici hanno mostrato che i tassi di cambio esercitano un effetto più marcato e immediato sui prezzi all'importazione che non sui prezzi al consumo finali. Inoltre, la portata e la rapidità dell'impatto del cambio differiscono tra le varie categorie di prodotto. Il contesto macroeconomico, i fattori che influenzano le decisioni sui prezzi a livello di impresa e gli shock che sospingono i movimenti del tasso di cambio determinano il vigore dell'impatto che il cambio esercita sull'inflazione. Nel corso del tempo l'entità della trasmissione del tasso di cambio risulta essersi ridotta nell'area dell'euro e in altre economie avanzate. Questa attenuazione è riconducibile a svariati fattori, tra cui il contesto di bassa inflazione prevalente in molte economie nell'arco degli ultimi vent'anni e i cambiamenti nella composizione delle importazioni.

Introduzione

Il grado con cui le variazioni del tasso di cambio si trasmettono ai prezzi all'importazione e, in seguito, ai prezzi al consumo finali è comunemente noto come "trasmissione del tasso di cambio". Comprendere il ruolo del tasso di cambio nella determinazione dei risultati economici è un aspetto importante sul piano della politica monetaria. In particolare, valutare il grado di trasmissione dei movimenti del cambio ai prezzi all'importazione o ai prezzi interni è essenziale per seguire con attenzione e prevedere l'inflazione interna.

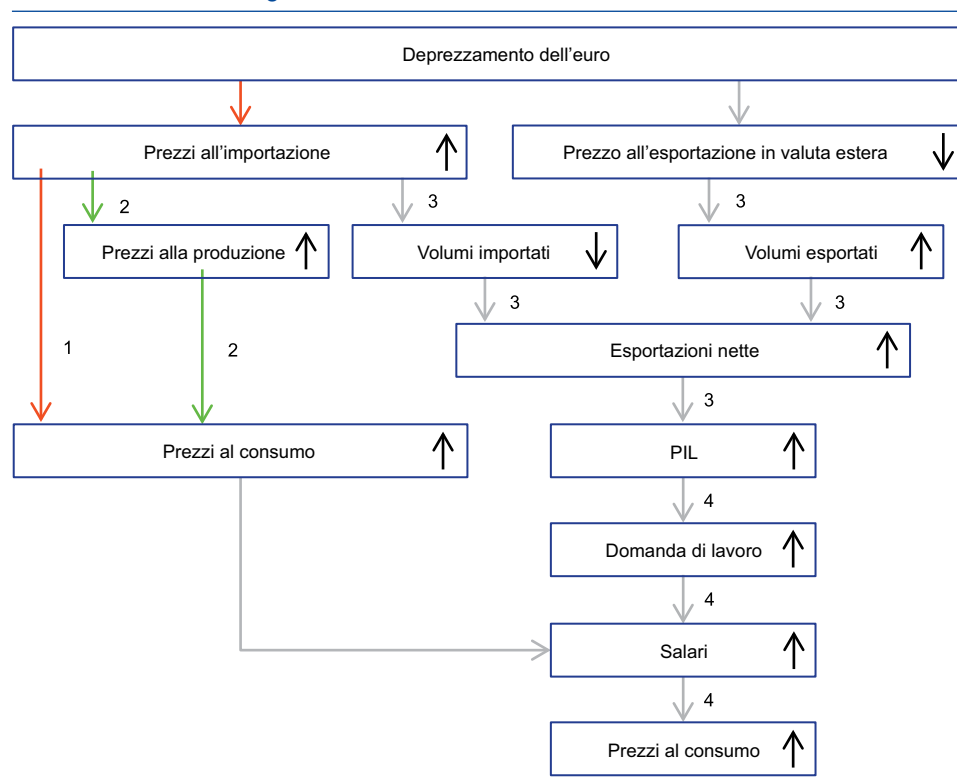
Le variazioni del tasso di cambio si trasmettono all'inflazione misurata sullo IAPC attraverso una serie di canali, sia diretti che indiretti. I movimenti del cambio si trasmettono direttamente ai prezzi al consumo tramite l'impatto sui prezzi all'importazione dei beni di consumo finali. In seguito a un deprezzamento della moneta, i beni di consumo finali importati divengono più onerosi ("prima fase di trasmissione"), provocando l'aumento dell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC. La figura 1 offre una sintesi degli effetti diretti e indiretti di un indebolimento del tasso di cambio effettivo nominale (TCEN) dell'euro. Il canale diretto è rappresentato dalla freccia "1", che unisce i prezzi all'importazione direttamente con i prezzi al consumo, e dipende dalle decisioni sui prezzi assunte dai produttori esterni all'area dell'euro che esportano verso l'area.

Gli effetti indiretti, che possono impiegare più tempo a trasmettersi all'economia, agiscono attraverso costi di produzione e canali reali. Il

deprezzamento della moneta unica si traduce in un incremento dei costi di produzione per via di input importati più onerosi, che si trasmettono ai vari stadi della produzione interna di beni intermedi e di beni di consumo finali (“seconda fase di trasmissione”), generando un impatto inflazionistico sui prezzi al consumo interni. Questo canale è rappresentato dalla freccia “2”, che collega i prezzi all’importazione con i prezzi alla produzione e poi con i prezzi al consumo, e dipende, tra l’altro, dalle politiche di prezzo adottate dalle imprese dell’area dell’euro. Tali politiche possono consentire la trasmissione del rincaro dovuto all’indebolimento dell’euro al fine di mantenere costanti margini e profitti, oppure possono mantenere invariati i prezzi e ammettere minori profitti, attenuando in tal modo l’impatto sui prezzi al consumo finali.

Per quanto concerne i canali reali, il deprezzamento della moneta unica riduce i prezzi all’esportazione dell’area dell’euro denominati in valuta estera e aumenta i prezzi all’importazione in euro. Questo, a sua volta, provoca un incremento delle esportazioni nette e una maggiore crescita del PIL (come indicano le frecce “3”). Dato che una maggiore crescita del PIL in termini reali porta all’aumento della domanda di lavoro e dei salari, ne deriva una spinta al rialzo sui prezzi al consumo (indicata dalle frecce “4”). Questi effetti indiretti possono essere rafforzati dalle aspettative di un circolo virtuoso di maggiore crescita e inflazione per il futuro.

Figura 1
Sintesi schematica degli effetti diretti e indiretti di un calo del TCEN



Nota: le frecce che collegano i riquadri indicano un nesso di causalità, mentre le frecce all'interno dei riquadri si riferiscono alla direzione del movimento della variabile.

La composizione del paniere dei consumi è un altro elemento di rilievo per comprendere le modalità con cui le variazioni del tasso di cambio influenzano l'inflazione misurata sullo IAPC.

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è una media ponderata di un paniere rappresentativo di beni e servizi consumati dalle famiglie dell'area dell'euro. Questo paniere comprende un'ampia varietà di articoli, dai generi alimentari all'abbigliamento fino ai servizi di alloggio, ciascuno con quote diverse di input importati nella rispettiva struttura produttiva¹. L'effetto aggregato dipende dalla composizione del paniere dei consumi, che può mutare nel tempo.

La trasmissione del tasso di cambio dipende inoltre dagli shock che spingono i tassi di cambio e l'inflazione in ogni momento.

La trasmissione del cambio è solitamente intesa come la correlazione tra le variazioni del tasso di cambio e l'inflazione, senza alcuna significativa interpretazione economica. Tuttavia, in una prospettiva economica, l'effetto di trasmissione è legato alla natura degli shock che influenzano cambio e prezzi, uno dei fattori che incide sulla reazione delle imprese e sull'aggiustamento dei relativi prezzi.

Questo articolo è strutturato come segue: la prossima sezione presenta la reattività di vari prezzi ai movimenti del cambio e mostra come sequenze di apprezzamenti e deprezzamenti rendano notevolmente più complessa la dinamica della relazione fra tasso di cambio e prezzo; la terza sezione prende in esame le determinanti dell'effetto di trasmissione del cambio nella letteratura teorica e la loro rilevanza empirica per l'area dell'euro; la quarta sezione enuncia le stime formulate in vari studi riguardo all'effetto di trasmissione sui prezzi all'importazione e sui prezzi al consumo nell'area dell'euro e discute l'importanza di guardare agli shock macroeconomici sottostanti nel valutare l'impatto del tasso di cambio; l'ultima sezione conclude.

Movimenti del tasso di cambio e inflazione lungo la catena di formazione dei prezzi

Le variazioni del tasso di cambio della moneta unica rispetto alle valute dei partner commerciali dell'area dell'euro si riflettono in modo più rapido e marcato sull'inflazione delle importazioni che non sull'inflazione relativa a produzione e beni di consumo. Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro su 38 dei principali partner commerciali dell'area (TCEN-38) si è indebolito di circa il 4 per cento dal secondo trimestre del 2014 (ossia da quando ha avuto inizio il periodo di calo). Questo deprezzamento, il risultato combinato di una flessione iniziale del 10 per cento (fino alla metà del 2015) e di un successivo aumento di minore entità, ha esercitato una notevole pressione al rialzo sui prezzi all'importazione per i beni di consumo, esclusi energia e alimentari. Il prezzo di questi beni è cresciuto di quasi il 3,5 per cento nell'arco dello stesso periodo e, negli anni recenti, ha evidenziato una forte correlazione contemporanea con il TCEN-38 (cfr. grafico 1). La recente dinamica del TCEN-38 ha inoltre rafforzato l'inflazione interna in una certa misura. L'effetto che l'andamento del cambio

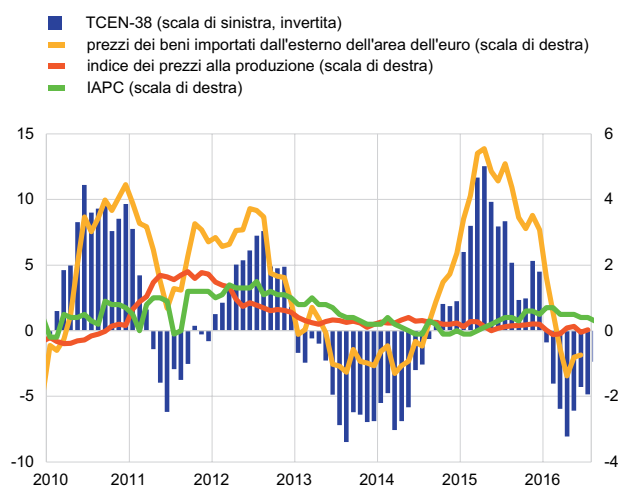
¹ Una [sintesi](#) delle categorie di prodotto incluse nel paniere IAPC è consultabile nel sito web della BCE.

esercita sull'inflazione dovrebbe mantenersi positivo ancora per qualche tempo poiché le variazioni del tasso di cambio impiegano all'incirca due anni per trasmettersi pienamente (cfr. riquadro 1 in questo articolo).

Grafico 1

Prezzi e tasso di cambio nell'area dell'euro

(variazioni percentuali su base annua)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce a giugno 2016 per i prezzi all'importazione di beni di consumo non alimentari e non energetici e a luglio 2016 per TCEN-38, prezzi alla produzione e IAPC dei beni industriali non energetici.

La forte correlazione delle variazioni del cambio dell'euro con l'inflazione delle importazioni rispecchia gli effetti diretti di movimenti nel tasso di cambio, mentre la relazione più debole con i prezzi alla produzione e lo IAPC rispecchia gli effetti indiretti che impiegano tempo a concretizzarsi, oltre agli effetti di attenuazione lungo la catena di formazione dei prezzi. Ci si attende che l'inflazione relativa alla

produzione reagisca in modo più marcato e veloce rispetto all'inflazione dei beni di consumo dopo una variazione del tasso di cambio. Il deprezzamento della moneta inciderà direttamente sui prezzi dei beni importati, sia intermedi che finali. Beni finali importati più onerosi esercitano una spinta al rialzo diretta sull'inflazione misurata sullo IAPC (come indicato dalla freccia "1" nella figura 1)². Tuttavia, la quota di beni importati utilizzata come input dai produttori dell'area è maggiore rispetto alla quota destinata al consumo diretto. I produttori dell'area combinano gli input importati con quelli interni per produrre internamente beni intermedi e beni di consumo finali (freccie "2"). Inoltre, i produttori applicano un margine al prezzo finale dei prodotti che vendono. Questo effetto indiretto sullo

IAPC attraverso la produzione interna impiega più tempo a concretizzarsi rispetto all'effetto sull'inflazione relativa alla produzione. Oltre alle fluttuazioni del cambio, altri fattori svolgono un ruolo di primo piano nel muovere l'inflazione interna, ad esempio l'andamento del sottoimpiego della capacità produttiva nell'economia.

Semplici correlazioni rivelano che i prezzi all'importazione tendono a essere più volatili e più strettamente legati all'andamento del tasso di cambio rispetto ai prezzi alla produzione (cfr. grafici 2 e 3). La correlazione tra crescita annua del TCEN-38 e prezzi all'importazione nelle varie categorie di prodotto si colloca su un livello piuttosto elevato, compreso tra 0,6 e 0,8 nell'arco degli ultimi dieci anni. Quanto agli indici dei prezzi alla produzione per l'area dell'euro, la correlazione con il tasso di cambio è più marcata per l'indice dei prezzi alla produzione (IPP) dei beni intermedi e risulta invece più debole per beni di investimento e beni di consumo. Nel periodo 1997-2006 la correlazione tra crescita annua del TCEN-38 e prezzi alla produzione è stata pari a 0,21 per i beni intermedi, mentre è stata pressoché nulla per beni di consumo e beni di investimento.

La letteratura empirica dimostra che la relazione osservata fra tasso di cambio e prezzi alla produzione dipende dalle caratteristiche del settore e del prodotto.

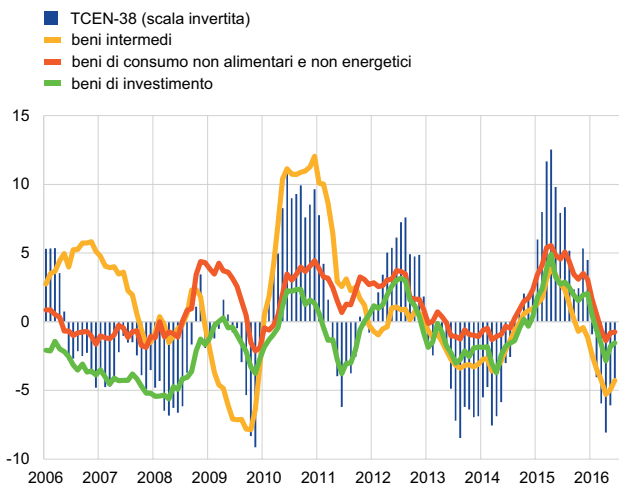
I beni intermedi tendono a una maggiore omogeneità, con una domanda più elastica e una quota più alta di input importati rispetto ai beni di investimento. Prodotti omogenei

² La portata dell'effetto diretto è esigua, dato che i beni importati utilizzati direttamente per il consumo rappresentano circa il 15 per cento dello IAPC complessivo (5 per cento derivante dalla componente dei beni industriali non energetici e quasi 10 per cento derivante dalla componente energetica).

Grafico 2

Prezzi delle importazioni dall'esterno dell'area dell'euro per diverse categorie di prodotto

(variazioni percentuali su base annua)

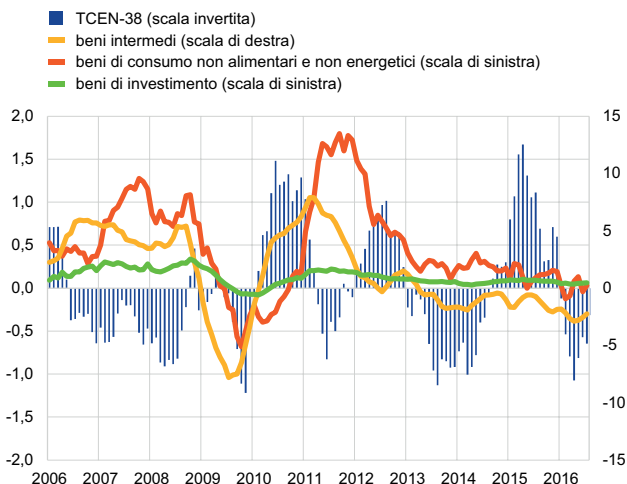


Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce a giugno 2016.

Grafico 3

Prezzi della produzione all'interno dell'area dell'euro per diverse categorie di prodotto

(variazioni percentuali su base annua)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce a luglio 2016.

possono essere sostituiti con facilità se divengono relativamente più onerosi e questo maggior grado implicito di concorrenza significa che il loro prezzo tende a mantenersi allineato nei vari mercati. Di conseguenza, le variazioni del tasso di cambio si riflettono in maniera più diretta nei prezzi in euro per i beni intermedi. Nel caso dei beni di investimento, ci si può attendere che le pressioni esercitate dal cambio sull'inflazione misurata sull'IPP siano di entità trascurabile, dato che il loro costo non si riflette immediatamente nei prezzi fissati dalle imprese ma è ammortizzato nel corso del tempo. Infine, è stato riscontrato che l'effetto di trasmissione sull'IPP per quanto concerne i beni di consumo si colloca entro gli effetti osservati per beni intermedi e beni di investimento. I mercati dei beni di consumo tendono a essere meno concorrenziali rispetto a quelli dei beni intermedi poiché i beni di consumo sono meno omogenei, ad esempio per via dell'importanza del branding. Peraltro, l'effetto di trasmissione può differire tra le varie sottocategorie di beni di consumo in ragione delle loro diverse quote di input importati. Ad esempio, la categoria "gioielli e orologi" comprende una quantità maggiore di input importati (oro) ai fini della produzione rispetto alla categoria "giornali", che dipende in più larga misura dai costi di produzione interni. Questo si traduce in un effetto di trasmissione più consistente per "gioielli e orologi" in confronto a "giornali"³.

Il notevole ritardo con cui una variazione del tasso di cambio si trasmette all'inflazione misurata sullo IAPC attraverso la catena di formazione dei prezzi implica che, in ogni momento, l'effetto netto rifletta una combinazione di effetti ritardati risalenti a fluttuazioni passate del cambio. Ad esempio, il recente impatto del tasso di cambio sull'inflazione rispecchia la combinazione di effetti di spinta dovuti al netto deprezzamento dell'euro nel 2014/2015, con effetti di attenuazione dovuti al recente apprezzamento mostrato nel riquadro 1 del presente articolo. Questa

³ Per maggiori dettagli, cfr. la sezione "Determinanti dell'effetto di trasmissione del tasso di cambio".

sovrapposizione degli effetti di variazioni passate e in corso del tasso di cambio rende difficile quantificare la trasmissione sull'inflazione misurata sullo IAPC.

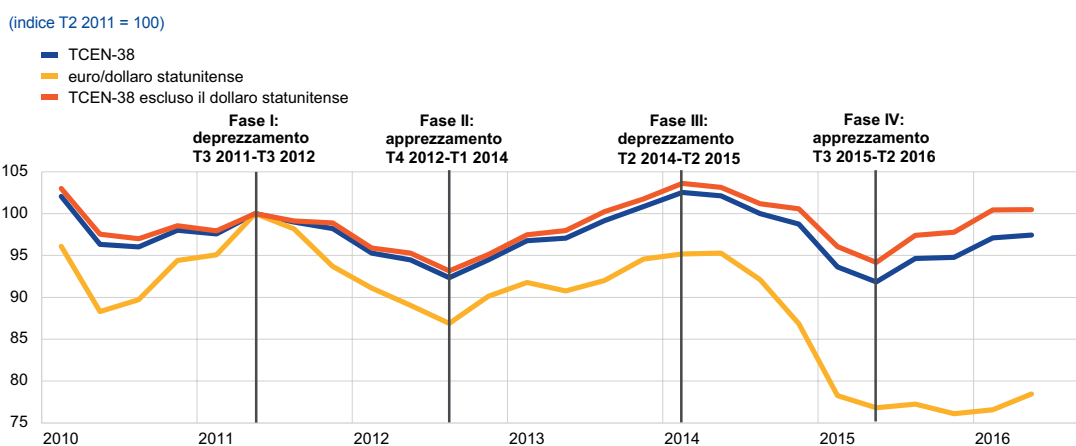
Riquadro 1

Sovrapposizione dinamica delle variazioni del tasso di cambio euro/dollaro statunitense nel periodo 2010-2016 ed effetti sull'inflazione misurata sullo IAPC

Per via dei ritardi nella trasmissione, la volatilità del tasso di cambio genera spinte ritardate al rialzo e al ribasso che si sovrappongono tra loro. Questo riquadro presenta una stima meccanica dell'impatto che questa sovrapposizione esercita sull'inflazione, in base all'andamento del cambio euro/dollaro nell'arco degli ultimi sei anni. Guardando alle medie trimestrali dal 2011, emergono con chiarezza quattro fasi di apprezzamento e deprezzamento del TCEN della moneta unica, riconducibili perlopiù al dollaro (cfr. grafico A). Il tasso di cambio euro/dollaro assume particolare rilevanza per l'inflazione dell'area dell'euro rispetto al cambio con altre valute poiché i prezzi delle materie prime sono fissati in dollari. Di conseguenza, ampie oscillazioni nel cambio euro/dollaro incidono direttamente sull'inflazione complessiva attraverso le importazioni di energia e altre materie prime. Questo riquadro verte dunque sugli effetti di sovrapposizione di fasi successive di apprezzamento e deprezzamento dell'euro sul dollaro statunitense.

Grafico A

Variazioni del TCEN-38 e del tasso di cambio euro/dollaro statunitense



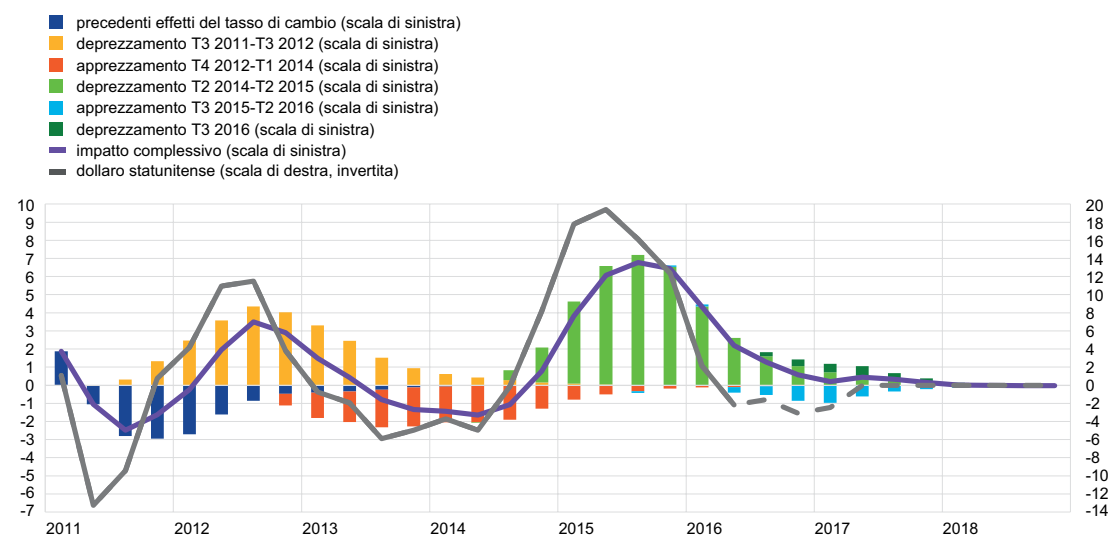
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Dalla metà del 2011 fino al terzo trimestre del 2012, l'euro si è indebolito all'incirca del 13 per cento sul dollaro statunitense e all'incirca del 7,6 per cento in termini effettivi nominali rispetto ai 38 partner commerciali dell'area dell'euro (TCEN-38). In seguito, l'euro si è rafforzato del 9,5 per cento sul dollaro, dalla fine del 2012 al primo trimestre del 2014 (11 per cento in termini di TCEN-38). Dopo aver raggiunto un massimo nel periodo compreso tra il secondo trimestre del 2014 e la metà del 2015, la moneta unica si è deprezzata del 19 per cento sul dollaro (-10,4 per cento in termini di TCEN-38). Questo calo è stato in parte riassorbito dalla metà del 2015 fino alla metà del 2016, con un nuovo apprezzamento dell'euro sul dollaro pari a circa il 2 per cento, e in modo persino più vigoroso, pari al 6 per cento, in termini effettivi. Ne risulta che il cambio euro/dollaro, che pesa all'incirca il 12 per cento nel TCEN-38, ha contribuito quasi interamente a ridurre il livello del TCEN-38 fino all'ultimo rilevamento del terzo trimestre del 2016, rispetto a quello osservato cinque anni prima.

Grafico B

Trasmissione del tasso di cambio del dollaro statunitense ai prezzi all'importazione

(in punti percentuali)



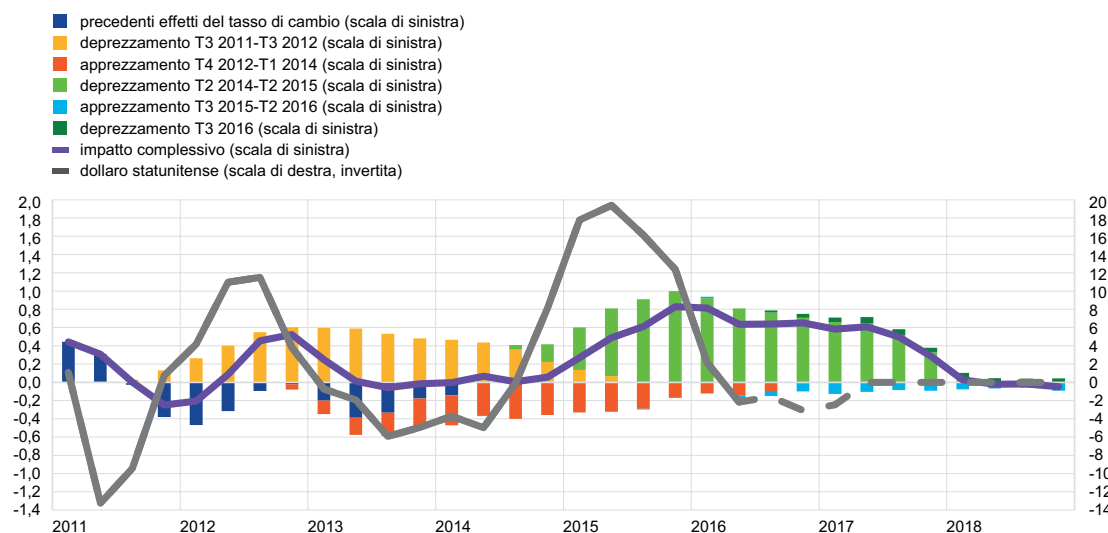
Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i calcoli si basano su una versione aggiornata del modello presentato nel Working Paper della BCE n. 243. L'ultima osservazione per il dollaro statunitense in riferimento al terzo trimestre del 2016 risale al 28 agosto. Si presume che il dollaro permanga allo stesso livello registrato nel terzo trimestre del 2016 fino al 2018.

Grafico C

Trasmissione del tasso di cambio del dollaro statunitense all'inflazione misurata sullo IAPC

(in punti percentuali)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i calcoli si basano su una versione aggiornata del modello presentato nel Working Paper della BCE n. 243. L'ultima osservazione per il dollaro statunitense in riferimento al terzo trimestre del 2016 risale al 28 agosto. Si presume che il dollaro permanga allo stesso livello registrato nel terzo trimestre del 2016 fino al 2018.

Gli effetti aggregati di successivi movimenti del cambio euro/dollaro possono essere stimati sulla base dei risultati del modello presentato in Hahn⁴, modificato sostituendo al TCEN il tasso di cambio euro/dollaro. L'inflazione misurata sullo IAPC continua a recepire un effetto positivo dal netto deprezzamento della moneta unica sul dollaro statunitense iniziato nel 2014. In

⁴ Hahn, E., "Pass-through of external shocks to euro area inflation", *Working Paper Series*, n. 243, BCE, luglio 2003.

