



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 2 / 2017





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico



Numero 2 / 2017

Indice

Andamenti economici e monetari

Quadro generale	4
1 Contesto esterno	7
2 Andamenti finanziari	13
3 Attività economica	18
4 Prezzi e costi	23
5 Moneta e credito	28
6 Andamento della finanza pubblica	35

Riquadri

1 Gli andamenti nei mercati finanziari delle EME: confronto fra il periodo successivo alle elezioni presidenziali statunitensi del 2016 e quello successivo all'episodio del "tapering talk" del 2013	39
2 Analisi dei deflussi netti di investimenti di portafoglio nell'area dell'euro	43
3 L'impatto delle misure non convenzionali della BCE sulle condizioni di finanziamento: il punto delle evidenze recenti	48
4 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 26 ottobre 2016 al 24 gennaio 2017	54
5 Nuove statistiche dell'area dell'euro sulle imprese di assicurazione	58
6 Aspetti concettuali attinenti alla misurazione del margine per interventi di bilancio	60
7 La procedura per gli squilibri macroeconomici del 2017 e l'attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese del 2016	64

Articoli

1 L'impatto della partecipazione alle catene internazionali del valore sui saldi di conto corrente: una prospettiva globale	69
2 Eterogeneità tra imprese e competitività nell'Unione europea	84

Statistiche

Andamenti economici e monetari

Quadro generale

Nella riunione di politica monetaria del 9 marzo 2017 il Consiglio direttivo ha concluso che è ancora necessario un grado molto elevato di accomodamento monetario per consentire l'accumularsi di spinte inflazionistiche di fondo e sostenere l'inflazione complessiva nel medio periodo. Le misure di politica monetaria della BCE hanno continuato a preservare le condizioni di finanziamento molto favorevoli che sono necessarie per assicurare una convergenza durevole dei tassi di inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Il procedere della trasmissione di queste misure alle condizioni di prestito per famiglie e imprese agevola l'erogazione di credito e sostiene il continuo consolidarsi della ripresa nell'area dell'euro. L'inflazione complessiva ha di nuovo registrato un incremento, ampiamente riconducibile a un aumento della componente relativa ai beni alimentari ed energetici. Tuttavia, le spinte inflazionistiche di fondo restano ancora moderate. Il Consiglio direttivo continuerà a guardare oltre le variazioni dell'inflazione misurata sullo IAPC se considerate temporanee e senza implicazioni per le prospettive per la stabilità dei prezzi nel medio termine.

Valutazione economica e monetaria al momento della riunione del Consiglio direttivo del 9 marzo 2017

È proseguita la ripresa dell'attività economica su scala mondiale. La crescita mondiale ha mostrato un miglioramento nel secondo semestre dello scorso anno e sarebbe rimasta sostenuta agli inizi del 2017, pur registrando un ritmo contenuto nel confronto storico. L'inflazione complessiva a livello mondiale è aumentata negli ultimi mesi, in seguito al recupero dei prezzi del petrolio, mentre ci si attende che la lenta riduzione della capacità produttiva inutilizzata fornisca un certo sostegno all'inflazione di fondo nel medio periodo.

Dopo la riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo del dicembre 2016, i rendimenti delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro sono lievemente aumentati e hanno evidenziato una certa volatilità. I differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie si sono ridotti e si mantengono su livelli inferiori rispetto all'inizio di marzo 2016, quando è stato annunciato il programma di acquisto di attività del settore societario. I prezzi delle azioni in generale hanno mostrato un incremento, analogo a quello osservato negli Stati Uniti. L'euro ha segnato un leggero deprezzamento su base ponderata per l'interscambio.

La ripresa economica dell'area dell'euro si consolida in modo continuo. Nel quarto trimestre del 2016 il PIL in termini reali dell'area è salito dello 0,4 per cento sul periodo precedente, seguendo un ritmo analogo a quello del terzo trimestre. I dati più recenti, soprattutto i risultati delle indagini congiunturali, hanno accresciuto

la fiducia del Consiglio direttivo nel fatto che l'espansione economica in atto continuerà a consolidarsi e ad ampliarsi.

In prospettiva, la trasmissione delle misure di politica monetaria della BCE sostiene la domanda interna e agevola il processo di riduzione della leva finanziaria attualmente in corso. La ripresa degli investimenti continua a essere promossa da condizioni di finanziamento molto favorevoli e da miglioramenti della redditività delle imprese. In aggiunta, l'incremento dell'occupazione, che beneficia anche delle passate riforme strutturali, esercita un impatto positivo sul reddito reale disponibile delle famiglie, fornendo sostegno ai consumi privati. Vi sono inoltre segnali di un certo rafforzamento della ripresa e di un incremento dell'interscambio a livello mondiale. Tuttavia, la crescita economica dell'area dell'euro sarebbe frenata dalla lenta attuazione delle riforme strutturali e dalle necessità di aggiustamento dei bilanci che persistono in alcuni settori.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a marzo dagli esperti della BCE indicano un incremento annuo del PIL in termini reali dell'1,8 per cento nel 2017, dell'1,7 per cento nel 2018 e dell'1,6 per cento nel 2019. Rispetto all'esercizio condotto a dicembre 2016 dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'espansione del PIL in termini reali sono state riviste leggermente al rialzo per il 2017 e il 2018. I rischi per le prospettive di crescita dell'area sono divenuti meno pronunciati, ma restano orientati verso il basso e sono connessi principalmente a fattori globali.

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è aumentata ancora a febbraio, raggiungendo il 2,0 per cento dall'1,8 per cento di gennaio e dall'1,1 per cento di dicembre 2016. Questa evoluzione riflette soprattutto il forte incremento sui dodici mesi delle componenti relative all'energia e ai beni alimentari non trasformati, mentre non vi sono ancora segnali convincenti di una tendenza al rialzo dell'inflazione di fondo. In prospettiva, è probabile che l'inflazione complessiva si mantenga su livelli prossimi al 2 per cento nei prossimi mesi, riflettendo in gran parte movimenti del tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dell'energia.

Le misure dell'inflazione di fondo, tuttavia, si sono mantenute su livelli bassi. Dovrebbero mostrare un graduale incremento nel medio termine, sostenute dalle misure di politica monetaria della BCE, dall'atteso proseguire della ripresa economica e dall'associata graduale riduzione della capacità produttiva inutilizzata.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro elaborate a marzo dagli esperti della BCE prevedono un tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC dell'1,7 per cento nel 2017, dell'1,6 per cento nel 2018 e dell'1,7 per cento nel 2019. Rispetto all'esercizio condotto a dicembre dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC sono state riviste al rialzo in misura significativa per il 2017 e leggermente per il 2018, mentre restano invariate per il 2019. Le proiezioni sono subordinate alla piena attuazione di tutte le misure di politica monetaria della BCE.

Le misure di politica monetaria messe in atto dalla BCE da giugno 2014 forniscono al momento un significativo sostegno alle condizioni di prestito per

imprese e famiglie e quindi ai flussi di credito nell'intera area dell'euro.

La crescita dell'aggregato monetario ampio è rimasta generalmente stabile in gennaio. Al tempo stesso, i prestiti al settore privato hanno proseguito la propria graduale ripresa nel quarto trimestre del 2016 e a gennaio. I bassi tassi di interesse, nonché gli effetti delle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE, continuano a favorire le condizioni di finanziamento dell'economia reale. Si stima che il flusso complessivo sul periodo corrispondente del finanziamento esterno alle società non finanziarie si sia rafforzato ancora nel quarto trimestre del 2016.

Secondo le proiezioni, nei prossimi anni il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche e i rapporti tra debito pubblico e PIL nell'area dell'euro dovrebbero continuare a seguire un percorso discendente.

L'orientamento delle politiche di bilancio nell'area, moderatamente espansivo nel 2016, dovrebbe divenire sostanzialmente neutro nel periodo 2017-2019. Tuttavia, il seguito dato dai paesi dell'area dell'euro alla valutazione della Commissione europea dei progetti di documenti programmatici di bilancio per il 2017 è stato insoddisfacente, poiché nessuno degli Stati considerati a rischio di non conformità con il Patto di stabilità e crescita ha attuato misure significative.

Decisioni di politica monetaria

Sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha confermato la necessità di preservare il grado molto elevato di accomodamento monetario per assicurare un ritorno durevole dell'inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento senza indebito ritardo.

Il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE e continua ad attendersi che rimangano su livelli pari o inferiori a quelli attuali per un prolungato periodo di tempo, ben oltre l'orizzonte degli acquisti netti di attività. Quanto alle misure non convenzionali di politica monetaria, il Consiglio direttivo ha confermato che continuerà a condurre acquisti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) all'attuale ritmo mensile di 80 miliardi di euro sino alla fine di marzo 2017; inoltre, da aprile 2017, il Consiglio direttivo intende proseguire gli acquisti netti di attività a un ritmo mensile di 60 miliardi di euro sino alla fine di dicembre 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. Contestualmente agli acquisti netti sarà reinvestito il capitale rimborsato sui titoli giunti a scadenza acquistati nel quadro del PAA. Il Consiglio direttivo ha inoltre ribadito che, qualora le prospettive divenissero meno favorevoli o le condizioni finanziarie risultassero incoerenti con ulteriori progressi verso un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione, sarebbe pronto a incrementare il programma di acquisto di attività in termini di entità e/o durata.

L'attività mondiale è migliorata nel secondo semestre dello scorso anno e si prevede che la crescita resti sostenuta nel primo trimestre del 2017, benché a un ritmo contenuto in una prospettiva storica. L'inflazione complessiva mondiale è aumentata nei mesi recenti, a seguito di un rimbalzo dei corsi petroliferi, mentre nel medio termine l'inflazione di fondo dovrebbe essere in parte sorretta da una graduale riduzione della capacità inutilizzata.

Attività economica e commercio mondiale

Si prevede che la crescita mondiale resti sostenuta, sebbene modesta in termini storici. I dati più recenti confermano il miglioramento dell'attività economica mondiale nel secondo semestre del 2016 e indicano una crescita sostenuta all'inizio del 2017. In prospettiva si prevede che sia le economie avanzate sia le economie di mercato emergenti (EME) sosterranno la crescita. In particolare, le misure di stimolo fiscale dovrebbero rafforzare l'attività negli Stati Uniti mentre la graduale attenuazione delle profonde recessioni in cui versavano alcuni dei maggiori esportatori di materie prime avrà effetti analoghi sulla crescita nelle EME. L'incertezza resta tuttavia elevata a causa di numerosi fattori. Fra questi: la messa a punto delle nuove politiche dell'amministrazione statunitense e gli effetti sull'economia del paese e le ricadute sull'attività globale riconducibili a tali politiche; la robustezza della ripresa nei paesi esportatori di materie prime; il graduale riequilibrio dell'economia cinese; e le future relazioni tra il Regno Unito e l'Unione europea.

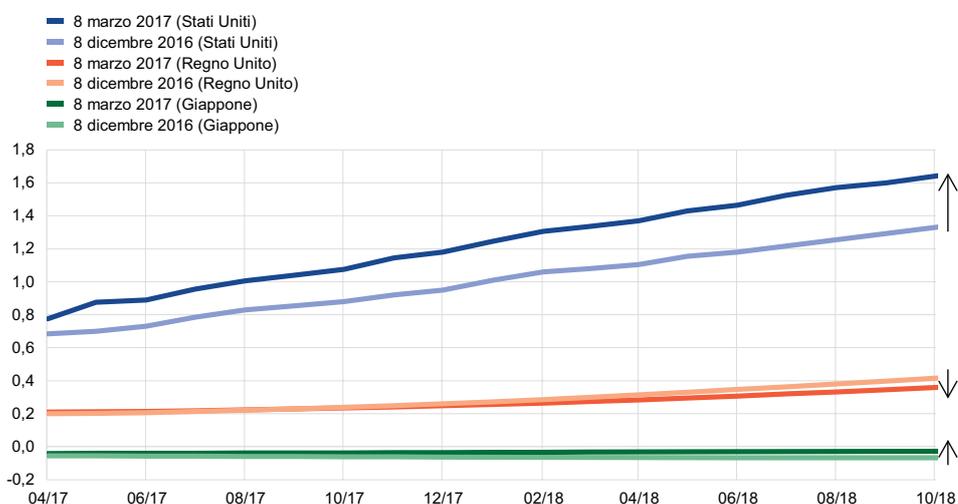
Benché le condizioni finanziarie siano rimaste nel complesso favorevoli, esse hanno subito un irrigidimento in alcune economie emergenti. Nelle ultime settimane la volatilità sui mercati finanziari è rimasta contenuta, mentre i mercati azionari nelle economie avanzate registravano ulteriori rialzi. I rendimenti delle obbligazioni statunitensi a lungo termine sono leggermente aumentati, mentre sono rimasti su livelli bassi in altre economie avanzate. Per contro, in alcune economie emergenti si è manifestato un irrigidimento delle condizioni finanziarie, che ha visto un aumento dei differenziali dei titoli di Stato e un deprezzamento delle valute, in particolare della lira turca e del peso messicano. Il deflusso di capitali dalle economie emergenti ha dato segni di miglioramento, risultando meno persistente di quanto avvenuto in precedenti episodi di incertezza; i deflussi dalla Cina sono stati tuttavia significativi a dicembre e si sono arrestati solo grazie a rigide misure di controllo adottate dalle autorità. Il riquadro 1 analizza gli andamenti dei mercati finanziari nelle economie emergenti dalle elezioni negli Stati Uniti raffrontandoli con l'episodio del "taper tantrum" del 2013.

Le politiche monetarie restano accomodanti, ma crescono le divergenze fra le economie avanzate. La curva dei future sui tassi sui Federal Fund si è alzata negli ultimi mesi, a seguito della decisione adottata lo scorso dicembre dal Federal Open Market Committee, mentre la Bank of England e la Banca del Giappone hanno mantenuto un orientamento accomodante (cfr. grafico 1). Tale divergenza, che riflette l'eterogeneità dei risultati economici riscontrata fra le economie avanzate, ha avuto ricadute anche sugli aggiustamenti dei tassi di cambio.

Grafico 1

Aspettative sui tassi di riferimento

(valori percentuali)



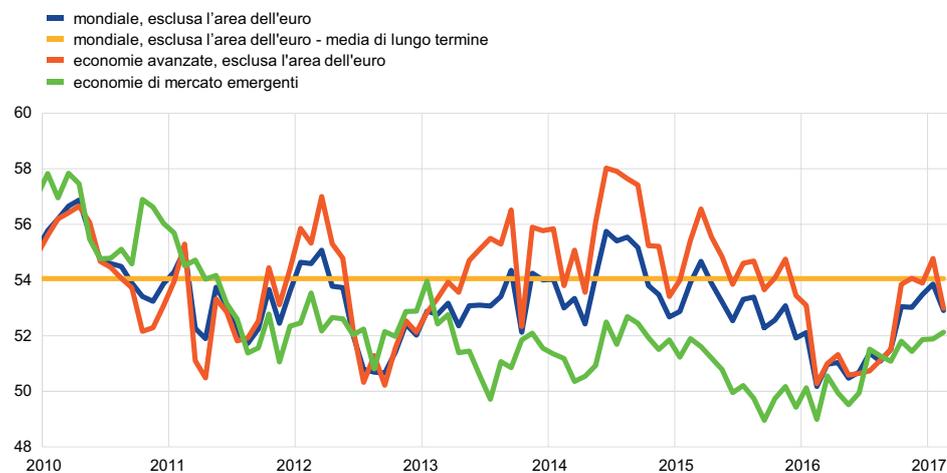
Fonti: Bloomberg e Bank of England.

Dati pubblicati di recente confermano una dinamica sostenuta della crescita mondiale nell'ultimo trimestre del 2016. Escludendo l'area dell'euro, l'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto mondiale è salito a 53,3 nel quarto trimestre 2016, da 51,5 nel trimestre precedente, mostrando quindi una ripresa della crescita a livello globale nella seconda metà dello scorso anno. Tale tendenza dell'indice è stata confermata all'inizio del 2017 (cfr. grafico 2). A livello nazionale gli indici PMI trimestrali di tutte le principali economie avanzate hanno registrato un incremento nell'ultimo trimestre del 2016. Per quanto concerne le economie emergenti, si è assistito a un graduale incremento dei valori trimestrali in Cina e in Russia, ma a un decremento in India,

Grafico 2

PMI composito del prodotto mondiale

(indice di diffusione)



Fonti: Haver Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2017. Le economie emergenti comprendono Brasile, Cina, India, Russia e Turchia. Le economie avanzate comprendono Stati Uniti, Regno Unito e Giappone. La media a lungo termine si riferisce al periodo dal gennaio 1999 al febbraio 2017.

sulla scia della recente politica di demonetizzazione, e in Brasile, dove in entrambi casi l'indice si è attestato sotto la soglia di 50. In prospettiva, gli indicatori anticipatori composti dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) continuano a suggerire una ripresa della dinamica della crescita in diverse economie avanzate e un suo rafforzamento nelle principali economie emergenti.

Negli Stati Uniti lo scorso anno si è concluso con un consolidamento dell'attività economica, sostenuta dalla spesa per consumi e da una ripresa degli investimenti in un contesto di attenuazione sia degli aggiustamenti nel settore energetico sia degli effetti negativi del dollaro forte sulla redditività delle imprese. Nel 2017 la moderata espansione dell'attività economica dovrebbe essere sorretta dalla spesa per consumi e da una ripresa degli investimenti privati; in seguito si prevede che tale espansione prosegua a ritmo più sostenuto, grazie principalmente all'orientamento di bilancio più espansivo che sarà probabilmente perseguito dalla nuova amministrazione repubblicana.

Nel Regno Unito l'attività economica ha mostrato una sorprendente capacità di tenuta dopo il referendum sull'appartenenza all'UE. Mentre l'incertezza legata alla Brexit ha causato una stagnazione degli investimenti nell'ultimo trimestre del 2016, i consumi privati hanno fornito un apporto significativo alla crescita del PIL, malgrado la crescita si sia ridotta rispetto al trimestre precedente. Nel corso del 2017 è atteso un rallentamento dell'attività economica: si prevede che l'aumento dei prezzi al consumo determinato dal tasso di cambio riduca i consumi privati, mentre l'incertezza legata alla Brexit inciderà probabilmente sulle decisioni di investimento delle imprese.

In Giappone la crescita del PIL in termini reali si è ridotta nell'ultimo trimestre del 2016, parallelamente a un indebolimento della domanda interna. Le esportazioni nette, sorrette da uno yen più debole e da una ripresa dell'attività all'estero, hanno contribuito alla crescita del PIL in termini reali in misura maggiore rispetto alla domanda interna. Nel breve termine la crescita dovrebbe essere sostenuta da significativi stimoli monetari e di bilancio nonché dalla domanda estera. In un orizzonte temporale più lungo, con il venir meno del sostegno proveniente dal pacchetto di stimolo fiscale dello scorso anno, l'attività economica dovrebbe subire una decelerazione attestandosi nel tempo intorno al tasso di crescita del prodotto potenziale.

Nell'ultimo trimestre del 2016 la crescita della Cina si è rafforzata grazie al vigore dei consumi e alla ripresa degli investimenti privati. Benché nel breve periodo le prospettive dipendano in prevalenza dall'entità delle politiche di stimolo, l'espansione economica dovrebbe mantenere una graduale tendenza al ribasso nel medio termine. In particolare, la crescita degli investimenti continuerà a ridursi con il progressivo assottigliarsi dell'eccesso di capacità produttiva.

Nel corso del 2016 l'attività economica reale nei paesi dell'Europa centrale e orientale ha subito una decelerazione dovuta al più lento utilizzo dei fondi dell'UE all'inizio del nuovo periodo di bilancio. Tale rallentamento va imputato anche alla dinamica più debole della domanda estera. Tuttavia, nel medio termine, secondo le proiezioni, l'attività economica mostrerà una capacità di tenuta relativamente buona, sulla scorta di una solida spesa per consumi, di un miglioramento del mercato del lavoro dei vari paesi e di un maggior utilizzo dei fondi dell'UE.

I segnali di ripresa dalle profonde recessioni in cui versavano i maggiori paesi esportatori di materie prime sono contrastanti.

In Russia, la crescita del PIL in termini reali su base trimestrale è tornata a essere positiva nel terzo trimestre del 2016, sorretta principalmente dalle esportazioni nette. Benché la banca centrale abbia mantenuto invariato il tasso di interesse di riferimento, il rublo russo si è apprezzato e i mercati azionari hanno registrato un aumento sulla scia del rimbalzo dei corsi petroliferi. Tuttavia, nell'immediato futuro, ci si attende che le sfide che si profilano sul fronte dei conti pubblici graveranno sul contesto in cui operano le imprese e che la mancanza di investimenti fissi e di riforme strutturali possa compromettere il potenziale di crescita. In Brasile il PIL in termini reali è diminuito più del previsto nella seconda metà del 2016. L'attività economica nel breve termine dovrebbe beneficiare di una lenta stabilizzazione del clima di fiducia delle imprese, di un miglioramento delle ragioni di scambio e di un allentamento delle condizioni finanziarie; tuttavia le ricorrenti incertezze politiche e le esigenze legate al consolidamento del bilancio continuano a pesare sulle prospettive di medio termine.

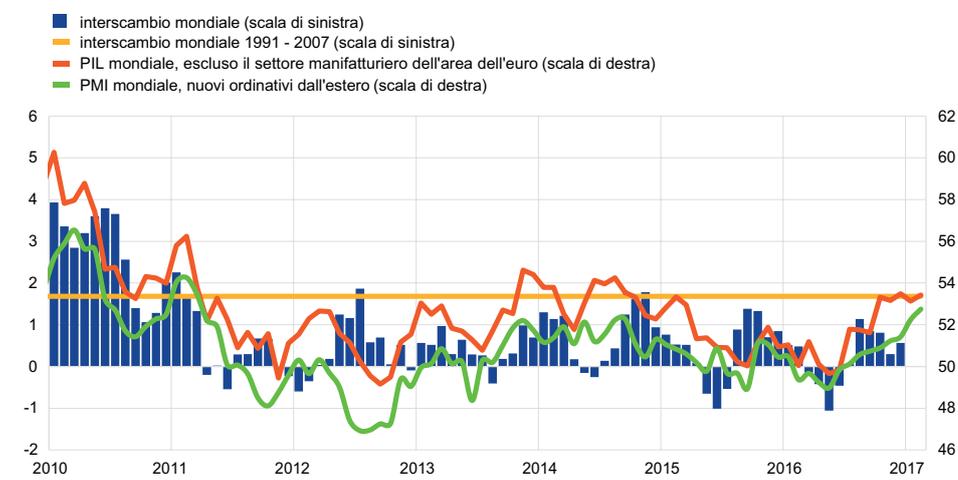
L'interscambio mondiale ha fatto segnare un miglioramento nella seconda metà del 2016 e si prevede che mantenga il suo slancio nel primo trimestre di quest'anno.