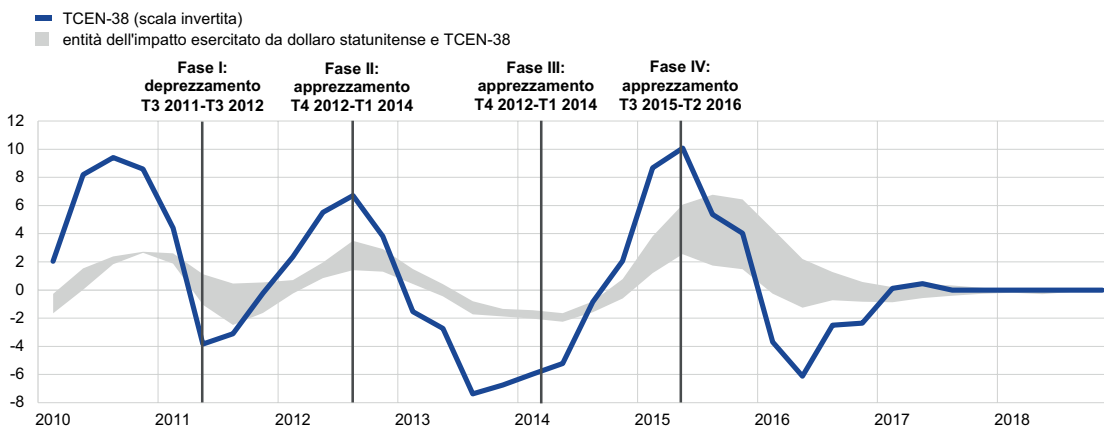
base a questo calcolo meccanico, il contributo del cambio euro/dollaro all'inflazione complessiva ha raggiunto un massimo iniziale di 0,5 punti percentuali nell'ultimo trimestre del 2012 in ragione della prima fase di deprezzamento menzionata precedentemente. La successiva fase di apprezzamento ha provocato un impatto pressoché neutro nel 2013 e nel 2014, che è stato controbilanciato nel 2015 e nel 2016 dal deprezzamento del 19 per cento avvenuto tra la seconda metà del 2014 e la prima metà del 2015. Ci si attende, inoltre, che l'effetto ritardato di questa fase di deprezzamento influisca in modo favorevole sull'inflazione nel 2017. Con l'attenuarsi del passato deprezzamento, se il cambio euro/dollaro rimane costante al livello registrato all'ultimo rilevamento del terzo trimestre del 2016, il suo sostegno all'inflazione dovrebbe cessare all'inizio del 2018.

L'effetto finale delle variazioni del cambio sui prezzi all'importazione e sull'inflazione misurata sullo IAPC dipende sia dall'indice del tasso di cambio sia dal modello utilizzato. Come si osserva nei grafici D ed E, le stime sulla trasmissione del cambio ai prezzi all'importazione e all'inflazione dell'area dell'euro variano notevolmente tra i modelli, a indicare il grado di incertezza che sussiste nel determinare un numero esatto per la stima.

Grafico D

Trasmissione del tasso di cambio ai prezzi all'importazione dell'area dell'euro

(in punti percentuali)

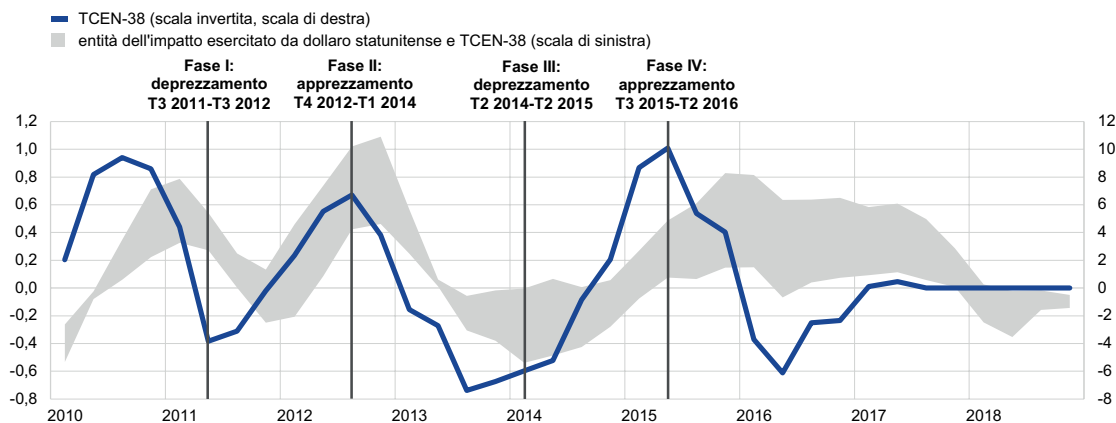


Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Grafico E

Trasmissione del tasso di cambio allo IAPC dell'area dell'euro

(in punti percentuali)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Determinanti dell'effetto di trasmissione del tasso di cambio

Sono numerose le ragioni per cui la trasmissione del tasso di cambio è incompleta, ossia meno che proporzionale, a livello di prezzi all'importazione e, in misura maggiore, a livello di prezzi al consumo. Alcune di queste ragioni riguardano la struttura e le politiche microeconomiche delle imprese mentre altre ragioni interessano il contesto macroeconomico generale. Le decisioni delle imprese esportatrici in merito alla determinazione del prezzo delle loro esportazioni verso l'area dell'euro sono influenzate da condizioni strutturali, come la valuta di fatturazione, il grado di concorrenza nel mercato dell'area e i costi derivanti dai mutamenti di prezzo. I fattori macroeconomici comportano modifiche al grado di apertura, alla struttura delle importazioni e all'aspettativa di persistenza della variazione del cambio. Talune cause di trasmissione incompleta coincidono con la fase dei prezzi all'importazione, altre sono ascrivibili alle politiche delle imprese nelle fasi successive della catena di formazione dei prezzi.

Nella fase dei prezzi all'importazione, la trasmissione del tasso di cambio è legata al grado di concorrenza nei vari settori. Un deprezzamento della moneta unica ha come conseguenza meccanica quella di rendere i prodotti esterni all'area dell'euro relativamente più onerosi in euro. Questa evenienza è nota come formazione del prezzo tramite ricorso alla valuta del produttore e corrisponde a un effetto di trasmissione pieno sui prezzi all'importazione in euro. In un mercato concorrenziale, dove il numero di produttori interni ed esterni all'area è relativamente elevato, le imprese esterne tendono a perdere quota di mercato nell'area dell'euro dopo un deprezzamento della moneta unica; per preservare questa quota devono mantenere i loro prezzi in euro il più possibile stabili, riducendo così il loro margine di profitto. Questo può portare addirittura a fissare i prezzi in valuta locale, ossia a un effetto di trasmissione nullo sui prezzi all'importazione dell'area. In un mercato poco concorrenziale, le imprese che esportano verso l'area possono aggiustare più facilmente i loro prezzi in euro e, nonostante ciò, preservare la loro quota di mercato. Al riguardo, la letteratura teorica ha mostrato che il grado di aggiustamento del margine da parte delle imprese in risposta a una variazione del tasso di cambio dipende (a) dal loro potere nel determinare i prezzi, che indica la facilità con cui il loro prodotto può essere sostituito con altri prodotti simili, e (b) dal grado di concentrazione del mercato, in particolare il numero di imprese presenti nel settore⁵. Di conseguenza, maggiore è la capacità di sostituzione tra prodotti interni e prodotti importati, e più alto è il numero di produttori operanti nel mercato dell'area dell'euro, minore sarà l'effetto di trasmissione sui prezzi all'importazione in euro. Inoltre, le decisioni sui prezzi assunte dalle imprese esportatrici verso l'area dell'euro possono interagire con i margini di distribuzione stabiliti dai distributori locali dell'area nella catena di approvvigionamento. Indipendentemente dal livello di sensibilità dei prezzi all'importazione dell'area nei confronti del tasso di cambio, se i distributori locali

⁵ Cfr. Dornbusch, R., "Exchange rates and prices", *The American Economic Review*, vol. 77, n. 1, marzo 1987, pagg. 93-106.

assorbono le fluttuazioni del cambio nei loro margini, i prezzi al consumo subiranno un minor effetto di trasmissione rispetto ai prezzi alla frontiera⁶.

La ricerca empirica per l'area dell'euro ha confermato la presenza di effetti sui prezzi diversificati a livello di settore industriale. Le differenze in termini di trasmissione del tasso di cambio possono essere dovute alla struttura di importazione, come discusso nel riquadro 2 del presente articolo. Osbat e Wagner⁷ documentano un'ampia gamma di effetti di trasmissione nei settori manifatturieri che possono essere attribuiti a variabili settoriali quali la penetrazione delle importazioni e la concentrazione delle imprese. Campa e Goldberg⁸ mostrano che la trasmissione ai prezzi all'importazione risulta più marcata per l'energia e meno marcata per le manifatture in diversi paesi dell'area dell'euro e negli Stati Uniti. Campa et al.⁹ hanno altresì rilevato che gli esportatori operano maggiori distinzioni di prezzo tra i mercati dei manufatti che tra i mercati delle materie prime. Analogamente, Hahn¹⁰ spiega che, tra i sottosectori industriali (al netto delle costruzioni), l'effetto di trasmissione del cambio registra i dati più elevati nei settori di elettricità, gas e fornitura d'acqua, oltre a quello dell'energia; i dati più modesti di trasmissione si riscontrano invece per i beni di investimento. Come descritto nella precedente sezione, questo si deve alle caratteristiche del prodotto: i beni energetici sono più omogenei, con un grado maggiore di concorrenza, e il loro prezzo è fissato sui mercati internazionali; per contro, i beni di investimento sono meno omogenei e meno sostituibili, con un grado minore di concorrenza, e il loro prezzo è quindi fissato su scala più locale.

Anche la valuta di fatturazione per le importazioni di beni e servizi è una determinante in termini di portata e rapidità della trasmissione e può dipendere da numerosi fattori strutturali. I produttori esterni all'area dell'euro che esportano verso l'area possono vendere i loro prodotti applicando un prezzo comune a tutti i clienti nella loro valuta. In questo caso, i movimenti del tasso di cambio sono trasmessi direttamente ai prezzi delle importazioni verso l'area e la trasmissione risulta completa. Diversamente, se i produttori esterni applicano prezzi diversi in ciascun mercato di esportazione, l'effetto di trasmissione del cambio sui prezzi all'importazione in euro potrebbe risultare incompleto. La decisione di regolare le importazioni nella valuta del produttore o in valuta locale

⁶ Cfr. Burstein, A.T. e Gopinath, G., "International prices and exchange rates", *NBER Working Paper Series*, n. 18829, febbraio 2013; Burstein, A.T., Neves, J.C. e Rebelo, S., "Distribution costs and real exchange rate dynamics during exchange-rate-based stabilizations", *Journal of Monetary Economics*, vol. 50, n. 6, settembre 2003, pagg. 1189-1214; Campa, J.M. e Goldberg, L.S., "Distribution margins, imported inputs, and the sensitivity of the CPI to exchange rates", *NBER Working Paper Series*, n. 12121, marzo 2006.

⁷ Cfr. Osbat, C. e Wagner, M., "Sectoral exchange rate pass-through in the euro area", BCE, 2006.

⁸ Cfr. Campa, J.M. e Goldberg, L.S., "Pass-through of exchange rates to consumption prices: what has changed and why?", in Ito, T. e Rose, A.K. (a cura di), *International Financial Issues in the Pacific Rim: Global Imbalances, Financial Liberalization, and Exchange Rate Policy*, University of Chicago Press, Chicago, 2008, pagg. 139-176.

⁹ Campa, J.M., Goldberg, L.S. e González-Mínguez, J.M., "Exchange-rate pass-through to import prices in the euro area", *NBER Working Paper Series*, n. 11632, settembre 2005.

¹⁰ Hahn, E., "The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the euro area", *Working Paper Series*, n. 796, BCE, agosto 2007.

dipende soprattutto dal livello di concorrenza locale¹¹; può altresì dipendere dall'esistenza di complementarità strategiche, dato che gli esportatori tendono a utilizzare la moneta del paese leader nel settore o quella impiegata dai loro principali concorrenti¹². Al tempo stesso, i beni più omogenei sono scambiati in dollari statunitensi¹³.

Il ruolo svolto dall'euro come valuta di fatturazione si è rafforzato nel XXI secolo. L'introduzione della moneta unica ha portato a una crescita della quota di importazioni verso l'area denominate in euro; di conseguenza, i produttori esterni che esportano verso l'area hanno iniziato a utilizzare più attivamente l'euro (valuta locale) nelle loro operazioni con gli importatori interni. Ci si attenderebbe come risultato un minor effetto di trasmissione del cambio sui prezzi interni¹⁴. In effetti, nel 2013 il 52 per cento delle importazioni in beni da paesi esterni all'area è stato regolato in euro, contro il 49 per cento nel 2006; gli stessi dati per le importazioni in servizi da paesi esterni ammontano rispettivamente al 62 e al 54 per cento¹⁵. Le statistiche discusse nel riquadro 2 suffragano la conclusione che gli Stati membri con una quota maggiore di importazioni dall'esterno dell'area fatturate in euro sono interessati da un minor effetto di trasmissione del cambio.

Anche il grado di copertura adottato dalle imprese contro le fluttuazioni del tasso di cambio determina la portata della trasmissione del cambio ai prezzi all'importazione. La copertura contro i movimenti del tasso di cambio può avvenire in due modi: primo, in modo naturale attraverso la maggiore integrazione delle imprese nelle catene produttive mondiali e il crescente ricorso a input importati da vari paesi di origine¹⁶; secondo, in modo da seguire una strategia specificamente finanziaria. Le imprese più grandi che hanno accesso a opzioni di copertura hanno più probabilità di fatturare nella valuta dell'importatore e mitigare l'effetto di trasmissione del tasso di cambio¹⁷.

Guardando all'ultima fase della catena di formazione dei prezzi, vale a dire i prezzi al consumo, la trasmissione tende a essere più marcata per i beni

¹¹ Cfr. Bacchetta, P. e van Wincoop, E., "A theory of the currency denomination of international trade", *Journal of International Economics*, vol. 67, n. 2, dicembre 2005, pagg. 295-319. Gli autori mettono in evidenza il ruolo dell'elasticità della domanda ai prezzi.

¹² Cfr. Goldberg, L.S. e Tille, C., "Vehicle currency use in international trade", *Journal of International Economics*, vol. 76, n. 2, dicembre 2008, pagg. 177-192; Goldberg, L.S. e Tille, C., "Micro, macro, and strategic forces in international trade invoicing", *NBER Working Paper Series*, n. 15470, novembre 2009; Bacchetta, P. e van Wincoop, E., op. cit.; Gopinath, G., Itskhoki, O. e Rigobon, R., "Currency choice and exchange rate pass-through", *American Economic Review*, vol. 100, n. 1, marzo 2010, pagg. 304-336; Devereux, M.B., Engel, C. e Storgaard, P.E., "Endogenous exchange rate pass-through when nominal prices are set in advance", *Journal of International Economics*, vol. 63, n. 2, luglio 2004, pagg. 263-291.

¹³ Cfr. Goldberg, L.S. e Tille, C., "Vehicle currency use in international trade", op. cit.

¹⁴ A sostegno di questa ipotesi cfr. le evidenze in Campa, J.M., Goldberg, L.S. e González Mínguez, J.M., op. cit. Tuttavia, esistono anche forze che possono agire in senso opposto: la quota delle importazioni dell'area dell'euro in percentuale del PIL è fortemente aumentata dal 1970, il che può aver condotto a un rafforzamento dell'effetto di trasmissione del cambio nel corso del tempo per via di una maggiore quota di importazioni nei consumi.

¹⁵ Cfr. *The international role of the euro*, BCE, luglio 2014.

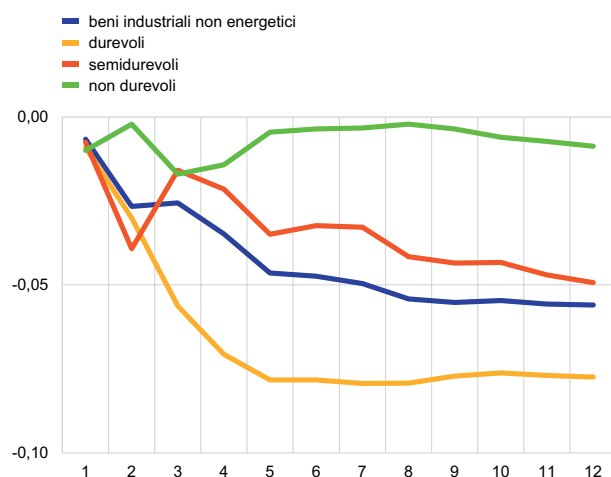
¹⁶ Cfr. di Mauro, F. e Ronchi, M., *Assessing European competitiveness: the contribution of CompNet research*, BCE, giugno 2015.

¹⁷ Martin, J., e Mejean, I., "Invoicing currency, firm size, and hedging", *CEPII Working Paper*, n. 2012-28, 2012.

Grafico 4

Impatto di un apprezzamento del TCEN pari all'1 per cento per i beni industriali non energetici e le relative sottocomponenti

(deviazione dallo scenario di base, in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: le stime si basano su una versione modificata del modello VAR applicato da Hahn (cfr. nota a piè di pagina 4).

durevoli e meno marcata per i beni non durevoli.

L'impatto della variazione del cambio sull'inflazione dei beni industriali non energetici è trasmesso, in larga misura, attraverso il prezzo dei beni industriali non energetici durevoli (cfr. grafico 4)¹⁸. Con un apprezzamento del TCEN pari all'1 per cento, si stima che il tasso di inflazione dei beni industriali non energetici durevoli diminuirebbe di circa 0,08 punti percentuali. Questa trasmissione si produrrebbe con una certa rapidità e il pieno effetto si concretizzerebbe dopo circa un anno. Anche il prezzo dei beni industriali non energetici semidurevoli ne risentirebbe, tuttavia l'impatto sarebbe significativo solo nel breve periodo. Le stime espresse in punti percentuali mostrano una risposta più contenuta per i prezzi dei beni semidurevoli rispetto a quelli dei beni durevoli, con una trasmissione che si protrae maggiormente nel tempo. Si stima che il prezzo dei beni industriali non energetici semidurevoli si ridurrebbe di 0,05 punti percentuali dopo un apprezzamento dell'1 per cento, con una trasmissione piena solo dopo circa tre anni. Per contro, il prezzo dei beni industriali non energetici non durevoli sembra

rispondere in misura del tutto marginale a uno shock del tasso di cambio (nell'ordine di circa 0,01 punti percentuali). Quanto ai beni industriali non energetici semidurevoli, la trasmissione del cambio ha un effetto notevole sui prezzi solo nel breve periodo, mentre per i beni non durevoli l'effetto sui prezzi risulta trascurabile.

Fattori macroeconomici di più ampio respiro, come il grado di apertura commerciale, influenzano l'impatto del tasso di cambio sui prezzi al consumo.

Maggiore è il grado di apertura di un'economia o di un settore, maggiore è l'entità della trasmissione. Gli input importati dall'esterno dell'area dell'euro devono essere combinati con input interni ai fini della produzione interna di beni di consumo finali. Una quota più alta di input o beni finali importati rispetto a quelli prodotti internamente amplifica l'impatto dei movimenti del cambio sui prezzi interni e le economie aperte tendono a mostrare un effetto di trasmissione più rapido e marcato. Questo è avvalorato da evidenze relative al fatto che l'effetto di trasmissione risulta più pronunciato nell'area dell'euro in confronto agli Stati Uniti, poiché la quota di input importati nei vari settori tende a essere superiore nell'area dell'euro¹⁹. Naturalmente questa quota tende a essere più cospicua nelle economie minori dell'area, come Austria, Irlanda e Belgio, rispetto alle economie di maggiori dimensioni, ad esempio la Francia. Tuttavia, dall'analisi nel riquadro 2 emerge che

¹⁸ Il modello di autoregressione vettoriale (VAR) applicato è una versione modificata e condensata del modello VAR relativo alla catena di formazione dei prezzi applicato in Hahn, E., "Pass-through of external shocks to euro area inflation", op. cit. La stima riguarda le diverse variabili di prezzo di interesse, in particolare l'insieme dei beni industriali non energetici e le relative sottocomponenti, sulla base di dati trimestrali nel periodo 2001-2015.

¹⁹ Cfr. Campa, J.M. e Goldberg, L.S., "Pass-through of exchange rates to consumption prices: what has changed and why?", op. cit.

il grado di apertura spiega solo marginalmente le differenze tra paesi dell'area in termini di trasmissione del tasso di cambio.

Infine, la portata della trasmissione del cambio è influenzata da rigidità di prezzo e dalla percezione di persistenza degli shock²⁰. In presenza di costi di aggiustamento dei listini ("menu" costs), potrebbe non avere senso per importatori ed esportatori modificare i rispettivi prezzi in risposta a lievi fluttuazioni valutarie. Se le imprese percepiscono lo shock del tasso di cambio come un fenomeno non duraturo, aggiusteranno solo in parte i loro prezzi. Pertanto, una minore persistenza (percepita) degli shock del tasso di cambio può dare luogo a un minor effetto di trasmissione. Infatti, il contesto di inflazione stabile raggiunto in molte economie dell'area dell'euro ha attenuato la persistenza di shock relativi a prezzi e tassi di cambio, riducendo in tal modo anche la frequenza delle variazioni di prezzo e il grado di trasmissione del cambio²¹. Come nel caso dell'apertura commerciale, tuttavia, l'analisi regressiva nel riquadro 2 indica che, una volta tenuto conto di molti altri fattori, il tasso di inflazione spiega solo in misura marginale le differenze tra paesi dell'area per quanto riguarda il grado di trasmissione del cambio.

Riquadro 2

Fatturazione in valuta e trasmissione del tasso di cambio

Questo riquadro analizza il ruolo della fatturazione in valuta nell'effetto di trasmissione del tasso di cambio²². Recenti studi empirici basati su dati a livello microeconomico (ossia a livello dei singoli beni) hanno riscontrato che la trasmissione dei movimenti del cambio ai prezzi delle importazioni varia notevolmente a seconda della valuta scelta per fatturare le operazioni di importazione, e che la trasmissione è minore quando si ricorre a una maggiore quota di valuta locale per fatturare le importazioni²³. Traducendo questo risultato in termini macroeconomici, il presente riquadro esamina le differenze tra le economie dell'area dell'euro riguardo al grado specifico per paese di trasmissione del cambio in un'ottica di lungo periodo e mette in relazione tali differenze all'utilizzo relativo dell'euro come valuta di fatturazione.

Le stime relative al grado di trasmissione del tasso di cambio variano in maniera considerevole tra le economie dell'area dell'euro²⁴. Secondo stime basate su un modello di regressione log-lineare

²⁰ Burstein, A.T. e Gopinath, G., op. cit.

²¹ Taylor, J.B., "Low inflation, pass-through, and the pricing power of firms", *European Economic Review*, vol. 44, n. 7, giugno 2000, pagg. 1389-1408.

²² Questo riquadro si basa sull'approfondimento contenuto nell'articolo A in *The international role of the euro*, BCE, luglio 2015.

²³ Gopinath, G., Itskhoki, O. e Rigobon, R., op. cit.

²⁴ In base alla letteratura, il grado specifico per paese di trasmissione del tasso di cambio per le economie dell'area dell'euro, in un'ottica di lungo periodo, è stimato utilizzando un modello di regressione log-lineare standard:

$$\Delta p_{it} = \alpha + \sum_{j=0}^4 \beta_{ij} \Delta e_{t-j} + \sum_{j=0}^4 \gamma_{ij} \Delta \text{Cost}_{t-j} + \delta_{ij} \Delta \text{IP}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

dove Δp è la variazione logaritmica trimestrale dei valori unitari dei prezzi all'importazione nell'economia dell'area dell'euro i , Δe è la variazione trimestrale della misura standard (secondo una definizione ampia) del TCEN-38 dell'euro, ΔCost è una misura effettiva trimestrale dell'inflazione nei costi di produzione dei principali partner commerciali dell'area dell'euro e ΔIP è la variazione logaritmica trimestrale della produzione industriale (al netto delle costruzioni) nell'economia dell'area dell'euro i . Il campione di stima ha cadenza trimestrale, riguarda il periodo dal primo trimestre del 2000 all'ultimo trimestre del 2014 e interessa 17 paesi dell'area. È altresì possibile utilizzare i TCEN calcolati con i pesi specifici per paese invece del TCEN-38 standard. In tal caso, le stime restano invariate dal punto di vista qualitativo, un dato che non sorprende se si considera la correlazione elevata e statisticamente significativa (all'incirca l'80 per cento) delle differenze logaritmiche tra TCEN standard e TCEN specifici per paese.

standard, per l'insieme dell'area un apprezzamento effettivo nominale dell'1 per cento della moneta unica produce, in media, un calo dello 0,51 per cento dei prezzi all'importazione aggregati. Tuttavia, questo dato cela una sostanziale eterogeneità della trasmissione del cambio tra le economie dell'area. Infatti, in un'ottica di lungo termine, si stima che l'effetto di trasmissione del tasso di cambio sia compreso tra lo 0,29 per cento dell'Austria e lo 0,75 per cento dell'Irlanda.

Alle determinanti standard di trasmissione del cambio è riconducibile solo una parte della variazione totale della trasmissione riscontrata tra le economie dell'area dell'euro²⁵. La letteratura esistente volta a spiegare le differenze di trasmissione tra paesi si concentra su una combinazione di determinanti strutturali microeconomiche e macroeconomiche, tra cui il livello di inflazione, il grado di apertura e la struttura microeconomica delle importazioni²⁶. Stando all'approccio di regressione standard, i risultati suggeriscono che inflazione e apertura (le determinanti macroeconomiche standard) giustificano solo il 4 per cento circa dell'eterogeneità di trasmissione nei vari paesi dell'area. Il coefficiente R2 aumenta al 24 per cento quando le importazioni di prodotti agricoli e materie prime sono incluse fra le importazioni totali, indicando che la struttura di importazione di un'economia è una determinante di rilievo per quanto riguarda le differenze tra paesi nella trasmissione del tasso di cambio.

Da un paese all'altro è notevole la variazione del ricorso all'euro come valuta di fatturazione per le importazioni dall'esterno dell'area. Il ruolo della fatturazione in valuta locale è una determinante finora poco analizzata negli studi esistenti sulle differenze di trasmissione tra paesi. La tavola A mostra la percentuale di impiego dell'euro come moneta di fatturazione o di regolamento per le importazioni dall'esterno dell'area effettuate da 15 Stati membri. I dati oscillano da poco più del 20 per cento in Grecia a più del 70 per cento in Estonia. La variazione nel ricorso all'euro può essere perlopiù ricondotta a differenze nel rapporto tra esportazioni all'interno dell'area ed esportazioni totali. Le economie dell'area tendono a fatturare in euro una quota più elevata di importazioni dall'esterno dell'area, se le rispettive esportazioni sono destinate soprattutto ad altri paesi dell'area, in parte per via della necessità di copertura contro il rischio di cambio ma anche per altre ragioni (ad esempio la riduzione dei costi di operazione). Bilanciare costi e ricavi nella stessa valuta è un modo efficiente in termini di costi per tutelarsi contro il rischio di cambio; pertanto, le economie dell'area dell'euro orientate in prevalenza verso le esportazioni interne, i cui ricavi sono quindi denominati perlopiù in euro, è più probabile che fatturino in euro le importazioni dall'esterno.

Tavola A

Percentuale del ricorso all'euro come valuta di fatturazione o di regolamento nelle importazioni dall'esterno dell'area dell'euro

BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	NL	AT	PT	SI	SK
57%	57%	72%	33%	23%	48%	54%	46%	12%	44%	37%	55%	36%	59%	67%

Fonte: *The international role of the euro*, BCE, luglio 2015.

Nota: gli ultimi dati disponibili si riferiscono al 2012 per Belgio, Germania, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi e Austria, al 2010 per Cipro e al 2013 per i restanti paesi. I dati di Malta e Finlandia non sono inclusi.

²⁵ Stando alla letteratura, la trasmissione stimata del tasso di cambio β_i è correlata a una serie di variabili microeconomiche e macroeconomiche:

$$\beta_i = \alpha + \gamma_1 \text{Openness}_{it} + \gamma_2 \text{HICP}_{it} + \gamma_3 \text{LowTech}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2),$$

dove *Openness* dell'economia dell'area dell'euro *i* è misurata come il rapporto tra importazioni e PIL, *HICP* è il logaritmo dell'inflazione annualizzata misurata sullo IAPC e *LowTech* è il rapporto tra importazioni di prodotti agricoli e di materie prime e importazioni totali, che è un indicatore del grado di differenziazione a livello di prodotto. Il campione di stima ha una cadenza annua, riguarda il periodo 2000-2013 e interessa i 15 paesi dell'area dell'euro per cui sono disponibili dati sulla fatturazione in valuta.

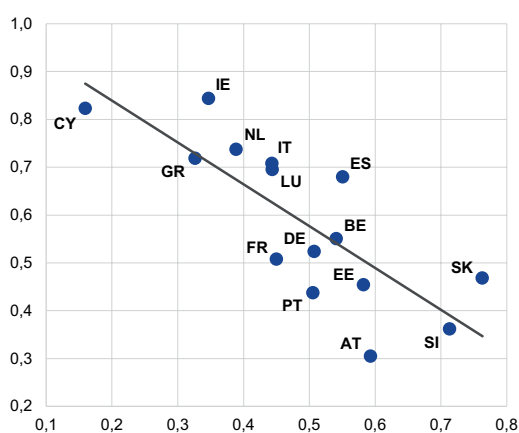
²⁶ Cfr. Campa, J.M. e González Mínguez, J.M., "Differences in exchange rate pass-through in the euro area," *European Economic Review*, vol. 50, n. 1, 2006, pagg. 121-145.

Le stime relative al grado di trasmissione del cambio sono strettamente correlate all'utilizzo relativo dell'euro come valuta di fatturazione. Il grafico A traccia l'utilizzo relativo della moneta unica come valuta di fatturazione per le importazioni dall'esterno dell'area dell'euro rispetto al grado stimato di trasmissione in un'ottica di lungo periodo. I dati mostrano che gli Stati membri con una percentuale maggiore di importazioni esterne fatturate in euro evidenziano di norma un effetto di trasmissione del cambio di gran lunga più contenuto.