Le importazioni mondiali esclusa l'area dell'euro sono state riviste al rialzo nel terzo trimestre del 2016, confermando la ripresa rispetto alla prima metà dell'anno; inoltre gli indicatori disponibili prospettano andamenti positivi anche nel breve periodo. Secondo i dati del CPB Netherlands Bureau for Economic Analysis, il volume delle importazioni mondiali di beni è cresciuto dello 0,6% a dicembre (sui tre mesi precedenti), un tasso leggermente inferiore a quello registrato nel terzo trimestre ma che comunque sembra indicare una crescita sostenuta (cfr. grafico 3). Il PMI mondiale relativo ai nuovi ordinativi ha continuato a crescere negli ultimi mesi, segnalando un rafforzamento del commercio mondiale all'inizio di quest'anno. Su un orizzonte temporale più lungo, pur in presenza di incertezze legate alle politiche commerciali degli Stati Uniti, ci si attende un'espansione generalizzata dell'interscambio mondiale, in linea con l'attività economica a livello globale.

Grafico 3

Commercio internazionale di beni

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



Fonti: Markit, CPB ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2017 per l'indice PMI e a settembre 2016 per il commercio mondiale.

Nel complesso, le proiezioni indicano una crescita mondiale in progressivo aumento nel periodo 2016-2019. Le proiezioni macroeconomiche formulate nel marzo 2017 dagli esperti della BCE prevedono un aumento della crescita in termini reali del PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) dal 3,1 per cento del 2016 al 3,5 nel 2017 e al 3,8 nel biennio 2018-2019. La domanda estera dell'area dell'euro dovrebbe salire dall'1,6 per cento del 2016 al 2,8 nel 2017 e al 3,4 e 3,5 per cento, rispettivamente, nel 2018 e nel 2019. In confronto alle proiezioni di dicembre 2016, la crescita mondiale è stata rivista leggermente al rialzo, sulla scorta di alcuni aggiornamenti dei dati e dell'inclusione dei previsti stimoli di bilancio nelle proiezioni relative agli Stati Uniti. Nel contempo la crescita della domanda estera dell'area dell'euro è stata rivista al rialzo per il biennio 2016-2017, di riflesso a un miglioramento dei dati sulle importazioni nella seconda metà del 2016, ma marginalmente al ribasso per il 2019, principalmente per via delle aspettative di un indebolimento della domanda di importazioni in America latina e in Cina.

L'incertezza che caratterizza lo scenario di base delle proiezioni per l'attività globale resta elevata e i rischi restano orientati verso il basso. Fra i rischi al ribasso si possono menzionare: un aumento del protezionismo che si va rafforzando nelle economie avanzate; un inasprimento disordinato delle condizioni di finanziamento a livello globale che potrebbe interessare in particolare le economie emergenti vulnerabili; possibili turbolenze associate al processo di riforma e liberalizzazione in Cina; e, infine, possibili turbolenze derivanti dalle incertezze politiche e geopolitiche, quali ad esempio le future relazioni fra il Regno Unito e l'Unione europea.

Andamenti dei prezzi a livello mondiale

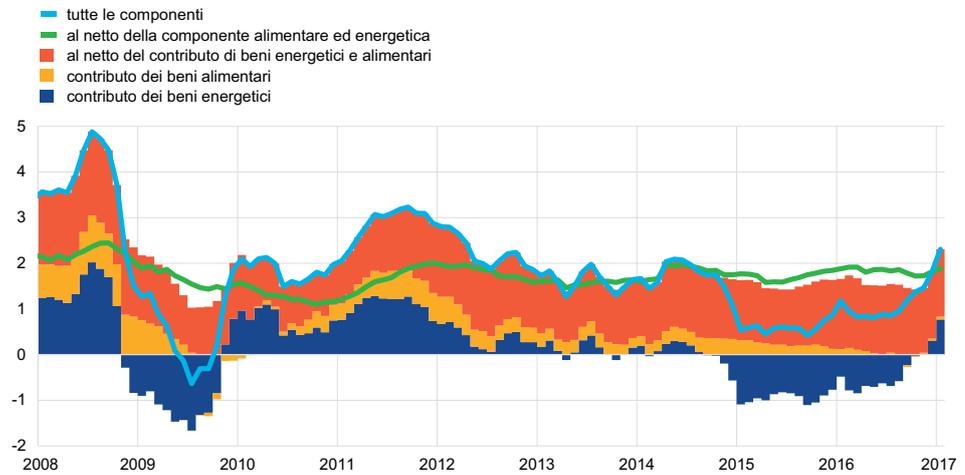
L'inflazione complessiva a livello mondiale è aumentata negli ultimi mesi, a seguito di un rimbalzo delle quotazioni petrolifere. Nei paesi dell'OCSE l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è salita al 2,3 per cento a gennaio, tornando a livelli mai raggiunti negli ultimi cinque anni. Tale incremento è stato essenzialmente determinato dall'aumento dei prezzi dell'energia, pari all'8,5 per cento sui dodici mesi. Il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica si è portato all'1,9 per cento in gennaio, dall'1,8 di dicembre (cfr. grafico 4). L'inflazione al consumo è aumentata ulteriormente in tutte le principali economie avanzate a gennaio, mentre ha continuato a ridursi in tutte le principali economie non appartenenti all'OCSE, a eccezione della Cina, dove i prezzi al consumo sono cresciuti.

Dal 30 novembre 2016, giorno dell'accordo raggiunto nell'ambito dell'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) al fine di ridurre la produzione, i corsi petroliferi del greggio di qualità Brent hanno oscillato tra 52 e 56 dollari USA per barile. La produzione petrolifera globale è diminuita a gennaio, in linea con le riduzioni decise sia dai paesi dell'OPEC sia da quelli non appartenenti all'organizzazione. Se la produzione assicurata dai primi ha registrato una delle più grandi riduzioni nella sua storia, anche i secondi hanno contribuito a quella che è stata la maggiore contrazione dell'offerta mondiale sul mese precedente dal settembre 2008. Tuttavia, in prospettiva, la produzione non riconducibile

Grafico 4

Inflazione al consumo nell'OCSE

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



Fonte: OCSE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce a gennaio 2017.

all'OPEC è destinata ad aumentare nel 2017, trainata principalmente dai paesi che non hanno sottoscritto l'accordo (Stati Uniti, Canada e Brasile), mentre la produzione statunitense di petrolio da scisti già mostra incrementi rispetto a dicembre 2016. I prezzi delle materie prime non petrolifere sono cresciuti dell'1 per cento circa (in dollari USA) nelle ultime settimane, spinti essenzialmente da un aumento del prezzo del minerale di ferro che ha raggiunto il massimo storico degli ultimi tre anni circa e che è stato in parte compensato da un calo dei prezzi dei beni alimentari.

In prospettiva, l'inflazione a livello mondiale dovrebbe aumentare lentamente.

Il recente incremento dei prezzi del petrolio e di altre materie prime dovrebbe sostenere l'inflazione complessiva nel breve termine, mentre in un arco più lungo si presume che una lenta diminuzione della capacità inutilizzata a livello globale sosterrà l'inflazione di fondo nel medio termine. Ciononostante, poiché l'attuale curva dei future sul greggio indica che i corsi petroliferi si manterranno molto stabili nell'orizzonte temporale considerato dalle proiezioni, si prevede che il futuro contributo dei prezzi dell'energia all'inflazione resterà contenuto.

2 Andamenti finanziari

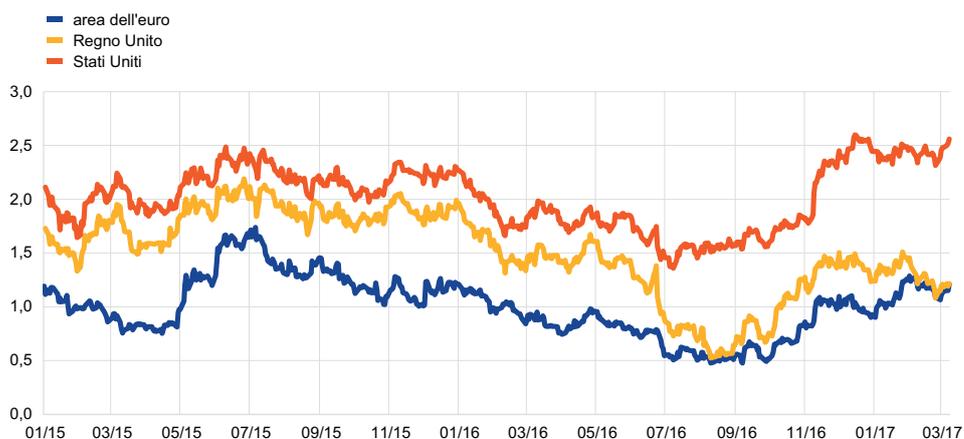
Dalla riunione di politica monetaria di dicembre del Consiglio direttivo, i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono saliti lievemente mostrando una certa volatilità. I differenziali sulle obbligazioni societarie sono scesi e permangono su livelli più bassi rispetto all'inizio di marzo 2016, quando è stato annunciato il programma di acquisto di titoli del settore societario (corporate sector purchase programme, CSPP). Le quotazioni degli indici azionari sono cresciute nell'area dell'euro, evidenziando una dinamica analoga a quella osservata negli Stati Uniti. L'euro si è di poco indebolito su base ponderata per l'interscambio.

I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro sono aumentati, nel complesso, dai primi di dicembre. Durante il periodo in rassegna (dall'8 dicembre 2016 all'8 marzo 2017), il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro ha registrato un incremento di circa 15 punti base, portandosi attorno all'1,2 per cento (cfr. grafico 5).

Grafico 5

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

(percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

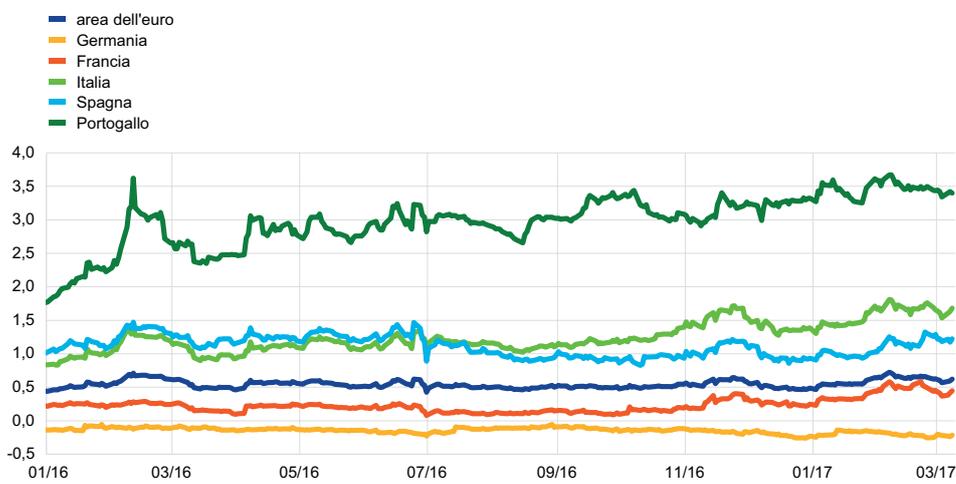
Note: per l'area dell'euro, si riporta la media ponderata per il PIL dei rendimenti dei titoli di Stato decennali. L'ultima rilevazione è dell'8 marzo 2017.

Nell'area dell'euro, i differenziali di rendimento dei titoli di Stato si sono ampliati per effetto dell'incertezza politica. Gli andamenti generalmente stabili a livello di media ponderata per il PIL dei rendimenti delle obbligazioni sovrane celano dinamiche eterogenee all'interno dell'area. I differenziali di rendimento dei titoli di Stato si sono ampliati per diversi paesi (cfr. grafico 6); questo andamento è emerso con particolare evidenza in Francia, dove l'acuirsi dell'incertezza politica riguardo alle prossime elezioni presidenziali ha determinato una certa volatilità in tali differenziali. Il differenziale fra il rendimento decennale francese e il tasso privo di rischio dell'overnight index swap (OIS) ha chiuso il periodo in esame con un incremento di circa 20 punti base, dopo essersi ampliato fino a 40 punti base nell'arco del periodo. In paesi con rating inferiore, si è riscontrata un'evoluzione simile del differenziale.

Grafico 6

Differenziali dei titoli di Stato dell'area dell'euro rispetto al tasso OIS dell'area

(percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

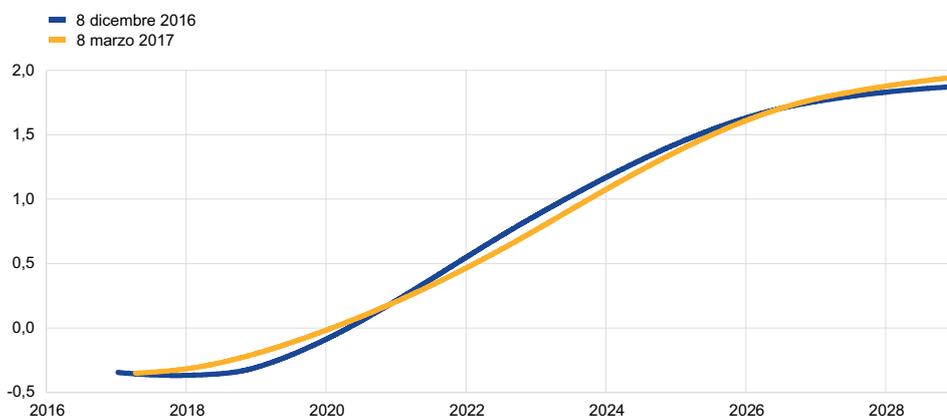
Note: il differenziale è calcolato sottraendo il tasso dell'overnight index swap (OIS) dal rendimento del titolo di Stato. Per l'area dell'euro, si riporta la media ponderata per il PIL dei rendimenti dei titoli di Stato decennali. L'ultima rilevazione è dell'8 marzo 2017.

La curva a termine dell'EONIA (euro overnight index average) è rimasta pressoché invariata dai primi di dicembre, segnalando l'aspettativa degli operatori di mercato di un'assenza di riduzioni ulteriori del tasso sui depositi presso la banca centrale. Il profilo gradualmente ascendente della curva a termine dell'EONIA indica che gli operatori seguitano ad attendersi un periodo prolungato di tassi EONIA negativi senza nuove riduzioni del tasso sui depositi presso la banca centrale (cfr. grafico 7). Questa situazione è in netto contrasto con quella che caratterizzava l'inizio di ottobre 2016, quando il segmento a più breve termine della curva mostrava un profilo discendente e, pertanto, indicativo di aspettative orientate verso riduzioni ulteriori del tasso sui depositi presso la banca centrale.

Grafico 7

Tassi EONIA a termine

(percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Il tasso EONIA si è mantenuto stabile a circa -35 punti base nel corso del periodo in rassegna, fatto salvo un lieve incremento alla fine dell'anno.

La liquidità in eccesso è aumentata di circa 165 miliardi di euro, portandosi approssimativamente a 1.365 miliardi, nel contesto degli acquisti effettuati dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività finanziarie. La maggiore liquidità in eccesso è altresì riconducibile alla partecipazione alla terza operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-II), condotta in dicembre 2016. Il riquadro 4 offre informazioni più approfondite sulle condizioni di liquidità.

I differenziali sulle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie (SNF) sono diminuiti per tutte le categorie di rating da inizio dicembre (cfr. grafico 8).

Il calo dei differenziali (rispetto alla corrispondente curva con rating AAA dell'area dell'euro) è stato favorito da un miglioramento delle prospettive di crescita per l'area dell'euro; in tal senso, minori differenziali sulle obbligazioni societarie segnalano un'attenuazione del rischio percepito dagli operatori in relazione al segmento societario. I differenziali sulle obbligazioni delle SNF di tipo investment grade si collocano attualmente su livelli inferiori di circa 60 punti base rispetto a quelli corrispondenti registrati i primi di marzo 2016, quando il Consiglio direttivo ha annunciato il lancio del CSPP. Anche i differenziali obbligazionari nel settore finanziario si sono ristretti per tutte le categorie di rating nell'arco del periodo in esame, con una contrazione compresa tra 5 e 20 punti base.

Grafico 8

Differenziali sulle obbligazioni societarie nell'area dell'euro

(punti base)



Fonti: indici iBoxx ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'ultima rilevazione è dell'8 marzo 2017.

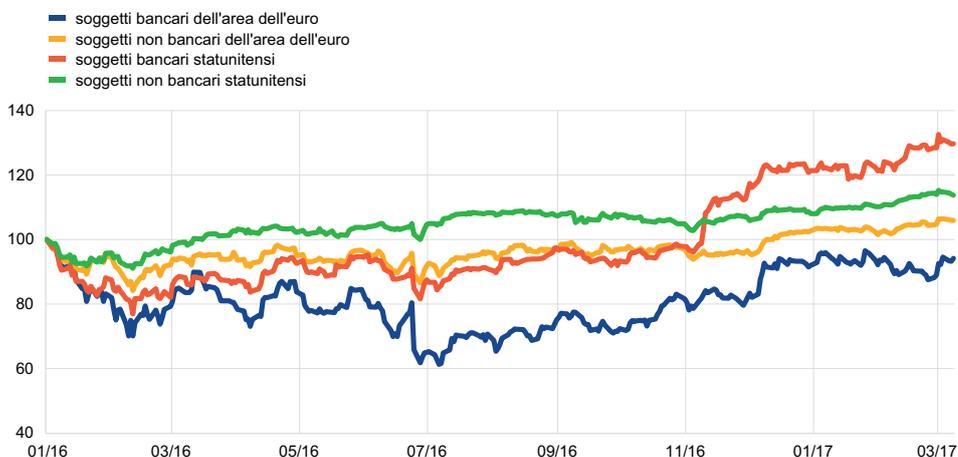
Le quotazioni degli indici azionari nell'area dell'euro si sono notevolmente rafforzate dall'inizio di dicembre.

I prezzi delle azioni dei soggetti non bancari sono aumentati del 7 per cento durante il periodo in esame, con andamenti migliori rispetto ai prezzi delle azioni bancarie, saliti appena del 2 per cento (cfr. grafico 9). I soggetti non bancari dell'area dell'euro hanno conseguito risultati superiori a quelli delle rispettive controparti statunitensi, mentre i risultati delle banche dell'area dell'euro sono stati inferiori a quelli delle controparti negli Stati Uniti. Gli incrementi sono stati sospinti dalle migliori prospettive di crescita macroeconomica e inflazione.

Grafico 9

Indici delle quotazioni azionarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(1° gennaio 2016 = 100)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

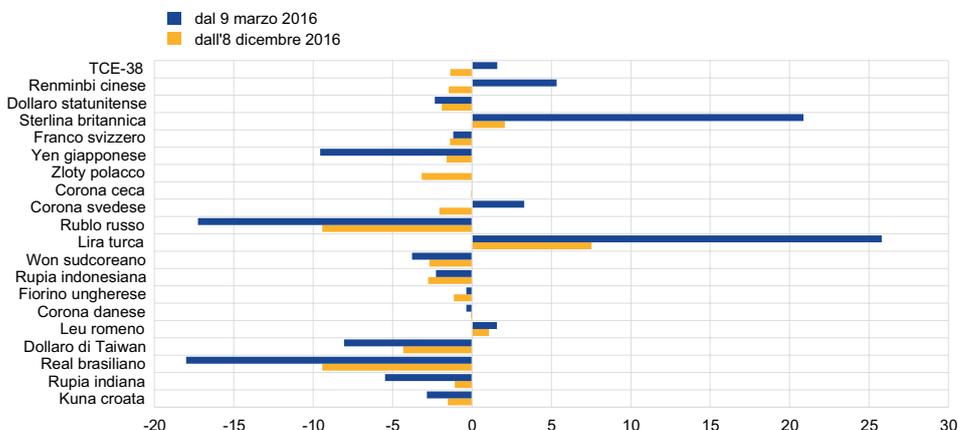
Nota: l'ultima rilevazione è dell'8 marzo 2017.

In un orizzonte a più lungo termine, e rispetto ai livelli minimi raggiunti in esito al referendum britannico sull'appartenenza all'UE di fine giugno 2016, le quotazioni degli indici azionari dell'area dell'euro sono cresciute all'incirca del 25 per cento (con un aumento per le banche di circa il 50 per cento). L'incertezza dei mercati, misurata dalle aspettative di volatilità dei corsi azionari, si è mantenuta nel complesso stabile durante il periodo in rassegna. All'inizio di marzo la volatilità implicita dei mercati azionari nell'area dell'euro era pari al 15 per cento su base annualizzata, mentre negli Stati Uniti si posizionava al 12 per cento. Le volatilità implicite in entrambe le regioni si collocano ben al di sotto delle medie storiche e rispecchiano in parte le basse volatilità effettive nei movimenti dei prezzi azionari.

Grafico 10

Variazioni del tasso di cambio dell'euro rispetto a specifiche valute

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

Nota: TCE-38 è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle valute di 38 dei principali partner commerciali dell'area dell'euro.

Riguardo ai mercati dei cambi, l'euro si è lievemente deprezzato su base ponderata per l'interscambio (cfr. grafico 10). Il tasso di cambio effettivo nominale della moneta unica si è indebolito dell'1,4 per cento dall'8 dicembre. In termini bilaterali, l'euro si è deprezzato dell'1,9 per cento sul dollaro statunitense nello stesso periodo. La moneta unica si è altresì indebolita nei confronti di altre importanti valute, tra cui lo yen giapponese (dell'1,6 per cento) e il franco svizzero (dell'1,4 per cento), mentre ha continuato ad apprezzarsi sulla sterlina britannica (del 2,1 per cento). Al contempo, il tasso di cambio dell'euro è sceso anche rispetto alle divise di gran parte degli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e rispetto alle monete delle principali economie emergenti (incluso il renminbi cinese), ad eccezione della lira turca.

3 Attività economica

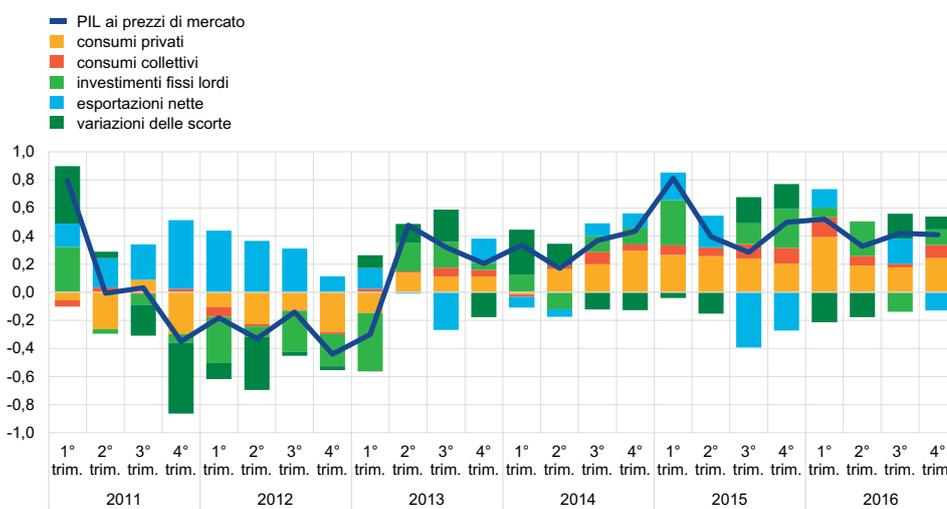
L'espansione economica in atto continua a consolidarsi, sostenuta principalmente dalla domanda interna nell'area dell'euro. Si rilevano anche segnali di un certo rafforzamento della ripresa mondiale. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel marzo 2017 prevedono una crescita del PIL in termini reali dell'1,8 per cento nel 2017, dell'1,7 nel 2018 e dell'1,6 nel 2019. I rischi per le prospettive di crescita nell'area dell'euro si sono attenuati, ma restano orientati al ribasso e sono connessi prevalentemente a fattori globali.