Grafico A

Relazione tra trasmissione stimata del tasso di cambio in un'ottica di lungo periodo e quota della fatturazione in valuta locale

(asse x: quota in valuta locale; asse y: trasmissione del tasso di cambio nel lungo periodo)



Fonte: *The international role of the euro*, BCE, luglio 2015.
Nota: la quota di fatturazione in valuta locale riportata nell'asse delle ascisse indica il valore medio nell'arco del periodo a cui si riferisce il campione.

Le quote di fatturazione in euro spiegano in larga misura le differenze tra paesi in termini di trasmissione, anche quando si tiene conto delle determinanti standard di trasmissione.

Per considerare altri fattori che incidono sulla scelta della valuta di fatturazione, l'equazione (1) (cfr. nota a piè di pagina 24) è stata modificata per includere la quota di fatturazione in valuta locale delle importazioni dall'esterno dell'area dell'euro verso l'economia interna. Questa quota si correla fortemente con l'effetto di trasmissione di lungo periodo e presenta un'elevata rilevanza statistica, anche quando si tiene conto delle determinanti standard di eterogeneità della trasmissione. Inoltre, il coefficiente R2 evidenzia un netto incremento, di oltre 30 punti percentuali²⁷.

In sintesi, i risultati suggeriscono un forte legame tra scelta della valuta di fatturazione ed effetto di trasmissione del tasso di cambio. Le economie dell'area dell'euro caratterizzate da un minor ricorso all'euro come valuta di fatturazione per le importazioni dall'esterno tendono a subire un effetto di trasmissione del cambio sui prezzi all'importazione di gran lunga più marcato.

Stime dell'effetto aggregato di trasmissione del tasso di cambio nell'area dell'euro

Le sezioni precedenti hanno descritto i meccanismi con cui i movimenti del tasso di cambio incidono sui prezzi all'importazione e sullo IAPC, e i fattori che determinano la portata e la rapidità di questo effetto. Questa sezione presenta l'evidenza empirica che verte sulla portata e sulla rapidità dell'effetto di trasmissione del cambio sui prezzi di beni importati e beni di consumo per l'area dell'euro e per gli Stati membri dell'area.

²⁷ Se si utilizzano i TCEN specifici per paese ai fini dell'equazione (1), la stima del coefficiente per la fatturazione in valuta locale aumenta ulteriormente (da 0,7 a 1,4), segnalando una relazione persino più stretta tra la fatturazione e l'effetto di trasmissione. Inoltre, anche tenendo conto della quota delle importazioni dall'esterno dell'area, l'aumento del coefficiente R2 risulta più marcato quando la fatturazione in valuta locale è inclusa nella regressione.

Le stime dell'effetto aggregato di trasmissione per l'area dell'euro variano in funzione dei modelli e dei campioni impiegati nell'analisi. Dato che la portata della trasmissione dipende da fattori a livello di settore e di impresa, mutevoli nel tempo, e da aggregati, mutevoli nella composizione, non sorprende che specificazioni ad hoc basate su aggregati a livello di paese producano stime diverse a seconda del paese e del periodo. Hahn²⁸ ha stimato un'autoregressione vettoriale (VAR) che include il TCEN dell'euro e la catena di formazione dei prezzi. Stime aggiornate di questo modello mostrano che un deprezzamento dell'1 per cento della moneta unica fa aumentare l'inflazione misurata sullo IAPC dello 0,10 per cento dopo un anno e dello 0,23 per cento dopo tre anni (cfr. tavola 1). Altri modelli tendono a evidenziare risultati simili per lo IAPC²⁹. Più di recente, Comunale e Kunovac³⁰ hanno impiegato un modello VAR bayesiano e un diverso approccio per individuare shock del tasso di cambio. Hanno riscontrato che, trascorso un anno da un deprezzamento dell'1 per cento del TCEN dell'euro, i prezzi all'importazione nell'area salirebbero dello 0,50 per cento, i prezzi alla produzione dello 0,37 per cento e i prezzi al consumo dello 0,11 per cento. In merito alle quattro maggiori economie dell'area, gli studiosi hanno osservato che in Germania, Francia e Italia uno shock del tasso di cambio eserciterebbe sull'inflazione misurata sullo IAPC un impatto analogo a quello che si registrerebbe per la stessa inflazione nell'insieme dell'area dell'euro e hanno stimato invece un effetto molto più marcato per la Spagna (cfr. tavola 2). Gli studi incentrati sui soli prezzi all'importazione producono stime differenti nei vari paesi³¹.

Tavola 1

Stime dell'effetto di trasmissione del tasso di cambio nell'area dell'euro dopo un deprezzamento dell'1 per cento della moneta unica

Autore	Variabile dei prezzi	un anno	tre anni
Hahn (2003) - aggiornamento	Prezzi all'importazione	0,71%	0,81%
	Prezzi alla produzione	0,27%	0,39%
	IAPC	0,10%	0,23%
Comunale e Kunovac - prossima pubblicazione	Prezzi all'importazione	0,50%	0,46%
	Prezzi alla produzione	0,37%	0,36%
	IAPC	0,11%	0,12%
New area-wide model (NAWM)	Prezzi all'importazione	0,55%	0,89%
	IAPC	0,02%	0,20%
New multi-country model (NMCM)	Prezzi all'importazione	0,30%	0,44%
	IAPC	0,09%	0,25%

Note: "Hahn (2003) - aggiornamento" si riferisce alle stime aggiornate ricorrendo al modello Hahn 2003 con dati compresi fra il primo trimestre del 1980 e il primo trimestre del 2016; indica le risposte a impulso cumulate dovute al deprezzamento dell'1 per cento nel TCEN dell'euro. Comunale e Kunovac (prossima pubblicazione) presentano i rapporti tra le risposte a impulso cumulate di ciascun indicatore di prezzo e la risposta a impulso cumulata del tasso di cambio. La stima si avvale di dati compresi fra il primo trimestre del 1992 e il secondo trimestre del 2016. I risultati di NAWM e NMCM sono generati nel quadro di un contesto in cui si presume che i tassi di interesse permangano invariati. Nel caso del NAWM, gli effetti del deflatore delle importazioni si riferiscono alle importazioni dall'esterno dell'area. Per maggiori dettagli su NAWM e NMCM, cfr. nota a piè di pagina 29.

²⁸ Cfr. nota a piè di pagina 4.

²⁹ Sul modello NAWM, cfr. Christoffel, K., Coenen, G. e Warne, A., "The new area-wide model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis", *Working Paper Series*, n. 944, BCE, ottobre 2008; sul modello NMCM, cfr. Dieppe, A., Pandiella, A.G., Hall, S. e Willman, A., "Limited information minimal state variable learning in a medium-scale multi-country model", *Economic Modelling*, vol. 33, n. C, 2013, pagg. 808-825.

³⁰ Comunale, M. e Kunovac, D., "Exchange rate pass-through in the euro area" (di prossima pubblicazione).

³¹ Cfr. An, L. e Wang, J., "Exchange rate pass-through: evidence based on vector autoregression with sign restrictions", *Federal Reserve Bank of Dallas Working Paper*, n. 70, 2011; Campa, J.M. e Goldberg, L.S., "Pass-through of exchange rates to consumption prices: what has changed and why?", op. cit.; Campa, J.M. e González Mínguez, J.M., "Differences in exchange rate pass-through in the euro area", op. cit.

Tavola 2

Stime dell'effetto di trasmissione del tasso di cambio in alcuni paesi dell'area dell'euro dopo un deprezzamento dell'1 per cento della moneta unica

Autore	Variabile dei prezzi	Germania	Francia	Spagna	Italia
Comunale e Kunovac - prossima pubblicazione	Prezzi all'importazione	0,74%	0,58%	1,00%	1,00%
	IPP	0,54%	0,49%	0,64%	0,64%
	IAPC	0,19%	0,15%	0,35%	0,20%
An e Wang (2011)	Prezzi all'importazione			1,00%	0,94%
	IPP			0,44%	0,15%
	IAPC			0,02%	0,05%
Campa et al. (2008)	Prezzi all'importazione	0,80%	0,90%	0,70%	0,35%
Campa e González Mínguez (2006)	Prezzi all'importazione	0,66%	0,68%	0,98%	0,74%

Note: Comunale e Kunovac (prossima pubblicazione) e An e Wang (2011) presentano i rapporti tra le risposte a impulso cumulate di ciascun indicatore di prezzo e la risposta a impulso cumulata del tasso di cambio dopo tre anni. Campa et al. (2008) e Campa e González Mínguez (2006) indicano l'effetto cumulato dopo quattro trimestri.

Le stime basate sul TCEN riguardo all'effetto di trasmissione del cambio nell'area dell'euro tendono a collocarsi su valori più bassi rispetto alle stime basate sul tasso di cambio bilaterale euro/dollaro statunitense. Il tasso di cambio bilaterale euro/dollaro ha recentemente evidenziato movimenti più marcati in confronto al TCEN-38 dell'euro, come indica il grafico A nel riquadro 1. Questo andamento è riconducibile al fatto che le variazioni del tasso euro/dollaro sono controbilanciate dalle variazioni in altre monete incluse nel paniere valutario contenente il TCEN. Inoltre, il dollaro statunitense esercita un forte impatto quale valuta di fatturazione delle materie prime, tende pertanto a determinare un rapido e pieno effetto di trasmissione sui prezzi dei beni alimentari ed energetici importati.

Alcuni studi empirici sostengono che l'effetto di trasmissione potrebbe essersi affievolito nell'area dell'euro dagli anni '90. Campa et al.³² hanno esaminato le variazioni nell'effetto di trasmissione sui prezzi all'importazione dei paesi dell'area dell'euro in base a dati settoriali fino al 2004. Nel campione in rassegna, gli studiosi hanno riscontrato un calo dei valori stimati di trasmissione in circa due terzi dei settori, ma gran parte di questo riscontro non è significativo sul piano statistico. Solo i settori manifatturieri presentano effetti statisticamente rilevanti. I ricercatori della BCE³³ hanno individuato evidenze preliminari di una riduzione della trasmissione del cambio per l'area dell'euro sulla base di un modello VAR di tipo panel e dell'Area Wide Model, con dati fino al 2007. Riscontri più evidenti delle variazioni nell'effetto di trasmissione del cambio per diversi Stati membri sono stati segnalati dall'FMI e da Sekine³⁴. In entrambi gli studi si rileva un calo sostanziale dell'effetto di trasmissione sui prezzi all'importazione e al consumo per una serie di economie avanzate. Quando il modello proposto da Hahn è applicato a finestre mobili di 20 anni, emerge un indebolimento della trasmissione dal 1980 sia per i prezzi delle importazioni sia per l'inflazione misurata sullo IAPC. In particolare, mentre il modello stimato sull'intero campione (dal primo trimestre del 1980 al primo trimestre del 2016) segnala che un apprezzamento dell'1 per cento del TCEN produrrebbe dopo tre

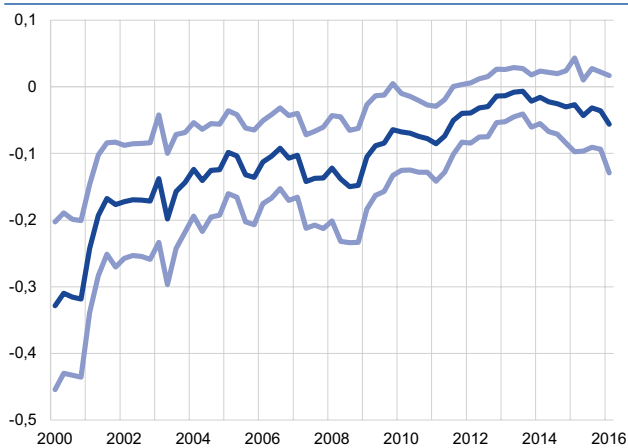
³² Cfr. Campa, J.M., Goldberg, L.S. e González Mínguez, J.M., "Exchange-rate pass-through to import prices in the euro area", op. cit.

³³ Cfr. di Mauro, F., Ruffer R. e Bunda, I., "The changing role of the exchange rate in a globalised economy", *Occasional Paper Series*, n. 94, BCE, settembre 2008.

³⁴ Cfr. *World Economic Outlook*, FMI, 2006; Sekine, T., "Time-varying exchange rate pass-through: experiences of some industrial countries", *BIS Working Papers*, n. 202, marzo 2006.

Grafico 5

Trasmissione del tasso di cambio all'inflazione misurata sullo IAPC nel corso del tempo



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra la risposta a impulso cumulata (linea blu) dell'inflazione misurata sullo IAPC dovuta a un apprezzamento dell'1 per cento del TCEN dopo tre anni nel corso del tempo e i rispettivi intervalli di confidenza al 95 per cento (linee azzurre). La risposta a impulso cumulata si basa sulla stima aggiornata di Hahn (2003) nell'arco di una finestra mobile di 20 anni, dal primo trimestre del 1980 al primo trimestre del 2016. Ciascun punto della linea blu si riferisce al termine di ciascun campione mobile di 20 anni, dove il primo campione riguarda il periodo compreso fra il secondo trimestre del 1981 e il primo trimestre del 2000 e l'ultimo campione riguarda il periodo compreso fra il secondo trimestre del 1996 e il primo trimestre del 2016.

anni una flessione dello 0,23 per cento dell'inflazione misurata sullo IAPC, il medesimo modello applicato a un campione mobile mostra che questo effetto sarebbe trascurabile nell'iterazione più recente (dal secondo trimestre del 1996 al primo trimestre del 2016) della stima basata sulla finestra mobile (cfr. grafico 5).

La composizione delle importazioni è uno degli argomenti addotti a giustificazione del potenziale indebolimento dell'effetto di trasmissione del cambio.

Infatti, lo spostamento in termini di composizione da settori con elevato effetto di trasmissione (come l'energia) a settori con basso effetto di trasmissione (come manifattura e alimentari) è stato proposto come una delle cause della minore trasmissione ai prezzi all'importazione³⁵. I ricercatori della BCE³⁶ hanno confrontato le stime dell'effetto aggregato di trasmissione, calcolato sommando le stime settoriali e utilizzando come pesi le quote importate di ciascun settore nel 1988 e nel 2005, per mostrare che il risultato sarebbe un indebolimento meccanico da 0,83 a 0,74 dell'effetto complessivo di trasmissione sui prezzi delle importazioni.

Un'altra proposta avanzata per spiegare il calo di lungo periodo dell'effetto di trasmissione del cambio sui prezzi all'importazione è la globalizzazione e la comparsa di esportatori a costi ridotti.

Gust, Leduc e Vigfusson³⁷ suggeriscono che l'indebolimento della trasmissione potrebbe essere in parte connesso all'accresciuta integrazione commerciale, dato che le imprese sono divenute più reattive ai prezzi della concorrenza. Questa pressione competitiva è ulteriormente acuita dalla crescente prominenza di produttori a basso costo nel commercio internazionale.

Svariati fattori a livello di impresa possono aver altresì contribuito al calo dell'effetto di trasmissione del cambio.

Anzitutto, come discusso nel riquadro 2 del presente articolo, una quota crescente delle importazioni dall'esterno dell'area è fatturata in euro, a indicare che una porzione via via maggiore di esportatori esterni sceglie di ricorrere alla moneta unica come valuta per esportare verso i paesi dell'area. Stando ai risultati enunciati nel riquadro, questa dinamica può arrivare a mitigare l'effetto di trasmissione. Anche il crescente contenuto di beni importati nelle esportazioni e il minor costo di copertura per unità di rischio possono aver attenuato la risposta dei prezzi delle importazioni ai movimenti del tasso di cambio³⁸.

³⁵ Cfr. anche note a piè di pagina 7, 8 e 31.

³⁶ Cfr. nota a piè di pagina 33.

³⁷ Cfr. Gust, C., Leduc, S. e Vigfusson, R., "Trade integration, competition, and the decline in exchange-rate pass-through", *Journal of Monetary Economics*, vol. 57, n. 3, aprile 2010, pagg. 309-324.

³⁸ Cfr. nota a piè di pagina 33.

Un'ipotesi autorevole per giustificare l'indebolimento della trasmissione sia a livello dei prezzi all'importazione sia a livello dei prezzi al consumo finale verte sull'assunto che il contesto di bassa inflazione sostenuto da una politica monetaria credibile abbia contribuito a mitigare la percezione della persistenza di shock e che, di conseguenza, la tendenza ad aggiustare i prezzi sia diminuita da parte delle imprese. Taylor³⁹ nota che il contesto di bassa inflazione raggiunto in molti paesi ha comportato un indebolimento della trasmissione. Una minore inflazione porta a una riduzione della persistenza attesa di shock relativi a costi e prezzi e, quindi, a un'attenuazione dell'effetto di trasmissione del cambio sui prezzi, dato che i produttori sono meno incentivati a modificare i loro prezzi a fronte di shock meno persistenti.

Un modo per conciliare le diverse stime presentate finora per i vari modelli, paesi e campioni è quello di riconoscere che, lungi dall'essere un parametro strutturale a livello macroeconomico, la trasmissione del tasso di cambio dipende dalla natura degli shock che muovono i tassi di cambio. Questo punto è stato mostrato da modelli teorici in cui la trasmissione del cambio è subordinata agli shock sottostanti nell'economia e alle strutture di concorrenza dei settori coinvolti⁴⁰. Sul piano empirico, tuttavia, la maggioranza degli approcci si basa su semplici regressioni o sull'individuazione di shock del tasso di cambio secondo modalità che non tengono conto dell'intera struttura economica e, quindi, degli shock più importanti che interessano l'economia⁴¹.

Un approccio di maggior rilievo economico allo studio dell'impatto del tasso di cambio sull'inflazione comporterebbe il ricorso a un metodo simile a quello applicato quando si analizza l'impatto di altre variabili (ad esempio le quotazioni petrolifere), al fine di determinare quali sono gli shock che per primi provocano la fluttuazione dei tassi di cambio. Di fatto, il tasso di cambio non varia in seguito a uno shock particolare ma è influenzato da diverse forze sottostanti. Si dovrebbe tenere conto dell'intera gamma di shock macroeconomici che in ogni momento incide sul tasso di cambio. Nella letteratura si è a lungo discusso del fatto che la trasmissione possa dipendere dal tipo di shock⁴²; tuttavia, in termini empirici, distinguere le forze economiche alla base delle fluttuazioni del cambio non è facile, trattandosi di una variabile altamente endogena. La questione primaria gravita attorno alla causa del movimento del cambio. Si tratta di uno shock riconducibile all'offerta interna? O forse alla domanda mondiale? Oppure dipende dalla politica monetaria, interna o esterna all'area dell'euro?

³⁹ Taylor, J.B., op. cit.

⁴⁰ Si tratta di modelli di equilibrio generali microfondati di economia aperta. Cfr., per esempio, Corsetti, G. e Dedola, L., "A macroeconomic model of international price discrimination", *Journal of International Economics*, vol. 67, n. 1, settembre 2005, pagg. 129-155; Corsetti, G., Dedola, L. e Leduc, S., "High exchange-rate volatility and low pass-through", *Journal of Monetary Economics*, vol. 55, n. 6, settembre 2008, pagg. 1113-1128.

⁴¹ Usando una decomposizione di Choleski come descritto, ad esempio, in Hahn, E., "Pass-through of external shocks to euro area inflation", op. cit.

⁴² Cfr. Klein, M., "Macroeconomic aspects of exchange rate pass-through", *Journal of International Money and Finance*, vol. 9, n. 4, dicembre 1990, pagg. 376-387; Shambaugh, J., "A new look at pass-through", *Journal of International Money and Finance*, vol. 27, n. 4, giugno 2008, pagg. 560-591; Astley, M., Pain, D. e Smith, J., "Interpreting recent movements in sterling", *Quarterly Bulletin*, Bank of England, 2009 T3, pagg. 202-214.

La risposta dei prezzi dei beni di consumo ai movimenti del cambio varia a seconda dello shock. Ad esempio, lo shock derivante da una politica monetaria espansiva all'interno dell'area dell'euro sarà seguito da un deprezzamento della moneta unica, con un effetto inflazionistico diretto sui prezzi all'importazione. Questo effetto diretto si trasmetterà ai prezzi al consumo e sarà amplificato dagli altri canali di trasmissione della politica monetaria, lasciando "spazio" per un aggiustamento dei margini di profitto. Ci si potrebbe dunque attendere che un tale shock aumenti la correlazione fra tasso di cambio e IAPC, rispetto a quella che seguirebbe un deprezzamento imputabile, ad esempio, a uno shock negativo dal lato dell'offerta interna (come un calo della produttività). Invece di essere accompagnato dagli effetti amplificati di uno shock espansivo, tale deprezzamento causato da uno shock negativo dal lato dell'offerta interna si produrrebbe in un contesto dove le imprese avrebbero poco spazio di manovra per preservare o incrementare i loro margini e dove la trasmissione lungo la catena di formazione dei prezzi sarebbe di entità contenuta. Analogamente, la moneta unica potrebbe deprezzarsi anche per via di un inasprimento della politica monetaria di paesi esterni all'area; in tal caso, tuttavia, un'eventuale flessione della domanda esterna dovuta a questo orientamento restrittivo, a parità di condizioni, rallenterebbe la crescita dell'area dell'euro e non favorirebbe un contesto di inflazione interna.

In altri termini, mentre alcuni shock portano il tasso di cambio e le dinamiche dei prezzi ad autorafforzarsi, altri provocano effetti di compensazione sull'inflazione. Nel caso di uno shock negativo dal lato della domanda interna, che potrebbe cagionare un deprezzamento della moneta unica, la "trasmissione" complessiva potrebbe facilmente determinare una correlazione in apparenza perversa fra i tassi di cambio e l'inflazione dei beni di consumo, come riscontrato da Comunale e Kunovac⁴³ per l'area dell'euro e da Forbes et al.⁴⁴ per il Regno Unito.

Gli studi esistenti in linea con questo approccio sono giunti alla conclusione comune che uno shock monetario provoca un effetto di trasmissione del tasso di cambio relativamente elevato. Questo è stato osservato da Comunale e Kunovac per quanto concerne la trasmissione del cambio in seguito a uno shock di politica monetaria o a uno shock esogeno del tasso di cambio modellizzato come uno shock del premio per il rischio. Il canale del tasso di cambio è dunque da considerarsi attivo nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Bobeica e Jarociński⁴⁵ prendono in esame una serie analoga di shock per l'area dell'euro e distinguono gli effetti degli shock del tasso di interesse e gli effetti degli shock che incidono sul differenziale tra tassi a breve termine e tassi a lungo termine.

La ricerca volta a quantificare la portata della trasmissione del tasso di cambio sulla base di shock macroeconomici è ancora nelle sue fasi iniziali, come indicano le ampie variazioni non solo in merito alla quantificazione ma anche

⁴³ Cfr. Comunale, M. e Kunovac, D., op. cit.

⁴⁴ Forbes, K., Hjortsoe, I. e Nenova, T., "The shocks matter: improving our estimates of exchange rate pass-through", *Bank of England Discussion Paper*, n. 43, novembre 2015.

⁴⁵ Bobeica, E. e Jarociński, M., "Missing disinflation' and 'missing inflation' since the Great Recession: a VAR perspective" (di prossima pubblicazione).

alla percezione del contributo che gli shock economici forniscono ai movimenti del cambio. Occorre cogliere meglio la rilevanza dei principali shock in atto per quantificare la reattività dell'inflazione misurata sullo IAPC alle fluttuazioni del tasso di cambio e per comprendere gli effetti di una eventuale combinazione delle politiche.

Conclusioni

Comprendere le modalità con cui i tassi di cambio influiscono sul quadro inflazionistico è un elemento cruciale per attuare con efficacia la politica monetaria e per cogliere la forza del suo meccanismo di trasmissione.

Attingendo alle evidenze fornite dai dati, dai modelli e dagli studi esistenti, questo articolo contribuisce a chiarire meglio il ruolo complesso del tasso di cambio nella formazione dei prezzi nell'area dell'euro. Da queste evidenze è possibile trarre una serie di conclusioni.

In primo luogo, l'effetto del tasso di cambio è maggiore e più immediato per i prezzi all'importazione e si riduce lungo la catena di formazione dei prezzi.

Semplici correlazioni grafiche mostrano che i prezzi delle importazioni tendono a correlarsi con i movimenti del cambio, mentre questo effetto è più contenuto per i prezzi alla produzione e per l'inflazione finale misurata sullo IAPC. I fattori principali che contribuiscono a questo profilo sono la presenza di costi di distribuzione a livello locale, una minore quota di input importati nel dato finale dello IAPC e i tempi relativamente lunghi necessari affinché gli effetti indiretti degli shock del tasso di cambio si trasmettano all'economia.

In secondo luogo, la portata e la rapidità di trasmissione del cambio sembrano differire tra le categorie di prodotto, indicando che le strutture di costo e le decisioni sui prezzi a livello di impresa sono importanti per misurare gli effetti del tasso di cambio sui prezzi a livello aggregato. I risultati empirici mostrano che l'effetto di trasmissione è più marcato sui prezzi alla produzione dei beni intermedi e meno marcato sui prezzi dei beni di investimento. L'impatto sui beni di consumo tende a collocarsi entro questi due profili. Quanto alle componenti dei beni industriali non energetici, la trasmissione tende a essere maggiore per i beni di consumo durevoli. Queste differenze a livello di categoria di prodotto sono riconducibili a caratteristiche settoriali diverse.

In terzo luogo, le stime sulla trasmissione del tasso di cambio per l'area dell'euro variano in maniera considerevole in base ai modelli e agli intervalli di tempo. Le stime di trasmissione basate sul tasso di cambio bilaterale euro/dollaro statunitense risultano in proporzione più elevate rispetto a quelle basate sul TCEN contro i 38 maggiori partner commerciali dell'area dell'euro. Inoltre, gli studi empirici hanno fornito alcune evidenze del fatto che, sin dagli anni '90, si è ridotta la sensibilità dei prezzi all'importazione e dei prezzi interni verso il tasso di cambio nominale. Sono state addotte numerose ragioni, come lo spostamento della composizione delle importazioni verso settori meno sensibili al tasso di cambio, una maggiore fatturazione in euro delle importazioni dall'esterno dell'area, coperture naturali e finanziarie contro il rischio di cambio mediante la partecipazione in catene produttive mondiali e strumenti finanziari e il contributo di un contesto di bassa inflazione.

Infine, recenti studi sostengono che si debba guardare agli shock economici sottostanti quando si analizza la reattività alle variazioni del tasso di cambio da parte dei prezzi all'importazione e dei prezzi interni. Gli studi sono lungi dal pervenire a un consenso sull'importanza di ciascuno shock nel sospingere il tasso di cambio e sulla portata della trasmissione in seguito a ogni shock. Tuttavia, gli studiosi sembrano concordi nel rilevare che, quando uno shock di politica monetaria incide sul tasso di cambio nominale, tende a prodursi un effetto di trasmissione relativamente più marcato. Il fatto che la trasmissione del cambio dipenda da shock può spiegare la ragione per cui, in alcuni periodi, la reazione dei prezzi finali al movimento del cambio risulti di maggiore o di minore entità rispetto alla reazione che ci si attenderebbe sulla base di semplici regolarità storiche.

L'evoluzione degli investimenti delle imprese nell'area dell'euro dalla crisi

Gli investimenti delle imprese costituiscono un importante fattore del ciclo economico e, al tempo stesso, una determinante delle prospettive di crescita futura. Nell'area dell'euro il rapporto tra investimenti in termini reali delle imprese e valore aggiunto, pur mostrando un recupero più modesto rispetto ad altre economie avanzate, ha superato di recente la propria media storica. La ripresa degli investimenti è trainata dall'effetto congiunto di un miglioramento della domanda, delle aspettative sugli utili e delle condizioni di finanziamento, da un lato, nonché dal calo dell'incertezza, dall'altro. Tuttavia, la debole espansione in termini assoluti registrata dagli investimenti dell'area ha rallentato l'incremento dello stock di capitale, gravando sulla crescita potenziale e sugli andamenti della produttività sin dalla crisi. Inoltre, nell'area il debito societario lordo permane su livelli storicamente elevati e, nonostante le diverse riforme intraprese negli ultimi anni, gli investimenti delle imprese continuano a essere frenati da vari fattori regolamentari e istituzionali. In questa fase, per promuovere gli investimenti sono particolarmente importanti politiche che migliorino il contesto regolamentare e le condizioni creditizie, riducano le barriere all'ingresso, aumentino la flessibilità complessiva nei mercati del lavoro, nonché in quelli dei beni e servizi, e assicurino una legislazione efficiente in materia di ristrutturazione del debito. Infine, gli investimenti delle imprese possono beneficiare di investimenti infrastrutturali mirati ed efficienti.

Fatti stilizzati sugli investimenti delle imprese

Gli investimenti rappresentano un fondamentale fattore del ciclo economico, oltre a determinare le prospettive di crescita futura. Gli investimenti in termini reali, importante componente del PIL, su cui incidono per circa il 20 per cento, trainano il ciclo economico attraverso oscillazioni congiunturali. Le decisioni di investimento influiscono inoltre in misura cruciale sullo stock di capitale, e quindi sulla crescita potenziale¹. In assenza di investimenti sufficienti, lo stock di capitale non può essere rinnovato con regolarità, ostacolando il progresso tecnologico e i cambiamenti strutturali nell'insieme dell'economia. Gli investimenti, specie quelli delle imprese (approssimati dagli investimenti in termini reali diversi dalle costruzioni; cfr. riquadro 1), accrescono altresì la capacità produttiva del lavoro poiché rafforzano l'aumento dell'intensità di capitale.