L'espansione economica nell'area dell'euro sta proseguendo, sostenuta dalla domanda interna. Nel quarto trimestre dell'anno il PIL in termini reali è aumentato dello 0,4 per cento sul periodo precedente (cfr. grafico 11). La domanda interna e le variazioni delle scorte hanno contribuito positivamente alla dinamica del PIL, mentre la domanda estera netta ha fornito un contributo negativo. La crescita del prodotto nel quarto trimestre ha comportato un incremento annuo del PIL pari all'1,7 per cento nel 2016. La tendenza dell'attività economica a consolidarsi e diffondersi a livello di settore e di paese si è protratta nel quarto trimestre del 2016.

Grafico 11

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

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



Fonte: Eurostat.

Nota: l'osservazione più recente si riferisce al quarto trimestre del 2016 per il PIL e le sue componenti.

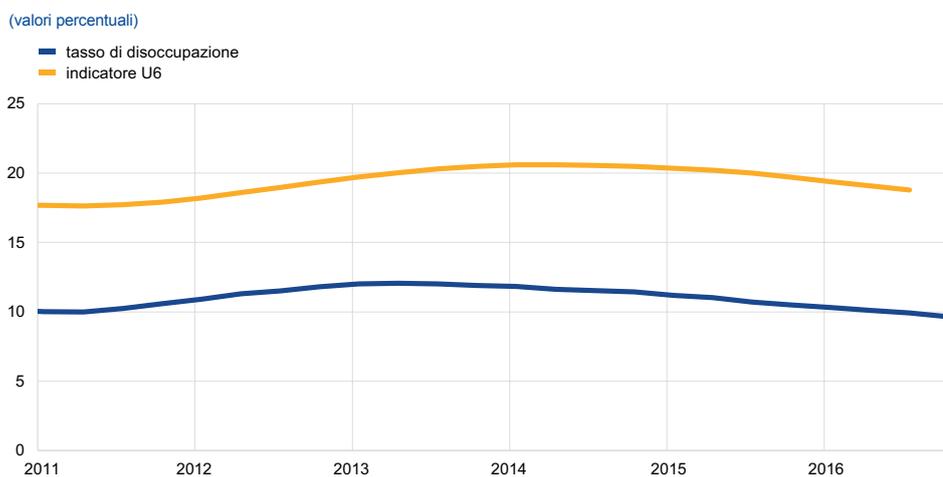
I consumi privati continuano a fornire il principale sostegno all'espansione economica in atto. Nel quarto trimestre la spesa per consumi in termini reali è aumentata dello 0,4 per cento in termini congiunturali. Tale aumento, rispetto al terzo trimestre, si è verificato nonostante un rialzo dei corsi petroliferi. Il clima di fiducia dei consumatori ha mostrato ancora una buona tenuta e si è mantenuto ben al di sopra della media di lungo periodo in gennaio e febbraio, segnalando una vigorosa dinamica di fondo della spesa per consumi nel breve periodo. Inoltre, l'espansione dei consumi privati ha continuato a essere alimentata dall'accentuato aumento del reddito delle famiglie sostenuto dal miglioramento del mercato del lavoro nell'area dell'euro.

La disoccupazione nell'area dell'euro è in calo ormai da quattordici trimestri consecutivi. Il tasso di disoccupazione nell'area ha continuato a scendere nel quarto trimestre del 2016, dopo aver toccato il massimo agli inizi del 2013. In gennaio è rimasto al 9,6 per cento, il livello minimo dal secondo trimestre del 2009. La crescita dell'occupazione nell'area è proseguita nel terzo trimestre del 2016, grazie soprattutto alla creazione di posti di lavoro nel settore dei servizi. Secondo le indagini più recenti le condizioni sui mercati del lavoro sarebbero migliorate ulteriormente, con tutti i principali indicatori congiunturali che segnalano un andamento ancora positivo in febbraio, salvo per il settore delle costruzioni, dove sono rimasti sostanzialmente invariati.

Anche se l'andamento complessivo della disoccupazione è chiaramente positivo, permane un considerevole eccesso di offerta sul mercato del lavoro quando si considerino le misure più ampie del sottoutilizzo del lavoro. Sebbene i disoccupati nel mercato del lavoro siano diminuiti, sono ancora molti quelli che non sono considerati disoccupati ma potrebbero competere per i posti di lavoro, limitando quindi le pressioni salariali. Le misure più ampie del sottoutilizzo del lavoro (note come "l'indicatore U6", che include le stime relative ai numeri di "lavoratori scoraggiati", di altri partecipanti al mercato del lavoro coinvolti in misura potenzialmente più marginale e di sottoccupati a tempo parziale, che hanno un'occupazione ma a tempo parziale involontario) rimangono su livelli elevati e sono diminuite in misura minore rispetto a quanto osservato per il tasso di disoccupazione (cfr. grafico 12). Ciò indica che permane più in generale un considerevole eccesso di offerta nel mercato del lavoro dell'area dell'euro.

Grafico 12

Il tasso di disoccupazione e una misura più ampia del sottoutilizzo del lavoro nell'area dell'euro



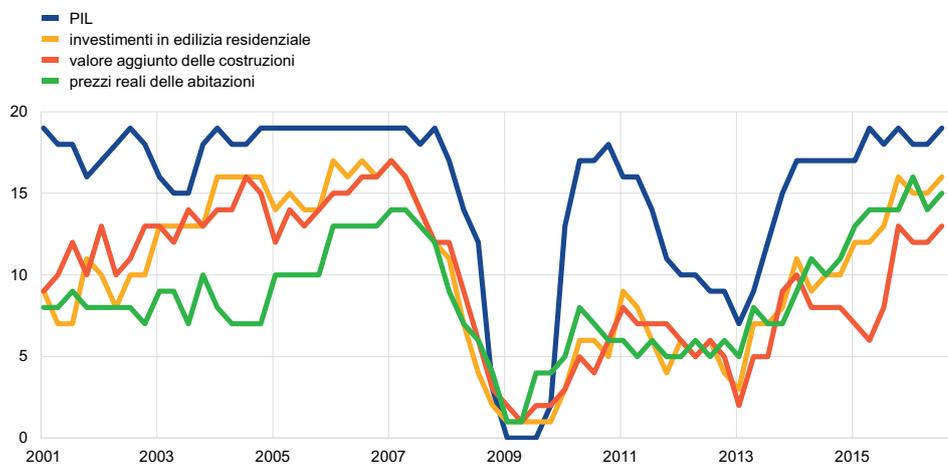
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'osservazione più recente si riferisce al quarto trimestre del 2016 per il tasso di disoccupazione e al terzo trimestre del 2016 per "l'indicatore U6". L'U6 è una misura più ampia del sottoutilizzo del lavoro che considera anche le stime relative ai "lavoratori scoraggiati, marginalmente attaccati al mercato del lavoro e sottoccupati a tempo parziale".

Il mercato delle abitazioni nell'area dell'euro sta fornendo un crescente sostegno allo slancio espansivo. La ripresa dei mercati residenziali è stata più ritardata e molto più debole rispetto all'attività economica complessiva nell'area dell'euro. Di recente, tuttavia, in un numero crescente di paesi gli indicatori più importanti del settore immobiliare hanno segnalato tassi di crescita positivi (cfr.

Grafico 13

Numero di paesi dell'area dell'euro per i quali gli indicatori del settore immobiliare segnalano tassi di crescita positivi



Fonti: Eurostat e BCE.

Nota: l'osservazione più recente si riferisce al quarto trimestre del 2016 per il PIL e le sue componenti. I dati, che non sono ponderati, sono compresi fra 0 e 19.

grafico 13). Sembra quindi che diversi mercati residenziali nell'area dell'euro stiano entrando in una fase espansiva. Tuttavia, il vigore della ripresa rimane complessivamente piuttosto contenuto ed eterogeneo nei vari paesi. In prospettiva, anche il miglioramento delle condizioni finanziarie, il clima di maggiore fiducia nel comparto delle costruzioni e il numero crescente di concessioni edilizie rilasciate segnalano una perdurante crescita degli investimenti in costruzioni nel 2017.

Anche gli investimenti delle imprese sarebbero aumentati nel quarto trimestre, benché a un ritmo probabilmente più moderato rispetto al periodo precedente, dato che la produzione di beni di investimento è cresciuta solo in misura modesta. Allo stesso tempo, secondo l'indagine svolta dalla Commissione europea nel primo trimestre del 2017, la domanda relativa alla percezione di vincoli alla produzione di beni di investimento è scesa ulteriormente e si è collocata al livello minimo dall'inizio della Grande recessione. Il grado di utilizzo della capacità produttiva è aumentato anch'esso nel primo trimestre, portandosi al di sopra dei livelli medi pre-crisi.

In prospettiva, gli investimenti totali dovrebbero essere sorretti ancora dalla politica monetaria molto accomodante della BCE. Le condizioni di finanziamento restano molto favorevoli e i margini di profitto dovrebbero ampliarsi a fronte di una liquidità già abbondante nel settore delle società non finanziarie. Inoltre, la forte ripresa dei corsi azionari e la moderata crescita dei debiti finanziari hanno ridotto l'indice di leva finanziaria (il rapporto fra debito e attività totali). L'aumento degli utili delle società non finanziarie dovrebbe stimolare gli investimenti, soprattutto alla luce della necessità di sostituire il capitale dopo anni di modesti investimenti. Tuttavia, la ripresa degli investimenti continuerà a essere frenata dalle rigidità nei mercati dei beni e servizi, dalle aspettative di una crescita a lungo termine inferiore rispetto al passato e dalle perduranti esigenze di riduzione della leva finanziaria in alcuni paesi dell'area. Inoltre, gli aggiustamenti in atto alle modifiche del contesto regolamentare, la modesta redditività degli enti creditizi e l'entità ancora elevata di crediti deteriorati nei bilanci degli enti creditizi in diversi paesi

continuano a pesare sulla capacità di intermediazione delle banche e, di conseguenza, sul finanziamento degli investimenti aziendali nel breve periodo.

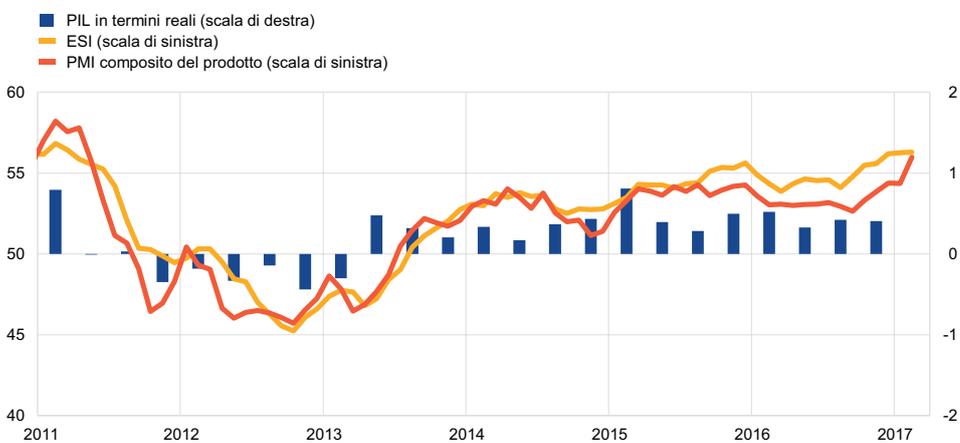
La crescita delle esportazioni dell'area dell'euro ha continuato a rafforzarsi, sospinta dal graduale miglioramento del commercio mondiale. Nel quarto trimestre le esportazioni totali dell'area sono aumentate dell'1,5 per cento in termini congiunturali, trainate sia dai servizi sia dal commercio di beni. I dati mensili fino al dicembre 2016 segnalano robusti incrementi (in termini di variazioni percentuali sui tre mesi precedenti) delle esportazioni di beni verso la Cina e altri paesi asiatici. Allo stesso tempo, l'America Latina così come gli Stati Uniti hanno fornito un contributo positivo. Fino a novembre le esportazioni verso il Regno Unito sono diminuite, mentre sono aumentate le esportazioni verso altri paesi europei. Secondo i dati disponibili le esportazioni di beni dall'area dell'euro hanno superato le importazioni globali di beni nel quarto trimestre del 2016, segnalando quindi un possibile aumento delle quote di mercato dell'area a fronte di un deprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro. Le indagini e i nuovi ordini dall'estero con effetto sul primo trimestre del 2017 segnalano un miglioramento della dinamica delle esportazioni nel breve periodo. Su orizzonti più lunghi, ci si attende un incremento delle esportazioni verso l'esterno dell'area in seguito alla graduale ripresa dell'interscambio mondiale. I rischi per le prospettive sul commercio, tuttavia, sono connessi a possibili effetti avversi derivanti dalle accresciute incertezze sulle politiche commerciali.

Nel complesso, le indagini congiunturali segnalano una robusta dinamica espansiva nel primo trimestre del 2017. L'indice di fiducia della Commissione europea (Economic Sentiment Indicator, ESI) ha registrato incrementi generalizzati a gennaio ed è rimasto invariato su livelli elevati a febbraio. Al contrario, l'indice composito dei responsabili degli acquisti (PMI) si è mantenuto stabile a gennaio e ha mostrato miglioramenti generalizzati a febbraio. Il miglioramento nei primi due mesi del 2017 rispetto al quarto trimestre del 2016 ha rispecchiato una valutazione più favorevole della situazione corrente e del livello elevato degli ordini nell'industria e nelle costruzioni. Entrambe le rilevazioni si collocano attualmente su livelli superiori alle rispettive medie di lungo periodo (cfr. grafico 14).

Grafico 14

PIL in termini reali nell'area dell'euro, PMI composito del prodotto ed ESI

(tassi di crescita trimestrali, saldi percentuali normalizzati e indici di diffusione)



Fonti: Markit, Commissione europea ed Eurostat.

Nota: le osservazioni più recenti si riferiscono al quarto trimestre del 2016 per il PIL in termini reali e al febbraio 2017 per l'ESI e il PMI rispettivamente.

Grafico 15

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

(variazioni percentuali su base trimestrale)



Fonti: Eurostat e l'articolo Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel marzo 2017 pubblicato sul sito Internet della BCE il 9 marzo 2017.

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

L'espansione dell'attività economica nell'area dell'euro dovrebbe proseguire, sorretta dalle misure di politica monetaria che continuano a trasmettersi all'economia reale. I miglioramenti della redditività delle imprese e le condizioni di finanziamento molto favorevoli continuano a promuovere la ripresa degli investimenti. I persistenti incrementi dell'occupazione, che continuano a essere determinati dalle passate riforme strutturali, forniscono sostegno al reddito disponibile reale delle famiglie e quindi ai consumi privati. Inoltre, si rilevano segnali di un certo rafforzamento della ripresa e dell'interscambio a livello mondiale. Tuttavia, ci si attende che la crescita economica nell'area sia rallentata dalla lenta attuazione delle riforme strutturali e dai restanti aggiustamenti di bilancio in diversi settori.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel marzo 2017 prevedono una crescita del PIL in termini reali dell'1,8 per cento nel 2017, dell'1,7 nel 2018 e dell'1,6 nel 2019 (cfr. grafico 15). Rispetto all'esercizio del dicembre 2016 condotto dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per la crescita del PIL reale sono state riviste al rialzo di appena 0,1 punti percentuali per il 2017 e il 2018, in ragione del lieve rafforzamento della domanda estera nel breve periodo, del minore tasso di cambio dell'euro e del clima economico più favorevole. I rischi per le prospettive di crescita nell'area dell'euro si sono attenuati, ma restano orientati al ribasso e sono connessi prevalentemente a fattori globali.

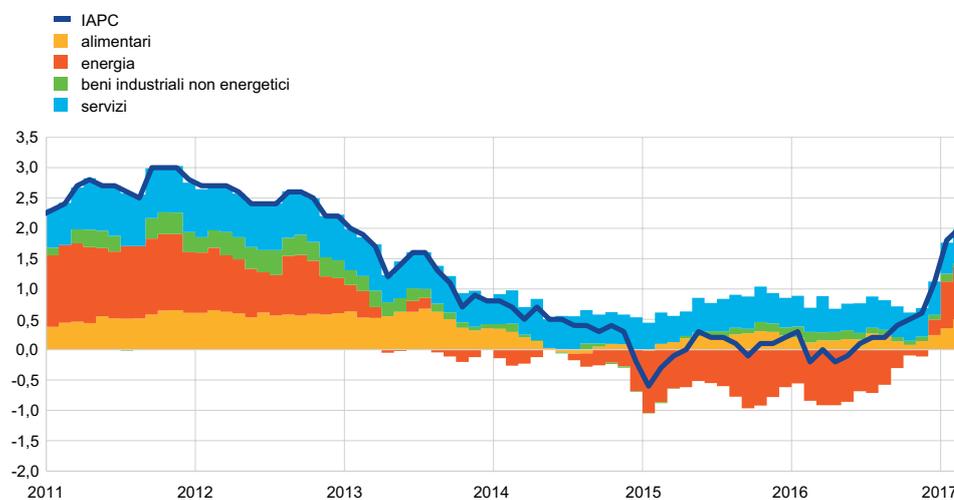
Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, a febbraio 2017 l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è collocata al 2,0 per cento, in aumento rispetto all'1,8 per cento del mese precedente. In prospettiva, sulla base delle quotazioni correnti dei contratti future sul petrolio, nei prossimi mesi l'inflazione complessiva dovrebbe collocarsi su livelli prossimi al 2 per cento. Tuttavia, le misure dell'inflazione di fondo sono rimaste basse e dovrebbero mostrare un incremento solo graduale nel medio termine. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a marzo prevedono un'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC dell'1,7 per cento nel 2017, dell'1,6 nel 2018 e dell'1,7 nel 2019.

L'inflazione è aumentata ulteriormente nel mese di febbraio. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è salita ulteriormente fino al 2,0 per cento, rispettivamente dall'1,8 e dall'1,1 di gennaio 2017 e dicembre 2016 (cfr. Grafico 16). L'aumento osservato negli ultimi mesi è stato determinato dall'inflazione dei beni energetici, e in misura minore di quelli alimentari, e ha trainato l'inflazione complessiva al massimo storico da gennaio 2013.

Grafico 16

Contributi delle componenti all'inflazione armonizzata complessiva 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 dicembre 2016.

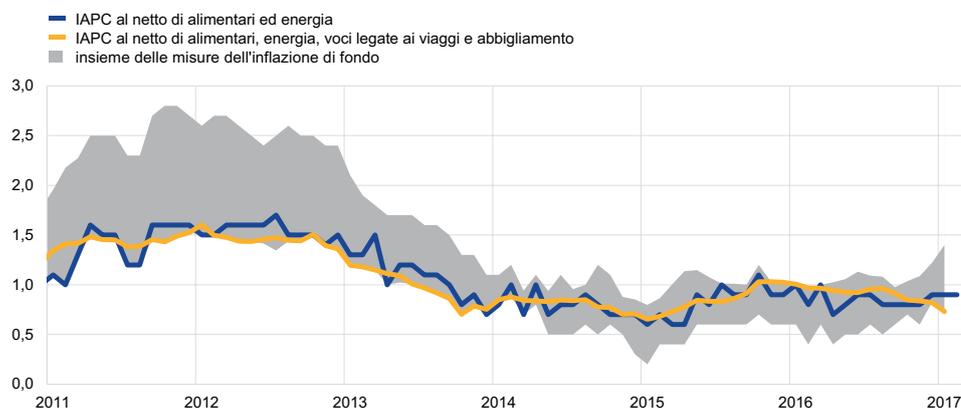
Tuttavia, l'inflazione di fondo si è confermata modesta. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dell'energia si era collocata allo 0,9 per cento a febbraio di quest'anno, molto al di sotto della propria media di lungo periodo. Tale tasso è rimasto invariato da dicembre 2016 e solo leggermente in rialzo rispetto allo 0,8 per cento registrato tra agosto e novembre dello scorso anno. Inoltre, gran parte delle altre misure dell'inflazione di fondo non ha mostrato alcun segnale di una più sostenuta tendenza al rialzo (cfr. Grafico 17). Il modesto livello dell'inflazione di fondo potrebbe in parte riflettere gli effetti indiretti ritardati al ribasso delle precedenti flessioni dei corsi

petroliferi ma anche, in modo più sostanziale, la capacità inutilizzata dell'economia e la protratta debolezza delle pressioni dal lato dei costi interni.

Grafico 17

Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: L'insieme delle misure dell'inflazione di fondo comprende: lo IAPC al netto dell'energia, lo IAPC al netto di alimentari non trasformati ed energia, lo IAPC al netto di alimentari ed energia, lo IAPC al netto di alimentari, energia, voci legate ai viaggi e abbigliamento, la media troncata del 10 per cento, la media troncata del 30 per cento, la mediana dello IAPC e una misura basata su un modello fattoriale dinamico. Le osservazioni più recenti si riferiscono a febbraio 2017 per l'inflazione misurata sullo IAPC al netto di alimentari ed energia e a gennaio 2017 per tutte le altre misure.

I segnali di un rialzo delle pressioni all'origine sui prezzi sono deboli. I

forti aumenti dell'inflazione alla produzione per il totale dell'industria (escluse le costruzioni e l'energia) dalla primavera 2016 riflettono principalmente i pronunciati incrementi dei prezzi alla produzione sui beni intermedi (cfr. Grafico 18). Parte di tale rincaro potrebbe, con un certo ritardo, essere trasferita ai prezzi dei beni di consumo non alimentari più a valle nella catena di produzione e di quella di formazione dei prezzi. Inoltre, l'inflazione delle importazioni per i beni di consumo non alimentari è aumentata considerevolmente raggiungendo lo 0 per cento a gennaio, dal -0,1 e -1,0 dei due mesi precedenti. Tuttavia, all'inizio del 2017 l'inflazione dei prezzi interni alla produzione per i beni di consumo non alimentari non aveva ancora mostrato chiari segnali al rialzo, essendo salita solo allo 0,3 per cento a gennaio, dopo aver oscillato intorno allo 0,1 per cento per tutto il 2016. Ciò potrebbe essere dovuto al fatto che i maggiori costi e prezzi al livello di beni intermedi siano stati assorbiti dai margini nelle varie fasi del processo di produzione, e che il potere di fissazione dei prezzi delle imprese sia rimasto vincolato dalla forte concorrenza mondiale.