Il presente articolo si concentra sulla ripresa degli investimenti reali delle imprese dell'area dell'euro negli ultimi tre anni, valutando i fattori alla sua base e le politiche necessarie a migliorare le condizioni di investimento.

Dopo un periodo di notevole contrazione nel corso della crisi, gli investimenti reali delle imprese hanno segnato un visibile recupero dagli inizi del 2013 (cfr. grafico 1). La forte diminuzione degli investimenti complessivi osservata nell'area

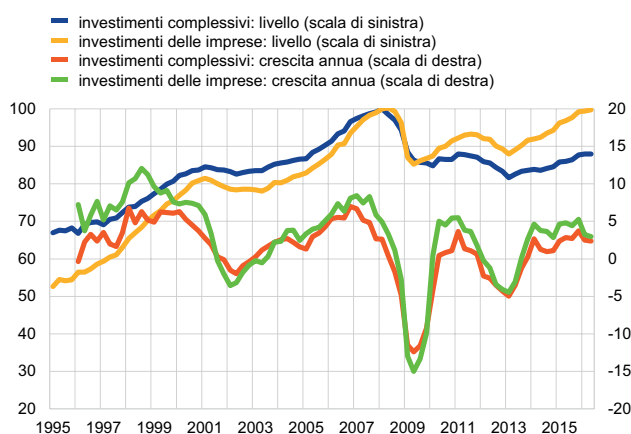
¹ Cfr. Anderton, R., Aranki, T., Dieppe, A., Elding, C., Haroutunian, S., Jacquinot, P., Jarvis, V., Labhard, V., Rusinova, D. e Szörfi, B., "Potential output from a euro area perspective", *Occasional Paper Series*, n. 156, BCE, Francoforte sul Meno, novembre 2014.

dell'euro durante la Grande recessione e il calo dell'attività di investimento nel biennio 2011-2012 sono imputabili alla flessione degli investimenti delle imprese, ma anche a una netta correzione al ribasso nei mercati immobiliari, interessati da un surriscaldamento, nonché al persistere di vincoli di bilancio che in alcuni paesi hanno indotto una riduzione degli investimenti pubblici e di quelli nelle costruzioni. Il generale incremento degli investimenti fissi complessivi registrato dall'inizio del 2013 è stato trainato dalle componenti diverse dalle costruzioni, mentre gli investimenti in quest'ultimo settore hanno cominciato ad aumentare solo nel 2015 (cfr. grafico 2). Nei trimestri recenti gli investimenti reali, in particolare quelli delle imprese, sono divenuti una determinante importante della ripresa economica nell'area dell'euro, insieme ai consumi privati.

Grafico 1

Investimenti complessivi e investimenti delle imprese in termini reali nell'area dell'euro

(indice: 1° trim. 2008 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



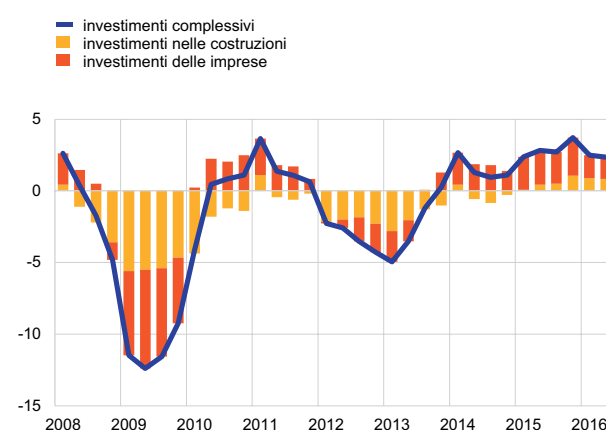
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'ultima rilevazione si riferisce al secondo trimestre del 2016. Gli investimenti in termini reali delle imprese non comprendono quelli nel settore delle costruzioni.

Grafico 2

Scomposizione degli investimenti complessivi in termini reali nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'ultima rilevazione si riferisce al secondo trimestre del 2016. Gli investimenti in termini reali delle imprese non comprendono quelli nel settore delle costruzioni.

Riquadro 1

I dati sugli investimenti reali delle imprese e sullo stock di capitale nell'area dell'euro

Nel presente articolo i valori relativi agli investimenti diversi dalle costruzioni, calcolati sulla base dei dati di contabilità nazionale dell'Eurostat, sono utilizzati come proxy degli investimenti delle imprese. I dati sugli investimenti complessivi sono disponibili nei conti trimestrali nazionali per l'area dell'euro e per i suoi membri pubblicati dall'Eurostat, che riportano anche una scomposizione nelle principali classi di attività a frequenza trimestrale. Gli investimenti diversi dalle costruzioni, ottenuti correggendo gli investimenti complessivi per la componente dell'edilizia (residenziale e non), comprendono: a) impianti, macchinari e armamenti, b) prodotti di proprietà intellettuale, c) prodotti agricoli. La prima di queste componenti è costituita a sua volta da investimenti nei trasporti, apparecchiature per le tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC), altri impianti e macchinari e armamenti. Per queste ultime due voci, tuttavia, il programma di trasmissione del SEC 2010 non prevede alcun obbligo di segnalazione da parte degli istituti nazionali di statistica europei; di conseguenza, non sono prodotti dati trimestrali per l'area dell'euro né per la maggior parte dei paesi. A cadenza annuale vi è una migliore disponibilità di dati, benché tale frequenza non sia sufficiente ai fini dell'analisi esposta in questo articolo. Dal punto di vista settoriale,

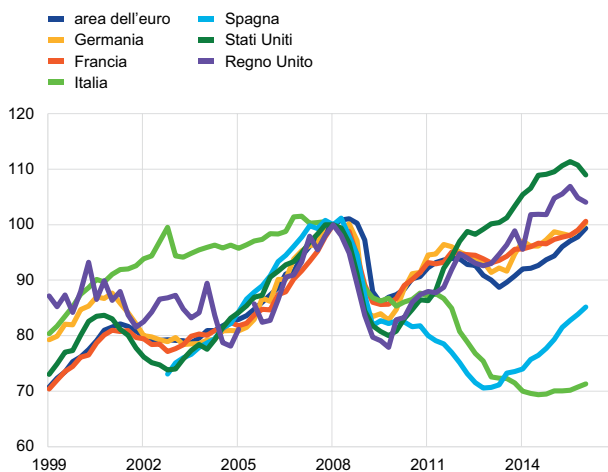
l'Eurostat non include gli investimenti reali delle imprese nei conti nazionali trimestrali, poiché i dati ufficiali sugli investimenti per settore, scomposti nelle principali classi di attività, a frequenza trimestrale sono calcolati esclusivamente in valore. Inoltre, al momento gli investimenti totali delle amministrazioni pubbliche e delle società non finanziarie (SNF) sono espressi soltanto in termini nominali e prevalentemente non destagionalizzati. L'OCSE calcola gli investimenti non residenziali del settore privato per molti dei suoi paesi membri, sebbene non per tutti. Per ragioni di disponibilità dei dati, questo articolo utilizza principalmente i dati sugli investimenti reali diversi dalle costruzioni, ricavati dai dati sugli investimenti complessivi corretti per le costruzioni dell'Eurostat, quale proxy degli investimenti reali delle imprese².

Per quanto concerne lo stock di capitale per il totale dell'economia, si ricorre ai dati della Commissione europea (AMECO). In genere, i dati sullo stock di capitale nel complesso dell'economia si rendono disponibili con uno scarto temporale di almeno due anni e sono pubblicati dall'Eurostat in termini annui sulla base dei dati trasmessi dagli istituti nazionali di statistica. Anche la Commissione europea (AMECO) calcola i dati annuali sullo stock di capitale netto nell'insieme dell'economia, applicando a tal fine il metodo delle "scorte perpetue"; questo consiste nel sottrarre dallo stock di capitale dell'anno precedente la parte giunta al termine della propria vita utile (ammortamento), oltre al tasso di ritiro, e nell'aggiungervi gli investimenti fissi lordi dell'esercizio in corso. Il presente articolo attinge alla banca dati AMECO.

Grafico 3

Livello degli investimenti reali delle imprese in alcune economie avanzate

(indice: 1° trim. 2008 = 100)



Fonti: OCSE ed Eurostat (area dell'euro).

Note: l'ultima rilevazione è relativa al secondo trimestre del 2016. Tutte le serie dell'OCSE si riferiscono a investimenti non residenziali del settore privato, ad eccezione di quelle riguardanti Spagna e Italia, che includono gli investimenti delle amministrazioni pubbliche.

Gli investimenti delle imprese dell'area dell'euro sono tornati ora sul livello massimo pre-crisi registrato nel 2008, mentre in altre economie avanzate il recupero è stato più marcato (cfr. grafico 3).

Nell'area gli investimenti delle imprese sono diminuiti nel 2008 e poi ancora a partire dal 2011. La ripresa ha avuto inizio nel 2013, ma a un tasso medio inferiore a quello osservato prima della crisi. Nel Regno Unito e negli Stati Uniti gli investimenti avevano toccato un punto di minimo nel 2009. Si osserva inoltre eterogeneità tra i paesi dell'area dell'euro. L'incremento di quasi il 15 per cento registrato dagli investimenti delle imprese dell'area dopo il punto di minimo è stato determinato in misura considerevole da Germania, Spagna e Francia, a fronte di un contributo limitato dell'Italia (cfr. grafico 4).

Il rapporto tra investimenti in termini reali delle imprese e valore aggiunto nell'area dell'euro ha ora superato la propria media di lungo periodo.

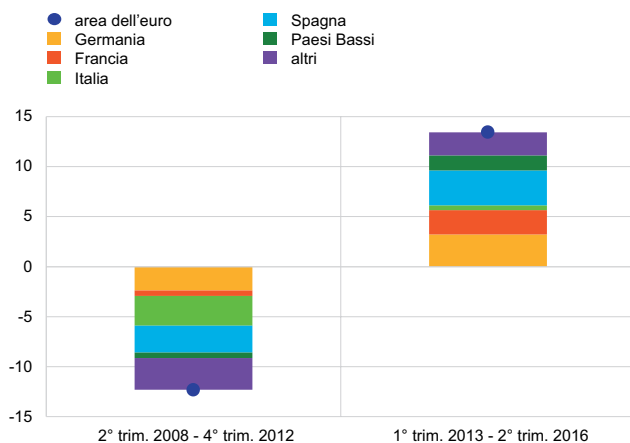
La quota degli investimenti reali sul valore aggiunto, che offre una misura dell'entità degli investimenti nel complesso dell'economia, tende a essere prociclica nel tempo (cfr. grafico 5). Inoltre, l'incidenza

² Gli investimenti diversi dalle costruzioni contengono quindi una quota limitata di investimenti pubblici (circa il 10 per cento degli investimenti complessivi, con un certo grado di variazione tra paesi).

Grafico 4

Contributi dei paesi dell'area dell'euro all'evoluzione degli investimenti reali delle imprese nell'area

(percentuali; punti percentuali)

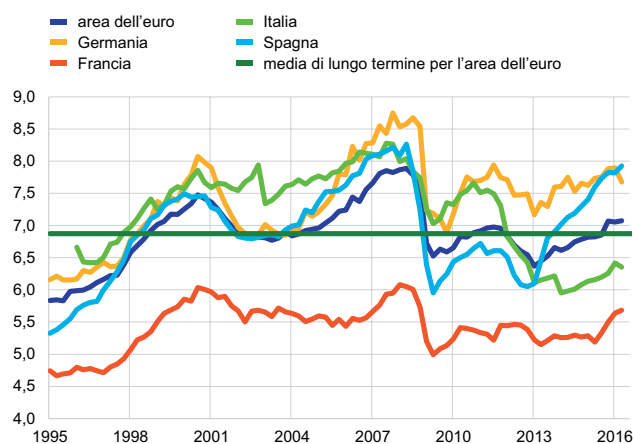


Fonte: Eurostat.

Grafico 5

Rapporto tra investimenti reali delle imprese e valore aggiunto nell'area dell'euro e nei suoi maggiori paesi

(in percentuale del valore aggiunto)



Fonte: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'ultima rilevazione si riferisce al secondo trimestre del 2016. La media di lungo termine del rapporto calcolata per il periodo è pari a 6,9. Gli investimenti delle imprese sono approssimati dagli investimenti in impianti, macchinari e armamenti (questi ultimi non possono essere dedotti).

degli investimenti delle imprese è stata generalmente più elevata in Germania e in Spagna rispetto alla Francia, dove è maggiore l'intensità dei servizi. La dispersione dei rapporti per i principali paesi dell'area dell'euro ha raggiunto un picco prima della crisi per poi ridiscendere su un livello costante. Spingendosi più indietro nel tempo, prima della crisi il rapporto per l'area e quelli relativi ad altre economie avanzate mostravano una tendenza al rialzo, riconducibile a un insieme fattori³. Il minor costo del finanziamento, l'aumento degli investimenti di sostituzione e i progressi tecnologici conseguiti nei settori delle TIC e dei beni di investimento (che avevano ridotto i prezzi relativi di tali beni) esercitavano un'azione di stimolo sugli investimenti in termini reali. In alcuni paesi, come la Spagna, l'incremento potrebbe inoltre essere stato determinato dalle aspettative di rendimenti marginali più elevati sugli investimenti, connesse alla percezione di una robusta crescita economica di fondo. In alcune economie è possibile che si siano verificati fenomeni di "sovrainvestimento" (ad esempio durante il periodo di boom generale delle TIC alla fine degli anni '90), tali da creare un eccesso di stock di capitale per effetto di attese irrealistiche sui rendimenti marginali delle imprese. Nel corso della crisi finanziaria mondiale e, successivamente, durante la crisi del debito sovrano, gli investimenti sono diminuiti in misura molto più marcata rispetto al valore aggiunto. Nel periodo immediatamente successivo alla crisi, il rapporto per l'area dell'euro ha iniziato a mostrare un rialzo (normale segnale di una ripresa ciclica) e ha ormai superato la propria media di lungo termine⁴.

Scomponendo gli investimenti dell'area dell'euro in classi di attività emerge che le oscillazioni registrate dagli investimenti delle imprese negli ultimi dieci anni sono dipese soprattutto dalla componente di impianti e macchinari. Gli investimenti in questa classe di attività provengono perlopiù dal settore societario e offrono quindi una buona approssimazione degli investimenti delle imprese. Durante la ripresa iniziata nel 2013, gli

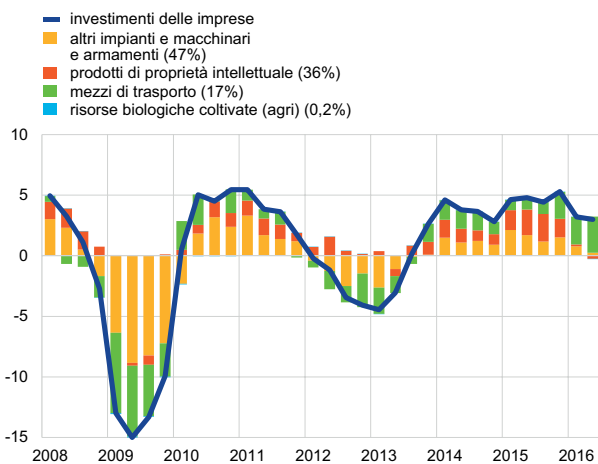
³ Cfr. anche Rodriguez Palenzuela, D. e Dees, S., "Savings and investment behaviour in the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 167, BCE, Francoforte sul Meno, gennaio 2016.

⁴ Le medie di lungo periodo non vanno considerate livelli di investimento "ottimali" e occorre cautela anche nell'istituire confronti tra paesi e fra periodi temporali. I rapporti di equilibrio tra investimenti e valore aggiunto variano da un paese all'altro, riflettendo gradi diversi di sviluppo e strutture economiche differenti. Inoltre, le economie sono soggette a cambiamenti strutturali nel tempo. Potrebbe, ad esempio, mutare la composizione del valore aggiunto perché la quota dei redditi da lavoro aumenta con il crescere dell'intensità dei servizi e il ridursi di quella del capitale (cfr. *OECD Economic Outlook*, vol. 2015/01).

Grafico 6

Scomposizione per classe di attività degli investimenti reali delle imprese nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; punti percentuali)



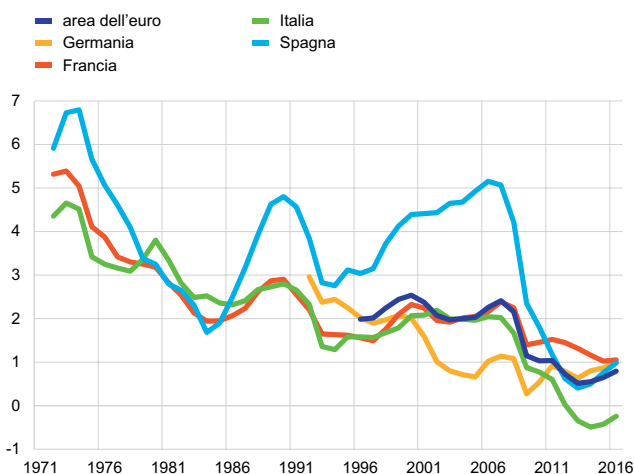
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'ultima rilevazione si riferisce al secondo trimestre del 2016. Le quote relative degli investimenti delle imprese per il 2015 sono riportate tra parentesi.

Grafico 7

Crescita dello stock di capitale netto complessivo nell'area dell'euro e nei suoi maggiori paesi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: Commissione europea (AMECO).

Note: l'ultima rilevazione si riferisce al 2016 (proiezione parziale) e si basa su dati della Commissione europea. Lo stock di capitale netto complessivo a prezzi costanti è ricavato dallo stock di capitale dell'anno precedente corretto per il consumo di capitale in termini reali.

investimenti in impianti e macchinari (costituiti per circa un quarto da mezzi di trasporto) hanno rappresentato gran parte dell'aumento complessivo degli investimenti; la restante quota era invece riconducibile ai prodotti di proprietà intellettuale (cfr. grafico 6). Gli investimenti in macchinari evidenziano al momento una graduale ripresa e dovrebbero tornare sul livello pre-crisi, mentre quelli in prodotti di proprietà intellettuale⁵ hanno mostrato una tenuta relativamente buona negli ultimi dieci anni.

La diminuzione del tasso di crescita degli investimenti fissi ha indotto una decelerazione dello stock di capitale nell'area dell'euro dopo il 2008, evoluzione che non ha precedenti in una prospettiva storica (cfr. grafico 7).

Lo stock di capitale, che misura il valore dell'intero capitale fisso in uso, può essere ricavato dagli investimenti cumulati corretti per il contenuto tecnologico dei beni di investimento, gli andamenti dei loro prezzi relativi e il tasso di ammortamento. Dopo la crisi, il tasso di espansione dello stock di capitale nel complesso dell'economia ha registrato un significativo rallentamento in Spagna e, soprattutto, in Italia, dove lo stock di capitale è in calo dal 2013. In questi paesi, i minori contributi forniti dallo stock di capitale hanno gravato sulla crescita del prodotto potenziale negli ultimi anni. Il rallentamento dell'espansione dello stock di capitale è stato meno pronunciato in Francia e pressoché inesistente in Germania.

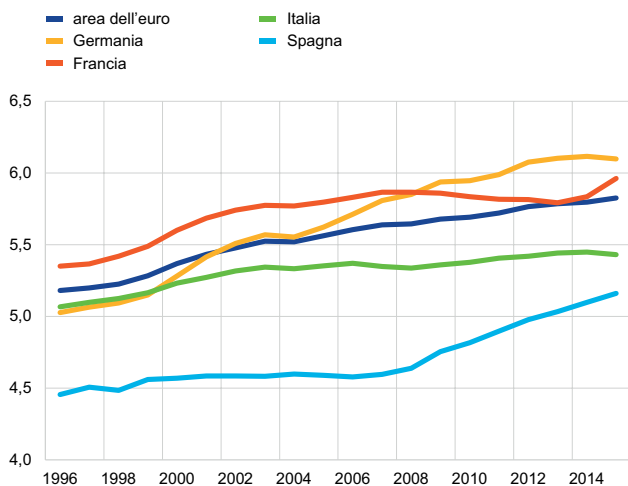
Al tempo stesso, il tasso di ammortamento dello stock di capitale si è lievemente appiattito dalla crisi, a indicare un rallentamento del consumo di capitale fisso (cfr. grafico 8). I tassi di ammortamento sono in genere più elevati per i beni TIC rispetto a impianti e macchinari (che registrano a loro volta tassi superiori a quelli delle abitazioni). Quanto alla loro evoluzione, dal 2008 i tassi di ammortamento per l'insieme dell'economia si sono stabilizzati in Francia e in Italia, come pure nell'area dell'euro, benché in misura meno marcata. In Germania l'appiattimento si è manifestato in un momento leggermente successivo, intorno al

⁵ L'incidenza dei prodotti di proprietà intellettuale sul valore aggiunto è aumentata costantemente nei paesi dell'area dell'euro negli ultimi decenni, oscillando attualmente tra il 5 per cento della Francia e il 3 per cento circa dell'Italia. Secondo il SEC 2010, gli investimenti in prodotti di proprietà intellettuale riguardano principalmente le spese per ricerca e sviluppo, nonché software, basi di dati, originali di opere artistiche o letterarie e attività di prospezione mineraria.

Grafico 8

Tassi di ammortamento ricavati per il totale dell'economia nell'area dell'euro e nei suoi maggiori paesi

(valori percentuali)



Fonti: Commissione europea (AMECO) ed elaborazioni della BCE.

Note: tassi desunti dall'equazione dello stock di capitale netto in cui lo stock di capitale al tempo (t) è uguale allo stock di capitale (t-1)*(1-delta (t)) + investimenti (t), dove delta è una proxy del tasso di ammortamento che comprende tuttavia anche il tasso di ritiro.

2012. Solo la Spagna sembra aver evidenziato un incremento del tasso di ammortamento dopo il 2008, connesso forse a mutamenti nella composizione dello stock di capitale derivanti dalla contrazione del settore delle costruzioni. Lo scostamento del tasso di ammortamento per l'area dell'euro dalla sua dinamica pre-crisi può dipendere dal minor grado di utilizzo della capacità produttiva e dalla ridotta usura dei beni. A parità di altre condizioni, la diminuzione o la decelerazione dei tassi di ammortamento indicano normalmente un calo del fabbisogno di investimenti di sostituzione, finalizzati a mantenere il livello di stock di capitale.

Inoltre, gli investimenti fissi aumentano la capacità produttiva dell'economia, poiché imprimono slancio alla produttività del lavoro. Durante la crisi la crescita della produttività nell'area dell'euro è stata frenata dal debole contributo degli investimenti all'incremento dell'intensità di capitale (cfr. riquadro 2).

Riquadro 2

Investimenti e produttività: un confronto tra area dell'euro e Stati Uniti

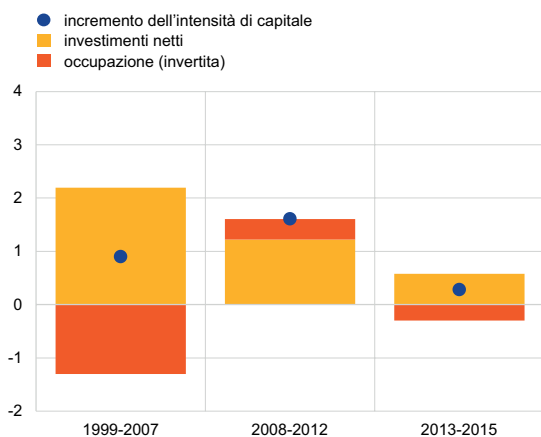
Nel periodo successivo alla crisi, il lento recupero degli investimenti nell'area dell'euro potrebbe limitare ulteriormente la capacità dell'area di impartire slancio alla crescita della produttività, debole già da tempo, tenuto conto che gli investimenti sono una determinante fondamentale dell'incremento dell'intensità di capitale e, di conseguenza, dell'espansione della produttività del lavoro. L'incremento dell'intensità di capitale è un processo mirato ad accrescere il rapporto capitale/lavoro aumentando il capitale rispetto

alla manodopera. Tale processo, tuttavia, può verificarsi anche in presenza di scarsi investimenti netti se una forte soppressione di posti di lavoro fa salire meccanicamente il rapporto. I grafici A e B mostrano che, prima della crisi, negli Stati Uniti l'incremento dell'intensità di capitale procedeva a un ritmo all'incirca doppio rispetto all'area dell'euro, in parte per effetto del tasso di investimento considerevolmente più elevato registrato nel paese negli anni antecedenti la crisi. Con lo scoppio di quest'ultima, la netta diminuzione dei posti di lavoro ha contribuito, in entrambe le aree

Grafico A

Incremento dell'intensità di capitale nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

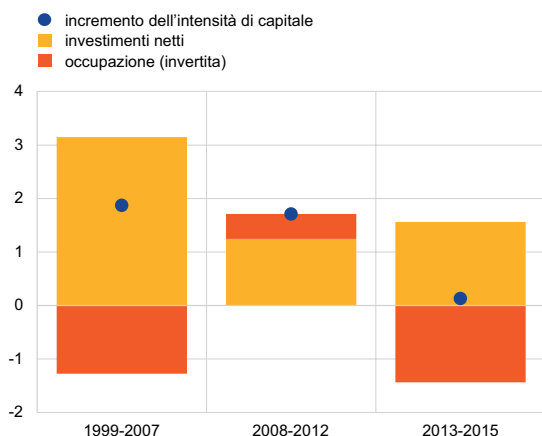


Fonti: Commissione europea (AMECO) ed elaborazioni della BCE.

Grafico B

Incremento dell'intensità di capitale negli Stati Uniti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Commissione europea (AMECO) ed elaborazioni della BCE.

economiche, a mitigare l'impatto del notevole rallentamento del tasso di investimento sull'aumento dell'intensità di capitale. Difatti, nell'area dell'euro la marcata inversione di tendenza della crescita dell'occupazione, in precedenza vigorosa, ha indotto un'*accelerazione* dell'aumento dell'intensità di capitale negli anni centrali della crisi, malgrado il forte calo del tasso di investimento.

Nonostante la ripresa dell'attività economica osservata nell'area dell'euro dal primo trimestre del 2013, l'intensità di capitale non è quasi aumentata in tale periodo. Un'analogia stagnazione si

è osservata anche sull'altra sponda dell'Atlantico. Come si evince dai grafici, negli Stati Uniti l'attività di investimento è tornata con più rapidità verso i tassi di crescita pre-crisi, mentre si è mantenuta su livelli marcatamente modesti nell'area. Tale evoluzione riflette in parte la ripresa più duratura e sostenuta dell'attività economica complessiva negli Stati Uniti, dopo la profonda ma breve flessione osservata durante la Grande recessione del 2008-2009. Tuttavia, malgrado tale differenza, in entrambe le aree economiche l'incremento dell'intensità di capitale è frenato sin dal 2013 dagli effetti di compensazione della robusta crescita dell'occupazione, di entità proporzionalmente simile⁶.

Nell'area dell'euro la debole crescita della produttività del lavoro va ricondotta sia all'andamento dell'intensità di capitale sia a quello della produttività totale dei fattori. In un'economia il ritmo di espansione della produttività del lavoro dipende, nel complesso, dagli effetti congiunti dell'aumento dell'intensità di capitale e, dei progressi "intangibili" sul piano tecnologico e organizzativo, noti come produttività totale dei fattori. La fiacca evoluzione della produttività nell'area rispetto agli Stati Uniti impegna le autorità di politica economica da quasi venti anni⁷. I grafici C e D utilizzano un metodo standard di contabilità della crescita per scomporre la variazione della produttività del lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti dalla creazione dell'Unione economica e monetaria (UEM) nei contributi forniti rispettivamente dall'aumento dell'intensità di capitale e dalla produttività totale dei fattori. Ne emerge che il periodo successivo alla crisi è stato caratterizzato da una marcata perdita di slancio dell'aumento dell'intensità di capitale, che ha concorso in misura significativa al rallentamento della produttività rispetto ai tassi pre-crisi osservato in entrambe le aree economiche.

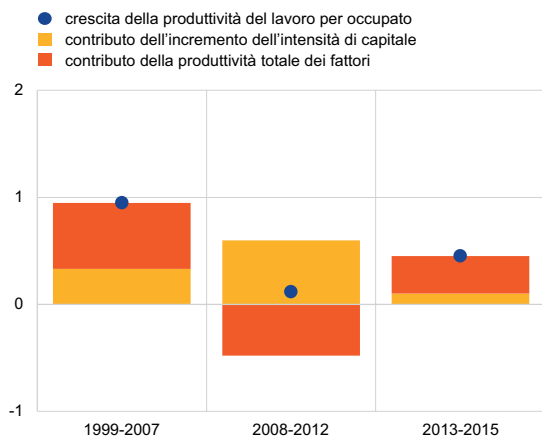
⁶ Cfr. l'articolo *La relazione tra occupazione e PIL dall'insorgere della crisi* nel numero 6/2016 di questo Bollettino. Negli Stati Uniti il contributo fornito alla crescita della produttività del lavoro dall'aumento dell'intensità di capitale (misurato da medie mobili a cinque anni) è stato negativo nel 2014 e nel 2015.