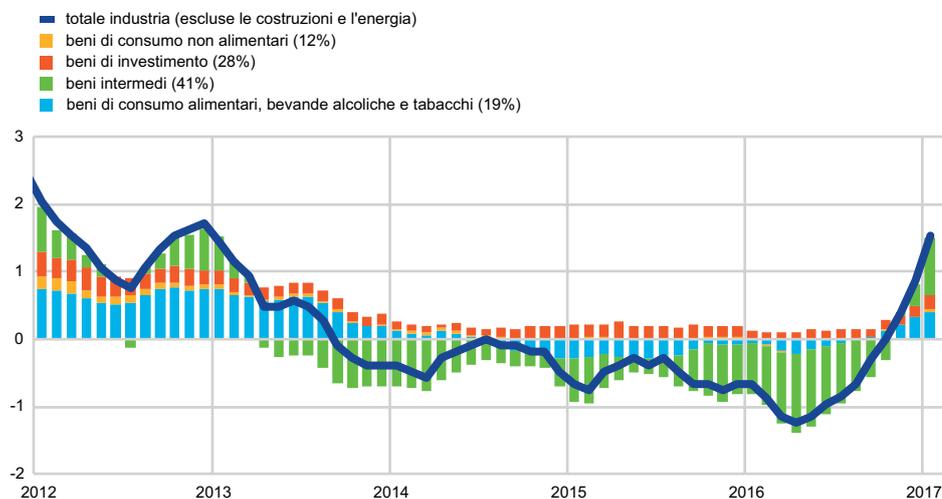
La dinamica salariale permane storicamente bassa. La crescita tendenziale delle retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro è stata pari all'1,4 per cento nel quarto trimestre del 2016, leggermente in discesa rispetto all'1,5 del secondo e del terzo trimestre. Tra i fattori che potrebbero gravare sulla crescita salariale, vi è il margine ancora significativo di capacità inutilizzata nel mercato del lavoro, la debole espansione della produttività e il persistente impatto delle riforme del mercato del lavoro attuate in alcuni paesi durante la crisi.¹ Inoltre, il contesto di bassa inflazione

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

Grafico 18

Contributo ai prezzi alla produzione

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2017.

degli ultimi anni potrebbe continuare a contribuire a una minore crescita delle retribuzioni attraverso meccanismi d'indicizzazione formali e informali.

Le misure delle aspettative d'inflazione a lungo termine desunte dai mercati sono rimaste sostanzialmente stabili dagli inizi di dicembre 2016, mantenendosi leggermente al di sotto delle misure basate sulle indagini campionarie.

La tendenza al rialzo delle misure ricavate dai mercati, osservata dalla fine di settembre, è venuta meno dopo gli inizi di dicembre. Le aspettative d'inflazione a lungo termine desunte dai mercati erano sostanzialmente stabili, mentre sono cresciute quelle a breve termine; più precisamente, il tasso d'inflazione a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale ha raggiunto l'1,71 per cento, quasi 50 punti base in più rispetto ai bassi livelli osservati nell'autunno del 2016 (cfr. Grafico 19). Indipendentemente dai significativi aumenti per tutte le scadenze a partire da settembre 2016, le misure delle aspettative d'inflazione desunte dai mercati continuano a evidenziare un ritorno solo graduale dell'inflazione a livelli prossimi al 2 per cento, con un tasso a un anno su un orizzonte quadriennale che, per esempio, si aggira ancora intorno all'1,35 per cento. Rispetto allo scorso autunno, le più alte aspettative d'inflazione a lungo termine ricavate dai mercati hanno parzialmente colmato il divario con le misure basate sulle indagini, rimaste stabili all'1,8 per cento secondo la Survey of Professional Forecasters della BCE per il primo trimestre del 2017.²

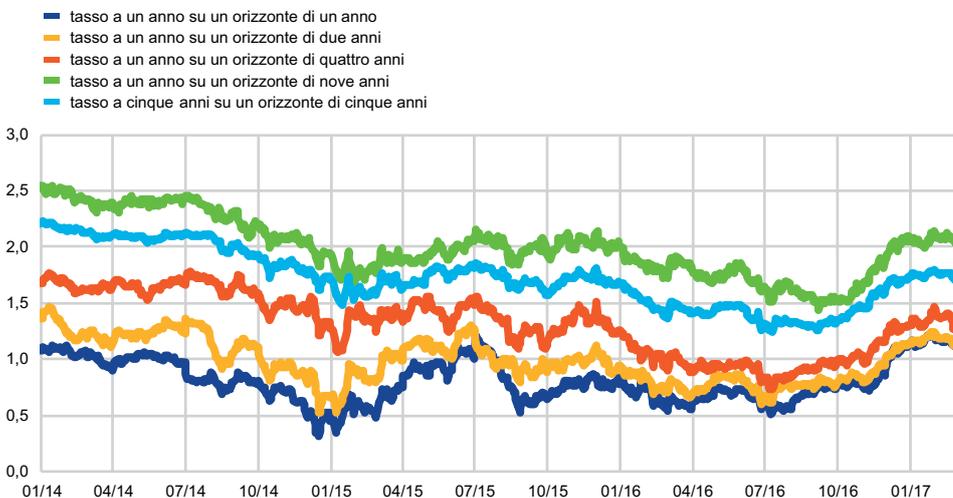
In prospettiva, secondo le proiezioni degli esperti della BCE l'inflazione misurata sullo IAPC nell'area dell'euro dovrebbe aumentare sensibilmente, passando dallo 0,2 per cento del 2016 all'1,7 di quest'anno. Le prospettive d'inflazione complessiva per il 2017 sono state considerevolmente riviste a seguito dei recenti aumenti dei corsi petroliferi. Tuttavia, emergono andamenti contrastanti

² A differenza delle misure di aspettative di inflazione basate sulle indagini campionarie, quelle desunte dai mercati includono un premio per il rischio.

Grafico 19

Misure delle aspettative d'inflazione basate sui mercati

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



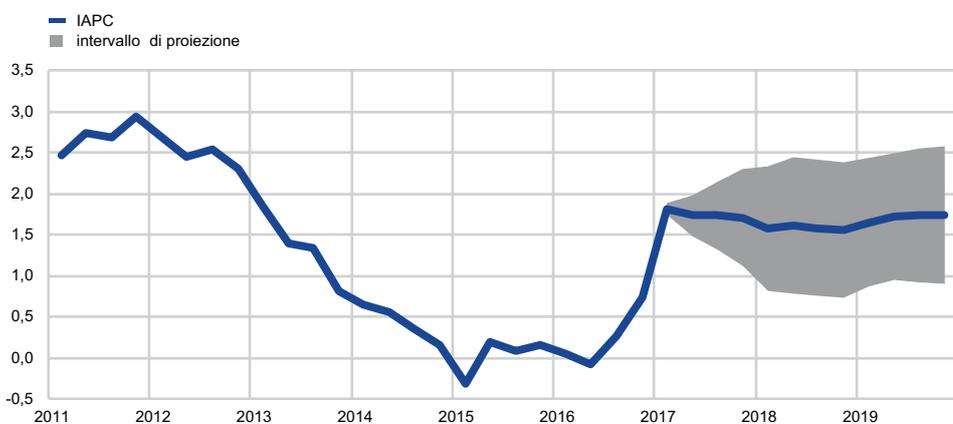
Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Nota: Le ultime osservazioni si riferiscono al 3 marzo 2017.

tra l'inflazione dei beni energetici e di quelli non energetici. I prezzi dell'energia dovrebbero essere responsabili della maggior parte del rafforzamento dell'inflazione misurata sullo IAPC tra il 2016 e il 2017. Ciò, a sua volta, è imputabile agli effetti base al rialzo e ai notevoli recenti aumenti delle quotazioni petrolifere. Sulla base delle informazioni disponibili a metà febbraio, le proiezioni macroeconomiche per l'area formulate dagli esperti dell'Eurosistema a marzo prevedono un'inflazione misurata sullo IAPC dell'1,7 per cento nel 2017, dell'1,6 nel 2018 e dell'1,7 nel 2019 (cfr. Grafico 20).³ Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti

Grafico 20

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: Eurostat e l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel marzo 2017*, pubblicato nel sito internet della BCE il 9 marzo 2017.
Nota: Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2016 (dati reali) e al quarto trimestre del 2019 (proiezioni).

³ Cfr. l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel marzo 2017*, pubblicato nel sito internet della BCE il 9 marzo 2017.

della BCE a dicembre dello scorso anno, le prospettive d'inflazione IAPC sono state corrette al rialzo, considerevolmente per il 2017 e leggermente per il 2018, mentre sono rimaste invariate per il 2019.

Diversamente dall'inflazione dei beni energetici, l'attesa ripresa dell'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe essere molto più graduale per il periodo di proiezione. Si prevede un aumento dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari dallo 0,9 per cento del 2016 all'1,1 del 2017, fino a raggiungere rispettivamente l'1,6 e l'1,8 nel 2018 e nel 2019. La principale causa di questa graduale crescita è il previsto aumento dei salari e del costo del lavoro per unità di prodotto con il progredire e il consolidarsi della ripresa. La sempre minore fragilità del mercato del lavoro e il graduale venir meno dei fattori legati alla crisi, responsabili del rallentamento della dinamica salariale negli ultimi anni, dovrebbero portare a un rafforzamento della crescita del reddito per occupato e, in ragione di una previsione di ripresa più modesta della produttività, del costo del lavoro per unità di prodotto. Nel complesso, un graduale recupero dell'inflazione di fondo dovrebbe sostenere i livelli di inflazione complessiva tra il 2017 e il 2019.

5 Moneta e credito

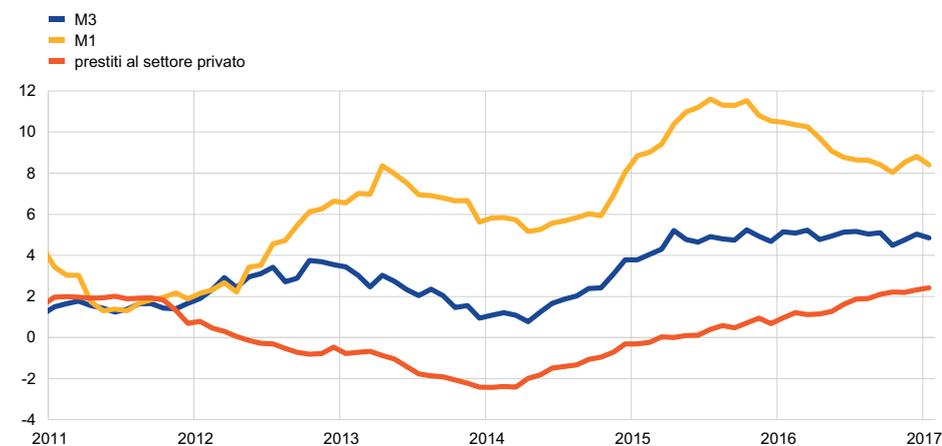
La crescita dell'aggregato monetario ampio in gennaio 2017 è rimasta sostanzialmente stabile. Al tempo stesso, nel quarto trimestre del 2016 e in gennaio è proseguita la graduale ripresa dei prestiti al settore privato. Si stima che il flusso annuo del finanziamento esterno totale alle società non finanziarie si sia ulteriormente rafforzato nel quarto trimestre del 2016.

In gennaio la crescita dell'aggregato monetario ampio è rimasta pressoché invariata, mantenendo il ritmo intenso ampiamente osservato sin dalla metà del 2015. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 si è collocato al 4,9 per cento in gennaio (cfr. grafico 21). Il basso costo opportunità di detenere gli strumenti più liquidi in un contesto caratterizzato da tassi di interesse molto bassi, oltre all'effetto delle misure di politica monetaria della BCE, ha continuato a sostenere l'espansione dell'aggregato monetario. Inoltre, la crescita sui dodici mesi di M1 nel quarto trimestre del 2016 si è attestata su livelli sostanzialmente stabili, interrompendo il rallentamento osservato dalla metà del 2015, ed è poi diminuita lievemente in gennaio (8,4 per cento, dopo l'8,8 di dicembre 2016).

Grafico 21

M3, M1 e prestiti al settore privato

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



Fonte: BCE.

Note: il dato sui prestiti è corretto per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling. L'ultima rilevazione è di gennaio 2017.

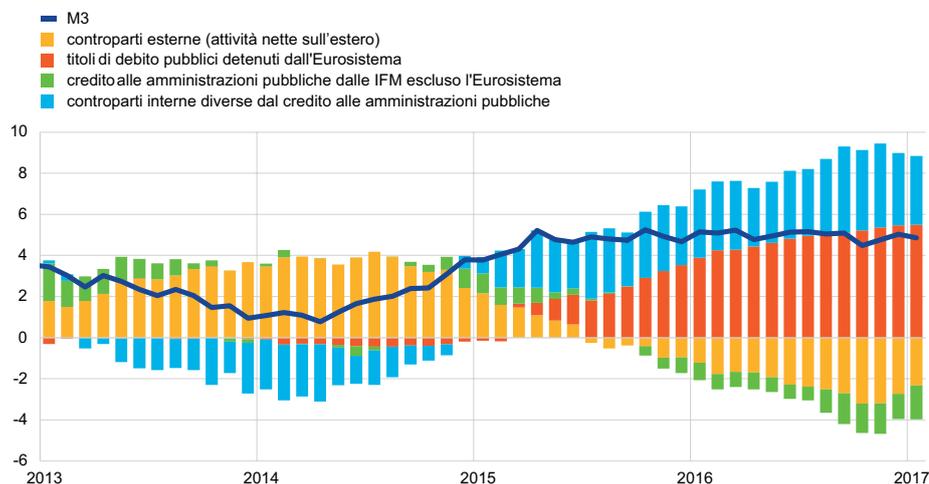
I depositi overnight hanno continuato a fornire il principale contributo all'espansione di M3. In particolare, il tasso di incremento sui dodici mesi dei depositi overnight detenuti dalle famiglie e dalle società non finanziarie (SNF) nel quarto trimestre del 2016 e in gennaio 2017 si è rafforzato, portandosi rispettivamente all'11,4 e al 10,5 per cento, dopo un rallentamento nel terzo trimestre. Per contro, in gennaio il volatile tasso di incremento sui dodici mesi dei depositi overnight detenuti dagli intermediari finanziari (escluse le istituzioni finanziarie monetarie, IFM) si è indebolito. La crescita tendenziale di banconote e monete in circolazione è rimasta contenuta, escludendo segnali che il settore detentore di moneta stia sostituendo i depositi con circolante in risposta al livello molto basso o negativo dei tassi di interesse. I depositi a breve termine diversi da quelli overnight (M2 meno M1) hanno continuato ad avere

un impatto negativo su M3 nel quarto trimestre e in gennaio. Il tasso di espansione degli strumenti negoziabili (M3 meno M2), una componente esigua di M3, è salito verso la fine del quarto trimestre e in gennaio, sostenuto in prevalenza dalla robusta crescita delle quote/partecipazioni in fondi comuni monetari.

Le fonti interne di creazione di moneta si sono confermate la principale determinante della crescita dell'aggregato monetario ampio (cfr. grafico 22). Fra le controparti di M3, gli acquisti di titoli di debito pubblici da parte dell'Eurosistema (cfr. l'area rossa delle barre nel grafico 22), specie nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (public sector purchase programme, PSPP) della BCE, hanno fornito un contributo positivo all'espansione di M3. Inoltre, è proseguito il sostegno alla crescita di M3 da parte delle controparti interne diverse dal credito alle amministrazioni pubbliche (cfr. l'area blu delle barre nel grafico 22). Tale andamento è riconducibile sia all'attuale ripresa del credito al settore privato sia alla persistente contrazione delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM; tali passività (al netto di capitale e riserve), il cui tasso di variazione sui dodici mesi risulta negativo dal secondo trimestre del 2012, sono diminuite ulteriormente nel quarto trimestre del 2016 e in gennaio. Il tasso di crescita tendenziale negativo è in parte ascrivibile all'effetto delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-II) della BCE, che fungono da sostituto della raccolta bancaria a più lunga scadenza basata sul mercato e riducono l'attrattiva per gli investitori a detenere depositi e obbligazioni bancarie a lungo termine.

Grafico 22 M3 e sue componenti

(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Nota: l'ultima rilevazione è di gennaio 2017.

Le attività nette sull'estero delle IFM hanno continuato a esercitare pressioni al ribasso sulla crescita tendenziale di M3. Tuttavia, hanno registrato un lieve afflusso mensile positivo in dicembre e in gennaio, che ha attenuato le pressioni al ribasso sulla dinamica di M3 (cfr. l'area gialla delle barre nel grafico 22) e potrebbe suggerire che la quota di vendite obbligazionarie da parte di soggetti non residenti nell'ambito del PSPP sia in fase di moderazione. La cessione di titoli di

Stato dell'area dell'euro nel quadro del PSPP da parte di soggetti non residenti ha contribuito al calo tendenziale delle attività nette sull'estero delle IFM, dal momento che i relativi proventi vengono investiti soprattutto in strumenti diversi da quelli dell'area dell'euro. Per contro, la quota di vendite di obbligazioni sovrane nell'ambito del PSPP da parte delle IFM dell'area dell'euro escluso l'Eurosistema ha evidenziato un incremento. Le cessioni di titoli di Stato da parte delle IFM dell'area (ad esclusione dell'Eurosistema) hanno contribuito alla crescita negativa sui dodici mesi dei prestiti alle amministrazioni pubbliche da parte degli stessi soggetti e hanno frenato l'espansione di M3 (cfr. l'area verde delle barre nel grafico 22).

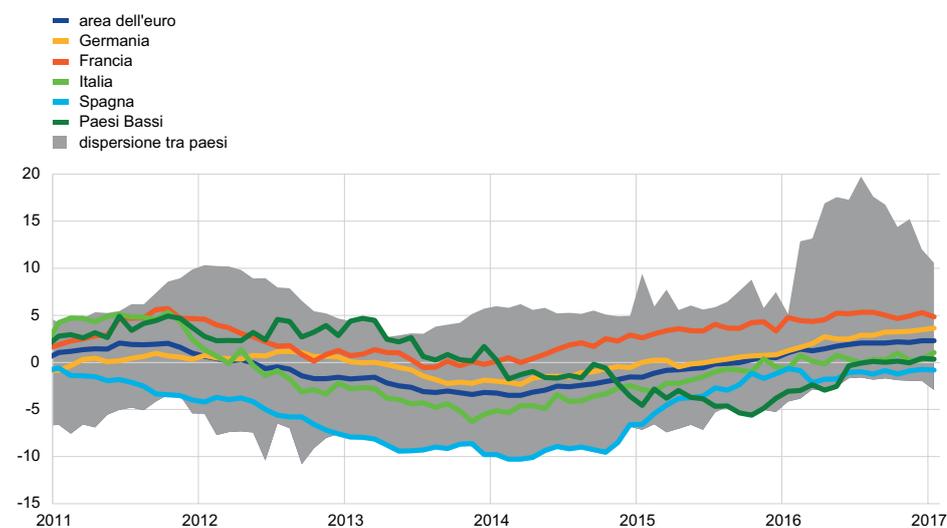
La crescita dei prestiti al settore privato ha proseguito la sua graduale ripresa.

Il tasso di espansione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretto per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling) è aumentato nel quarto trimestre del 2016 e in gennaio 2017 (cfr. grafico 21). In tutti i settori, la crescita tendenziale dei prestiti alle SNF si è ulteriormente rafforzata nel quarto trimestre ed è rimasta stabile in gennaio, al 2,3 per cento (cfr. grafico 23). Nel complesso, la crescita dei prestiti alle SNF ha registrato una marcata ripresa dal livello minimo raggiunto nel primo trimestre del 2014. Tale andamento è stato diffuso tra i maggiori paesi, sebbene i tassi di crescita dei prestiti rimangano negativi in alcuni di essi. L'espansione sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie si è rafforzata nel quarto trimestre del 2016, aumentando ancora lievemente in gennaio, al 2,2 per cento dal 2,0 di dicembre (cfr. grafico 24). Hanno favorito tali tendenze la netta flessione dei tassi sul finanziamento bancario osservata per l'insieme dell'area dell'euro dall'estate 2014 (da ascrivere in particolare alle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE) e i miglioramenti complessivi nell'offerta e nella domanda di prestiti bancari. Inoltre, le banche hanno compiuto progressi sul piano del risanamento dei propri bilanci, anche se i crediti deteriorati in alcuni paesi permangono su livelli elevati e potrebbero limitare il credito bancario.

Grafico 23

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



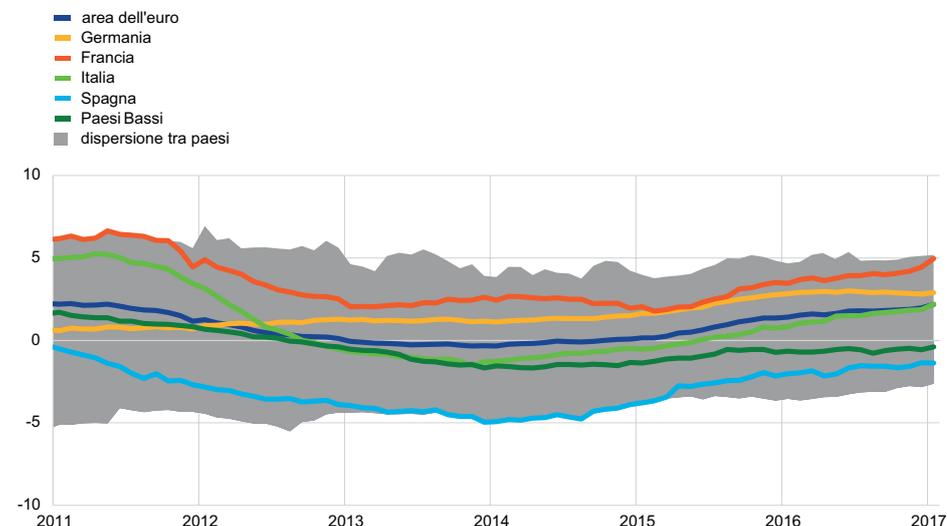
Fonte: BCE.

Note: dati corretti per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling. La dispersione tra paesi è calcolata in base ai valori minimi e massimi su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima rilevazione è di gennaio 2017.

Grafico 24

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

Note: dati corretti per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling. La dispersione tra paesi è calcolata in base ai valori minimi e massimi su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima rilevazione è di gennaio 2017.

Nel quarto trimestre del 2016 l'espansione dei prestiti ha continuato a essere sostenuta da una crescente domanda in tutte le categorie di prestito, mentre i criteri per la concessione di credito alle imprese e di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si sono sostanzialmente stabilizzati. Sulla base della rilevazione di gennaio 2017 dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, le pressioni concorrenziali hanno continuato a esercitare un effetto distensivo sui criteri per la concessione del credito alle imprese e alle famiglie, mentre la propensione delle banche ad assumersi rischi ne ha provocato un inasprimento. I tassi di rifiuto per le richieste di prestito sono diminuiti per tutte le categorie di prestiti. Il basso livello generale dei tassi di interesse si è confermato un fattore determinante per l'incremento netto della domanda di prestiti da parte di imprese e famiglie. Inoltre, il fabbisogno di finanziamento per operazioni di fusione e acquisizione, con il protrarsi delle condizioni favorevoli in termini di prospettive del mercato degli immobili e la fiducia dei consumatori hanno contribuito positivamente alla domanda di prestiti (cfr. l'[indagine](#)). In tale contesto, le banche interpellate hanno altresì indicato che la partecipazione alla terza OMRLT-II è stata motivata soprattutto da ragioni di redditività. Secondo le banche, l'effetto principale delle OMRLT precedenti sull'offerta di prestiti è stato quello di produrre un alleggerimento dei termini e delle condizioni di prestito; al contempo l'effetto di allentamento sui criteri di concessione del credito è aumentato.