⁷ Il quadro appare ancor più fosco se si considera un arco di tempo più prolungato; infatti, la crescita della produttività (misurata come media mobile a cinque anni) risulta in diminuzione in entrambe le aree economiche sin dai primi anni 2000. Il tasso di crescita della produttività registrato negli Stati Uniti negli ultimi cinque anni è il più basso dagli anni '50.

Grafico C

Scomposizione della crescita della produttività del lavoro nell'area dell'euro

(variazioni percentuali; contributi in punti percentuali)

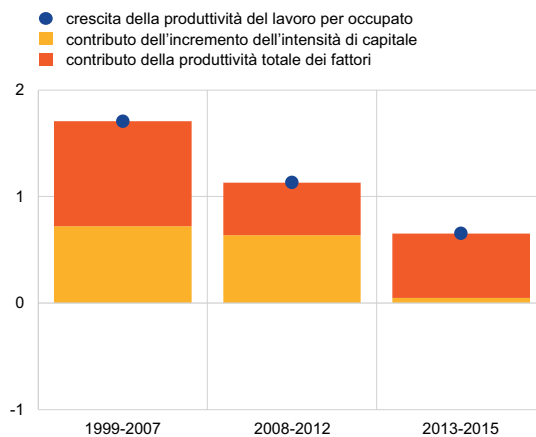


Fonti: Commissione europea (AMECO) ed elaborazioni della BCE.

Grafico D

Scomposizione della crescita della produttività del lavoro negli Stati Uniti

(variazioni percentuali; contributi in punti percentuali)



Fonti: Commissione europea (AMECO) ed elaborazioni della BCE.

Le determinanti degli investimenti

Secondo le più comuni teorie economiche⁸, il livello desiderato di stock di capitale delle imprese è determinato dalle aspettative di rendimento o dai livelli di produzione previsti, dal costo e dalla disponibilità del finanziamento, ma anche dalla struttura industriale e dalla presenza di condizioni favorevoli all'attività di impresa. In realtà, gli investimenti societari dipendono da un insieme di fattori, caratterizzati da numerose e complesse interazioni che non è facile discernere tra loro. La presente sezione ne analizza alcuni, in particolare le aspettative di crescita, il grado di utilizzo della capacità produttiva, gli utili, il livello di incertezza, le condizioni di finanziamento nonché variabili di natura istituzionale e regolamentare, valutando altresì il contributo fornito da ciascun fattore alla ripresa degli investimenti delle imprese.

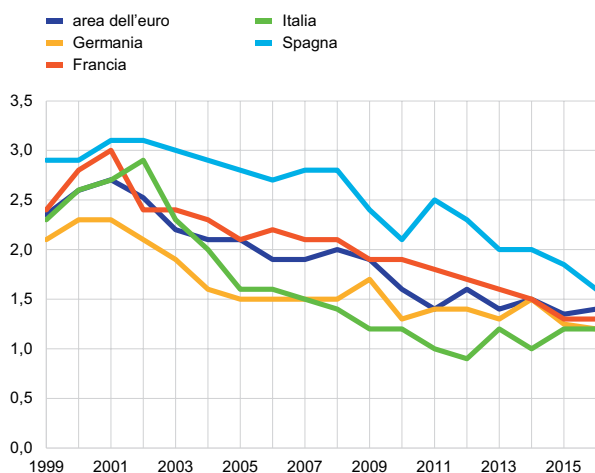
Al momento gli investimenti delle imprese sono sostenuti dall'incremento ciclico della domanda, dalla riduzione della capacità produttiva inutilizzata e dal miglioramento degli utili societari. Nell'area dell'euro il calo delle aspettative di crescita del PIL a lungo termine, che ha accelerato nel corso della crisi contribuendo probabilmente alla diminuzione degli investimenti, sembra essersi arrestato negli ultimi anni (cfr. grafico 9). Anche le condizioni della domanda, che si riflettono nell'attività economica e nel grado di utilizzo della capacità produttiva complessivi, esercitano un impatto significativo sulle decisioni di investimento lungo tutto il ciclo economico. L'ampia capacità inutilizzata percepita durante la crisi è

⁸ Ad esempio, secondo Keynes le decisioni di investimento sono trainate dalle attese delle imprese sulla redditività degli investimenti stessi. Il modello dell'acceleratore postula che gli investimenti siano proporzionali all'aumento del prodotto nel periodo immediatamente successivo. Il modello dell'acceleratore finanziario contempla mercati dei capitali che operano in condizioni di informazione imperfetta, spingendo le imprese a trattenere risorse per finanziare i progetti di investimento. Tobin sostiene che i livelli di investimento delle imprese dovrebbero dipendere dal rapporto tra il valore corrente del capitale installato e il costo di sostituzione del capitale, denominato q di Tobin.

Grafico 9

Crescita del PIL in termini reali attesa su un orizzonte di sei-dieci anni nell'area dell'euro e nei suoi maggiori paesi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



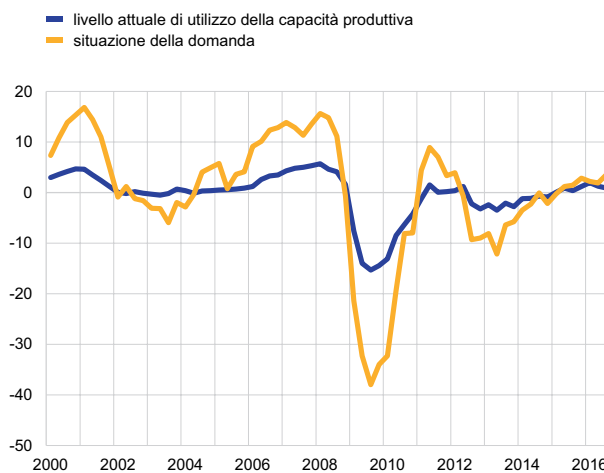
Fonte: Consensus Economics.

Nota: l'ultima rilevazione si riferisce a ottobre 2016.

Grafico 10

Indagini sull'utilizzo della capacità produttiva e sulla situazione della domanda nel settore dei beni di investimento nell'area dell'euro

(deviazioni dalle medie di lungo periodo)



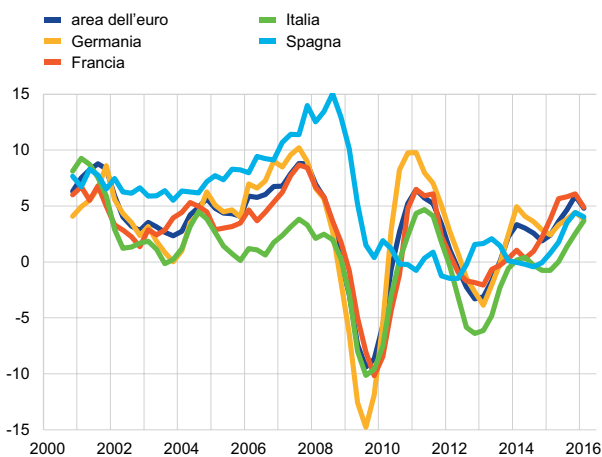
Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: la serie relativa alla situazione della domanda è calcolata come inverso della corrispondente serie della Commissione europea quale fattore vincolante per la produzione nel settore dei beni di investimento. L'ultima rilevazione si riferisce al terzo trimestre del 2016.

Grafico 11

Avanzo operativo lordo per il totale dell'economia nell'area dell'euro e nei suoi maggiori paesi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

stata gradualmente riassorbita, specie nel settore manifatturiero (cfr. grafico 10). Negli ultimi anni si è inoltre osservato un aumento degli utili societari, che fa supporre un'accresciuta capacità delle imprese di finanziare gli investimenti con mezzi interni (cfr. grafico 11). Tale evoluzione, che interessa in modo generalizzato i maggiori paesi dell'area dell'euro, segnala la disponibilità di risorse liquide che possono essere mobilitate rapidamente al presentarsi di un'opportunità di investimento⁹. L'incremento degli utili non distribuiti è da ricondursi al calo dei pagamenti netti per interessi, alla moderazione dei salari e a politiche più caute di versamento dei dividendi¹⁰. Inoltre, è ora diminuita in misura significativa l'elevata incertezza finanziaria¹¹ osservata durante la recente crisi (cfr. grafico 12), anch'essa tra i fattori che potrebbero indurre le imprese a rimandare le proprie decisioni di investimento¹².

⁹ Le SNF hanno continuato ad accrescere le proprie disponibilità liquide negli ultimi trimestri, portandole a nuovi massimi storici (cfr. grafico 19). Cfr. anche il riquadro *Tendenze nella struttura di finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro* nel numero 5/2016 di questo Bollettino.

¹⁰ Cfr. anche Commissione Europea, *Quarterly report on the euro area*, volume 13, numero 1, aprile 2014.

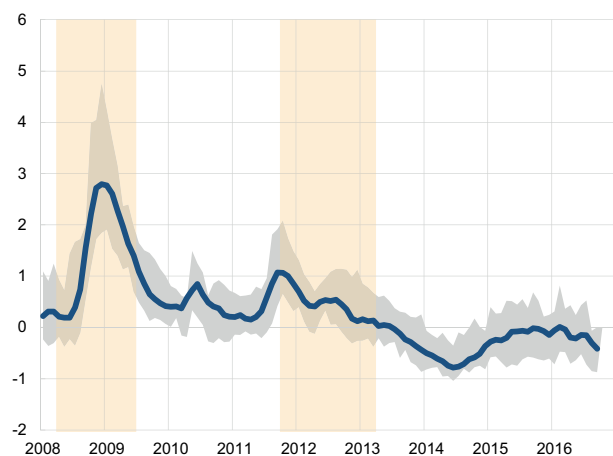
¹¹ Cfr. Bloom, N. et al., *Uncertainty and Investment Dynamics*, 2007.

¹² Cfr. ad esempio Bonciani, D. e van Roye, B., "Uncertainty shocks, banking frictions and economic activity", *Working Paper Series*, n. 1825, BCE, Francoforte sul Meno, luglio 2015.

Grafico 12

Incertezza nell'area dell'euro

(deviazione dalla media di lungo periodo)



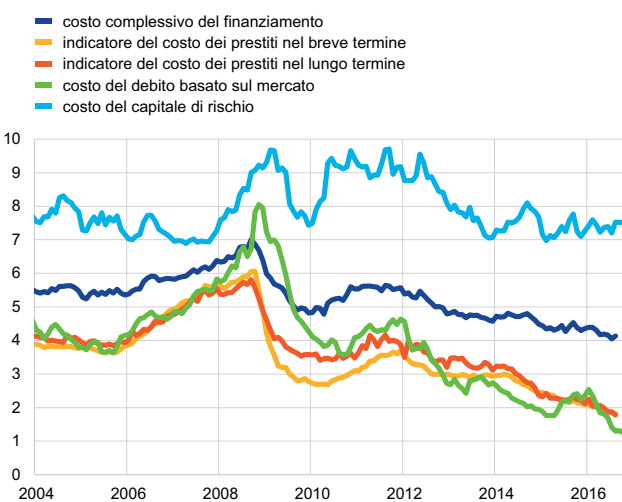
Fonte: BCE.

Note: le aree ombreggiate di colore arancione chiaro rappresentano i periodi di recessione in base alle classificazioni del CEPR. La linea continua blu indica la mediana delle misure e quella grigia l'intervallo degli indici di incertezza macroeconomica. L'ultima rilevazione si riferisce a settembre 2016.

Grafico 13

Costo nominale del finanziamento esterno delle SNF nell'area dell'euro

(percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters Datastream, Merrill Lynch, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il costo complessivo del finanziamento delle SNF è calcolato come media del costo dei prestiti bancari, di quello del debito emesso sul mercato e del costo del capitale di rischio, ponderata in base ai rispettivi importi ricavati dai conti dell'area dell'euro. Le stime riguardanti il costo del capitale di rischio si basano su un modello di sconto dei dividendi in tre fasi. L'ultima rilevazione per il costo complessivo e per i tassi sui prestiti si riferisce ad agosto 2016, mentre l'ultima rilevazione per il costo del debito basato sul mercato e per il costo delle azioni quotate risale al 14 ottobre 2016.

Il costo del finanziamento delle SNF ha sostenuto sempre più gli investimenti delle imprese dalla crisi, soprattutto per effetto delle misure espansive di politica monetaria. Nell'area dell'euro il costo

nominale complessivo del finanziamento esterno delle SNF segue una tendenza al ribasso dal 2012 e si colloca al momento su un livello storicamente contenuto (cfr. grafico 13). In una prima fase il calo era dovuto principalmente all'evoluzione del costo del finanziamento azionario, che risentiva di premi per il rischio più modesti, e della ripresa dei prezzi delle azioni; questo è tuttavia divenuto più volatile dal 2015. Anche il costo dei prestiti bancari e quello del finanziamento mediante ricorso al mercato, sorretti dalla politica monetaria della BCE, hanno continuato a diminuire fino a un periodo molto recente. La

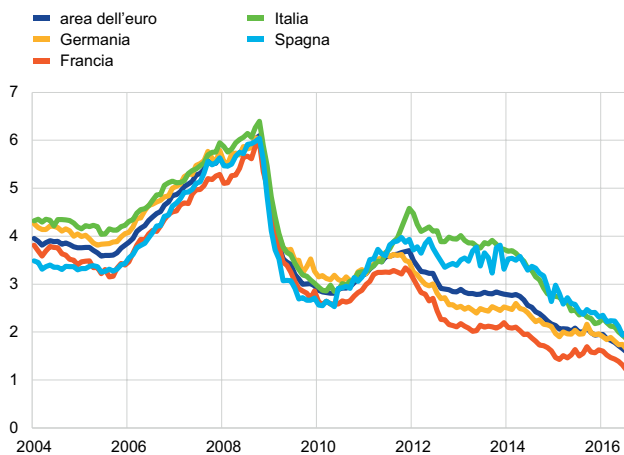
riduzione del costo del finanziamento tramite debito ha interessato in maniera generalizzata i paesi dell'area dell'euro (cfr. grafico 14). Nondimeno, malgrado il livello molto contenuto dei tassi di interesse, il canale di trasmissione della politica monetaria ha incontrato ostacoli durante la crisi, visto che le imprese non sono riuscite a beneficiare appieno dei bassi tassi di interesse per incrementare gli investimenti. Di fatto, le banche hanno marcatamente inasprito i criteri di concessione del credito tra la metà del 2007 e gli inizi del 2009, e di nuovo tra la metà del 2011 e l'inizio del 2012 (cfr. grafico 15). Inoltre, i risultati ottenuti da modelli VAR bayesiani e da un modello VAR a coefficienti variabili suggeriscono che le restrizioni all'offerta di prestiti bancari hanno ridotto in misura significativa la crescita del credito delle SNF nel 2009 e nel 2010, e ancora tra il 2012 e il 2014¹³. Tuttavia, negli ultimi anni la frammentazione finanziaria è calata e i bilanci delle banche sono stati sottoposti a significativi interventi di rafforzamento. Di riflesso, le condizioni di affidamento sono migliorate considerevolmente e, secondo le stime, gli shock indotti dall'offerta di credito fornirebbero ora un contributo positivo alla crescita dei prestiti. A questo proposito si rimanda al riquadro 3, che esamina le evidenze di un'indagine congiunturale con riguardo all'impatto dei vincoli di finanziamento sulle decisioni di investimento delle SNF nell'area dell'euro.

¹³ Cfr. Altavilla, C., Giannone, D. e Lenza, M., "The financial and macroeconomic effects of OMT announcements", *Working Paper Series*, n. 1707, BCE, Francoforte sul Meno, agosto 2014; Altavilla, C., Darracq Paries, M. e Nicoletti, G., "Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis", *Working Paper Series*, n. 1861, BCE, Francoforte sul Meno, ottobre 2015; Gambetti, L. e Musso, A., "Loan Supply Shocks and the Business Cycle", *Journal of Applied Econometrics*, 2016, di prossima pubblicazione.

Grafico 14

Costo nominale del finanziamento tramite debito delle SNF in alcuni paesi dell'area dell'euro

(percentuali in ragione d'anno)



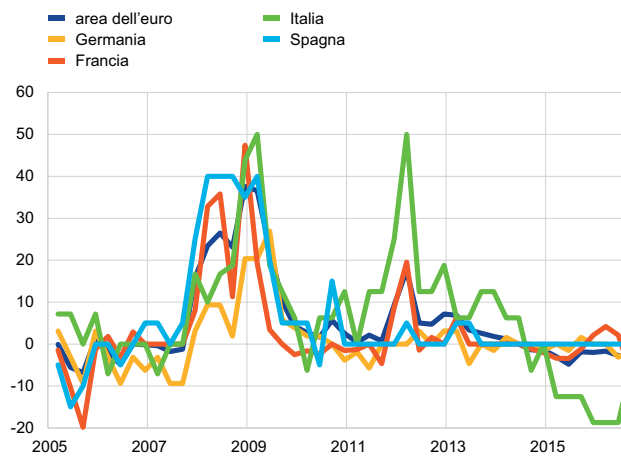
Fonti: Markit iBoxx, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il costo nominale del finanziamento tramite debito delle SNF è calcolato come media del costo dei prestiti bancari e di quello del debito emesso sul mercato, ponderata sulla base dei rispettivi importi ricavati dalle statistiche della BCE sui bilanci delle istituzioni finanziarie monetarie e da quelle sulle emissioni di titoli. L'ultima rilevazione si riferisce ad agosto 2016.

Grafico 15

Variazioni dei criteri per l'approvazione di prestiti o linee di credito a favore delle SNF in alcuni paesi dell'euro

(percentuali nette)



Fonte: BCE.

Note: l'inasprimento dei criteri di concessione del credito è contrassegnato da (+), l'allentamento da (-). L'ultima rilevazione si riferisce all'edizione di luglio 2016 dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro.

Riquadro 3

Gli andamenti recenti degli investimenti : indicazioni provenienti da un'indagine congiunturale presso le imprese

Secondo un apposito indicatore, costruito sulla base delle risposte fornite dalle imprese nel quadro di un'indagine congiunturale, i vincoli di credito si starebbero allentando.

L'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento¹⁴, condotta dalla BCE e dalla Commissione europea, può contribuire a far luce sulla recente evoluzione degli investimenti delle imprese nell'area dell'euro, poiché collega le decisioni di investimento di queste ultime alla loro percezione del contesto in cui operano e della loro situazione finanziaria. Si considerano "soggette a vincoli di credito" le imprese che: a) hanno presentato una richiesta di prestito bancario o linea di credito ricevendo un diniego (totale o parziale); b) hanno rifiutato il prestito a causa degli eccessivi costi associati; c) sono state scoraggiate a richiedere un prestito bancario, pur avendone necessità. A marzo 2016 l'indicatore si collocava all'11 per cento per le PMI e al 6 per cento per le grandi imprese, in calo dal 16 e dall'8 per cento, rispettivamente, osservati due anni prima.

I risultati dell'indagine suggeriscono che gli investimenti potrebbero essere ancora frenati da una carenza di finanziamento.

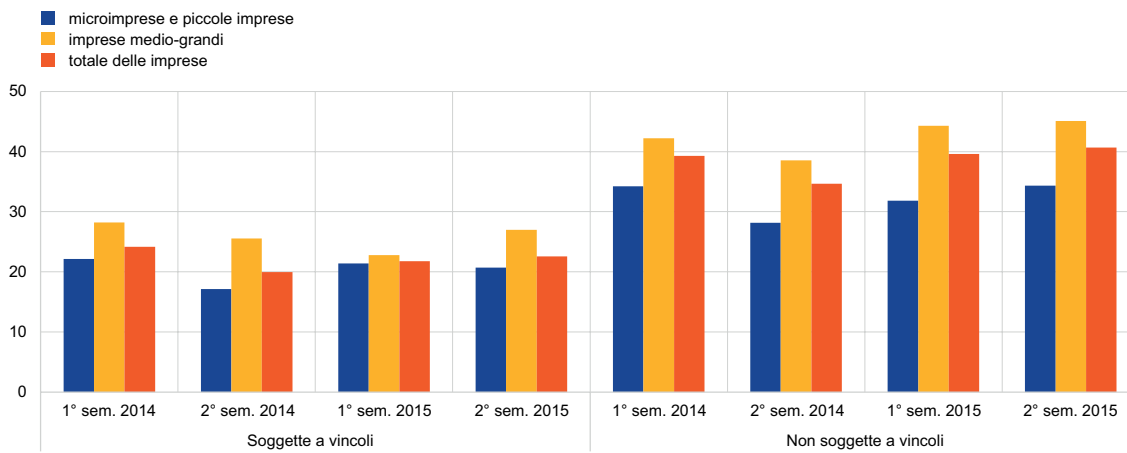
Tra le imprese che hanno segnalato un incremento degli investimenti nei sei mesi precedenti, le SNF non sottoposte a vincoli finanziari hanno dichiarato di aver aumentato gli investimenti in misura quasi doppia rispetto ai partecipanti incorsi in vincoli di questo tipo (cfr. grafico A).

¹⁴ L'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento fornisce indicazioni sull'evolversi della situazione finanziaria, del fabbisogno di finanziamento e dell'accesso a fondi esterni per le piccole e medie imprese (PMI) dell'area dell'euro, mettendole a confronto con quelle di grandi dimensioni. L'indagine ha preso il via nel 2009. Il presente riquadro si concentra, però, sul periodo compreso tra aprile 2014 (undicesima edizione) e marzo 2016 (quattordicesima edizione), durante il quale è stata posta una domanda specifica riguardante gli investimenti in immobili, impianti o macchinari.

Grafico A

Aumento degli investimenti delle SNF dell'area dell'euro per dimensioni delle imprese e indice dei vincoli di credito

(percentuali ponderate di partecipanti)



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

Note: le dimensioni delle imprese sono definite sulla base del numero di occupati. Si considerano "microimprese e piccole imprese" i partecipanti che hanno da uno a 49 dipendenti e "imprese medio-grandi" quelli con un numero di dipendenti pari o superiore a 50. L'indice dei vincoli di credito è calcolato sommando le percentuali di imprese che: a) hanno presentato una richiesta di prestito bancario o linea di credito ricevendo un diniego (totale o parziale); b) hanno rifiutato il prestito a causa degli eccessivi costi associati; c) sono state scoraggiate a richiedere un prestito bancario, pur avendone necessità.

Ulteriori indicazioni sulle determinanti degli investimenti provengono dall'analisi

econometrica. Per esaminare i fattori alla base degli investimenti, si ricorre a una variabile dummy che assume valore 1 se l'impresa ha segnalato un incremento degli investimenti nei sei mesi precedenti e valore zero in caso contrario. Tale variabile viene regredita su una serie di fattori che riguardano la struttura finanziaria, la struttura patrimoniale e il profilo demografico delle singole imprese, nonché il contesto in cui esse operano¹⁵. Fra le variabili esplicative si include inoltre l'indicatore dei vincoli di credito, mentre un insieme di altre variabili tiene conto dell'intensità dei problemi incontrati dagli intervistati nell'operatività quotidiana, legati ad esempio alla ricerca di clienti, alla concorrenza o alla regolamentazione¹⁶. L'analisi verte esclusivamente sulle imprese che hanno presentato richiesta di prestito bancario o sono state scoraggiate a farlo.

In genere le imprese molto giovani, nonché quelle che godono di migliori prospettive di crescita e di un capitale proprio più elevato, sono più inclini a segnalare un incremento degli investimenti. Lo si evince dal grafico B, in cui le barre indicano l'aumento marginale della probabilità prevista che un'impresa rappresentativa accresca i propri investimenti in ragione di un dato fattore. Ne emerge, ad esempio, che le imprese giovani (costituite da meno di due anni) hanno una probabilità superiore dell'11 per cento di riportare un incremento degli investimenti e le imprese con prospettive economiche più favorevoli una probabilità maggiore del 10 per cento. Inoltre, la disponibilità di prestiti bancari aumenta del 5 per cento la probabilità di un rialzo degli

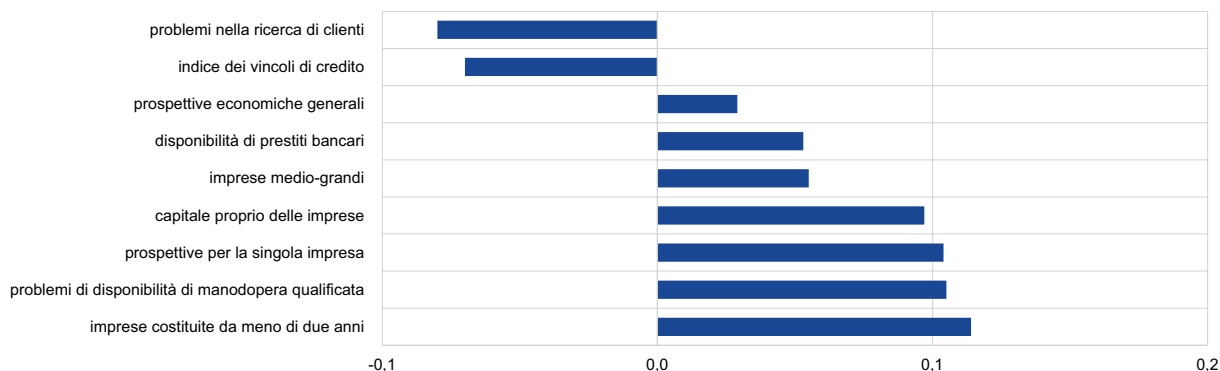
¹⁵ Un primo insieme di variabili controlla per dimensioni, età, classi di fatturato e assetto proprietario (indipendente o familiare) delle imprese. Un secondo insieme considera la situazione finanziaria dei partecipanti sulla base delle vendite, della redditività e del capitale proprio, nonché la loro 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. A queste si aggiunge un terzo insieme di variabili che tiene conto delle diverse fonti di finanziamento (interne o esterne, tra cui utili non distribuiti, sovvenzioni, prodotti bancari, credito commerciale e strumenti di mercato) utilizzate dalle imprese per le proprie attività.

¹⁶ Alle imprese è chiesto di valutare i fattori che costituiscono un freno alla loro attività, utilizzando una scala da 1 (per nulla importante) a 10 (estremamente importante). Tra questi rientrano la "ricerca di clienti", la "concorrenza", l'"accesso al finanziamento", il "costo della produzione", la "disponibilità di manodopera qualificata" e la "regolamentazione".

Grafico B

Fattori che influiscono sulla probabilità di un aumento degli investimenti da parte delle SNF dell'area dell'euro

(effetti marginali basati su regressioni probit)



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

Note: la variabile dipendente è una variabile binaria che assume valore 1 se l'impresa ha segnalato un aumento degli investimenti nei sei mesi precedenti e valore zero in caso contrario. Si riportano soltanto i coefficienti statisticamente significativi, ad eccezione delle diverse fonti di finanziamento, escluse dal grafico. Le stime si basano su regressioni probit ponderate (per un'illustrazione dei pesi utilizzati, cfr. la pagina Internet dedicata all'indagine). Le regressioni comprendono effetti fissi per paese-settore ed effetti fissi temporali, con cluster di errori a livello regionale. Il periodo di stima è aprile 2014 - marzo 2016 per 12 paesi dell'area dell'euro.

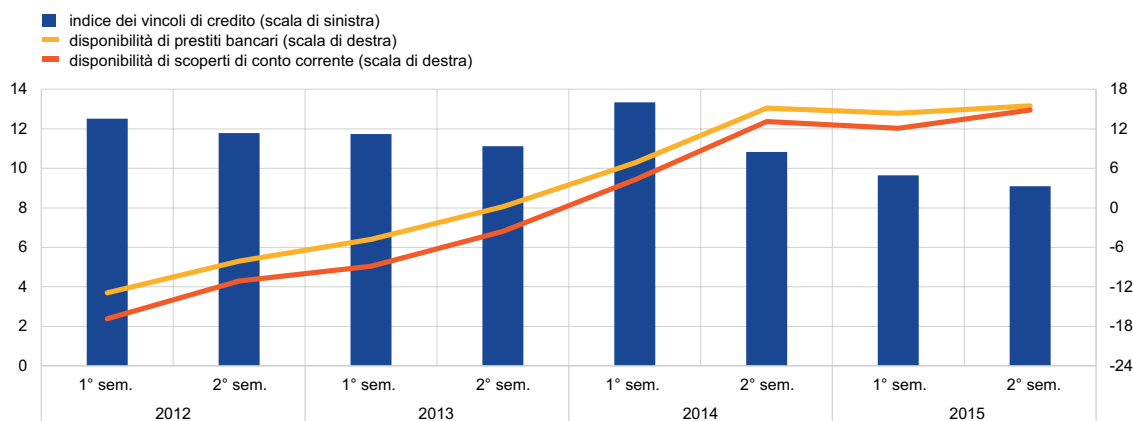
investimenti, mentre l'impatto di un miglioramento del contesto economico generale è lievemente più contenuto (3 per cento). Per contro, il sussistere di vincoli di credito produce consistenti effetti negativi sugli investimenti, riducendo la probabilità di un loro incremento del 7 per cento. In aggiunta, la probabilità che un'impresa segnali un aumento degli investimenti è superiore dell'11 per cento se questa riporta anche problemi connessi alla disponibilità di manodopera qualificata, mentre scende dell'8 per cento per le imprese in difficoltà nella ricerca di clienti.

Nel complesso, le evidenze dell'indagine suggeriscono che i vincoli finanziari esercitano un impatto negativo sulle decisioni di investimento delle SNF dell'area dell'euro. Tale effetto è però diminuito negli ultimi anni, come mostra la lieve contrazione dell'indicatore dei vincoli di credito. Coerentemente con tale evoluzione, anche altri dati dell'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (cfr. grafico C) indicano un graduale venir meno delle restrizioni poste dalle banche all'offerta di prestiti, con un miglioramento della disponibilità del finanziamento bancario (prestiti e scoperti di conto corrente).

Grafico C

Indice dei vincoli di credito, disponibilità di prestiti bancari e scoperti di conto corrente

(nei sei mesi precedenti; percentuale di partecipanti, scala di sinistra; percentuale netta di partecipanti, scala di destra)



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

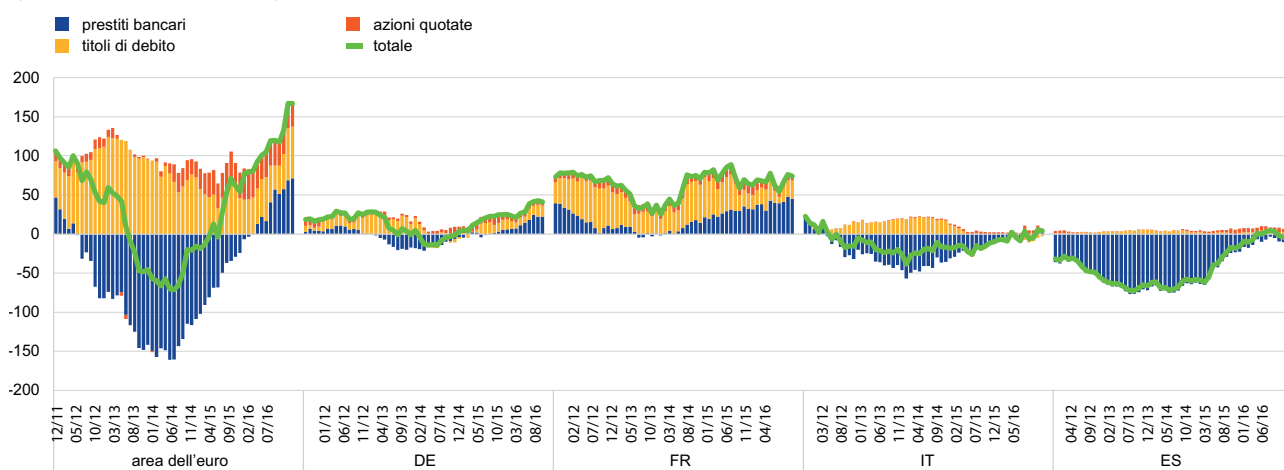
Nota: base: scala di sinistra, tutte le imprese; scala di destra, imprese interessate dall'uno o dall'altro strumento (prestito bancario o scoperto di conto corrente).

Gli investimenti delle imprese dovrebbero essere sostenuti anche dal crescente ricorso a fonti esterne di finanziamento di riflesso ai costi più contenuti e ai minori vincoli all'offerta. Il flusso annuo del finanziamento bancario e di quello basato sul mercato delle SNF dell'area dell'euro ha continuato a salire negli ultimi trimestri, portandosi su livelli analoghi a quelli osservati nell'autunno 2011 (cfr. grafico 16). Nell'insieme, la ripresa del finanziamento esterno è stata sorretta dal rafforzamento dell'attività economica, dall'ulteriore calo del costo dei prestiti bancari e del debito emesso sul mercato, nonché dall'allentamento delle condizioni di affidamento e dal maggior numero di fusioni e acquisizioni. Al tempo stesso, il livello record raggiunto dalle disponibilità liquide delle SNF (che comprendono contanti e depositi) ha ridimensionato il fabbisogno di finanziamento esterno.

Grafico 16

Prestiti bancari, titoli di debito ed emissioni di azioni quotate delle SNF in alcuni paesi dell'area dell'euro

(miliardi di euro; flussi sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

Le misure del valore marginale del capitale (q di Tobin) hanno mostrato un significativo aumento rispetto ai livelli registrati dopo il fallimento di Lehman Brothers e a metà del 2012 (cfr. grafico 17)¹⁷. Tale evoluzione segnala un incremento degli incentivi agli investimenti di capitale. Le misure della q di Tobin hanno segnato una lieve moderazione dagli inizi del 2015, ma si mantengono su livelli notevolmente superiori rispetto al periodo successivo al fallimento di Lehman Brothers e alla metà del 2012 e dovrebbero favorire ancora gli investimenti delle imprese. Tale ipotesi trova riscontro nei risultati di un modello VAR che include le seguenti variabili: investimenti reali delle imprese, avanzo operativo lordo in termini reali delle SNF, differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie e q di Tobin. Ne emerge che dagli inizi del 2014 gli shock indotti dalla q di Tobin hanno sostenuto sempre più la crescita degli investimenti delle imprese¹⁸. Questo andamento riflette l'impatto positivo della politica monetaria,

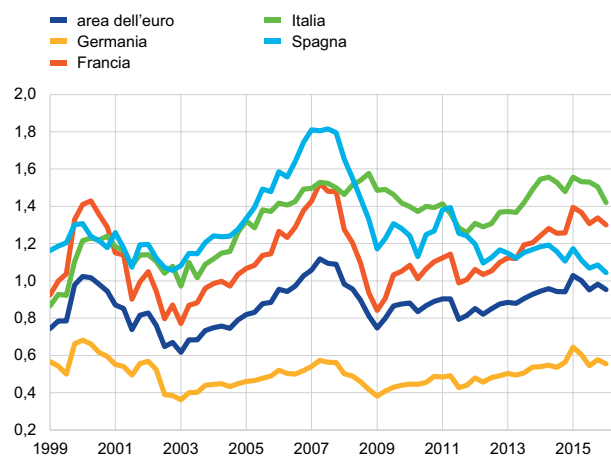
¹⁷ La q di Tobin è definita come rapporto tra capitale di rischio e patrimonio netto, calcolati rispettivamente al valore di mercato e al valore contabile.

¹⁸ Cfr. Philippon, T., "The Bond Market's q", *The Quarterly Journal of Economics*, Oxford University Press, vol. 124(3), 2009, pagg. 1011-1056, per una valutazione dell'impatto esercitato dalla misura b della q di Tobin, anziché dal rapporto tra capitale di rischio e patrimonio netto, sulla crescita degli investimenti delle imprese negli Stati Uniti in un quadro simile.

Grafico 17

Rapporto tra capitale di rischio e patrimonio netto delle SNF in alcuni paesi dell'area dell'euro

(in percentuale)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il patrimonio netto è al valore contabile e viene calcolato come differenza tra le attività totali (somma delle attività finanziarie e non finanziarie) detenute e le passività costituite da strumenti di debito in essere (passività totali al netto di azioni e altri titoli di capitale emessi). Nel caso della Spagna, i dati relativi alle attività non finanziarie si basano su stime degli esperti della BCE. L'ultima rilevazione si riferisce al secondo trimestre del 2016 per l'area dell'euro e al primo trimestre del 2016 per i paesi.

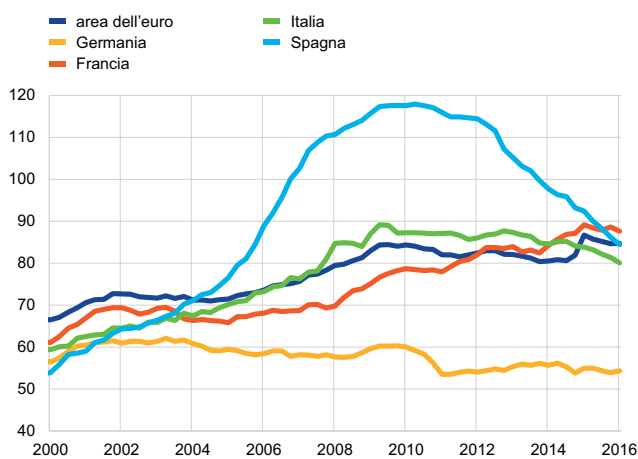
che ha ridotto il rischio macro, e quindi anche quello di insolvenza delle imprese in un contesto di incertezza, e ha determinato un rialzo dei prezzi delle azioni societarie nonché un miglioramento delle misure della q di Tobin. La diminuzione del rischio macro e di quello di insolvenza delle imprese si manifesta nel calo delle frequenze di insolvenza attese per le imprese quotate nell'area dell'euro e dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie osservato dagli inizi del 2009 e ancora dopo la metà del 2012. Negli ultimi trimestri, il contributo positivo fornito dagli shock riconducibili alla q di Tobin è scemato, in seguito alla flessione dei corsi azionari registrata nella prima metà dell'anno e al graduale rafforzamento della crescita del finanziamento tramite debito.

Nell'area dell'euro l'incidenza del debito lordo del settore societario permane, in media, su livelli storicamente elevati e può quindi gravare sulle decisioni di investimento (cfr. grafico 18). Nel medio termine, i cospicui livelli del debito lordo registrati in diversi paesi, insieme al potenziale aumento dei tassi di interesse, potrebbero rendere necessaria un'ulteriore riduzione del grado di leva finanziaria, considerato che a un'ampia quota di debito societario si applicano

Grafico 18

Debito lordo consolidato delle SNF in alcuni paesi dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL in termini nominali)



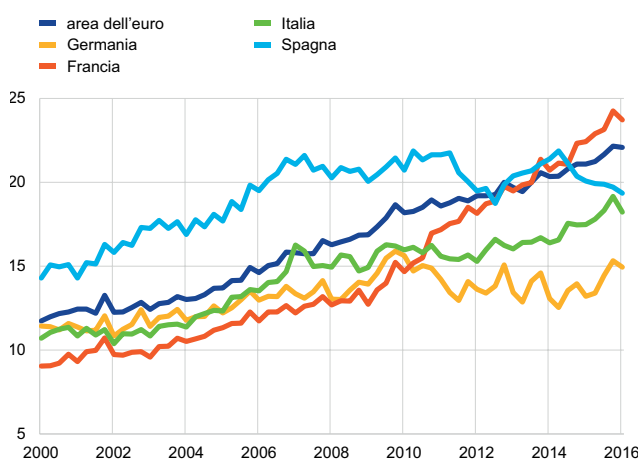
Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il debito comprende i prestiti complessivi al netto dei prestiti infragruppo, i titoli di debito emessi e le passività pensionistiche. L'ultima rilevazione si riferisce al secondo trimestre del 2016 per l'area dell'euro e al primo trimestre del 2016 per i paesi.

Grafico 19

Disponibilità liquide delle SNF in alcuni paesi dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL in termini nominali)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: le disponibilità liquide comprendono contanti e depositi. L'ultima rilevazione si riferisce al secondo trimestre del 2016 per l'area dell'euro e al primo trimestre del 2016 per i paesi.

tassi di interesse variabili. Frattanto, per quanto concerne i maggiori paesi dell'area dell'euro, dalla metà del 2012 l'incidenza del debito lordo delle SNF è diminuita

considerevolmente in Spagna fino a raggiungere la media dell'area, sulla scia di significativi interventi di cancellazione del debito e rimborsi netti di prestiti bancari. In condizioni di gravi tensioni finanziarie (dovute alla combinazione di un ingente debito lordo con elevate probabilità percepite di insolvenza), le SNF tendono a ridurre significativamente la spesa per investimenti. Nondimeno, nel contesto attuale i livelli record delle attività liquide detenute dalle imprese e i costi di servizio del debito storicamente bassi dovrebbero mitigare i possibili effetti negativi dell'indebitamento elevato sull'economia (cfr. grafico 19).

Il riquadro 4 si propone di esaminare congiuntamente le varie determinanti dell'andamento degli investimenti attraverso un unico modello.

Riquadro 4

Le determinanti degli investimenti delle imprese secondo un modello VAR

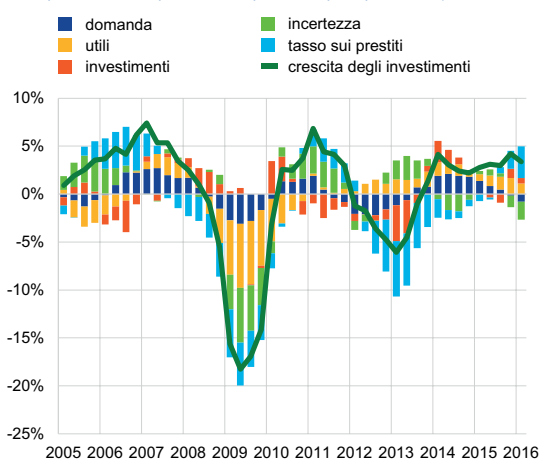
Per comprendere più a fondo l'impatto dei diversi fattori sugli investimenti, è utile ricorrere a un modello che includa quelli principali. Il presente riquadro illustra alcune evidenze sulle determinanti degli investimenti delle imprese, tra cui fattori reali e incertezza, ottenute con un modello VAR¹⁹. Ne risulta che, mentre i fattori reali hanno sostenuto la recente ripresa degli investimenti, l'incertezza grava ancora sulla loro crescita. Ai fini del modello, per "investimenti delle imprese" si intende la variazione sull'anno precedente degli investimenti complessivi, al netto di quelli in abitazioni e della spesa annua interpolata delle amministrazioni pubbliche, presa dalla banca dati AMECO. La "domanda" corrisponde al PIL corretto per gli investimenti delle imprese, gli "utili" alla crescita sull'anno precedente dell'avanzo operativo lordo per il totale dell'economia e gli "investimenti" sono shock specifici alla variabile stessa. Infine, il "tasso di interesse" si riferisce ai tassi sui prestiti alle SNF, mentre la misura dell'"incertezza" è

data dall'indice VIX, relativo alla volatilità finanziaria. Gli shock sono ortogonali e identificati attraverso la scomposizione di Choleski, ponendo l'incertezza al primo posto.

Grafico A

Scomposizione della crescita degli investimenti delle imprese nell'area dell'euro

(variazione percentuale sul periodo corrispondente; punti percentuali)



Fonti: Eurostat, Commissione europea e Thomson Reuters Datastream.
Nota: l'ultima rilevazione si riferisce al primo trimestre del 2016.

Il modello mostra che la ripresa degli investimenti delle imprese in atto nell'area dell'euro è trainata dalla crescita degli utili e dal miglioramento della domanda.

Secondo i risultati, il recupero degli investimenti è riconducibile a una serie di fattori, che hanno apportato un contributo positivo in fasi diverse, mentre altri hanno continuato a esercitare un'azione di freno. L'espansione degli utili sembra essere la determinante principale (cfr. grafico A). Anche il

¹⁹ Le risposte all'impulso degli investimenti rispetto alle variabili utilizzate nel modello VAR mostrano che tutte le variabili sono del segno atteso e risultano significative per diversi periodi successivamente allo shock.

miglioramento della domanda ha sorretto gli investimenti societari durante la ripresa, fornendo dapprima un contributo meno negativo nel 2013 e, successivamente, un apporto positivo sempre più importante. Inoltre, il calo dell'incertezza e la riduzione dei tassi di interesse, insieme all'impatto dello shock agli investimenti, hanno periodicamente fornito sostegno al recupero degli investimenti, nonostante l'impatto negativo esercitato più di recente dall'incertezza in questa specificazione. Questo tipo di stima è soggetto ad alcune limitazioni, connesse alla scelta dei dati e alla combinazione delle variabili. Offre tuttavia un utile strumento per descrivere l'impatto di diversi fattori nel tempo e la loro importanza relativa ai fini della ripresa degli investimenti.

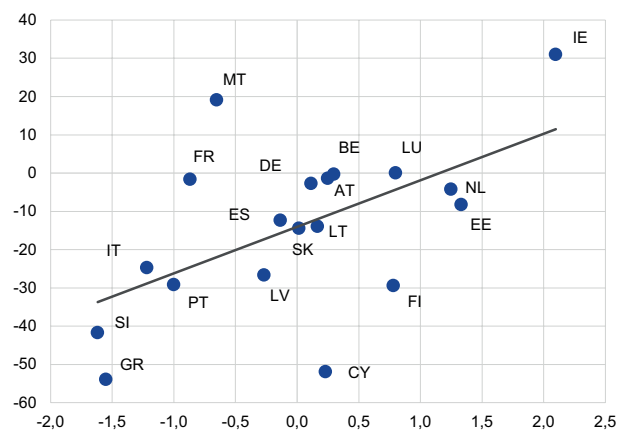
Le decisioni di investimento di lungo termine delle imprese sono influenzate da diversi fattori istituzionali e regolamentari. Tali fattori descrivono esaustivamente le condizioni per l'attività di impresa presenti in un paese. Vi rientrano le istituzioni del mercato del lavoro, la legislazione relativa ai mercati dei beni e servizi, i sistemi tributari, i meccanismi di ristrutturazione del debito e la normativa sull'esecuzione dei contratti, nonché la qualità complessiva della pubblica amministrazione e del sistema giudiziario²⁰. Gli oneri regolamentari e il cattivo funzionamento delle istituzioni non solo possono incidere sui costi effettivi di un progetto di investimento, ma possono anche esacerbare l'impatto dell'incertezza sui futuri flussi di entrate e uscite²¹. In particolare, la costituzione di nuove imprese può essere ostacolata da barriere all'ingresso, legate ad esempio alla complessità delle procedure per il rilascio delle licenze. Anche l'iter amministrativo può avere forti ripercussioni sulla tempistica delle autorizzazioni e sul

costo atteso dell'investimento. Inoltre, se caratterizzate da estrema rigidità, le istituzioni del mercato del lavoro possono impedire un'allocazione ottimale della manodopera, scoraggiare gli investimenti più innovativi e rischiosi, accrescere i costi previsti del progetto, nonché ridurre la capacità di redistribuire il prodotto delle imprese o aggiustarlo. Le decisioni delle imprese sono altresì molto sensibili al grado di irreversibilità dei piani patrimoniali. Al riguardo, un sistema giudiziario efficiente e un'efficace procedura di ristrutturazione del debito rafforzano ulteriormente la capacità di tenuta dell'economia, poiché creano le condizioni affinché sia più semplice per le imprese riallocare il capitale qualora un investimento divenisse poco redditizio.

Nonostante la significativa azione di riforma intrapresa negli ultimi anni, gli investimenti delle imprese continuano a essere frenati da diversi fattori regolamentari e istituzionali. Il grafico 20 mostra la relazione tra l'indice della libertà economica

Grafico 20
Caratteristiche istituzionali e andamento degli investimenti delle imprese

(asse delle ascisse: indice della libertà economica standardizzato per il 2008;
asse delle ordinate: crescita degli investimenti delle imprese nel periodo 2008-2014)



Fonti: Heritage Foundation (indice della libertà economica) ed Eurostat.
Note: gli investimenti delle imprese sono definiti come investimenti non residenziali del settore privato. A un valore più elevato dell'indice corrisponde una maggiore libertà di mercato.

²⁰ Per un approfondimento sul ruolo di istituzioni solide nell'accrescere la resilienza dell'economia, e quindi nell'influire sulle decisioni di investimento, si rimanda all'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.

²¹ In Bloom et al. (2007) i fattori che aumentano l'irreversibilità dell'accumulazione di capitale tendono a rendere le imprese più prudenti.

della Heritage Foundation (che misura la capacità complessiva di un paese di competere nei mercati internazionali in base allo sviluppo dello stato di diritto, alle dimensioni delle amministrazioni pubbliche, all'efficienza regolamentare nonché alle politiche di mercato aperto) per il 2008 e l'andamento degli investimenti nei cinque anni successivi. Ne emerge una chiara correlazione positiva tra un contesto più favorevole alle imprese (cui corrisponde un valore più elevato dell'indice) e una crescita più vigorosa degli investimenti societari su un orizzonte di cinque anni.

L'interazione tra fattori regolamentari e istituzionali e le altre determinanti analizzate più sopra può dar luogo a effetti non lineari sugli investimenti delle imprese (cfr. riquadro 5). In alcuni paesi dell'area dell'euro, un esempio è offerto dall'interazione fra un elevato livello di indebitamento delle imprese e una legislazione inefficiente in materia di ristrutturazione del debito, che può rallentare il processo di riduzione della leva finanziaria e ritardare quindi nuovi progetti di investimento.

Riquadro 5

Il nesso tra crescita degli investimenti e riforme strutturali

Il presente riquadro esamina il legame tra caratteristiche strutturali ed evoluzione degli investimenti delle imprese all'interno di un'economia. Partendo dalle evidenze a livello di singola impresa esposte nel riquadro 3, questo esercizio mira a verificare, a livello macro, la rilevanza delle variabili strutturali per le decisioni di investimento. Sulla base dei dati disponibili per dieci paesi dell'area dell'euro, viene stimato un modello di dati longitudinali per il periodo 2002-2014 che collega la crescita degli investimenti delle imprese a un insieme di variabili macro e strutturali.

L'analisi dimostra che gli indicatori regolamentari e istituzionali svolgono un ruolo significativo nello spiegare la crescita degli investimenti delle imprese. La tavola A riporta le stime del modello empirico di tipo panel, che utilizza quale variabile dipendente l'espansione degli investimenti reali delle imprese e come variabili esplicative la variazione del PIL in termini reali, il tasso reale a lungo termine sui prestiti, una misura dell'incertezza basata sulla volatilità nei mercati azionari, un indicatore delle restrizioni all'offerta di credito desunto dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, la componente ciclica del rapporto debito/attività delle SNF in quanto misura dell'eccesso di leva finanziaria (ciclo della leva finanziaria) e infine l'indicatore Doing Business della Banca mondiale, che misura il contesto in cui operano le imprese²². La colonna (1) mostra l'effetto positivo esercitato da una crescita più elevata del PIL in termini reali e da un contesto più favorevole alle imprese sull'espansione dei loro investimenti, che è invece rallentata da un aumento dell'incertezza, da condizioni creditizie più tese e dall'eccesso di leva finanziaria²³.

²² I risultati delle stime e le implicazioni economiche rimangono validi anche scegliendo altri indicatori strutturali, come l'indice della libertà economica della Heritage Foundation, l'indice della protezione del lavoro dell'OCSE e l'indice delle discipline in materia di insolvenza della Banca mondiale. Tutte le variabili, ad eccezione degli indicatori strutturali e di quello ricavato dall'indagine sul credito bancario, entrano nel modello ritardate di un periodo.

²³ Il tasso sui prestiti risulta significativo in una regressione panel che escluda l'incertezza, ma cessa di esserlo nel nostro campione di stima con l'introduzione di quest'ultima.

Tavola A

Effetti delle riforme strutturali

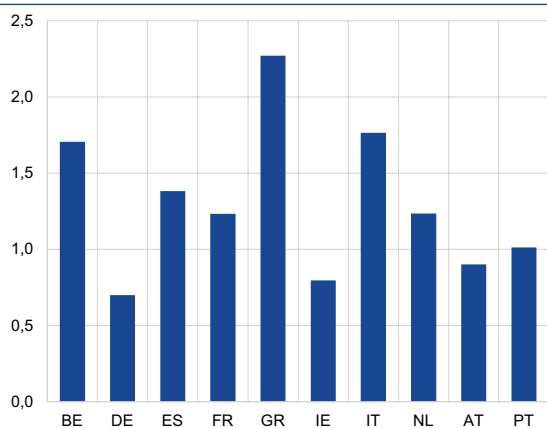
Variabile dipendente: crescita degli investimenti delle imprese in termini reali	Modello (1)	Modello (2)
Crescita del PIL in termini reali (t-1)	0,665*** (0,180)	0,621*** (0,178)
Tasso reale a lungo termine (t-1)	-0,246 (0,157)	-0,197 (0,154)
Incertezza (t-1)	-0,584** (0,229)	-0,614*** (0,229)
Restrizioni al credito (indagine sul credito bancario)	-0,027** 0,2818***	-0,026** 0,08
Ciclo della leva finanziaria (t-1)	-0,151*** (0,048)	-0,073 (0,051)
Indicatore Doing Business (DB)	0,316** (0,151)	0,158 (0,157)
Ciclo della leva finanziaria DB * (t-1)		-0,354*** (0,132)
Costante	1,115** -0,443	1,125** -0,435
Rilevazioni	490	490
R ²	0,25	0,26

Fonti: BCE, Eurostat e Banca mondiale.

Note: errori standard robusti riportati fra parentesi; livelli di significatività: *** valore $p < 0,01$, ** valore $p < 0,05$ e * valore $p < 0,1$. I tassi reali a lungo termine si riferiscono al tasso reale per un periodo superiore a un anno. L'incertezza è calcolata come radice quadrata dei rendimenti giornalieri quadratici medi delle azioni secondo l'indice nazionale dei mercati azionari. Il ciclo della leva finanziaria si basa su un filtro HP.

Grafico A

Effetti dei fattori strutturali



Fonti: BCE, Eurostat e Banca mondiale.

Nota: effetto annuo, in punti percentuali, prodotto sulla crescita degli investimenti delle imprese dimezzando il divario fra ciascun indicatore specifico per paese e i corrispondenti valori delle tre migliori economie dell'OCSE nel rapporto Doing Business della Banca mondiale.

con cautela, se si considerano l'esercizio in equilibrio parziale, l'arco di tempo relativamente limitato in esame, le proxy dell'incertezza utilizzate, riguardanti esclusivamente la volatilità dei mercati azionari, e il ciclo della leva finanziaria, basato su un filtro HP.

Le stime basate sul modello indicano che l'interazione tra fattori strutturali e alcuni fattori congiunturali può esacerbare l'evoluzione degli investimenti delle imprese in tempi di crisi. Per cogliere tale effetto viene incluso un termine di interazione tra l'eccesso di leva finanziaria e l'indicatore relativo al contesto in cui operano le imprese (cfr. tavola A, colonna (2)). Il termine di interazione aggiunto è significativo e segnala che l'interazione fra un indebitamento eccessivo delle imprese e un contesto operativo meno favorevole che si registra in alcuni paesi avrebbe ripercussioni negative sulla crescita degli investimenti.

Migliorando le condizioni in cui operano le imprese si può imprimere un significativo impulso alla crescita dei loro investimenti. Sulla base del modello empirico è possibile simulare l'effetto di paesi che puntino a migliorare il loro posizionamento nella classifica del rapporto *Doing Business* della Banca mondiale rispetto alle tre economie dell'OCSE ai posti più alti. Dal grafico A si evince che una simile azione di riforma determinerebbe, in media, un'accelerazione degli investimenti delle imprese pari a circa 1 punto percentuale l'anno; gli incrementi maggiori si otterrebbero nei paesi più lontani dalle migliori prassi dell'OCSE. Pur essendo coerenti con le evidenze empiriche disponibili circa l'importanza della qualità delle istituzioni per l'accumulazione del capitale, la produttività e la crescita (Alesina et al., 2005)²⁴, tali risultati vanno interpretati

²⁴ Alesina, A., Ardagna, S., Nicoletti, G. e Schiantarelli, F., "Regulation and Investment", *Journal of the European Economic Association*, 3(4), 2005, pagg. 791-825.

Il ruolo delle politiche strutturali nella promozione degli investimenti

Esiste un ampio ventaglio di politiche strutturali che dovrebbero esercitare un'azione di stimolo sugli investimenti. Tali politiche sono in genere finalizzate a migliorare il contesto normativo e le condizioni creditizie, a ridurre le barriere all'ingresso e ad accrescere la flessibilità complessiva nei mercati del lavoro e in quelli dei beni e servizi. Le politiche di sostegno agli investimenti esplicherebbero i propri effetti attraverso numerosi canali; agirebbero ad esempio sul costo di aggiustamento dello stock di capitale delle imprese e favorirebbero l'espansione della capacità produttiva, oltre ad alterare il tasso di rendimento del capitale, aumentare la disponibilità di credito nell'economia, abbattere gli oneri amministrativi e influire sulle aspettative e sul clima di fiducia riducendo così l'incertezza. Dal 2011 molti paesi europei hanno intrapreso una serie di riforme volte a stimolare gli investimenti, la cui attuazione ha tuttavia segnato un significativo rallentamento negli ultimi anni²⁵.