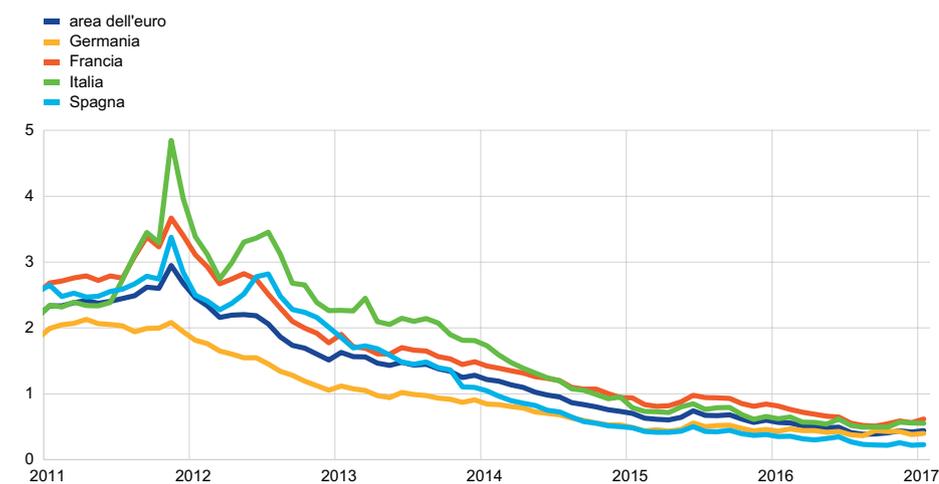
Le condizioni di finanziamento delle banche sono rimaste favorevoli. Il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche è salito leggermente nel quarto trimestre del 2016 e in gennaio 2017 (cfr. grafico 25), a seguito di un incremento dei rendimenti delle obbligazioni bancarie, mentre il costo dei depositi è rimasto stabile. Malgrado il recente aumento, il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche si è mantenuto su livelli storicamente bassi. Hanno contribuito a questa dinamica l'orientamento

accomodante della politica monetaria della BCE, i rimborsi netti di passività finanziarie a più lungo termine delle IFM, il rafforzamento dei bilanci bancari e il venir meno della frammentazione nei diversi mercati finanziari.

Grafico 25

Costo composito del finanziamento mediante il ricorso al debito per le banche

(costo composito dei depositi e del finanziamento mediante collocamento sul mercato di titoli di debito non garantiti; percentuali in ragione d'anno)



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

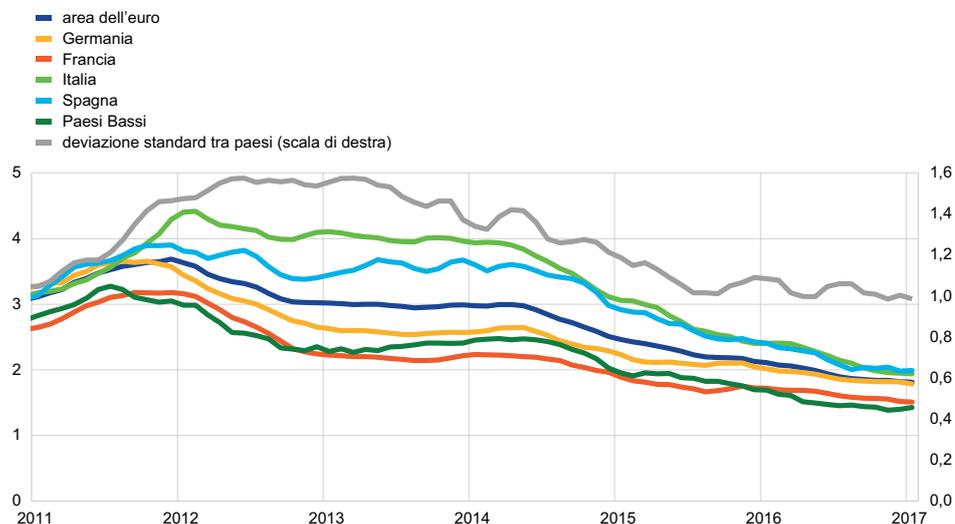
Note: il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi di interesse sulle nuove operazioni su depositi overnight, depositi con scadenza prestabilita e depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per le corrispondenti consistenze in essere. L'ultima rilevazione è di gennaio 2017.

I tassi sui prestiti bancari alle SNF e alle famiglie sono rimasti su livelli molto bassi nel quarto trimestre del 2016 e in gennaio 2017 (cfr. grafici 26 e 27). Il tasso composito sui prestiti bancari a favore delle SNF è sceso lievemente nel quarto trimestre del 2016, restando pressoché stabile in gennaio, a un nuovo minimo storico. Nello stesso periodo, il tasso composito sui prestiti bancari a favore delle famiglie per l'acquisto di abitazioni si è ridotto ancora lievemente nel quarto trimestre del 2016, raggiungendo un nuovo minimo in dicembre, per poi aumentare appena in gennaio. Dopo l'annuncio delle misure di allentamento del credito della BCE in giugno 2014, i tassi compositi sui prestiti bancari alle SNF e alle famiglie sono diminuiti in misura più marcata rispetto ai tassi di riferimento del mercato, rivelando una migliore trasmissione delle misure di politica monetaria ai tassi sui prestiti bancari. Il calo dei costi compositi della provvista bancaria ha favorito la riduzione dei tassi compositi sui prestiti. Tra maggio 2014 e gennaio 2017, i tassi compositi sui prestiti sia alle SNF sia alle famiglie sono diminuiti di circa 110 punti base. La flessione relativa ai prestiti alle SNF è stata particolarmente marcata nei paesi vulnerabili, contribuendo a mitigare precedenti asimmetrie a livello di trasmissione della politica monetaria tra i vari paesi. Nello stesso periodo, il differenziale fra i tassi di interesse applicati ai prestiti di piccolo importo (fino a 250 mila euro) e quelli applicati ai prestiti di importo elevato (oltre 1 milione di euro) nell'area dell'euro si è notevolmente ridotto, oscillando attorno ai valori contenuti raggiunti nel quarto trimestre del 2016 e in gennaio 2017. Ciò indica che le piccole e medie imprese hanno generalmente tratto beneficio dal calo dei tassi sui prestiti in misura maggiore rispetto alle imprese di grandi dimensioni.

Grafico 26

Tassi compositi sui prestiti alle SNF

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



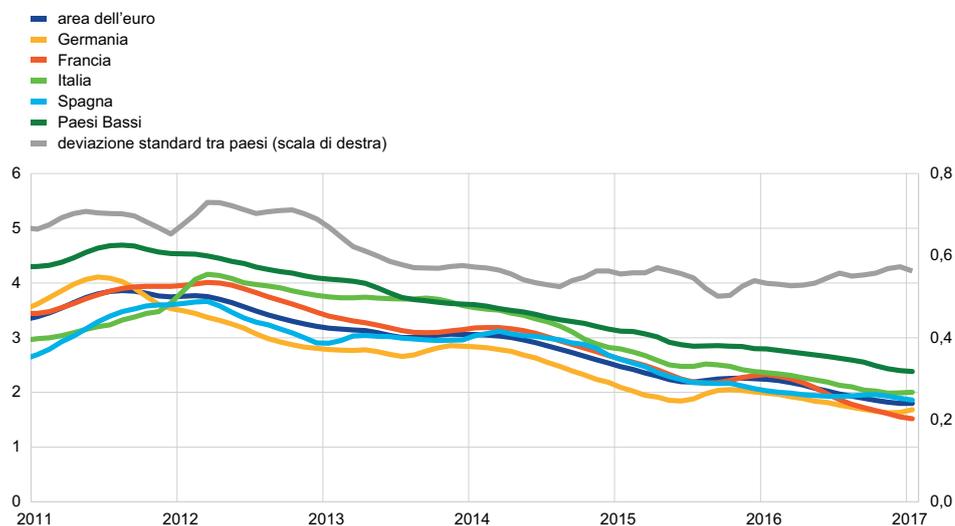
Fonte: BCE.

Note: l'indicatore per il costo totale dei prestiti bancari è calcolato aggregando i tassi a breve e a lungo termine mediante una media mobile di 24 mesi del volume delle nuove operazioni. La deviazione standard tra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima rilevazione è di gennaio 2017.

Grafico 27

Tassi compositi sui prestiti per l'acquisto di abitazioni

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



Fonte: BCE.

Note: l'indicatore per il costo totale dei prestiti bancari è calcolato aggregando i tassi a breve e a lungo termine mediante una media mobile di 24 mesi del volume delle nuove operazioni. La deviazione standard tra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima rilevazione è di gennaio 2017.

Si stima che il flusso annuo del finanziamento esterno totale alle SNF dell'area dell'euro si sia rafforzato nel quarto trimestre del 2016, dopo un temporaneo rallentamento nel trimestre precedente. Il finanziamento esterno alle SNF si colloca oggi sui livelli osservati all'inizio del 2005 (poco prima del periodo di espansione eccessiva del credito). La ripresa di tale finanziamento dagli inizi del 2014 è stata sospinta dal rafforzamento dell'attività economica, dall'ulteriore

diminuzione del costo del prestito bancario, dall'allentamento delle condizioni di prestito, dal costo molto basso dell'emissione di debito sui mercati e da un maggior numero di fusioni e acquisizioni. Al tempo stesso, il livello senza precedenti raggiunto dalle disponibilità liquide delle SNF ha ridotto il fabbisogno di finanziamento esterno.

L'emissione netta di titoli di debito da parte delle SNF è aumentata ulteriormente all'inizio del 2017, dopo un rallentamento alla fine del 2016. I dati più recenti della BCE mostrano che l'attività di emissione è diminuita in dicembre, principalmente a causa di fattori legati alla stagionalità, per poi rafforzarsi di nuovo in gennaio e in febbraio, secondo quanto suggerito dalle evidenze preliminari; tale attività continua a essere sostenuta, tra l'altro, dagli acquisti di obbligazioni societarie da parte della BCE. L'emissione netta di azioni quotate da parte delle SNF si è contratta nel quarto trimestre del 2016 in seguito agli ingenti riacquisti di azioni, ammontati a circa 7,5 miliardi di euro sia in novembre sia in dicembre.

I costi di finanziamento per le SNF permangono molto favorevoli. Si stima che il costo nominale complessivo del finanziamento esterno per le SNF sia aumentato lievemente, in media, in gennaio e in febbraio 2017, dopo essere ritornato in dicembre al minimo storico raggiunto in luglio 2016. L'incremento di tale costo complessivo va ricondotto a un modesto rafforzamento del costo del capitale di rischio, attribuibile a un lieve aumento del tasso privo di rischio, mentre i premi per il rischio azionario si sono mantenuti pressoché invariati.

Andamento della finanza pubblica

Secondo le proiezioni, nel periodo 2017-2019 il disavanzo di bilancio e il debito delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro rapportati al PIL dovrebbero mantenere entrambi un andamento discendente. Ci si attende che l'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro da lievemente espansivo nel 2016 diventi pressoché neutro nel 2017-2019. Tuttavia, il seguito dato dai paesi dell'area alla valutazione dei rispettivi documenti programmatici di bilancio per il 2017 condotta dalla Commissione europea è stato insoddisfacente in quanto nessuno dei paesi considerati a rischio di non osservanza del Patto di stabilità e crescita (PSC) ha attuato misure significative.

Il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe continuare a ridursi nell'orizzonte temporale di proiezione. Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE nel marzo 2017¹, il disavanzo di bilancio scenderebbe dall'1,6 per cento del PIL nel 2016 allo 0,9 per cento nel 2019 (cfr. tavola). La riduzione è riconducibile principalmente a un'ulteriore flessione degli esborsi per interessi e al conseguimento di un avanzo primario più alto, riflettendo anche condizioni cicliche. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2016, le prospettive per i conti pubblici sono più favorevoli. Entrate superiori alle attese in alcuni paesi hanno determinato risultati superiori al previsto nel 2016. Ciò influirà positivamente anche sui risultati del 2017 e questo, unitamente a spese primarie più basse, spiega le migliori prospettive di bilancio per il periodo 2017-2019.

Tavola

Evoluzione della finanza pubblica nell'area dell'euro (in percentuale del PIL)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
a. Entrate totali	46,8	46,5	46,3	46,0	45,9	45,8
b. Spese totali	49,4	48,5	47,9	47,4	47,1	46,7
di cui:						
c. Spese per interessi	2,7	2,4	2,2	2,0	1,9	1,8
d. Spese primarie (b - c)	46,7	46,1	45,8	45,4	45,2	45,0
Saldo di bilancio (a - b)	-2,6	-2,1	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9
Saldo di bilancio primario (a - d)	0,1	0,3	0,5	0,6	0,7	0,8
Saldo di bilancio corretto per gli effetti del ciclo	-1,9	-1,7	-1,6	-1,5	-1,4	-1,1
Saldo strutturale di bilancio	1,0	0,8	0,5	0,4	0,5	0,6
Debito lordo	92,0	90,4	89,3	88,0	86,4	84,5
Per memoria: PIL in termini reali (variazioni percentuali)	1,2	1,9	1,7	1,8	1,7	1,6

Fonti: Eurostat, BCE e *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel marzo 2017*.

Note: i dati si riferiscono al settore aggregato delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro. Eventuali discrepanze sono dovute ad arrotondamenti. Eventuali differenze rispetto agli ultimi dati convalidati da Eurostat sono riconducibili alle più recenti revisioni statistiche di cui si tiene generalmente conto nelle proiezioni.

¹ Cfr. le Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel marzo 2017.

L'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro è stato lievemente espansivo nel 2016 e secondo le proiezioni dovrebbe diventare sostanzialmente neutro nel 2017-2019².

Le principali misure di stimolo nel 2016 hanno riguardato riduzioni delle imposte dirette in diversi paesi. Nel periodo 2017-2019 le ulteriori misure dal lato delle entrate con effetto di incremento del disavanzo saranno probabilmente controbilanciate da una crescita meno pronunciata delle componenti della spesa pubblica. In particolare i redditi da lavoro dipendente e i consumi intermedi evidenzerebbero una crescita inferiore a quella tendenziale del PIL nominale, mentre altre voci, quali gli investimenti pubblici, crescerebbero al di sopra del potenziale. Le variazioni rispetto alle proiezioni di dicembre 2016 sono molto limitate. Considerata la necessità di trovare un equilibrio tra la stabilizzazione economica e la sostenibilità dei conti pubblici in vari paesi dell'area dell'euro, l'orientamento sostanzialmente neutro delle politiche di bilancio nel periodo a venire può ritenersi appropriato.

L'elevato debito aggregato delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe continuare a scendere gradualmente.

Dopo il valore massimo raggiunto nel 2014, il rapporto tra il debito pubblico e il PIL nell'area dell'euro si ridurrebbe dall'89,3 per cento nel 2016 all'84,5 per cento entro la fine del 2019. Tale riduzione è in larga parte riconducibile al differenziale favorevole fra tasso di interesse e tasso di crescita, che riflette le migliori condizioni cicliche e i bassi tassi di interesse. Modesti avanzi primari dovrebbero esercitare un ulteriore effetto positivo sul profilo di debito prospettato. Rispetto alle previsioni di dicembre 2016, il rapporto debito/PIL nell'area dell'euro è stato rivisto al ribasso per l'intero periodo considerato, grazie alle migliori prospettive di bilancio e al maggiore contributo alla riduzione del debito fornito dal differenziale fra tasso di interesse e tasso di crescita. Si prevede tuttavia che oltre la metà dei paesi dell'area superino il valore di riferimento del 60 per cento del PIL entro la fine dell'orizzonte di previsione. In alcuni paesi, inoltre, ci si attende un incremento dell'incidenza del debito nel periodo in esame.

Occorre compiere ulteriori sforzi di consolidamento, soprattutto nei paesi con livelli di debito elevati.

Tali paesi devono imprimere all'incidenza del loro debito una solida dinamica discendente, giacché sono particolarmente vulnerabili a una nuova instabilità nei mercati finanziari o a una risalita dei tassi di interesse. La piena osservanza del PSC assicurerebbe la correzione degli squilibri di bilancio e il raggiungimento di una dinamica sostenibile del debito. Per contro, i paesi dell'area dell'euro con margine di intervento sui conti pubblici possono utilizzare lo spazio di manovra disponibile, ad esempio aumentando gli investimenti pubblici. L'impegno a conseguire una composizione dei conti pubblici più favorevole alla crescita porterebbe beneficio a tutti i paesi. Per un'analisi del concetto di margine per interventi di bilancio, si veda il riquadro 6.

² L'orientamento delle politiche di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito dalle politiche fiscali all'economia, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. È misurato come variazione del saldo di bilancio strutturale, ossia del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto di misure temporanee come l'assistenza pubblica a sostegno del settore finanziario. Per maggiori dettagli sull'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, cfr. l'articolo *L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro* nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

Il seguito dato dai paesi dell'area dell'euro alla valutazione dei rispettivi documenti programmatici di bilancio per il 2017 è stato insoddisfacente³. Il 16 novembre scorso, in base alle sue previsioni di autunno del 2016, la Commissione europea ha concluso che i documenti programmatici di bilancio di otto dei 18 Stati membri partecipanti alla valutazione erano a rischio di non osservanza delle disposizioni del PSC. Tali paesi sono Belgio, Italia, Cipro, Lituania, Slovenia e Finlandia nell'ambito del braccio preventivo e Spagna e Portogallo nel quadro del braccio correttivo⁴. A metà gennaio 2017 la Commissione ha rivisto la sua valutazione relativa alla Spagna alla luce del fatto che l'aggiornamento di dicembre del documento programmatico di bilancio da parte del governo spagnolo era sostanzialmente conforme con il PSC. Nelle successive riunioni dell'Eurogruppo i governi dei paesi considerati a rischio di non osservanza si sono impegnati ad adottare le misure necessarie ad assicurare il rispetto delle regole di bilancio dell'UE. Tuttavia, in base alle previsioni della Commissione dell'inverno 2017, nessuno di questi ha attuato provvedimenti significativi volti ad affrontare i ritardi nel consolidamento dei conti pubblici.

Il 22 febbraio 2017 la Commissione ha pubblicato la sua relazione sul rispetto del criterio del debito da parte dell'Italia, nella quale ha concluso che tale criterio non è al momento soddisfatto⁵. Secondo una prassi consolidata, la conformità con il braccio preventivo del PSC potrebbe essere considerata un fattore attenuante nella valutazione dell'osservanza del criterio di riduzione del debito. Tuttavia, secondo le previsioni della Commissione dell'inverno 2017, i conti pubblici dell'Italia sono considerati a rischio di un significativo scostamento dai requisiti del braccio preventivo del PSC. Secondo la relazione della Commissione, un ulteriore sforzo di risanamento pari allo 0,2 per cento del PIL nel 2017 sarebbe essenziale per consentire all'Italia di riprendere il percorso di aggiustamento verso l'obiettivo di medio termine (OMT) nell'anno. Tuttavia, tenendo conto di tutte le relative disposizioni in materia di flessibilità contenute nel PSC, tale correzione sarebbe sufficiente soltanto ad assicurare una "sostanziale" osservanza dei requisiti del braccio preventivo nel 2017. Inoltre la Commissione prevede un lieve calo degli investimenti pubblici in Italia nel 2016, mentre la condizione di ammissibilità per la "clausola sugli investimenti" prevede che il livello di questi ultimi debba almeno essere confermato. La Commissione deciderà in via definitiva se raccomandare l'avvio di una PDE per l'Italia in primavera sulla base dei dati definitivi per il 2016 e delle proprie previsioni della primavera 2017, oltre che dell'attuazione degli impegni di bilancio assunti dalle autorità italiane a febbraio 2017.

È importante che gli strumenti nell'assetto di governance rafforzato siano effettivamente applicati, in modo coerente nel tempo e nei diversi paesi. È essenziale che tali strumenti siano utilizzati correttamente per assicurare posizioni di bilancio sostenibili nei paesi dell'area dell'euro. In particolare, sussiste il rischio

³ Cfr. il riquadro *Valutazione dei documenti programmatici di bilancio per il 2017 e situazione di finanza pubblica nell'insieme dell'area dell'euro* nel numero 8/2016 di questo Bollettino.

⁴ I piani programmatici di bilancio di Lituania e Finlandia diventeranno sostanzialmente conformi con il PSC se sarà loro concessa la riduzione nel ritmo di aggiustamento strutturale richiesta nell'ambito delle clausole sulle riforme strutturali e sugli investimenti; in primavera la Commissione valuterà nuovamente l'ammissibilità a tali clausole in base ai programmi di stabilità di tali paesi.

⁵ Cfr. https://ec.europa.eu/info/publications/italy-report-prepared-accordance-article-126-3-treaty_en.

che la regola del debito venga messa in secondo piano se è di fatto subordinata al braccio preventivo del PSC, che potrebbe attribuire un peso insufficiente ai timori per la sostenibilità del debito. In definitiva, un'attuazione piena e coerente del PSC è fondamentale per la fiducia nel quadro di riferimento europeo per i conti pubblici.

Inoltre, il 22 febbraio 2017 la Commissione ha altresì pubblicato la valutazione del recepimento del patto di bilancio negli ordinamenti nazionali⁶. Il Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione economica e monetaria (TSCG) include, quale disposizione principale, il requisito dell'esistenza nel diritto interno degli Stati membri di una regola che preveda il pareggio di bilancio, il cosiddetto patto di bilancio⁷. Il Trattato è entrato in vigore il 1° gennaio 2013 con un termine di un anno per il recepimento negli ordinamenti nazionali (vale a dire, entro il 1° gennaio 2014). Secondo l'articolo 8, paragrafo 1, la Commissione dovrebbe presentare tempestivamente una relazione sul recepimento del patto di bilancio nell'ordinamento nazionale dei singoli paesi. La Commissione, nella sua valutazione pubblicata il 22 febbraio 2017, considera solo il recepimento e non l'applicazione pratica del patto di bilancio e conclude che tutte "le parti contraenti hanno adattato in misura significativa le rispettive norme di bilancio nazionali come conseguenza dei requisiti del patto di bilancio" nonostante le differenze tra paese e paese. In particolare, rileva che tutte le parti contraenti hanno introdotto una regola vincolante sul pareggio di bilancio sostenuta da un meccanismo di correzione attivato automaticamente in caso di scostamenti significativi dall'OMT o dal percorso di avvicinamento allo stesso. Inoltre la Commissione ha confermato che il rispetto della regola è monitorato da un'autorità di bilancio nazionale indipendente. Tuttavia, per un numero significativo di paesi, la valutazione di "conformità" della Commissione dipende dall'impegno formale delle autorità nazionali ad attuare le parti rimanenti del patto di bilancio. Le riserve riguardano in particolare la sostanza della regola del pareggio di bilancio, l'applicazione del principio di "adeguamento o spiegazione" ("comply or explain") qualora i governi non seguano le raccomandazioni delle istituzioni indipendenti responsabili del monitoraggio, e le procedure che disciplinano l'attivazione del meccanismo di correzione. Poiché questi sono elementi centrali del patto di bilancio, resta da vedere se le modalità di attuazione di quest'ultimo saranno soddisfacenti e sufficienti ad assicurare l'efficacia dei quadri di bilancio nazionali.

⁶ Il Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione economica e monetaria (TSCG), che è un trattato intergovernativo, è stato firmato da 25 paesi, di cui 22 (i 19 appartenenti all'area dell'euro e Bulgaria, Danimarca e Romania) sono formalmente tenuti al rispetto del patto di bilancio.

⁷ Cfr. anche l'articolo *Un patto di bilancio per un'Unione economica e monetaria rafforzata* nel numero di maggio 2012 del Bollettino mensile e il riquadro *Principali elementi del fiscal compact* nel numero di marzo 2012 del Bollettino mensile.

Riquadri

1

Gli andamenti nei mercati finanziari delle EME: confronto fra il periodo successivo alle elezioni presidenziali statunitensi del 2016 e quello successivo all'episodio del "tapering talk" del 2013

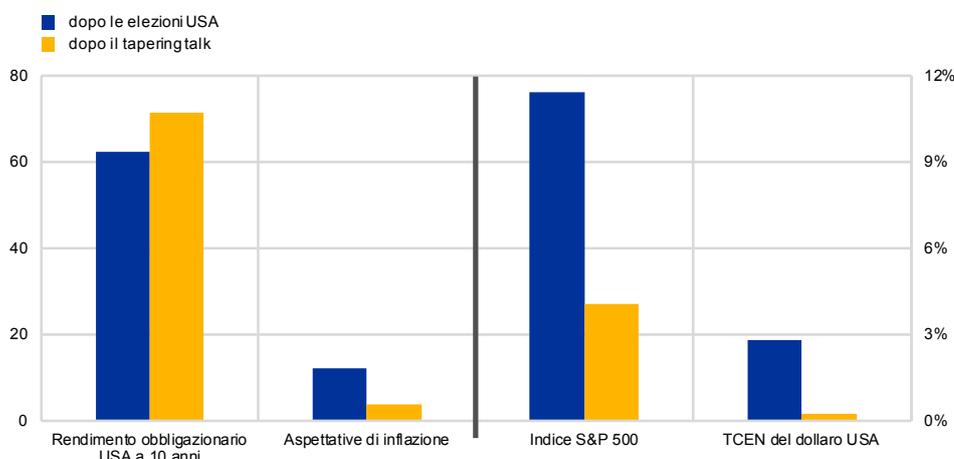
Questo riquadro mette a confronto la risposta data dai mercati finanziari negli Stati Uniti e nelle economie emergenti (EME) alle elezioni presidenziali USA del 2016 con gli andamenti osservati durante l'episodio del cosiddetto "tapering talk" del 2013, sottolineando i rischi derivanti dalle politiche statunitensi per le prospettive delle EME.

In entrambi gli episodi considerati, le attese di un'accelerazione di passo nella normalizzazione della politica monetaria statunitense si sono accompagnate a oscillazioni significative nei mercati finanziari USA (cfr. grafico A). Nel maggio 2013 le dichiarazioni del Presidente del Federal Reserve System Ben Bernanke in base alle quali il Federal Reserve System avrebbe cominciato a ridurre progressivamente gli acquisti di attività finanziarie ("tapering talk") effettuati nell'ambito del terzo programma di allentamento quantitativo (QE3) avevano provocato un aumento pronunciato dei rendimenti obbligazionari USA. Dopo le elezioni presidenziali USA del 2016 i rendimenti obbligazionari statunitensi hanno segnato un aumento analogo. Diversamente dal 2013, tuttavia, i mercati azionari statunitensi si sono mossi al rialzo, le misure delle attese sull'inflazione USA ricavate dal mercato sono aumentate e il dollaro USA si è rafforzato. In entrambi gli episodi, la curva dei rendimenti si è spostata verso l'alto su tutte le scadenze.

Grafico A

Confronto fra i periodi successivi alle elezioni del 2016 e al "tapering talk": variazione di quotazioni azionarie, rendimenti obbligazionari e aspettative di inflazione negli Stati Uniti e del tasso di cambio del dollaro

(valori percentuali (scala di destra); punti base (scala di sinistra))



Fonti: Bloomberg, Federal Reserve Board ed elaborazioni della BCE.

Note: "Aspettative di inflazione" si riferisce alla serie "US Inflation Compensation: Coupon Equivalent Forward Rate: 5-10 years", "TCEN del dollaro USA" al tasso di cambio effettivo nominale del dollaro USA; "dopo le elezioni USA" si riferisce alle variazioni fra l'8 novembre 2016 (data della riunione del Federal Open Market Committee (FOMC)) e il 3 marzo 2017 e "dopo il tapering talk" alle variazioni fra il 22 maggio e il 19 settembre 2013.

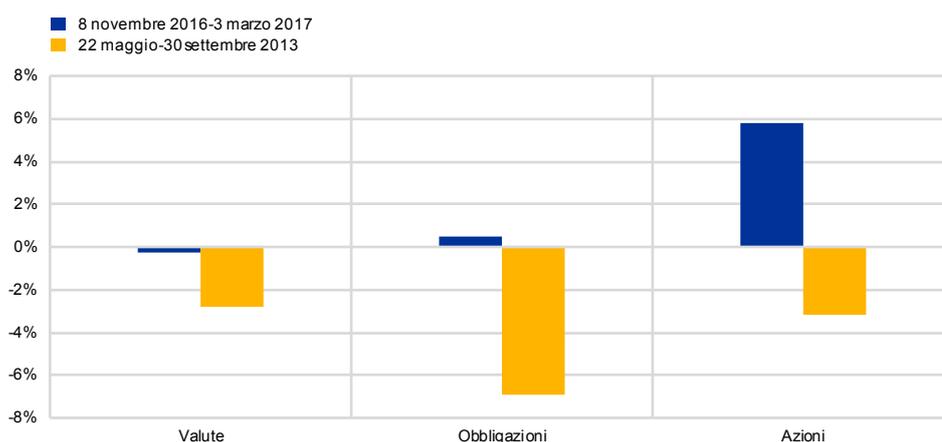
Ciò nonostante, i motivi dell'incremento dei rendimenti obbligazionari USA nei due episodi sembrano essere stati differenti. Nell'episodio attuale, l'interazione fra quotazioni azionarie, rendimenti obbligazionari e tasso di cambio del dollaro USA fa ritenere che gli andamenti nei mercati delle attività USA siano alimentati da uno shock di domanda positivo. Il rialzo dei prezzi azionari e il calo di quelli obbligazionari, in particolare, sembrerebbero riflettere le aspettative del mercato di misure di stimolo fiscale. A seguito del “tapering talk” del 2013, invece, sarebbe stato uno shock di politica monetaria, ossia una variazione delle aspettative del mercato riguardo alla traiettoria futura della politica monetaria, a far crescere i rendimenti obbligazionari statunitensi.

Di conseguenza, negli ultimi mesi la reazione dei mercati finanziari delle EME è stata complessivamente più moderata rispetto all'episodio del “tapering talk”. Nelle settimane dopo le elezioni presidenziali statunitensi le valute delle EME si sono deprezzate, i prezzi obbligazionari sono scesi (quindi i rendimenti sono aumentati) e i corsi azionari sono diminuiti in misura marcata. I prezzi obbligazionari e azionari delle EME hanno poi recuperato il terreno inizialmente perduto, tanto che le quotazioni azionarie hanno addirittura superato i livelli prevalenti prima delle elezioni, mentre le monete delle EME sono tornate ad apprezzarsi. Al contrario, durante l'episodio del “tapering talk” il calo dei tassi di cambio delle EME e dei prezzi di obbligazioni e azioni era stato assai più persistente (cfr. grafico B). Il massiccio disinvestimento del maggio 2013 aveva di fatto segnato per i prezzi delle attività delle EME l'inizio di un trend ribassista di lungo periodo proseguito sino agli inizi del 2016.

Grafico B

Variazioni dei prezzi delle attività finanziarie delle EME dopo le elezioni USA del 2016 e dopo il tapering talk

(variazioni percentuali)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Note: “Valute” corrisponde all'indice EMCi di JP Morgan dei tassi di cambio delle economie emergenti ponderati per l'interscambio. “Obbligazioni” corrisponde all'indice EMBI dei prezzi obbligazionari elaborato da JP Morgan per le obbligazioni sovrane denominate in dollari USA delle economie emergenti. “Azioni” corrisponde all'indice MSCI global per le economie emergenti.

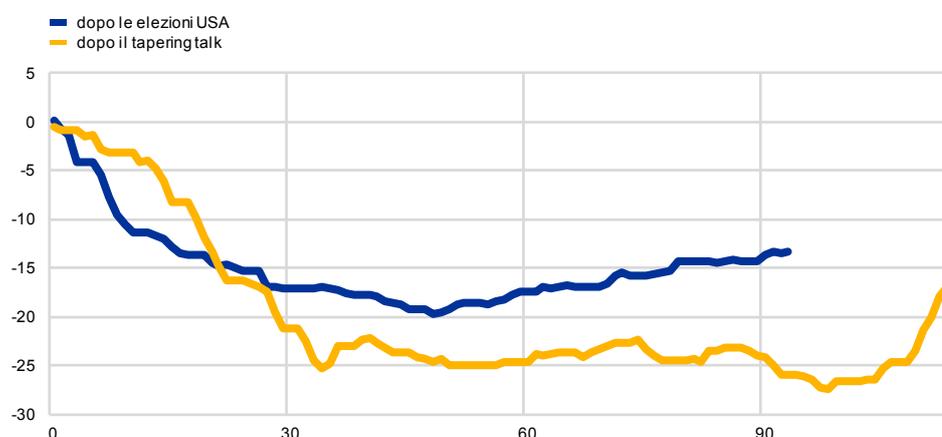
Di recente, i deflussi dai mercati azionari e obbligazionari delle EME sono stati inferiori a quelli osservati durante l'episodio del “tapering talk”. I deflussi di portafoglio dalle EME cumulati durante il mese successivo alle elezioni statunitensi hanno raggiunto 17 miliardi di dollari (dati dell'Institute of International Finance),

un ammontare di poco inferiore a quello dei deflussi registrati nel mese dopo il “tapering talk”, pari a 21 miliardi di dollari (cfr. grafico C). Gli andamenti recenti sono in buona parte riconducibili al disimpegno degli investitori esteri dai mercati obbligazionari delle EME, in linea con il pronunciato aumento dei rendimenti USA. All’inizio di quest’anno, tuttavia, questi flussi di capitali hanno segnato un’inversione, contribuendo a stabilizzare i mercati delle attività delle EME. In entrambi gli episodi, i flussi di portafoglio da parte di non residenti si sono ripresi rapidamente e non hanno fatto registrare interruzioni improvvise.

Grafico C

Deflussi di portafoglio dalle EME ad opera di non residenti dopo le elezioni USA del 2016 e dopo il “tapering talk”

(asse delle ascisse: giorni dall’inizio dell’episodio; flussi cumulati giornalieri in miliardi di USD)



Fonti: Institute of International Finance ed elaborazioni della BCE.

Note: “dopo le elezioni USA” si riferisce alle variazioni cumulate dall’8 novembre 2016 al 9 febbraio 2017, “dopo il tapering talk” si riferisce invece alle variazioni cumulate dal 23 maggio al 13 settembre 2013. I flussi aggregati si basano sulle otto EME che pubblicano informazioni giornaliere sulle passività di portafoglio, ossia Indonesia, India, Corea, Thailandia, Sudafrica, Brasile, Filippine e Turchia.

Malgrado l’evoluzione tutto sommato positiva dei mercati finanziari, prevalgono i rischi di andamenti negativi per l’attività nelle EME, collegati in particolare al potenziale aumento delle spinte protezionistiche mirate ad alcune importanti EME, che nuocerebbe al commercio mondiale. Laddove venissero effettivamente attuate, le misure protezionistiche potrebbero avere

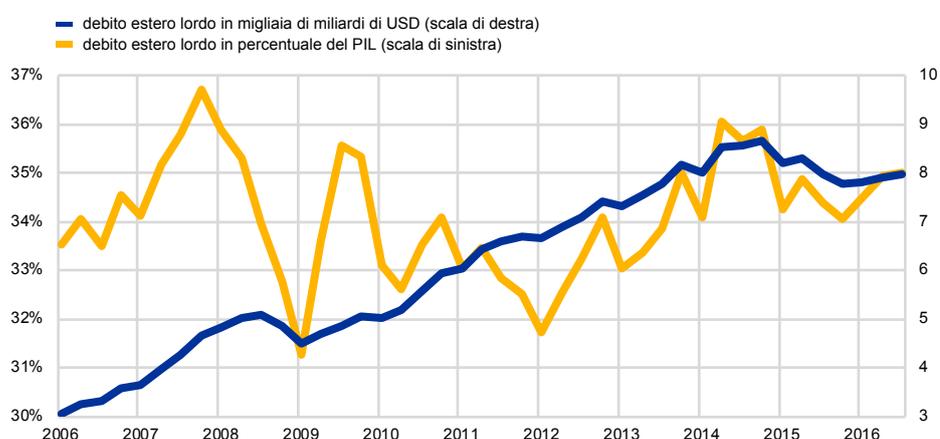
effetti negativi superiori ai guadagni potenzialmente derivanti da un rafforzamento dell’attività negli Stati Uniti, incidendo così sulla crescita economica delle EME. Basti pensare che la sola eventualità di un crescente protezionismo ha già concorso a far aumentare l’incertezza riguardo alle prospettive commerciali future del Messico con gli Stati Uniti, condizionando negativamente le prospettive di crescita messicane. Le esportazioni di numerose EME, inoltre, presentano un elevato contenuto di importazioni. La stretta interconnessione delle catene di approvvigionamento implica che un eventuale aumento delle barriere al commercio avrebbe importanti ripercussioni, con effetti di retroazione negativi a livello internazionale.

L’accumulazione di debito estero da parte delle EME, inoltre, insieme alla preferenza dimostrata dalle imprese e dalle banche di queste economie per la raccolta in dollari USA, potrebbe mettere alcune EME in una situazione di debolezza. Il debito estero di molte EME si è dilatato all’indomani della crisi

finanziaria internazionale e ha continuato a espandersi a partire dall'episodio del "taper tantrum", soprattutto per effetto delle condizioni finanziarie globali molto accomodanti (cfr. grafico D). Man mano che il dollaro USA si rafforza e i tassi di interesse a livello mondiale aumentano, i pagamenti per il servizio del debito divengono sempre più onerosi. Nei paesi alle prese con un aumento delle pressioni inflazionistiche dovute a un forte deprezzamento della valuta nazionale, inoltre, le banche centrali potrebbero trovarsi costrette a inasprire ancora l'orientamento della politica monetaria, accrescendo così ulteriormente l'onere per il servizio del debito denominato nella moneta nazionale. Nel complesso, il maggiore peso del servizio del debito potrebbe incidere sull'attività economica e avere ripercussioni negative sui consumi e sugli investimenti nelle EME interessate.

Grafico D Debito estero lordo delle EME

(percentuali di PIL, migliaia di miliardi di USD)



Fonti: Banca mondiale e fonti nazionali per il PIL.
Nota: questa serie corrisponde all'aggregato di 14 paesi (Argentina, Brasile, Cina, India, Indonesia, Messico, Russia, Sudafrica, Corea, Turchia, Hong Kong, Malaysia, Singapore e Thailandia).

Analisi dei deflussi netti di investimenti di portafoglio nell'area dell'euro

Il presente riquadro analizza il recente andamento dei flussi di investimento di portafoglio nel conto finanziario dell'area dell'euro. Nel 2016 all'avanzo corrente dell'area dell'euro hanno fatto principalmente riscontro, nel conto finanziario della bilancia dei pagamenti, deflussi netti di investimenti di portafoglio e, in misura minore, di investimenti diretti.

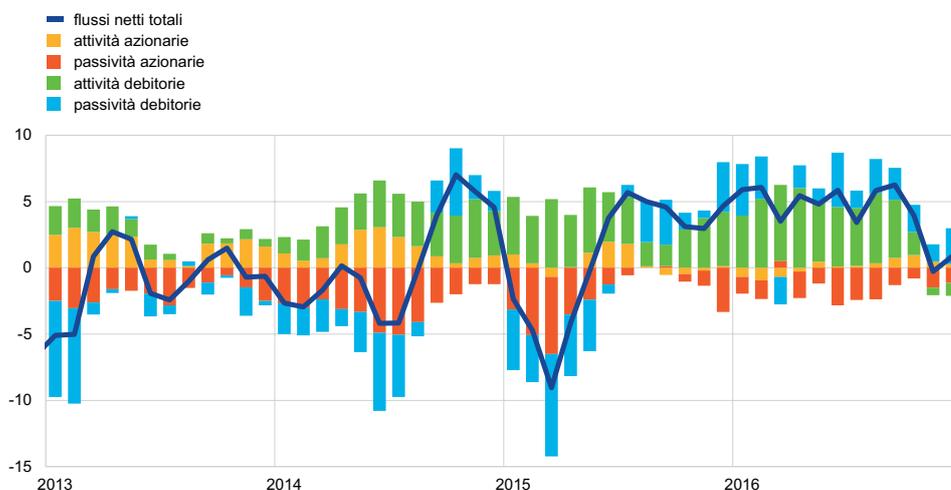
Nel 2016 l'area dell'euro ha registrato deflussi netti di investimenti di portafoglio, per effetto della ricomposizione dei portafogli a favore dei titoli di debito emessi da non residenti nell'area da parte sia di investitori residenti che di investitori non residenti (cfr. grafico A). Nel caso dei residenti nell'area dell'euro, ciò ha rappresentato una prosecuzione del marcato spostamento verso i titoli di debito di emittenti esterni all'area che era stato osservato dalla seconda metà del 2014. Gli acquisti annuali netti di titoli di debito di emittenti non residenti nell'area da parte di investitori dell'area hanno totalizzato 364 miliardi di euro nel 2016, un livello solo leggermente inferiore al massimo storico di 382 miliardi di euro registrato nel 2015. Tuttavia, ciò cela il fatto che nel quarto trimestre del 2016 gli investitori dell'area dell'euro sono divenuti venditori netti di titoli di debito di emittenti non residenti, per la prima volta dal secondo trimestre del 2012. Le vendite nette di titoli di debito di emittenti esterni all'area erano ammontate a 26 miliardi di euro in quel trimestre. L'investimento netto dei residenti dell'area dell'euro in azioni di emittenti non residenti è rimasto contenuto, nel 2016, a un totale di 12 miliardi di euro.

Gli investitori esterni all'area dell'euro sono stati venditori netti di titoli di debito dell'area nel 2016, per la prima volta dall'introduzione dell'euro. Le loro

Grafico A

Scomposizione dei flussi di investimenti di portafoglio nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL; medie mobili a tre mesi)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Note: per le attività, un dato positivo (negativo) indica acquisti (vendite) netti di titoli di emittenti esterni all'area dell'euro da parte di investitori dell'area. Per le passività, un dato positivo (negativo) indica vendite (acquisti) nette di titoli di emittenti dell'area dell'euro da parte di investitori esterni all'area. Per i flussi netti, un dato positivo (negativo) indica deflussi (afflussi) netti dall'(nell')area dell'euro. I titoli azionari comprendono le azioni di fondi di investimento. L'osservazione più recente è relativa a dicembre 2016.

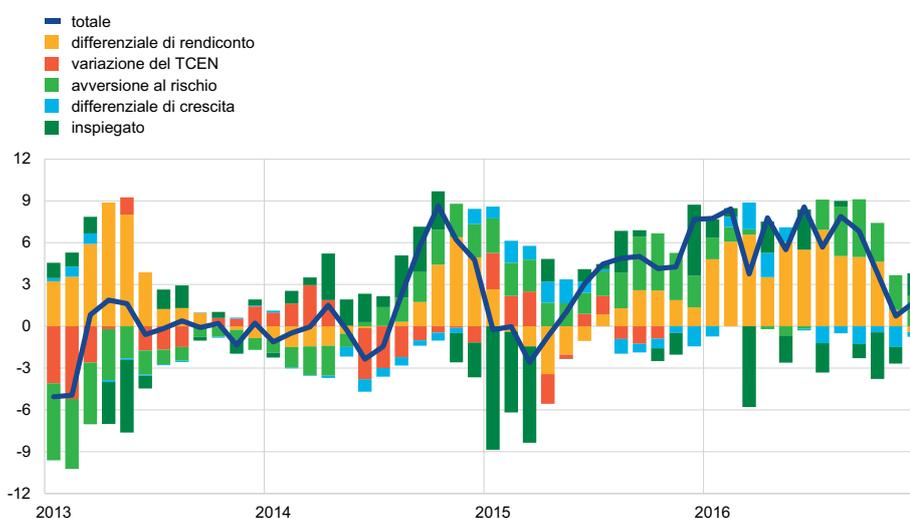
vendite nette di titoli di debito dell'area sono ammontate a 192 miliardi di euro nel 2016, a fronte di acquisti netti per 30 miliardi di euro nel 2015. Ciò è stato in gran parte il risultato di vendite nette di titoli di Stato (ammontate a 116 miliardi di euro e riconducibili in gran parte alle vendite legate al PSPP) e di vendite nette di titoli di debito emessi da IFM dell'area dell'euro (pari a 63 miliardi di euro). Al contempo, gli investitori esterni all'area sono rimasti acquirenti netti di azioni dell'area, nonostante i loro acquisti netti siano diminuiti dai 268 miliardi di euro del 2015 a 126 miliardi nel 2016.

I differenziali di interesse persistentemente negativi nei confronti di altre economie avanzate sono stati un'importante determinante dei deflussi netti di investimenti di portafoglio in titoli di debito nel 2016 (cfr. grafico B). Un esercizio empirico di stima dell'incidenza, variabile nel tempo, che determinate variabili economiche e finanziarie hanno sull'evoluzione dei flussi netti di investimenti di portafoglio in titoli di debito, indica che i differenziali di interesse hanno avuto un impatto significativo nel 2016¹. Ad esempio, nel 2016 il differenziale di rendimento medio tra i titoli di Stato dell'area dell'euro ponderati per il PIL e i titoli di Stato USA

Grafico B

Stime basate su modelli delle determinanti dei deflussi netti di investimenti di portafoglio in titoli di debito

(in percentuale del PIL; medie mobili a tre mesi; contributi delle variabili)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Note: un dato positivo (negativo) indica deflussi (afflussi) netti dall'(nell')area dell'euro. Per i dettagli delle variabili, si veda la nota a piè di pagina 1 di questo riquadro. L'osservazione più recente è relativa a dicembre 2016.