Le politiche che rafforzano la concorrenza, riducono gli oneri amministrativi e promuovono una legislazione favorevole all'attività di impresa sono di giovamento agli investimenti. Al riguardo, appaiono particolarmente importanti tre ordini di interventi: a) le riforme in grado di agire sull'efficienza dei mercati e migliorare le strutture di governo all'interno delle società, anche statali, alterando così l'offerta di beni e servizi in specifici segmenti di mercato²⁶; b) le misure riguardanti le procedure amministrative e di rilascio delle licenze, che possono ridurre considerevolmente gli oneri connessi alla costituzione di una nuova impresa, soprattutto per gli investitori esteri; c) le riforme volte a ridimensionare o eliminare le barriere all'entrata, specie nel settore dei servizi, compresi i servizi professionali e le industrie di rete. Poiché il processo di riduzione della leva finanziaria è ancora in corso in diversi paesi dell'area dell'euro, una delle possibili strategie per incrementare gli investimenti delle imprese sta nel varare politiche in grado di sostenere la creazione di nuove società e nuovi progetti di investimento. Questo contribuirebbe anche alla riallocazione delle risorse dai settori più colpiti dalla crisi a quelli maggiormente produttivi e innovativi. Tali politiche sono particolarmente importanti per il rafforzamento del mercato unico, e quindi per potenziare le esternalità positive sugli investimenti derivanti da economie più integrate e altamente efficienti. Negli ultimi anni, il ritmo delle riforme in tali settori ha continuato a essere lento rispetto alle esigenze dei singoli paesi e all'obiettivo generale di accrescere l'integrazione economica all'interno del mercato unico. L'importanza di tali riforme è stata enfatizzata anche nel contesto delle raccomandazioni specifiche per paese del 2016, in cui la Commissione europea ha inserito numerosi richiami alla necessità di politiche che sostengano gli investimenti migliorando il quadro operativo²⁷.

²⁵ Per un approfondimento sulla scarsa attuazione delle riforme nei mercati dei beni e servizi, cfr. il riquadro *La procedura per gli squilibri macroeconomici del 2016 e l'attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese del 2015* nel numero 2/2016 di questo Bollettino.

²⁶ Il governo societario può determinare le strutture di bilancio delle imprese e la loro dipendenza da fonti esterne di finanziamento, nonché la loro propensione al rischio. Tali fattori hanno importanti ricadute sull'accumulazione di capitale nelle SNF; cfr. ad esempio Zingales, L., "Corporate Governance", in Newman, P. (a cura di), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, 1998.

²⁷ Cfr. il riquadro *Le raccomandazioni specifiche per paese del 2016* nel numero 5/2016 di questo Bollettino.

Anche mercati del lavoro altamente efficienti e flessibili favoriscono un’accelerazione degli investimenti²⁸. Una riforma globale del mercato

del lavoro dovrebbe contemplare misure che sostengano la riallocazione dei lavoratori disoccupati dai settori più colpiti dalla crisi, limitino l’impatto negativo del deterioramento delle competenze della manodopera ed evitino effetti di isteresi sull’andamento della disoccupazione nel lungo termine. Un aumento della flessibilità occupazionale potrebbe giovare anche ai progetti di investimento più innovativi, che tendono a essere più rischiosi e richiedono in genere una maggiore riallocazione di posti di lavoro. Di recente i paesi più vulnerabili dell’area dell’euro hanno attuato riforme significative del mercato del lavoro, i cui effetti vanno tenuti sotto costante osservazione.

Le misure tese a fronteggiare l’alto livello di indebitamento e la mancanza di un quadro efficiente in materia di ristrutturazione del debito rivestono particolare importanza per gli investimenti in alcuni paesi dell’area dell’euro. La ripresa

può beneficiare di un regime efficiente per la ristrutturazione delle società con debito elevato (che favorisca cioè le risoluzioni stragiudiziali, acceleri le procedure di insolvenza e faciliti il pignoramento dei beni costituiti in garanzia) nonché per la gestione dei crediti deteriorati, al fine di evitare un loro aumento improvviso. Tali politiche ridurrebbero la rigidità e la complessità del contesto in cui operano le imprese, oltre a sostenere la riallocazione verso settori più innovativi e produttivi. Un’infrastruttura istituzionale più solida e una regolamentazione più favorevole nel settore bancario potrebbero offrire a debitori e creditori ulteriori incentivi alla ristrutturazione del debito. Inoltre, politiche che semplifichino il trasferimento di proprietà dei beni deteriorati gioverebbero al risanamento dei bilanci bancari; un esempio è la promozione di un mercato dei titoli garantiti da crediti deteriorati. Misure di questo genere accrescerebbero la capacità del comparto bancario di erogare prestiti all’economia. Rafforzerebbero inoltre i bilanci delle banche, contribuendo al tempo stesso a far sì che i prenditori sottoposti a tensioni ma economicamente sostenibili tornino a ricevere credito. Negli ultimi anni alcuni paesi hanno varato interventi di modernizzazione del quadro legislativo in materia di ristrutturazione del debito, ma occorrono ulteriori sforzi per accrescerne l’efficacia e l’armonizzazione tra i paesi europei.

Infine, l’attività di investimento delle imprese può essere sostenuta da investimenti infrastrutturali mirati ed efficienti. Il ruolo delle infrastrutture fisiche

quale determinante della crescita economica è stato ampiamente evidenziato nella letteratura empirica dei primi anni ’90 (ad esempio Easterly e Rebelo)²⁹. Gli investimenti infrastrutturali migliorano la produttività del capitale privato, aumentando il relativo tasso di rendimento e incoraggiando maggiori investimenti. La disponibilità di infrastrutture di qualità elevata rappresenta inoltre un importante fattore per le società multinazionali nella scelta dei mercati di destinazione degli investimenti diretti esteri. Gli investimenti infrastrutturali provengono in genere dal settore pubblico, da partecipazioni miste pubblico-privato o da soggetti privati regolamentati, poiché

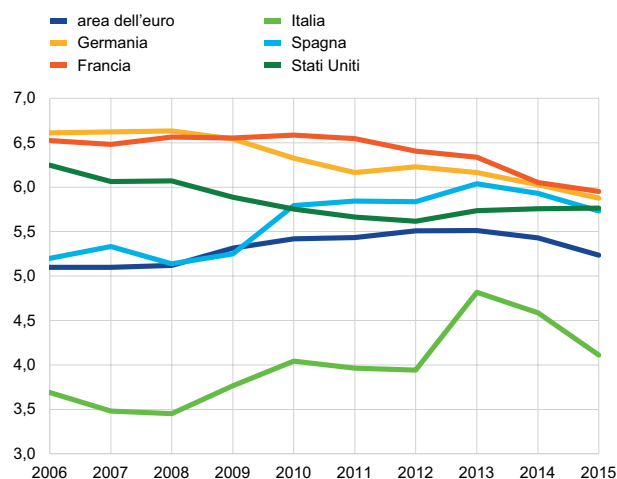
²⁸ Cfr. il riquadro intitolato *I fattori alla base degli scarsi investimenti nell’area dell’euro: evidenze da un’indagine tra le grandi imprese* nel numero 8/2015 di questo Bollettino.

²⁹ Easterly W. e Rebelo, S., “Fiscal policy and economic growth: an empirical investigation”, *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 1993, pagg. 417-458.

Grafico 21

Qualità delle infrastrutture nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e nei maggiori paesi dell'area

(scala da 1 a 7; a un punteggio più elevato corrispondono infrastrutture migliori)



Fonte: World Economic Forum, rapporto sulla competitività mondiale.

Nota: l'ultima rilevazione si riferisce al 2015.

comportano tendenzialmente significativi costi ex ante ma producono benefici o rendimenti dopo molto tempo. La durata dei progetti, con la conseguente difficoltà di assicurare rendimenti adeguati su un orizzonte così lungo, può rappresentare un problema per il finanziamento e l'erogazione da parte di soggetti privati. Nel selezionare i progetti infrastrutturali cui dare priorità, le autorità devono soppesare attentamente i benefici sociali complessivi dell'iniziativa, da un lato, e i relativi costi ed effetti sul bilancio pubblico, dall'altro. Alcuni paesi dell'area dell'euro hanno registrato un significativo calo degli investimenti pubblici negli ultimi anni, mentre altri evidenziano livelli relativamente bassi da 15 anni³⁰. Al tempo stesso, la qualità dello stock di infrastrutture esistente è andata deteriorandosi (cfr. grafico 21). Al fine di disporre di una strategia globale per la promozione degli investimenti e la creazione di posti di lavoro in Europa, nel novembre 2014 è stato varato il piano di investimenti dell'UE³¹, finanziato attraverso il Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS)³², costituito nel 2015. Ad agosto 2016 il FEIS aveva erogato un

terzo dei finanziamenti complessivi attesi per progetti di investimento³³, destinati sia a piccole e medie imprese sia a realtà più grandi. Il piano può produrre effetti considerevoli nel più lungo termine, a condizione che i progetti beneficiari siano selezionati in base all'impatto sulla produttività e attuati con efficienza.

Conclusioni

I fattori ciclici e strutturali che forniscono sostegno alla ripresa degli investimenti hanno mostrato un miglioramento negli ultimi anni. Il recupero, in atto dal 2013, è stato trainato dal recupero della domanda e degli utili nonché, in alcuni paesi dell'area dell'euro, dai progressi conseguiti sul fronte della riduzione della leva finanziaria e da condizioni di finanziamento più favorevoli.

Nei prossimi anni, il miglioramento dei fattori congiunturali dovrebbe continuare a sorreggere gli investimenti delle imprese, mentre il rallentamento della crescita potenziale di fondo e i livelli di indebitamento ancora elevati potrebbero frenare le decisioni di investimento. In prospettiva, ci si attende che gli investimenti delle imprese continuino a espandersi. La ripresa della domanda, l'orientamento accomodante di politica monetaria e l'allentamento delle condizioni

³⁰ Cfr. l'articolo *Investimenti pubblici in Europa* nel numero 2/2016 di questo Bollettino.

³¹ Cfr. il riquadro intitolato *Il Piano di investimenti per l'Europa: il Piano Juncker* contenuto nell'articolo *Investimenti pubblici in Europa*, nel numero 2/2016 di questo Bollettino.

³² Cfr. il riquadro *Flessibilità nell'ambito del Patto di stabilità e crescita* nel numero 1/2015 di questo Bollettino.

³³ Secondo le ipotesi iniziali, il piano di investimenti dell'UE dovrebbe stanziare finanziamenti per circa 315 miliardi di euro a favore di altri progetti. Una successiva proposta della Commissione europea mira ad accrescere l'attuale dotazione del FEIS a 500 miliardi di euro e ne estende l'attività fino al 2020.

di finanziamento dovrebbero fornire impulso all'attività di investimento. Nel periodo a venire, gli investimenti complessivi dovrebbero beneficiare anche dei margini di profitto in aumento e della necessità di sostituire il capitale dopo anni di modesti investimenti fissi. Nondimeno, la crescita degli investimenti potrebbe essere frenata dalle esigenze di riduzione della leva finanziaria e dal persistere di un contesto sfavorevole all'attività di impresa in alcuni paesi, nonché dalle modeste prospettive di crescita potenziale. In aggiunta, 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.

In prospettiva, il ruolo delle politiche strutturali resta cruciale per la promozione degli investimenti. Per impartire una spinta di lungo periodo agli investimenti delle imprese sono indispensabili politiche che agiscano sul contesto normativo, migliorino la concorrenza nei mercati dei beni e servizi, favoriscano la flessibilità del lavoro e sostengano la riduzione del debito e la crescita del credito attraverso una legislazione più efficiente in materia di insolvenza.

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

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.

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	3,3	-0,1	5,6
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,2	54,1	51,4	2,7	3,8	2,0
2015	53,3	55,8	56,3	51,4	50,4	53,8	51,8	53,9	50,3	0,5	3,8	-1,6
2015 4° trim.	52,7	55,0	55,4	52,3	49,9	54,1	51,3	53,2	50,5	0,7	0,4	1,0
2016 1° trim.	51,2	51,5	54,1	51,2	50,3	53,2	50,7	51,3	49,4	-1,0	0,5	-2,0
2° trim.	50,8	51,5	52,4	49,0	50,5	53,1	49,7	51,1	48,8	-0,6	0,1	-1,1
3° trim.	51,2	51,9	51,6	49,6	51,7	52,9	51,6	51,1	50,1	.	.	.
2016 apr.	51,1	52,4	51,9	48,9	50,8	53,0	50,0	51,6	48,7	-1,3	0,7	-2,6
mag.	50,5	50,9	53,0	49,2	50,5	53,1	49,5	50,9	48,4	-1,6	-0,6	-2,2
giu.	50,6	51,2	52,4	49,0	50,3	53,1	49,7	51,0	49,3	-0,6	0,1	-1,1
lug.	51,2	51,8	47,5	50,1	51,9	53,2	51,6	51,0	49,7	0,1	0,4	-0,1
ago.	51,1	51,5	53,6	49,8	51,8	52,9	51,8	50,8	50,4	.	.	.
set.	51,4	52,3	53,9	48,9	51,4	52,6	51,5	51,4	50,2	.	.	.

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 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
set.	-0,34	-0,37	-0,30	-0,20	-0,06	0,85	-0,03

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 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
set.	-0,74	-0,72	-0,72	-0,59	-0,16	0,56	1,00	0,60	-0,71	-0,71	-0,22	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 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
set.	325,5	3.012,1	635,6	255,4	617,6	281,3	142,8	518,7	396,1	251,6	321,0	780,1	2.157,7	16.737,0

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⁾	Indicatore composto del finanziamento					
			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
2015	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.	0,09	0,52	0,50	0,92	6,46	16,79	5,12	5,96	6,28	2,39	1,82	1,96	1,96	1,96	2,33	1,92	
	ago. ^(p)	0,08	0,51	0,52	0,84	6,48	16,77	5,42	6,02	6,38	2,40	1,87	1,96	1,86	1,88	2,31	1,90	

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		
															1
2015	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	1,91
	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.	0,09	0,16	0,42	2,71	2,72	3,07	2,47	1,86	1,91	1,80	1,28	1,56	1,69	1,87
	ago. ^(p)	0,09	0,16	0,47	2,74	2,67	3,01	2,46	1,86	1,95	1,79	1,22	1,48	1,54	1,83

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 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.	1.296	530	123	.	79	495	68	333	153	38	.	34	75	34
giu.	1.276	525	122	.	67	493	69	308	136	38	.	27	80	27
lug.	1.272	524	124	.	72	486	66	349	154	43	.	36	78	38
ago.	1.275	526	126	.	70	484	70	302	138	36	.	24	77	26
A lungo termine														
2013	15.112	4.403	3.091	.	921	6.069	628	223	70	39	.	16	89	9
2014	15.131	4.045	3.164	.	994	6.285	642	221	65	44	.	16	85	10
2015	15.238	3.784	3.275	.	1.061	6.481	637	214	66	45	.	13	81	9
2016 mar.	15.148	3.728	3.126	.	1.051	6.604	639	248	72	39	.	26	94	17
apr.	15.112	3.724	3.140	.	1.068	6.548	633	219	61	35	.	25	91	7
mag.	15.221	3.732	3.162	.	1.082	6.611	634	238	59	57	.	26	88	8
giu.	15.222	3.733	3.107	.	1.081	6.663	638	216	73	41	.	14	79	10
lug.	15.182	3.698	3.130	.	1.084	6.629	641	203	55	46	.	10	84	9
ago.	15.167	3.692	3.125	.	1.082	6.628	640	98	32	17	.	2	42	5

Fonte: BCE.

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

2.7 Tassi di crescita e consistenze di titoli di debito e azioni quotate (miliardi di euro; variazioni percentuali)

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazione centrale		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale					Altre ammini- strazioni pubbliche
Consistenze											
2013	16.366,9	4.886,1	3.215,2	.	987,4	6.598,1	680,0	5.649,0	569,1	742,5	4.337,4
2014	16.449,2	4.587,9	3.293,3	.	1.052,1	6.823,2	692,7	5.958,0	591,1	780,6	4.586,3
2015	16.499,2	4.301,2	3.415,3	.	1.121,6	6.959,3	701,9	6.744,7	586,1	911,6	5.247,0
2016 mar.	16.431,2	4.243,3	3.261,2	.	1.122,8	7.096,7	707,2	6.419,9	483,4	902,3	5.034,2
apr.	16.397,0	4.243,1	3.265,9	.	1.145,3	7.042,5	700,2	6.462,6	505,5	917,8	5.039,4
mag.	16.516,9	4.262,0	3.285,3	.	1.161,4	7.106,5	701,6	6.552,6	491,5	923,5	5.137,7
giu.	16.498,5	4.258,6	3.228,6	.	1.148,0	7.156,0	707,3	6.210,1	395,0	862,0	4.953,2
lug.	16.453,4	4.222,3	3.253,7	.	1.155,2	7.115,6	706,6	6.494,3	427,0	874,1	5.193,3
ago.	16.442,0	4.217,7	3.250,5	.	1.152,3	7.112,0	709,5	6.539,3	444,7	881,3	5.213,2
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	.	4,8	1,8	0,6	1,1	4,5	1,4	0,6
2016 mar.	-1,0	-6,9	-1,0	.	2,9	2,2	0,2	0,9	3,3	1,5	0,6
apr.	-1,0	-6,8	-0,3	.	3,7	1,7	-0,1	0,9	2,6	1,7	0,6
mag.	-0,7	-5,9	-0,7	.	4,8	1,6	0,6	0,9	2,5	1,5	0,6
giu.	-0,4	-4,6	-2,3	.	4,8	2,1	2,7	0,9	2,7	1,5	0,6
lug.	-0,2	-4,7	-1,2	.	4,4	2,2	2,8	0,9	2,8	1,5	0,6
ago.	0,0	-4,6	-0,3	.	4,0	2,1	2,1	0,9	2,8	1,5	0,5

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	91,8	100,9	98,9	111,9	95,5	
2014	101,8	97,8	96,8	92,0	99,4	100,0	114,7	96,0	
2015	92,4	88,4	89,1	83,9	86,3	90,7	106,5	87,8	
2015 4° trim.	92,4	88,3	89,3	84,3	85,8	90,5	107,7	88,3	
2016 1° trim.	94,1	89,5	90,8	85,8	86,9	91,7	110,4	90,1	
2° trim.	94,9	90,3	91,5	86,4	86,6	92,1	110,8	90,4	
3° trim.	95,2	90,5	91,6	-	-	-	110,6	90,1	
2016 apr.	94,8	90,1	91,4	-	-	-	110,6	90,2	
mag.	95,1	90,5	91,6	-	-	-	111,1	90,7	
giu.	94,7	90,2	91,3	-	-	-	110,5	90,3	
lug.	94,9	90,4	91,4	-	-	-	110,2	89,9	
ago.	95,2	90,6	91,6	-	-	-	110,6	90,2	
set.	95,4	90,7	91,7	-	-	-	110,9	90,3	
				<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2016 set.	0,2	0,1	0,1	-	-	-	0,2	0,2	
				<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2016 set.	1,6	1,2	1,1	-	-	-	1,1	0,2	

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 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
3° trim.	7,443	7,493	27,029	7,442	311,016	114,292	4,338	0,850	4,4646	9,511	1,089	1,117
2016 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
set.	7,482	7,500	27,022	7,447	308,678	114,218	4,321	0,852	4,4502	9,565	1,092	1,121
					<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2016 set.	0,4	0,2	0,0	0,1	-0,5	0,6	0,5	-0,3	-0,2	0,8	0,3	0,0
					<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2016 set.	4,7	-1,2	-0,2	-0,2	-1,4	-15,3	2,4	16,5	0,6	1,8	0,1	-0,1

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

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

	Totale ¹⁾			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2015 3° trim.	21.708,7	23.017,6	-1.308,9	9.437,3	7.778,0	6.851,3	10.159,9	-45,7	4.821,5	5.079,7	644,2	13.185,1
4° trim.	22.235,2	23.309,6	-1.074,4	9.815,1	8.079,3	7.175,3	10.303,2	-44,6	4.645,1	4.927,1	644,2	13.003,1
2016 1° trim.	22.100,0	23.183,1	-1.083,1	9.672,8	7.999,2	7.111,8	10.113,0	-21,8	4.661,9	5.070,9	675,3	13.234,3
2° trim.	22.550,0	23.431,9	-881,9	9.710,4	8.031,1	7.432,1	10.147,6	-54,9	4.740,5	5.253,2	721,8	13.331,6
<i>consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2016 2° trim.	212,5	220,8	-8,3	91,5	75,7	70,0	95,6	-0,5	44,7	49,5	6,8	125,6
<i>Transazioni</i>												
2015 3° trim.	117,7	22,8	94,9	146,2	130,0	27,8	-93,1	-0,8	-58,1	-14,0	2,7	-
4° trim.	152,9	-4,1	157,0	227,7	206,5	111,5	-11,8	55,6	-246,5	-198,8	4,6	-
2016 1° trim.	386,5	381,8	4,7	115,2	74,6	134,1	41,3	27,3	108,8	265,9	1,0	-
2° trim.	202,0	110,0	92,0	-21,0	4,4	127,0	-47,2	-47,8	141,6	152,8	2,2	-
2016 feb.	173,1	190,3	-17,2	68,5	25,7	48,2	25,9	13,2	42,2	138,8	1,1	-
mar.	-2,0	-38,8	36,7	25,8	8,9	50,6	52,0	-1,0	-78,5	-99,7	1,1	-
apr.	151,5	130,5	21,1	-8,0	9,7	55,9	-64,3	-21,4	126,7	185,1	-1,6	-
mag.	100,1	89,1	10,9	32,7	20,4	26,1	21,3	-14,0	52,1	47,4	3,1	-
giu.	-49,6	-109,7	60,0	-45,8	-25,6	45,0	-4,2	-12,4	-37,2	-79,8	0,7	-
lug.	122,8	123,5	-0,8	15,8	-3,5	41,9	-10,9	6,1	59,9	138,0	-0,9	-
<i>transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2016 lug.	829,1	512,9	316,2	393,5	328,0	418,8	-69,5	29,5	-29,2	254,4	16,5	-
<i>transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2016 lug.	7,8	4,8	3,0	3,7	3,1	3,9	-0,7	0,3	-0,3	2,4	0,2	-

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	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2013	9.938,2	9.607,0	5.561,7	2.093,9	1.951,3	1.005,1	571,1	370,2	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	1.006,5	596,7	383,3	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	1.024,3	632,6	406,7	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	255,1	157,6	102,8	-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	259,5	163,6	102,3	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	260,6	164,3	102,0	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	260,1	165,1	102,2	-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	6,1	3,9	0,0	4,6	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2015 3° trim.	0,4	0,7	0,5	0,4	0,5	0,2	0,9	0,8	-	-	0,4	1,2
4° trim.	0,4	0,7	0,3	0,6	1,4	1,3	3,4	-1,3	-	-	0,7	1,4
2016 1° trim.	0,5	0,4	0,6	0,6	0,4	0,7	0,3	-0,2	-	-	0,0	-0,1
2° trim.	0,3	-0,1	0,2	0,1	0,0	-0,4	0,6	0,1	-	-	1,1	0,4
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2013	-0,3	-0,6	-0,6	0,2	-2,4	-3,5	-2,8	1,1	-	-	2,2	1,5
2014	1,1	1,1	0,8	0,6	1,5	-0,7	4,3	3,0	-	-	4,4	4,8
2015	2,0	1,9	1,8	1,4	3,1	1,2	5,1	5,0	-	-	6,3	6,3
2015 3° trim.	2,0	1,9	1,9	1,3	2,7	1,0	3,5	6,0	-	-	5,7	5,9
4° trim.	2,0	2,3	1,7	1,9	3,7	2,1	6,1	4,2	-	-	4,8	5,8
2016 1° trim.	1,7	2,1	1,9	2,0	2,5	1,8	5,0	0,5	-	-	2,3	3,2
2° trim.	1,6	1,9	1,7	1,8	2,4	1,7	5,3	-0,5	-	-	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	0,1	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	0,0	0,0	-0,1	0,1	-	-
2° trim.	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	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	0,2	0,3	0,0	0,0	-0,3	-	-
2° trim.	1,6	1,8	0,9	0,4	0,5	0,2	0,3	0,0	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	24,8	2,7	2,7	1,0	12,9	24,1	7,0
2014	100,0	85,1	14,9	3,4	15,1	6,1	24,8	2,7	2,7	1,0	13,0	24,2	7,0
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	15,0	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,1	7,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2013	-0,7	-0,6	-0,9	-1,7	-1,3	-4,0	-0,8	0,2	-1,2	-1,4	0,3	0,3	-0,3
2014	0,6	0,6	0,1	0,3	-0,2	-1,8	0,7	0,9	-1,0	0,7	1,9	0,9	0,5
2015	1,1	1,3	0,1	-0,1	0,3	0,1	1,2	1,0	-0,1	1,3	2,8	1,0	1,2
2015 3° trim.	1,1	1,3	0,0	0,0	0,5	-0,3	1,2	1,5	0,0	1,2	3,0	1,1	1,0
4° trim.	1,3	1,6	-0,2	0,0	0,4	-0,1	1,7	1,5	0,0	0,9	3,1	1,1	1,7
2016 1° trim.	1,4	1,8	-0,3	-0,3	0,7	0,0	1,8	2,5	0,3	1,5	3,3	1,1	1,7
2° trim.	1,4	1,7	0,0	0,3	0,6	-0,2	2,0	1,7	0,1	0,3	3,0	1,2	1,6
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,8	2,8	2,7	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	22,0	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,6	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	13,0	21,9	6,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2013	-1,4	-1,3	-1,8	-1,4	-1,5	-5,5	-1,6	-0,1	-1,9	-2,8	-0,7	-0,3	-1,4
2014	0,5	0,8	-0,5	-1,1	0,3	-1,6	0,5	1,0	-1,0	0,4	2,0	1,1	0,1
2015	1,2	1,4	0,3	0,8	0,7	0,6	1,0	1,9	-0,3	1,6	3,0	1,1	0,8
2015 3° trim.	1,3	1,6	0,4	0,8	1,1	0,3	0,8	2,6	-0,5	2,0	3,6	1,3	0,9
4° trim.	1,3	1,5	0,3	1,1	0,6	0,7	1,4	1,8	0,1	-0,1	3,1	1,0	1,3
2016 1° trim.	1,7	2,0	0,4	1,3	1,2	0,7	1,9	3,2	0,6	0,7	3,9	1,0	0,9
2° trim.	1,6	1,8	0,7	0,9	1,1	0,2	2,1	2,0	0,7	0,3	3,5	1,0	1,7
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2013	-0,8	-0,7	-0,9	0,2	-0,2	-1,5	-0,8	-0,3	-0,6	-1,4	-1,1	-0,5	-1,2
2014	0,0	0,1	-0,5	-1,4	0,5	0,2	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	0,1	0,2	-0,5
2015	0,1	0,1	0,1	0,9	0,4	0,5	-0,3	0,9	-0,1	0,3	0,2	0,1	-0,3
2015 3° trim.	0,2	0,2	0,4	0,8	0,6	0,6	-0,4	1,1	-0,5	0,8	0,6	0,3	-0,1
4° trim.	0,0	-0,1	0,5	1,2	0,2	0,8	-0,3	0,3	0,1	-0,9	0,0	-0,1	-0,4
2016 1° trim.	0,2	0,2	0,7	1,6	0,5	0,6	0,1	0,6	0,3	-0,8	0,6	-0,1	-0,8
2° trim.	0,2	0,1	0,7	0,6	0,5	0,3	0,0	0,3	0,7	0,0	0,4	-0,2	0,1

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

3 Attività economica

3.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forza lavoro, in milioni ¹⁾	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti ²⁾	
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Per età				Per genere				
			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	159,359	4,6	19,227	12,0	5,9	15,628	10,7	3,599	24,4	10,305	11,9	8,922	12,1	1,4
2014	160,334	4,6	18,634	11,6	6,1	15,214	10,4	3,421	23,7	9,933	11,5	8,701	11,8	1,5
2015	160,600	4,6	17,451	10,9	5,6	14,300	9,8	3,151	22,3	9,261	10,7	8,190	11,0	1,5
2015 3° trim.	160,628	4,4	17,214	10,7	5,3	14,093	9,6	3,121	22,2	9,144	10,6	8,070	10,9	1,5
4° trim.	161,147	4,5	16,909	10,5	5,4	13,830	9,4	3,078	22,0	8,943	10,3	7,966	10,7	1,6
2016 1° trim.	161,013	4,5	16,635	10,3	5,2	13,621	9,2	3,014	21,5	8,726	10,0	7,909	10,6	1,7
2° trim.	161,849	4,5	16,356	10,1	5,1	13,389	9,1	2,967	21,0	8,493	9,8	7,863	10,5	1,7
2016 mar.	-	-	16,476	10,2	-	13,495	9,2	2,981	21,2	8,622	9,9	7,853	10,5	-
apr.	-	-	16,390	10,1	-	13,412	9,1	2,979	21,0	8,520	9,8	7,870	10,5	-
mag.	-	-	16,329	10,1	-	13,357	9,0	2,972	21,0	8,470	9,7	7,859	10,5	-
giu.	-	-	16,349	10,1	-	13,398	9,1	2,951	20,9	8,490	9,8	7,860	10,5	-
lug.	-	-	16,318	10,1	-	13,374	9,0	2,945	20,8	8,462	9,7	7,857	10,5	-
ago.	-	-	16,326	10,1	-	13,399	9,0	2,927	20,7	8,449	9,7	7,877	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	-0,7	-0,7	-0,9	-0,5	-0,4	-0,8	-2,2	-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	2,0	3,1	1,4	0,7	2,4	-0,1	3,8
2015	2,0	2,3	1,0	3,6	2,3	0,7	-0,8	3,4	2,7	1,7	3,6	2,6	8,8
2015 4° trim.	1,8	2,3	1,7	3,4	1,9	-1,9	0,5	2,5	2,5	1,2	3,4	2,1	10,0
2016 1° trim.	1,3	1,9	1,9	2,9	1,0	-3,4	2,5	0,6	2,2	1,7	2,8	1,3	9,5
2° trim.	1,0	1,2	1,1	1,4	1,1	-0,9	-0,1	-2,3	1,7	0,7	2,7	2,1	8,5
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	6,5
2016 apr.	2,0	2,0	1,7	3,1	1,4	2,2	-1,1	-2,7	1,6	0,2	2,6	2,4	8,5
mag.	0,4	0,4	1,1	-0,4	0,5	-1,4	-0,5	-1,9	1,8	0,8	2,3	3,7	10,3
giu.	0,7	1,0	0,5	1,5	1,4	-3,5	0,6	-2,3	1,9	1,0	3,1	0,3	6,9
lug.	-0,5	0,0	0,5	-1,3	1,8	-5,0	4,1	-3,7	1,8	1,4	2,1	2,7	5,7
ago.	1,8	2,0	2,0	2,6	0,3	1,5	0,9	.	0,6	0,1	1,3	1,2	3,9
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	9,4
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2016 apr.	1,5	1,6	0,6	2,0	2,6	0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	0,7	0,5	1,0
mag.	-1,4	-1,3	-0,3	-2,4	-0,4	-2,7	0,2	0,4	0,4	0,8	-0,2	1,1	0,3
giu.	0,8	0,9	-0,3	1,7	1,0	-0,5	0,3	1,9	0,0	-0,1	0,8	-3,1	-1,0
lug.	-0,7	-0,7	-0,3	-1,9	0,2	0,3	1,5	-2,6	0,3	0,7	-0,3	1,8	-0,3
ago.	1,6	1,5	1,4	3,5	-0,1	3,3	-0,9	.	-0,1	-0,4	-0,1	0,2	-0,4
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	5,0