¹ Queste stime delle determinanti variabili nel tempo dei flussi netti di investimenti di portafoglio nell'area dell'euro sono basati su un modello in forma ridotta con coefficienti di regressione variabili nel tempo che coglie sia i cambiamenti del clima di mercato sia i cambiamenti delle correlazioni condizionate tra fondamentali e flussi finanziari. Questi fondamentali comprendono (a) l'indicatore composito della BCE delle tensioni sistemiche (composite indicator of systemic stress, CISS) quale proxy del grado di avversione al rischio tra gli investitori, (b) il tasso di cambio effettivo nominale (TCEN) dell'euro nei confronti delle valute di 38 dei partner commerciali più importanti dell'area dell'euro, (c) la differenza tra le economie avanzate dell'area dell'euro e quelle esterne all'area in termini di crescita della produzione industriale e (d) il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato dell'area dell'euro e quelli delle economie avanzate esterne all'area. Il modello è stimato con una frequenza mensile sulla base del filtro di Kalman con massima verosimiglianza. Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro 4 nell'articolo intitolato *I flussi finanziari transfrontalieri dell'area dell'euro* nel numero di febbraio 2012 del Bollettino mensile della BCE.

è stato pari a circa -1,0 punti percentuali per le obbligazioni decennali e -1,4 punti percentuali per quelle quinquennali. Inoltre, queste stime indicano che l'avversione al rischio degli investitori ha in parte contribuito ai deflussi netti di investimenti di portafoglio in titoli di debito nella seconda metà del 2016, cosa che potrebbe essere legata agli aumenti temporanei che hanno caratterizzato gli indicatori delle tensioni finanziarie in seguito al referendum del Regno Unito sull'appartenenza all'Unione europea del giugno 2016.

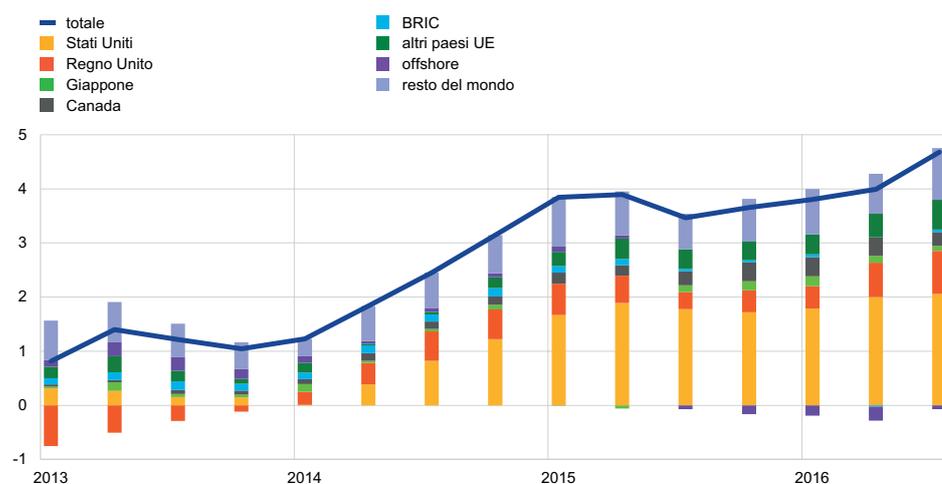
In base ai dati disponibili per i primi tre trimestri del 2016, gli acquisti netti di titoli di debito di emittenti esterni all'area dell'euro da parte dei residenti dell'area in tale periodo sono stati costituiti quasi esclusivamente da strumenti debitori a lungo termine e sono stati perlopiù oggetto di transazioni da parte di "altre società finanziarie". Questo gruppo di imprese, che comprende fondi di investimento e fondi pensione, nonché compagnie assicurative, ha rappresentato circa il 74 per cento degli acquisti netti dell'area dell'euro di strumenti di debito di emittenti non appartenenti all'area nel periodo, mentre gli "altri soggetti privati"² e le IFM, escluso l'Eurosistema, hanno rappresentato rispettivamente il 14 e il 7 per cento. Circa il 40 per cento dei titoli di debito emessi da non residenti nell'area dell'euro che sono stati acquistati da residenti dell'area sono stati emessi da governi di Stati esterni all'area e i titoli emessi da IFM non appartenenti all'area, altre società finanziarie e altri soggetti privati, hanno costituito il resto (circa il 20% ciascuno).

Gli investimenti di portafoglio in titoli di debito degli investitori dell'area dell'euro sono rimasti concentrati in altre economie avanzate nel 2016 (cfr. grafico C). In base ai dati disponibili per i primi tre trimestri del 2016, il 46 per cento

Grafico C

Scomposizione geografica degli acquisti netti di titoli di debito di emittenti non appartenenti all'area dell'euro da parte di investitori dell'area

(in percentuale del PIL dell'area; medie mobili a quattro trimestri)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Note: la sigla "BRIC" comprende Brasile, Russia, India e Cina; "altri paesi UE" comprende gli Stati membri dell'Unione europea non appartenenti all'area dell'euro, escluso il Regno Unito. La rilevazione più recente risale al terzo trimestre del 2016.

² Tali soggetti comprendono società non finanziarie, famiglie e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie (ISSLSF).

degli acquisti netti di titoli di debito di emittenti esterni all'area dell'euro da parte di investitori dell'area in tale periodo ha riguardato titoli emessi dagli Stati Uniti, seguiti dal Regno Unito (17 per cento), da altri Stati membri dell'Unione europea (13 per cento) e dal Canada (4 per cento). Gli acquisti netti aggregati di titoli di debito emessi da Brasile, Cina, India e Russia hanno continuato a rappresentare meno dell'1% degli acquisti netti totali.

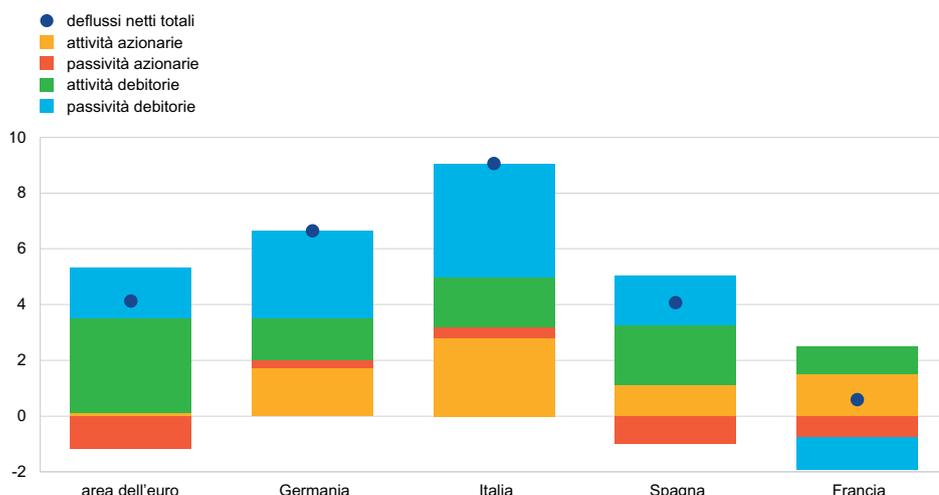
I dati a livello di singoli paesi mostrano deflussi netti di investimenti di portafoglio per i maggiori paesi dell'area dell'euro, dovuti alle vendite nette da parte di investitori esteri di titoli di debito nazionali e agli acquisti netti di attività estere da parte di investitori domestici (cfr. grafico D). Le

maggiori vendite nette di titoli di debito da parte di investitori esteri sono state registrate in Italia (4,1 per cento del PIL), seguita dalla Germania (3,1 per cento del PIL) e dalla Spagna (1,8 per cento del PIL), mentre gli investitori esteri sono stati acquirenti netti di titoli di debito francesi (con acquisti netti pari all'1,2 per cento del PIL). In Spagna e in Francia si sono registrati anche afflussi netti di investimenti di portafoglio in titoli azionari da parte di investitori esteri. A differenza del conto finanziario dell'area dell'euro, si sono osservati marcati flussi netti di investimenti di portafoglio transfrontalieri in titoli azionari a livello di singoli paesi, i quali sono riconducibili ai significativi flussi transfrontalieri all'interno dell'area dell'euro verso fondi di investimento, domiciliati principalmente in centri finanziari dell'area. Nel 2016 i flussi netti transfrontalieri in fondi di investimento hanno costituito la maggior parte dei flussi di investimenti di portafoglio in azioni osservati per i singoli paesi dell'area, con i flussi più consistenti ascrivibili all'Italia. Inoltre, gli investitori in Francia, Germania, Italia e Spagna sono stati acquirenti netti di titoli di debito esteri nel 2016, con acquisti netti compresi tra l'1 e il 2 per cento del PIL.

Grafico D

Scomposizione dei flussi netti di investimenti di portafoglio nel 2016

(in percentuale del PIL)



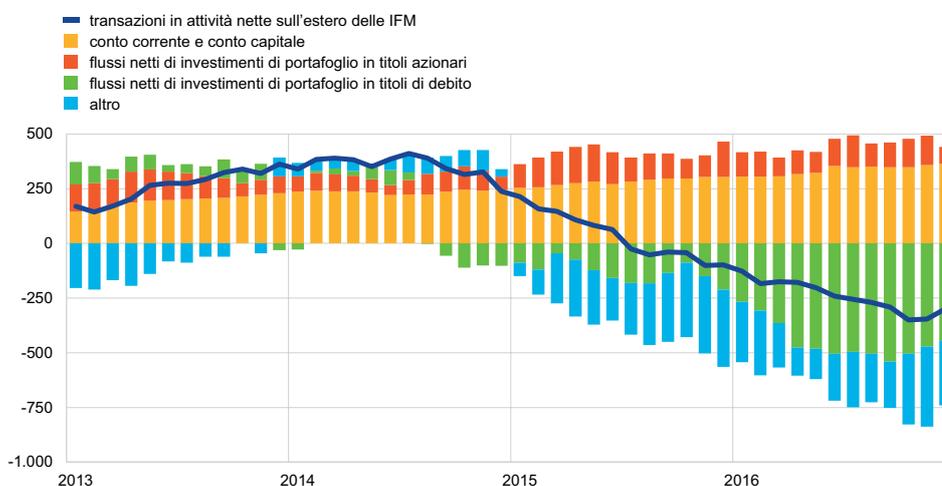
Fonte: BCE.

Note: per le attività, un dato positivo (negativo) indica acquisti (vendite) netti di titoli esteri da parte di investitori nazionali. Per le passività, un dato positivo (negativo) indica vendite (acquisti) nette di titoli nazionali da parte di investitori esteri. Per i flussi netti, un dato positivo (negativo) indica deflussi (afflussi) netti dal (nel) rispettivo paese / area dell'euro. I titoli azionari comprendono le azioni di fondi di investimento.

Grafico E

Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; somme mobili su 12 mesi dei flussi mensili)



Fonte: BCE.

Note: un dato positivo (negativo) si riferisce a un afflusso (deflusso) netto / aumento (riduzione) delle attività nette sull'estero delle IFM. Tutte le transazioni di b.d.p. si riferiscono ai settori diversi dalle IFM. "Altro" comprende i flussi netti per IDE, altri investimenti e derivati finanziari e discrepanze tra la bilancia dei pagamenti e le statistiche monetarie, nonché errori e omissioni. L'osservazione più recente è relativa a dicembre 2016.

Nei settori diversi dalle IFM, le ricomposizioni dei portafogli a scapito dei titoli di debito dell'area dell'euro hanno continuato a pesare sulla posizione netta sull'estero delle IFM dell'area nel 2016 (cfr. grafico E). I flussi di investimenti di portafoglio nell'area dell'euro, escluso il settore delle IFM, hanno seguito da vicino l'andamento dell'economia nel suo insieme, come illustrato nel grafico A. La posizione netta sull'estero delle IFM rispecchia transazioni legate a flussi commerciali e finanziari dei settori diversi dalle IFM. Come si evince dalla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti, i deflussi netti di investimenti di portafoglio in titoli di debito nei settori diversi dalle IFM hanno avuto un impatto sempre più negativo sulla crescita annuale di M3 nell'area dell'euro nel 2016 per effetto della posizione netta sull'estero delle IFM. Per converso, le attività nette sull'estero delle IFM hanno continuato ad essere sostenute dalle transazioni con soggetti diversi dalle IFM legate all'avanzo corrente dell'area dell'euro e, in misura minore, agli afflussi netti di investimenti azionari.

L'impatto delle misure non convenzionali della BCE sulle condizioni di finanziamento: il punto delle evidenze recenti

A partire da giugno 2014 la BCE ha adottato una serie di misure non convenzionali di politica monetaria, volte a ricondurre i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Fra queste rientrano le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT), la riduzione del tasso sui depositi presso la banca centrale sino a valori negativi e un più ampio programma di acquisto di attività (PAA), incentrato su una vasta gamma di titoli di qualità elevata (investment grade) dei settori pubblico e privato. Questo insieme di misure trova fondamento nelle indicazioni prospettiche (forward guidance) sul futuro profilo dei tassi di interesse di riferimento della BCE, che dovrebbero rimanere su livelli pari o inferiori a quelli attuali per un prolungato periodo di tempo, ben oltre l'orizzonte degli acquisti netti di attività, e in relazione agli acquisti di attività, che secondo le intenzioni proseguiranno al ritmo attuale "sino alla fine di dicembre 2017 o anche oltre se necessario, e in ogni caso finché il Consiglio direttivo non risconterà un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi, coerente con il proprio obiettivo di inflazione". Nell'ambito delle indicazioni prospettiche, la BCE ha inoltre ribadito di essere pronta a incrementare gli acquisti di attività in termini di entità e/o durata qualora si manifestassero prospettive meno favorevoli o un inasprimento ingiustificato delle condizioni finanziarie.

Il presente riquadro fa il punto delle recenti evidenze sull'efficacia di tali misure nel sostenere le condizioni di finanziamento e l'intermediazione creditizia.

L'adozione di misure non convenzionali di politica monetaria da parte delle maggiori banche centrali, nonché i loro effetti e meccanismi di funzionamento, sono stati al centro di numerose ricerche accademiche negli ultimi anni¹. Questo riquadro passa in rassegna alcune delle principali indicazioni ricavabili da tali studi con riferimento all'area dell'euro; in particolare, si concentra sugli aggiustamenti dei prezzi nei mercati finanziari e dell'erogazione del credito bancario, che rappresentano i primi fondamentali stadi del processo di trasmissione della politica monetaria². Le evidenze empiriche sono suddivise in base a tre canali di trasmissione stilizzati: la segnalazione, la trasmissione diretta e il riequilibrio dei portafogli.

Attraverso il canale di segnalazione, le misure non convenzionali hanno contribuito a far sì che, conformemente alle intenzioni della BCE, i tassi di interesse a breve termine si mantenessero su livelli contenuti per un prolungato periodo di tempo; hanno inoltre sostenuto le aspettative di inflazione. L'abbassamento del tasso sui depositi presso la banca centrale sino a raggiungere valori inferiori allo zero è stato un efficace strumento per segnalare la possibilità che i tassi di interesse a breve sarebbero rimasti bassi, o sarebbero

¹ Per gli Stati Uniti cfr. ad esempio Krishnamurthy, A. e Vissing-Jorgensen, A., "The Effects of Quantitative Easing on Long-term Interest Rates", *Brookings Papers on Economic Activity*, autunno 2011, pagg. 215-265, e Gagnon, J., Raskin, M., Remache, J. e Sack, B., "The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases", *International Journal of Central Banking*, vol. 7(1), 2011, pagg.3-43; con riguardo al Regno Unito cfr. Joyce, M.A.S., Lasaosa, A., Stevens, I. e Tong, M., "The Financial Market Impact of Quantitative Easing in the United Kingdom", *International Journal of Central Banking*, vol. 7(3), 2011, pagg. 113-161.

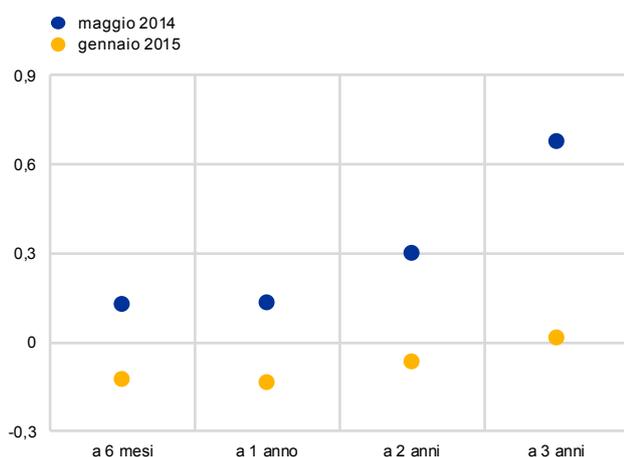
² Per una valutazione esaustiva delle misure non convenzionali della BCE, cfr. l'articolo *La trasmissione delle recenti misure non convenzionali di politica monetaria* nel numero 7/2015 di questo Bollettino.

persino scesi ulteriormente, più a lungo di quanto altrimenti atteso; ciò ha rafforzato l'effetto del PAA della BCE sull'intera curva dei rendimenti.

Grafico A

Tassi a termine (OIS) sull'Eonia a tre mesi

(percentuali su base annua; orizzonte)



Fonte: BCE.

Una parte considerevole del calo del profilo atteso dei tassi di interesse a breve termine è imputabile alle misure non convenzionali di politica monetaria. Il grafico A mette a confronto due diverse configurazioni della struttura a termine dei tassi swap a tre mesi sull'indice overnight (overnight index swap, OIS), buona approssimazione delle attese di mercato sull'evoluzione dei tassi di interesse nominali a breve³. La prima risale al maggio 2014, subito prima dell'avvio delle misure non convenzionali; la seconda è immediatamente successiva alla riunione del Consiglio direttivo del 22 gennaio 2015, quando è stato annunciato il PAA. Tra maggio 2014 e gennaio 2015 le aspettative di mercato sui tassi di interesse hanno registrato una marcata correzione al ribasso, come indica ad esempio il calo dei tassi OIS su un orizzonte di tre anni, scesi di circa 70 punti base. Oltre alle misure di politica monetaria, diversi fattori potrebbero potenzialmente aver contribuito a tali variazioni. Uno dei metodi utilizzati nella letteratura per isolare l'incidenza delle misure

della BCE consiste nell'esaminare gli andamenti dei prezzi delle attività intorno agli annunci di politica monetaria (approccio spesso definito di "event study")⁴. Tale metodo conferma che l'abbassamento del profilo atteso dei tassi a breve termine può essere ricondotto per una parte rilevante alle misure non convenzionali di politica monetaria⁵. Ne emerge inoltre che le misure hanno esercitato effetti di segnalazione sulle aspettative di inflazione, aumentate in maniera marcata, soprattutto intorno alle date dei diversi annunci riguardanti il PAA⁶. Il ri-ancoraggio delle aspettative di

³ In linea di principio, è possibile che i tassi a termine OIS non riflettano appieno i tassi di interesse a breve attesi, poiché potrebbero incorporare un premio a termine. Nondimeno, tale osservazione perde rilevanza se si considera che l'attenzione è concentrata sulle scadenze a breve e a medio termine, che tendono a offrire una remunerazione più modesta del rischio a termine.

⁴ Poiché i mercati finanziari seguono un orientamento prospettico, i prezzi delle attività rispondono alle misure di politica monetaria quando le aspettative concernenti tali misure si formano e sono riviste, specie nel periodo intorno agli annunci di politica monetaria. Approcci event study analoghi sono stati utilizzati per valutare le misure di politica monetaria adottate negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Per il primo caso cfr. ad esempio Krishnamurthy, A. e Vissing-Jorgensen, A., op. cit.; per il Regno Unito, cfr. Joyce, M.A.S., Lasaosa, A., Stevens, I. e Tong, M., op. cit.

⁵ Il canale di segnalazione ha contribuito anche a contenere le incertezze sui futuri livelli dei tassi di interesse. Una minore volatilità dei tassi di interesse riduce la probabilità di ampie oscillazioni dei tassi e, di conseguenza, la rischiosità delle obbligazioni a lunga scadenza, inducendo così una flessione dei premi a termine.

⁶ Ad esempio, si è riscontrato che l'annuncio del PAA nel gennaio 2015 ha incrementato le aspettative di inflazione su tutte le scadenze; per quelle a cinque anni l'impatto sulle aspettative di inflazione desunte dai contratti di swap indicizzati all'inflazione è variato tra 10 e 30 punti base. Cfr. Altavilla, C., Carboni, G. e Motto, R., "Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area", *Working Paper Series*, n. 1864, BCE, 2015; Ambler, S. e Rumler, F., "The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy Announcements in the Euro Area: An Event and Econometric Study", *Oesterreichische Nationalbank Working Papers*, n. 212, Oesterreichische Nationalbank, 2017.

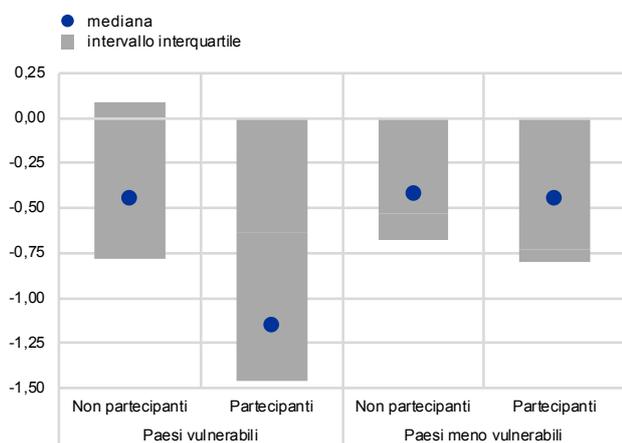
inflazione è funzionale al perseguimento di un obiettivo di aggiustamento durevole del profilo dei prezzi⁷.

Mediante il canale della trasmissione diretta, la politica monetaria ha indotto un ulteriore prolungato allentamento nei segmenti di mercato oggetto delle misure non convenzionali. Oltre a determinare un allentamento generalizzato delle condizioni finanziarie, le misure di politica monetaria della BCE sono state concepite per migliorare direttamente il modo in cui lo stimolo da esse generato si trasmette alle condizioni di prestito per imprese e famiglie. L'efficacia di tale canale è particolarmente evidente nel caso delle OMRLT, che incorporano un meccanismo di incentivo volto ad assicurare che i favorevoli costi di finanziamento offerti alle banche si trasmettano, in ultima istanza, ai prenditori⁸.