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 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
3° trim.	104,3	-2,9	.	-8,2	-15,7	0,4	10,4	.	52,1	53,7	52,6	52,9
2016 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	-4,3	-	-8,5	-15,8	-1,1	9,9	-	51,7	53,3	52,8	52,9
set.	104,9	-1,7	-	-8,2	-15,0	0,5	10,0	-	52,6	53,8	52,2	52,6

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

3.7 Conti riepilogativi per le famiglie e le società non finanziarie (prezzi correnti, salvo diversa indicazione; dati non destagionalizzati)

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo) ¹⁾	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto ²⁾	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto ³⁾	Tasso di risparmio (netto)	Tasso di indebitamento ⁴⁾	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto)	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto netto	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	12,5	95,4	-0,5	1,3	-4,9	0,7	-1,8	32,3	4,1	129,9	2,1	-0,1	0,9
2013	12,5	94,7	0,7	1,9	0,6	2,7	1,2	33,0	4,8	130,5	2,1	6,5	1,2
2014	12,5	94,0	1,8	2,1	2,3	3,4	2,8	34,4	6,3	133,0	3,8	2,6	2,2
2015 3° trim.	12,4	94,2	1,7	2,0	2,1	2,6	2,0	34,4	6,0	133,3	3,1	0,1	1,9
4° trim.	12,5	94,0	1,7	2,1	5,3	3,4	2,8	34,4	6,3	133,0	3,8	4,8	2,2
2016 1° trim.	12,5	93,3	2,3	2,0	3,1	2,2	3,5	33,7	6,1	132,4	3,8	4,6	2,2
2° trim.	.	.	2,5	2,3	6,1	3,2	3,9	33,9	6,6	132,6	3,7	5,0	2,1

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.	898,9	819,5	79,4	523,8	436,3	191,4	177,3	158,6	147,9	25,1	58,0	9,6	4,6
4° trim.	903,1	822,2	80,9	525,2	434,2	195,5	182,2	156,0	148,2	26,4	57,6	18,4	9,4
2016 1° trim.	877,5	790,1	87,4	515,9	424,8	194,1	176,2	143,2	133,0	24,4	56,2	9,8	11,1
2° trim.	882,1	787,3	94,8	519,6	419,3	190,1	179,0	147,4	138,4	24,9	50,6	7,0	6,6
2016 feb.	292,2	265,2	27,0	170,5	142,5	65,4	59,0	48,4	44,6	8,0	19,1	3,5	2,6
mar.	292,5	260,0	32,5	173,5	140,3	64,2	57,5	46,5	43,4	8,3	18,9	3,7	3,8
apr.	294,7	259,9	34,8	173,6	139,5	63,4	59,6	49,4	43,8	8,3	17,0	2,5	2,0
mag.	295,0	261,9	33,1	171,9	139,7	64,0	60,1	50,6	45,7	8,5	16,4	1,8	2,2
giu.	292,4	265,5	26,9	174,2	140,1	62,7	59,3	47,4	48,9	8,1	17,2	2,8	2,4
lug.	287,4	266,4	21,0	168,8	142,4	63,3	58,3	47,5	44,1	7,9	21,6	2,0	1,8
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2016 lug.	3.546,7	3.208,8	337,9	2.075,9	1.710,3	770,3	713,5	599,7	560,5	100,8	224,5	43,3	32,0
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2016 lug.	33,5	30,3	3,2	19,6	16,1	7,3	6,7	5,7	5,3	1,0	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 in- termedi 3	Beni di investi- mento 4	Beni di consumo 5		Beni in- termedi 8	Beni di investi- mento 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.	4,5	0,9	502,9	232,8	105,2	153,3	424,5	444,7	252,8	71,0	112,8	318,7	50,4
4° trim.	3,6	2,3	509,2	236,7	105,7	153,9	426,5	443,8	247,2	73,5	114,5	324,5	44,6
2016 1° trim.	-0,9	-2,6	502,9	233,5	104,2	151,2	422,1	438,4	241,3	71,7	116,7	326,2	37,4
2° trim.	-0,3	-4,1	502,1	230,9	105,3	153,2	432,4	429,5	235,7	70,7	114,7	324,1	42,1
2016 feb.	1,3	2,0	167,0	78,1	34,0	50,3	140,1	147,3	80,6	24,0	39,1	110,1	12,2
mar.	-1,9	-8,0	168,4	77,3	36,0	50,2	141,0	144,0	79,1	24,2	38,6	106,5	12,7
apr.	-0,9	-5,4	168,6	77,7	35,8	51,0	146,0	143,6	78,2	24,0	38,5	109,2	13,3
mag.	2,0	-2,0	165,8	76,0	34,8	50,7	140,8	141,9	78,4	22,7	38,2	106,1	14,3
giu.	-1,7	-4,8	167,6	77,3	34,7	51,5	145,6	144,0	79,2	24,0	38,0	108,9	14,5
lug.	-9,5	-8,3	166,3	77,1	33,3	50,3	134,7	145,5	80,0	23,1	38,6	104,1	14,5
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2015 3° trim.	1,2	3,0	116,4	111,7	119,3	122,8	117,2	105,9	105,4	106,2	106,5	108,2	98,7
4° trim.	1,0	5,1	118,4	115,2	119,4	122,6	117,5	107,5	107,4	107,9	107,8	110,2	101,4
2016 1° trim.	-0,9	2,4	118,5	116,1	117,6	121,8	117,0	110,0	111,0	106,0	109,9	111,2	110,8
2° trim.	2,0	3,9	118,0	114,0	118,9	123,6	119,9	107,1	106,4	104,4	110,0	111,9	100,8
2016 gen.	-3,7	1,1	117,9	115,8	115,8	121,9	116,8	109,9	111,2	104,3	109,1	111,5	110,8
feb.	1,3	7,0	118,3	116,7	115,3	121,8	116,7	110,9	111,8	106,3	110,0	112,4	114,4
mar.	-0,5	-0,5	119,3	115,6	121,8	121,6	117,6	109,0	109,9	107,4	110,5	109,9	107,2
apr.	1,4	2,9	119,5	115,7	121,6	124,1	121,8	107,9	107,1	106,4	109,9	112,7	105,0
mag.	4,9	7,1	117,1	113,0	117,7	122,6	117,3	106,5	106,3	101,1	110,5	110,1	101,7
giu.	-0,2	1,9	117,3	113,3	117,4	124,0	120,6	106,8	105,8	105,5	109,7	112,8	95,7

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 4° trim.	100,2	0,2	1,0	-0,6	1,2	-0,1	0,1	1,1	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	0,0	2,0	0,3	-0,1	0,1
3° trim.	100,3	0,3	0,8	-0,4	1,1	0,3	0,1	1,1	0,0	0,3	0,4	0,3	0,3
2016 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	0,0
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	0,2
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	0,3
ago.	100,2	0,2	0,8	-0,5	1,1	0,0	0,0	0,8	0,0	-1,0	0,0	0,2	0,2
set.	100,6	0,4	0,8	-0,2	1,1	0,1	0,0	-0,8	0,0	1,0	0,1	0,4	0,4

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

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.

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	0,3	1,3
2015	104,0	-2,7	-2,3	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,1	0,2	1,5	4,5
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	1,5	4,3
4° trim.	102,7	-3,1	-2,5	-0,7	-2,0	0,6	-0,2	-0,3	0,2	-9,3	-0,2	2,2	6,2
2016 1° trim.	100,6	-3,7	-2,7	-0,9	-2,2	0,4	-0,4	-0,6	-0,1	-11,1	-0,3	2,7	.
2° trim.	100,9	-3,8	-2,8	-1,1	-2,7	0,4	-0,5	-0,8	0,1	-10,7	0,2	3,0	.
2016 mar.	100,6	-4,1	-3,1	-1,1	-2,7	0,4	-0,6	-1,0	-0,1	-11,8	-	-	-
apr.	100,2	-4,4	-3,2	-1,3	-2,9	0,4	-0,7	-1,1	0,1	-12,5	-	-	-
mag.	100,9	-3,8	-2,9	-1,2	-2,8	0,4	-0,5	-0,9	0,1	-10,8	-	-	-
giu.	101,6	-3,1	-2,3	-1,0	-2,5	0,4	-0,4	-0,6	0,0	-8,7	-	-	-
lug.	101,9	-2,6	-2,1	-0,8	-2,3	0,5	-0,1	-0,3	0,0	-7,7	-	-	-
ago.	101,7	-2,1	-1,3	-0,6	-1,9	0,5	-0,1	-0,2	0,1	-6,0	-	-	-

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 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
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	42,5	-0,6	-2,0	1,0	-6,0	-10,5	0,9
2016 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.	.	.	.	.	.	.	.	.	42,3	0,3	-1,7	2,7	-5,1	-10,3	2,6
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	42,7	1,1	0,7	1,5	-4,6	-8,9	1,6

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

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

2) Ponderati in base alle importazioni: sulla base della composizione media delle importazioni nel biennio 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 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
3° trim.	-0,2	1,0	4,6	-6,5	-0,3	51,4	54,0	49,6	49,8
2016 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.	-0,8	1,3	4,3	-7,4	-0,8	51,0	53,2	48,9	49,5
set.	0,0	0,9	4,6	-7,0	0,5	52,4	54,0	49,9	50,0

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	1,2	1,2	1,9	1,8
2014	102,7	1,3	1,3	1,2	1,3	1,2	1,7
2015	104,3	1,6	2,0	0,5	1,6	1,6	1,5
2015 3° trim.	101,0	1,3	1,6	0,2	1,3	1,2	1,6
4° trim.	110,5	1,6	1,9	0,9	1,5	1,8	1,5
2016 1° trim.	99,0	1,6	1,7	1,5	1,6	1,6	1,4
2° trim.	109,2	1,0	0,9	1,4	0,9	1,1	1,5

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

4 Prezzi e costi

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

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

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

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	96,3	452,8	75,1	624,2	10.700,9
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	1.427,0	2.163,7	3.590,7	10.357,3	88,7	463,3	89,9	642,0	10.999,2
2° trim.	1.053,4	5.812,9	6.866,2	1.417,3	2.173,6	3.591,0	10.457,2	83,3	481,5	92,8	657,6	11.114,8
2016 mar.	1.051,5	5.715,1	6.766,6	1.427,0	2.163,7	3.590,7	10.357,3	88,7	463,3	89,9	642,0	10.999,2
apr.	1.047,5	5.747,8	6.795,4	1.408,7	2.162,6	3.571,3	10.366,7	88,4	470,4	98,4	657,2	11.023,8
mag.	1.051,2	5.789,7	6.840,9	1.407,6	2.172,2	3.579,8	10.420,7	88,3	474,7	88,6	651,5	11.072,2
giu.	1.053,4	5.812,9	6.866,2	1.417,3	2.173,6	3.591,0	10.457,2	83,3	481,5	92,8	657,6	11.114,8
lug.	1.056,2	5.873,2	6.929,4	1.406,6	2.174,5	3.581,1	10.510,6	82,4	485,5	99,4	667,3	11.177,9
ago. ^(p)	1.060,4	5.931,2	6.991,6	1.395,9	2.176,2	3.572,2	10.563,8	82,6	481,7	97,8	662,1	11.225,9
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	8,2	18,3	-18,5	8,0	120,7
4° trim.	6,3	128,1	134,4	-3,4	-4,0	-7,4	127,0	-19,5	21,4	-2,5	-0,6	126,4
2016 1° trim.	17,2	155,9	173,1	-16,9	3,3	-13,6	159,5	12,1	-10,9	14,9	16,1	175,5
2° trim.	1,9	92,8	94,7	-12,3	10,1	-2,2	92,4	-2,5	17,7	1,6	16,8	109,2
2016 mar.	4,7	55,2	59,9	-1,1	-1,3	-2,4	57,5	-3,4	-5,4	1,3	-7,5	50,0
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	47,5	-0,3	4,3	-9,4	-5,3	42,2
giu.	2,2	23,9	26,1	9,0	1,6	10,7	36,7	-5,0	6,5	2,3	3,8	40,5
lug.	2,9	59,8	62,7	-10,0	0,9	-9,2	53,5	-0,9	3,9	6,2	9,3	62,8
ago. ^(p)	4,2	58,6	62,8	-10,7	1,7	-9,0	53,8	0,2	-3,8	-1,9	-5,4	48,4
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	-38,2	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	-24,6	9,0	-0,9	0,3	4,7
4° trim.	6,7	11,1	10,4	-9,0	0,6	-3,5	5,0	-38,2	11,5	-25,4	-3,8	4,5
2016 1° trim.	5,9	11,0	10,2	-6,7	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 mar.	5,9	11,0	10,2	-6,7	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	-5,7	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.	3,5	9,4	8,4	-4,4	0,6	-1,4	4,9	-16,9	7,8	16,4	5,0	4,9
ago. ^(p)	3,5	10,0	8,9	-4,5	0,5	-1,5	5,2	-14,8	6,4	17,7	4,5	5,1

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	964,9	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	980,5	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 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	980,5	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	958,1	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	975,8	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.	2.032,7	1.593,6	312,5	118,0	8,5	5.930,9	3.240,8	685,4	2.001,8	2,8	969,3	215,5	388,4
ago. ^(p)	2.032,7	1.597,2	309,9	116,9	8,7	5.969,1	3.284,1	676,6	2.005,6	2,7	981,3	214,6	388,2
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	10,6	-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	21,1	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	-3,7	-4,1	13,3
2° trim.	23,4	35,9	-12,1	1,1	-1,5	75,2	72,6	-3,9	6,4	0,2	-1,3	-10,1	0,9
2016 mar.	13,7	7,6	5,6	0,0	0,5	39,4	38,7	1,4	-0,4	-0,3	7,0	-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	4,2	-4,3	-2,1
lug.	21,8	22,0	-1,2	1,0	0,1	21,9	26,9	-5,2	0,2	0,0	-11,7	5,2	12,5
ago. ^(p)	-0,1	3,7	-2,9	-1,2	0,2	38,5	43,5	-8,8	3,9	-0,1	12,7	-0,9	-0,4
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	13,8	-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 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.	7,3	10,3	-3,3	3,7	-29,7	4,8	10,1	-4,7	0,3	-10,9	0,4	-8,0	11,8
ago. ^(p)	7,1	10,1	-4,4	2,1	11,2	5,2	10,9	-5,0	0,4	-12,2	1,5	-5,4	9,7

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito	Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari	
					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	10.817,4	4.300,6	5.200,4	908,6	129,0	1.277,4	774,8
2015	3.896,6	1.110,1	2.784,1	12.678,6	10.589,3	10.890,1	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	12.659,4	10.571,0	10.858,8	4.284,4	5.277,6	887,7	121,3	1.310,9	777,4
4° trim.	3.896,6	1.110,1	2.784,1	12.678,6	10.589,3	10.890,1	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	10.907,8	4.287,3	5.338,5	906,4	108,6	1.312,3	751,4
2° trim.	4.194,6	1.112,4	3.069,1	12.739,3	10.640,8	10.947,7	4.300,5	5.349,8	887,1	103,4	1.347,4	751,2
2016 mar.	4.051,5	1.117,6	2.920,9	12.704,5	10.640,8	10.907,8	4.287,3	5.338,5	906,4	108,6	1.312,3	751,4
apr.	4.096,3	1.125,7	2.957,4	12.704,2	10.638,3	10.906,1	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	10.655,5	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	3.069,1	12.739,3	10.640,8	10.947,7	4.300,5	5.349,8	887,1	103,4	1.347,4	751,2
lug.	4.256,6	1.109,1	3.134,1	12.785,5	10.665,4	10.975,1	4.301,4	5.356,1	897,6	110,3	1.364,2	755,9
ago. ^(p)	4.261,2	1.108,8	3.139,1	12.821,4	10.667,5	10.985,3	4.293,0	5.366,4	897,7	110,4	1.371,4	782,5
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	284,6	-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	56,8	-6,1	19,2	-4,3	24,7	-12,0	-14,4	64,4	-1,6
4° trim.	73,6	-16,3	89,8	8,7	24,3	32,6	-1,6	22,7	0,8	2,4	-22,4	6,8
2016 1° trim.	125,8	5,4	120,4	64,8	81,5	51,9	35,9	36,2	24,4	-14,9	14,2	-30,9
2° trim.	122,0	-10,6	132,6	60,0	22,1	57,4	23,9	16,6	-13,3	-5,2	35,9	2,0
2016 mar.	28,5	0,3	28,3	-5,0	2,4	2,0	-1,9	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.	35,4	-15,2	50,6	15,3	-1,6	28,7	1,2	7,2	-2,2	-7,8	19,7	-2,7
lug.	53,7	-3,3	56,8	52,6	34,6	36,5	10,0	6,7	11,1	6,8	14,9	3,1
ago. ^(p)	4,8	-0,3	5,1	39,1	6,3	14,1	-7,8	11,3	2,7	0,1	6,8	25,9
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	0,4	0,4	-0,3	1,6	-2,3	-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	18,1	1,5	1,2	1,5	1,3	1,9	0,0	-23,6	7,3	-3,0
2016 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	18,1	1,5	1,2	1,5	1,3	1,9	0,0	-23,6	7,3	-3,0
lug.	12,2	-2,7	18,7	1,4	1,3	1,7	1,3	2,0	0,2	-16,1	4,6	-3,7
ago. ^(p)	10,9	-2,8	16,8	1,5	1,3	1,7	1,2	2,0	0,7	-14,1	4,2	-0,3

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	4.256,2	1.109,9	720,6	2.470,2	5.200,4	5.546,1	563,3	3.861,1	776,0
2015	4.272,8	4.257,1	1.038,1	758,3	2.476,4	5.307,3	5.640,7	595,6	3.948,0	763,6
2015 3° trim.	4.284,4	4.252,1	1.067,7	745,9	2.470,7	5.277,6	5.611,6	582,4	3.926,5	768,7
4° trim.	4.272,8	4.257,1	1.038,1	758,3	2.476,4	5.307,3	5.640,7	595,6	3.948,0	763,6
2016 1° trim.	4.287,3	4.262,6	1.044,6	768,2	2.474,5	5.338,5	5.658,5	603,4	3.973,0	762,2
2° trim.	4.300,5	4.281,8	1.041,7	774,4	2.484,3	5.349,8	5.685,3	604,2	3.987,0	758,6
2016 mar.	4.287,3	4.262,6	1.044,6	768,2	2.474,5	5.338,5	5.658,5	603,4	3.973,0	762,2
apr.	4.290,1	4.264,9	1.043,5	772,7	2.473,9	5.343,7	5.665,1	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	5.673,1	601,8	3.986,1	758,9
giu.	4.300,5	4.281,8	1.041,7	774,4	2.484,3	5.349,8	5.685,3	604,2	3.987,0	758,6
lug.	4.301,4	4.284,4	1.031,2	780,3	2.489,9	5.356,1	5.693,7	604,4	3.995,2	756,5
ago. ^(p)	4.293,0	4.282,9	1.022,9	781,2	2.488,9	5.366,4	5.700,1	607,7	4.004,1	754,7
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	76,4	21,7	80,0	-3,6
2015 3° trim.	-4,3	3,2	-17,5	4,0	9,2	24,7	24,9	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.	35,9	28,8	15,3	13,0	7,5	36,2	23,8	9,1	27,0	0,1
2° trim.	23,9	25,2	1,2	8,5	14,1	16,6	31,2	1,0	16,1	-0,4
2016 mar.	-1,9	-1,6	0,2	-3,7	1,6	11,2	9,1	2,7	7,4	1,0
apr.	9,0	7,9	1,0	5,0	3,0	6,0	7,0	1,1	7,0	-2,1
mag.	13,7	9,8	5,9	-0,8	8,6	3,4	7,8	-3,1	6,4	0,1
giu.	1,2	7,5	-5,7	4,4	2,5	7,2	16,4	3,0	2,6	1,6
lug.	10,0	10,8	-4,5	7,4	7,1	6,7	8,7	0,0	8,3	-1,7
ago. ^(p)	-7,8	-1,3	-7,3	1,0	-1,5	11,3	7,0	3,5	9,1	-1,4
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	0,9	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 mar.	0,8	1,1	-2,4	5,2	0,9	2,2	1,6	5,0	2,3	-0,4
apr.	0,9	1,3	-2,6	5,7	1,1	2,2	1,6	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.	1,3	1,9	-2,8	6,2	1,7	2,0	1,8	3,2	2,2	-0,5
ago. ^(p)	1,2	1,9	-4,0	6,4	1,8	2,0	1,8	3,4	2,3	-0,8

Fonte: BCE.

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

2) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie. Nelle statistiche sui bilanci 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'euro¹⁾

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

	Passività delle IFM					Attività delle IFM				
	Detenuti dalle amministrazioni centrali ²⁾	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro					Attività nette sull'estero	Altre		
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni	Capitali e riserve		Totale	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali ³⁾	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali ³⁾
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	7.066,8	2.184,2	79,8	2.253,1	2.549,7	1.326,6	280,6	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	215,6	142,8
4° trim.	278,6	7.066,8	2.184,2	79,8	2.253,1	2.549,7	1.326,6	280,6	205,9	135,6
2016 1° trim.	318,8	7.027,9	2.183,1	76,8	2.174,7	2.593,2	1.281,5	308,4	247,1	152,1
2° trim.	323,5	7.075,9	2.162,4	74,6	2.176,3	2.662,5	1.285,9	294,4	238,0	144,0
2016 mar.	318,8	7.027,9	2.183,1	76,8	2.174,7	2.593,2	1.281,5	308,4	247,1	152,1
apr.	316,8	7.050,4	2.184,4	75,4	2.173,2	2.617,5	1.275,6	315,1	237,0	140,0
mag.	292,1	7.057,5	2.182,8	75,3	2.185,9	2.613,5	1.239,4	293,6	226,9	138,6
giu.	323,5	7.075,9	2.162,4	74,6	2.176,3	2.662,5	1.285,9	294,4	238,0	144,0
lug.	331,2	7.052,8	2.154,0	73,9	2.148,4	2.676,4	1.216,8	303,0	212,9	128,2
ago. ^(p)	319,3	7.038,4	2.148,4	73,2	2.142,8	2.674,0	1.177,4	323,6	215,4	134,6
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	-217,6	-104,0	-13,5	-202,9	102,8	-97,6	-10,9	21,4	-4,0
2015 3° trim.	22,0	-37,5	6,1	-3,1	-57,8	17,3	-65,2	1,0	-14,3	-6,3
4° trim.	-11,7	-57,6	-47,5	-3,9	-42,5	36,3	-36,7	11,7	-9,6	-7,2
2016 1° trim.	40,1	-62,2	1,6	-2,9	-49,9	-10,9	-70,3	33,2	41,3	17,3
2° trim.	4,3	-8,4	-23,6	-1,6	-11,0	27,8	-60,4	-16,5	-9,2	-8,1
2016 mar.	23,9	-14,5	-1,0	-0,8	3,4	-16,2	27,4	8,4	0,7	9,5
apr.	-2,2	11,4	1,3	-0,9	-3,8	14,8	-23,0	-0,5	-10,1	-12,0
mag.	-24,9	5,3	-2,7	-0,1	2,3	5,8	-26,5	-22,8	-10,2	-1,5
giu.	31,4	-25,2	-22,1	-0,6	-9,6	7,1	-10,9	6,8	11,1	5,4
lug.	7,7	-27,1	-8,4	-0,7	-22,0	4,0	-73,3	10,4	-25,1	-15,8
ago. ^(p)	-11,9	-4,2	-5,6	-0,7	-3,5	5,6	-32,1	20,4	2,5	6,4
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	-	-	31,7	17,4
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 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.	29,2	-2,6	-3,7	-13,0	-7,0	2,6	-	-	1,8	-10,6
ago. ^(p)	15,1	-2,5	-3,8	-12,4	-6,7	2,7	-	-	1,4	1,1

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	IFM 6	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		Emissioni	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	14,8	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.	14,8	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.	15,5	13,6	4,8	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	2,8	0,3	1,1
2016 apr.	15,1	13,2	4,2	1,9	0,5	6,7	2,7	1,2	0,0	3,2	2,9	0,3	1,3
mag.	15,1	13,2	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	13,5	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	3,0	0,3	1,2
ago.	15,1	13,2	4,7	1,8	0,5	6,8	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
set.	14,9	13,1	4,1	1,8	0,5	6,8	2,6	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	Germania	Estonia	Irlanda	Grecia	Spagna	Francia	Italia	Cipro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Disavanzo (-)/avanzo(+) pubblico									
2012	-4,2	0,0	-0,3	-8,0	-8,8	-10,5	-4,8	-2,9	-5,8
2013	-3,0	-0,2	-0,2	-5,7	-13,2	-7,0	-4,0	-2,7	-4,9
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,7	-3,6	-6,0	-4,0	-3,0	-8,8
2015	-2,5	0,7	0,1	-1,9	-7,5	-5,1	-3,5	-2,6	-1,1
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	79,9	9,7	119,5	159,6	85,7	89,5	123,3	79,3
2013	105,4	77,5	10,2	119,5	177,4	95,4	92,3	129,0	102,2
2014	106,5	74,9	10,7	105,2	179,7	100,4	95,3	131,9	107,1
2015	105,8	71,2	10,1	78,6	177,4	99,8	96,2	132,3	107,5
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
Disavanzo (-)/avanzo(+) pubblico									
2012	-0,8	-3,1	0,3	-3,6	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,3
2013	-0,9	-2,6	1,0	-2,6	-2,4	-1,4	-4,8	-15,0	-2,7
2014	-1,6	-0,7	1,5	-2,1	-2,3	-2,7	-7,2	-5,0	-2,7
2015	-1,3	-0,2	1,6	-1,4	-1,9	-1,0	-4,4	-2,7	-2,8
2015 2° trim.	-2,1	0,4	1,3	-2,0	-2,1	-2,2	-6,4	-4,5	-2,9
3° trim.	-2,1	0,1	1,2	-1,7	-2,1	-2,5	-3,1	-4,1	-2,6
4° trim.	-1,3	-0,2	1,2	-1,5	-1,9	-1,2	-4,4	-2,9	-3,0
2016 1° trim.	-0,8	-0,1	1,0	-0,1	-1,6	-1,2	-3,8	-2,8	-2,8
Debito pubblico									
2012	41,3	39,8	21,8	67,6	66,4	82,0	126,2	53,9	52,2
2013	39,0	38,7	23,5	68,4	67,7	81,3	129,0	71,0	54,7
2014	40,7	40,5	22,7	67,0	67,9	84,4	130,6	80,9	53,6
2015	36,3	42,7	22,1	64,0	65,1	85,5	129,0	83,1	52,5
2015 2° trim.	35,3	37,6	21,8	67,2	67,0	86,3	128,4	81,0	54,7
3° trim.	36,4	38,2	21,5	66,0	66,2	86,3	130,2	84,4	53,9
4° trim.	36,4	42,8	21,5	63,8	65,1	86,2	129,0	83,2	52,9
2016 1° trim.	38,5	40,1	21,8	65,3	64,8	86,9	128,9	83,6	52,2

Fonte: Eurostat.

© European Central Bank / © European Systemic Risk Board

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

Questo Bollettino è stato predisposto sotto la responsabilità del Comitato esecutivo della BCE.
Traduzione e pubblicazione a cura della Banca d'Italia.

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 19 ottobre 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