Grafico B

Variazioni dei tassi sui prestiti alle società non finanziarie: OMRLT-I

(punti percentuali)



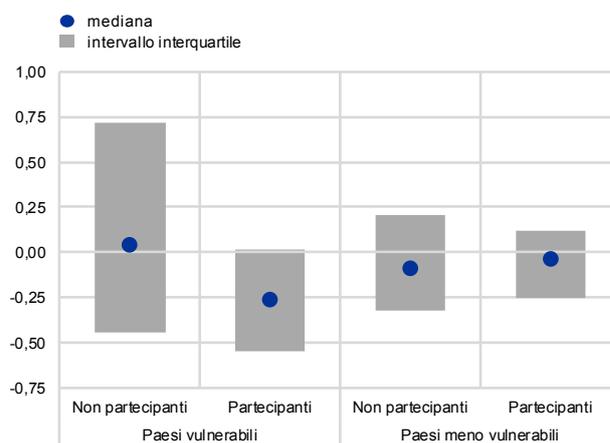
Fonte: BCE.

Note: il grafico copre il periodo compreso tra giugno 2014 e luglio 2015. Nei paesi "vulnerabili" il gruppo dei "non partecipanti" comprende 10 banche, quello dei "partecipanti" 49 banche. Nei paesi "meno vulnerabili", il gruppo dei "non partecipanti" include 71 banche e il gruppo dei "partecipanti" 43 banche.

Grafico C

Variazioni dei tassi sui prestiti alle società non finanziarie: OMRLT-II

(punti percentuali)



Fonte: BCE.

Note: il grafico copre il periodo compreso tra marzo e dicembre 2016. Nei paesi "vulnerabili" il gruppo dei "non partecipanti" comprende 24 banche, quello dei "partecipanti" 47 banche. Nei paesi "meno vulnerabili", il gruppo dei "non partecipanti" include 73 banche e il gruppo dei "partecipanti" 51 banche.

I grafici B e C riportano alcune evidenze su questo canale, utilizzando informazioni relative ai tassi di prestito applicati dalle banche e agli importi da esse richiesti nelle due serie di OMRLT. Ne emerge che gli intermediari con sede nei paesi vulnerabili che hanno preso parte alle OMRLT hanno ridotto i tassi sui prestiti in misura

⁷ Nello specifico, una valutazione basata su modelli suggerisce che questo canale di ri-ancoraggio potrebbe rappresentare un terzo dell'impatto del PAA sull'inflazione. Cfr. Andrade, P., Breckenfelder, J., De Fiore, F. e Karadi, P., "The ECB's asset purchase programme: an early assessment", *Working Paper Series*, n. 1956, BCE, 2016.

⁸ Le OMRLT sono operazioni mirate nella misura in cui gli importi che le banche possono prendere in prestito sono collegati ai prestiti da esse erogati a società non finanziarie e famiglie. Nel quadro delle OMRLT-II, il meccanismo di incentivo opera attraverso effetti di prezzo: se le banche partecipanti superano il rispettivo parametro quantitativo per la creazione di credito, il tasso di interesse sull'ammontare preso a prestito a titolo delle OMRLT-II si riduce rispetto ai normali costi di finanziamento (pari al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali applicabile al momento del regolamento) e può diminuire sino a raggiungere il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale vigente.

superiore ai non partecipanti⁹. Ciò ha contribuito a indirizzare lo stimolo monetario verso i prenditori del settore privato dell'area dell'euro, che più necessitano di un accomodamento.

Infine, attraverso il canale di riequilibrio dei portafogli le misure non convenzionali della BCE hanno compresso i premi di rischio per un ampio ventaglio di classi di attività. Tipicamente gli acquisti di attività da parte della banca centrale comportano l'assorbimento di obbligazioni a medio e a più lungo termine in cambio di riserve presso la banca centrale con durata finanziaria pari a zero. Di conseguenza, gli investitori sono incentivati a riequilibrare i portafogli verso altri segmenti di mercato, più rischiosi, pur dovendo accettare una remunerazione inferiore a fronte del rischio. Ciò è dovuto al fatto che gli acquisti della banca centrale liberano capacità di assunzione di rischi nel settore privato e inducono una diminuzione dei rendimenti corretti per il rischio sulle attività oggetto dei programmi di acquisto, spingendo così gli investitori a considerare altre opzioni. Per far chiarezza su questo canale, i grafici D ed E mostrano le variazioni dei rendimenti sui titoli di alcuni paesi dell'area dell'euro durante la conferenza stampa del 22 gennaio 2015, in cui il PAA è stato annunciato¹⁰. Come previsto dalla teoria, il calo dei rendimenti è stato tanto più pronunciato quanto maggiore la vita residua del titolo. Anche le reazioni dei prezzi delle attività più in generale confermano che le misure della BCE hanno determinato un allentamento delle condizioni finanziarie, reso evidente dall'evoluzione più favorevole dei mercati azionari e dalla flessione dei rendimenti sulle obbligazioni societarie intorno all'annuncio del programma. Si potrebbe sostenere che, limitando la valutazione alla reazione mostrata dai mercati il 22 gennaio 2015, data dell'annuncio ufficiale, non vengono colte altre evidenze, in base alle quali le comunicazioni della BCE che lasciavano intuire l'imminente avvio di un programma di acquisto hanno iniziato a influire sulle attese dei mercati già nel settembre 2014. Se si considerano tali effetti di anticipazione, la risposta dei prezzi delle attività risulta analoga, sotto il profilo qualitativo, a quella osservata dopo l'annuncio del PAA del 22 gennaio 2015; da un punto di vista quantitativo, il PAA spiega gran parte del calo evidenziato dai rendimenti delle obbligazioni a lungo termine dell'area dell'euro dal settembre 2014¹¹. Inoltre, i premi di rischio si sono ridotti per un'ampia gamma di classi di attività, a indicare ricadute indirette sugli strumenti esclusi dal programma. Nelle successive ricalibrature del PAA, è divenuto sempre più difficile individuare gli effetti del programma attraverso studi di evento,

⁹ Ai fini del presente riquadro l'espressione "paesi vulnerabili" si riferisce a Irlanda, Grecia, Spagna, Italia, Cipro, Portogallo e Slovenia, mentre i "paesi meno vulnerabili" comprendono le altre economie dell'area dell'euro.

¹⁰ I grafici D ed E riportano le variazioni dei rendimenti registrate tra le ore 14:30 e le ore 16:00 (ora dell'Europa centrale) del 22 gennaio 2015, ossia dall'inizio della conferenza stampa sino a poco dopo la sua conclusione.

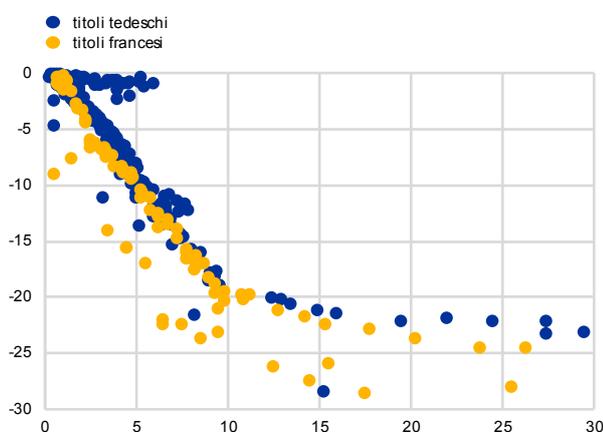
¹¹ L'impatto attribuibile al PAA consiste soprattutto in "effetti di stock", vale a dire persistenti variazioni dei rendimenti associate con l'assorbimento di titoli da parte delle banche centrali. Cfr. ad esempio Altavilla, C., Carboni, G. e Motto, R., op. cit.; Blattner, S.T. e Joyce, M.A.S., "Net debt supply shocks in the euro area and the implications for QE", *Working Paper Series*, n. 1957, BCE, 2016; De Santis, R., "Impact of the asset purchase programme on euro area government bond yields using market news", *Working Paper Series*, n. 1939, BCE, 2016; Kojien, R.S.J., Koulischer, F., Nguyen, B. e Yogo, M., "Quantitative easing in the euro area: The dynamics of risk exposure and the impact on asset prices", *Banque de France Working Papers*, n. 601, Banque de France, 2016. Anche l'impatto dell'effettiva attuazione degli acquisti ("effetti di flusso") risulta significativo, benché più contenuto degli effetti di stock. Cfr. Holm-Hadulla, F. e De Santis, R., "Flow effects of ECB sovereign bond purchases: evidence from a natural experiment", *Working Paper Series*, BCE, di prossima pubblicazione.

poiché nel tempo gli operatori di mercato hanno gradualmente rivisto le proprie aspettative riguardo al pacchetto di misure sulla base del continuo flusso di dati economici¹². Al tempo stesso, anche le ricerche che tentano di superare il problema ricorrendo a serie temporali e alla variazione cross-section dei prezzi delle attività e dei volumi di acquisto confermano che la contrazione dei premi di rischio a lungo termine registrata nell'area dell'euro da settembre 2014 è dovuta principalmente alle misure della BCE¹³.

Grafico D

Variazioni dei rendimenti sui titoli tedeschi e francesi in seguito all'annuncio del PAA il 22 gennaio 2015

(punti base; anni di vita residua)

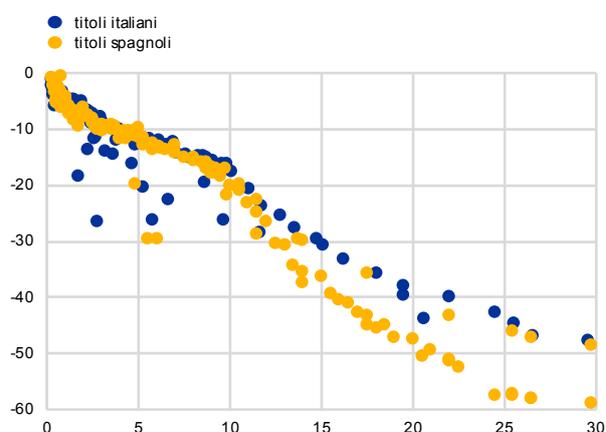


Fonte: elaborazioni della BCE.

Grafico E

Variazioni dei rendimenti sui titoli italiani e spagnoli in seguito all'annuncio del PAA il 22 gennaio 2015

(punti base; anni di vita residua)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Il canale di riequilibrio non solo ha influito sulle attività finanziarie, ha anche fornito alle banche gli incentivi per migliorare le condizioni creditizie per famiglie e imprese non finanziarie. Numerose analisi empiriche evidenziano che gli effetti delle diverse misure sulle condizioni di prestito si sono rafforzati a vicenda¹⁴. Dal lato delle passività, ad esempio, le OMRLT hanno ridimensionato i costi di finanziamento per le banche partecipanti alle operazioni, mentre il PAA e le riduzioni dei tassi di interesse hanno ridotto il costo della provvista per l'intero sistema bancario. Dal lato delle attività, i tassi di interesse negativi sulla liquidità in eccesso hanno amplificato gli effetti di riequilibrio dei portafogli. L'onere implicito gravante sulle riserve in eccesso ha infatti aumentato la velocità di circolazione di queste ultime nel mercato monetario, accrescendo il vantaggio relativo delle banche

¹² Ciò è emerso con evidenza, ad esempio, nel quadro dell'ultima ricalibrazione dell'orientamento di politica monetaria della BCE in occasione della riunione del Consiglio direttivo dell'8 dicembre 2016; questa era ampiamente prevista dal mercato, come hanno confermato i risultati delle indagini congiunturali.

¹³ Cfr. ad esempio Blattner, S.T. e Joyce, M.A.S., op. cit.

¹⁴ Cfr. ad esempio Albertazzi, U., Becker, B. e Boucinha, M., "Portfolio Rebalancing and the Transmission of Large-Scale Asset Programs: Evidence from the Euro Area", disponibile negli atti di conferenza *Monetary policy pass-through and credit markets - ECB conference 27-28 October 2016*, BCE, Francoforte sul Meno, 2016; Altavilla, C., Canova, F. e Ciccarelli, M., "Mending the broken link: heterogeneous bank lending and monetary policy pass-through", *Working Paper Series*, n. 1978, BCE, 2016; Boeckx, J., De Sola Perea, M. e Peersman, G., "The Transmission Mechanism of Credit Support Policies in the Euro Area", *Working Paper Research*, n. 302, Nationale Bank van België / Banque Nationale de Belgique, 2016.

a erogare prestiti o detenere titoli con un rendimento più elevato. Al tempo stesso, l'esatto profilo dei conseguenti miglioramenti delle condizioni creditizie ha differito a seconda delle caratteristiche delle banche e/o del paese.

Nel caso delle banche che hanno fatto maggiore ricorso alle OMRLT e che sono soggette a vincoli di bilancio più stringenti, le misure si sono tendenzialmente tradotte in una riduzione dei tassi sui prestiti. Ad esempio, gli intermediari ubicati in un paese vulnerabile con elevati livelli di partecipazione alle OMRLT hanno risposto alle misure di politica monetaria soprattutto attraverso un abbassamento dei tassi sui prestiti alle società non finanziarie¹⁵. In questi casi, il flusso di credito ha mostrato una ripresa solo graduale, anche a causa della necessità strutturale di ridurre il grado di leva finanziaria e della debolezza della domanda ciclica, connessa alla lenta ripresa economica dei paesi vulnerabili. La forte trasmissione ai tassi sui prestiti nei paesi maggiormente colpiti dalla crisi finanziaria dipende per lo più dalla normalizzazione delle condizioni dopo le precedenti rettifiche di valore. Questo ha determinato anche un calo della dispersione dei tassi sui prestiti bancari e una minore frammentazione delle condizioni di finanziamento tra i paesi dell'area dell'euro¹⁶.

Nel caso delle banche che detengono liquidità in eccesso e registrano una significativa domanda di credito, lo stimolo ha tendenzialmente indotto un aumento dei volumi di prestito. Per effetto delle misure della BCE, le banche ubicate nei paesi in cui la ripresa economica si va consolidando più rapidamente hanno riequilibrato i propri portafogli incrementando l'erogazione di credito. In questi paesi, l'impatto sul costo del credito è meno significativo che nelle economie più vulnerabili, forse perché differenziali e premi hanno già subito una riduzione. Inoltre, le posizioni di bilancio relativamente solide evidenziate dalle banche dei paesi meno vulnerabili hanno creato margine di manovra per un'espansione delle attività. Infine, le evidenze che accompagnano tali risultati suggeriscono che i tassi di riferimento negativi hanno potenziato gli incentivi al riequilibrio dei portafogli, visto che l'incremento dei volumi creditizi è stato particolarmente significativo per le banche con elevati livelli di liquidità in eccesso¹⁷.

Nel complesso, le evidenze avvalorano la visione della trasmissione della politica monetaria che enfatizza l'importanza della situazione di bilancio delle banche per i termini e le condizioni di credito. Esse mostrano inoltre che la trasmissione degli acquisti di attività in un sistema basato sulle banche, quale l'area dell'euro, non è più debole che nei sistemi incentrati sui mercati dei capitali. Unitamente ai tassi di interesse negativi e alle operazioni mirate di finanziamento, lo stimolo della BCE ha determinato miglioramenti tangibili delle condizioni di prestito per l'economia reale.

¹⁵ Ad esempio, alla fine del dicembre 2015 le misure non convenzionali avevano fornito un contributo di 40 punti base al mantenimento su livelli contenuti dei tassi sui nuovi prestiti. Cfr. Altavilla, C., Canova, F. e Ciccarelli, M., op. cit. Cfr. anche Albertazzi, U., Nobili, A. e Signoretti, F., "The Bank Lending Channel of Conventional and Unconventional Monetary Policy", *Temì di discussione*, n. 1094, Banca d'Italia, 2016.

¹⁶ Cfr. anche l'articolo *I tassi di interesse sui prestiti delle IFM e il meccanismo di trasmissione in tempi di politica monetaria non convenzionale* nel numero 1/2017 di questo Bollettino.

¹⁷ Demiralp, S., Eisenschmidt, J. e Vlassopoulos, T., "Negative interest rates, excess liquidity and bank business models: banks' reaction to unconventional monetary policy in the euro area", *Working Paper Series*, BCE, di prossima pubblicazione.

Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 26 ottobre 2016 al 24 gennaio 2017

Questo riquadro descrive le operazioni di politica monetaria della BCE durante il settimo e l'ottavo periodo di mantenimento delle riserve del 2016, ossia dal 26 ottobre al 13 dicembre 2016 e dal 14 dicembre 2016 al 24 gennaio 2017. Nel periodo in esame, i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale (ORP), su quelle di rifinanziamento marginale (ORM) e sui depositi presso la banca centrale sono rimasti invariati, rispettivamente, allo 0,00, 0,25 e -0,40 per cento.

Il 21 dicembre è stata regolata per un importo di 62,2 miliardi di euro la terza operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) della seconda serie di OMRLT (OMRLT-II). La liquidità immessa con questa operazione è stata in parte compensata da rimborsi volontari per la seconda operazione OMRLT-I, per complessivi 14,2 miliardi di euro. L'immissione netta di liquidità pari a 48,0 miliardi di euro ha comportato un aumento dell'ammontare totale per entrambi i programmi di OMRLT, saliti a 545,7 miliardi di euro alla fine del periodo considerato. L'Eurosistema ha inoltre continuato ad acquistare titoli del settore pubblico, obbligazioni garantite, attività cartolarizzate e titoli del settore privato nell'ambito del proprio programma ampliato di acquisto di attività (PAA), per un importo programmato di 80 miliardi di euro al mese.

Fabbisogno di liquidità

Nel periodo in esame il fabbisogno giornaliero di liquidità del sistema bancario, definito come la somma di fattori autonomi e riserve obbligatorie, si è collocato a 993,2 miliardi di euro, in rialzo di 85,2 miliardi rispetto al periodo di riferimento precedente (ovvero al quinto e al sesto periodo di mantenimento del 2016). Il maggiore fabbisogno di liquidità è pressoché interamente ascrivibile a un aumento dei fattori autonomi netti, cresciuti di 84,3 miliardi di euro, al massimo storico di 875,2 miliardi, a fronte di un incremento solo marginale delle riserve obbligatorie minime (cfr. tavola).

L'aumento dei fattori autonomi è principalmente il risultato di un incremento dei fattori di assorbimento della liquidità. Tale incremento è principalmente dovuto alla domanda media di banconote, che è aumentata di 14,9 miliardi di euro, portandosi a 1.110,5 miliardi, sostanzialmente in linea con il consueto profilo di fine anno. Anche gli altri fattori autonomi sono aumentati di 13,0 miliardi di euro, portandosi a 682,3 miliardi. I depositi delle amministrazioni pubbliche sono rimasti sostanzialmente invariati, aumentando solo di 0,1 miliardi di euro e portandosi a 152,0 miliardi.

I fattori di immissione di liquidità sono diminuiti nel periodo in esame, come risultato di un protratto calo delle attività nette denominate in euro unitamente a una leggera diminuzione delle attività nette sull'estero. Le attività nette denominate in euro sono diminuite in media a 388,4 miliardi di euro, 51,5 miliardi in meno rispetto al periodo di riferimento precedente, a causa di una riduzione delle attività finanziarie detenute dall'Eurosistema per fini diversi dalla politica monetaria, nonché di un aumento delle passività detenute dagli istituti esteri presso le banche centrali nazionali. È probabile che tali istituti abbiano aumentato le proprie disponibilità in conseguenza di limitate opportunità di investimento sul mercato. Le attività nette sull'estero sono diminuite, in media, di 4,7 miliardi, a 681,5 miliardi.

Tavola

Situazione di liquidità dell'Eurosistema

	Dal 24 ottobre 2016 al 24 gennaio 2017	Dal 27 luglio 2016 al 25 ottobre 2016	Ottavo periodo di mantenimento	Settimo periodo di mantenimento			
Passività – Fabbisogno di liquidità (valori medi; miliardi di euro)							
Fattori di liquidità autonomi	1.944,8	(+28,1)	1.916,7	1.942,8	(-3,7)	1.946,5	(+8,1)
Banconote in circolazione	1.110,5	(+14,9)	1.095,5	1.119,1	(+16,1)	1.103,1	(+8,3)
Depositi delle amministrazioni pubbliche	152,0	(+0,1)	151,9	143,0	(-16,6)	159,7	(-8,6)
Altri fattori autonomi	682,3	(+13,0)	669,3	680,6	(-3,2)	683,7	(+8,4)
Strumenti di politica monetaria							
Conti correnti	867,8	(+105,8)	762,0	919,0	(+95,2)	823,9	(+46,5)
Riserve obbligatorie minime	118,0	(+0,8)	117,2	118,8	(+1,4)	117,4	(-0,4)
Depositi presso la banca centrale	437,1	(+67,2)	369,9	434,4	(-4,9)	439,4	(+52,1)
Operazioni di regolazione puntuale (fine-tuning) di assorbimento di liquidità	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Attività – Offerta di liquidità (valori medi; miliardi di euro)							
Fattori di liquidità autonomi	1.070,0	(-56,2)	1.126,2	1.042,1	(-51,8)	1.093,9	(-21,6)
Attività nette sull'estero	681,5	(-4,7)	686,3	674,7	(-12,8)	687,4	(-0,4)
Attività nette denominate in euro	388,4	(-51,5)	439,9	367,4	(-39,1)	406,5	(-21,3)
Strumenti di politica monetaria							
Operazioni di mercato aperto	2.179,9	(+257,2)	1.922,7	2.254,3	(+138,3)	2.116,0	(+128,1)
Operazioni d'asta offerte	563,2	(+29,7)	533,5	583,5	(+37,8)	545,8	(+4,9)
ORP	34,3	(-6,4)	40,6	34,6	(+0,6)	34,0	(-3,4)
ORLT a tre mesi	13,3	(-6,1)	19,3	11,7	(-2,9)	14,6	(-3,1)
Operazioni ORLT-I	47,2	(-13,1)	60,3	40,8	(-11,8)	52,6	(-3,7)
Operazioni ORLT-II	468,5	(+55,2)	413,2	496,4	(+51,8)	444,6	(+15,1)
Portafogli definitivi	1.616,7	(+227,4)	1.389,2	1.670,8	(+100,6)	1.570,2	(+123,2)
Primo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	13,1	(-2,8)	15,9	12,5	(-1,0)	13,5	(-1,7)
Secondo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	7,0	(-0,4)	7,4	6,9	(-0,1)	7,0	(-0,2)
Terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	202,7	(+11,2)	191,6	205,0	(+4,2)	200,8	(+6,1)
Programma per il mercato dei titoli finanziari	102,2	(-4,9)	107,1	102,2	(-0,0)	102,2	(-3,2)
Programma di acquisto di attività cartolarizzate	22,4	(+1,9)	20,5	23,0	(+1,0)	21,9	(+1,2)
Programma di acquisto di titoli del settore pubblico	1.221,2	(+198,2)	1.023,0	1.268,6	(+88,0)	1.180,6	(+107,7)
Programma di acquisto di titoli del settore privato	48,0	(+24,2)	23,9	52,6	(+8,5)	44,1	(+13,3)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,2	(+0,1)	0,1	0,2	(+0,1)	0,2	(+0,1)
Altre informazioni basate sulla liquidità (valori medi; miliardi di euro)							
Fabbisogno aggregato di liquidità	993,2	(+85,2)	908,0	1.019,9	(+49,5)	970,3	(+29,3)
Fattori autonomi ¹⁾	875,2	(+84,3)	790,8	901,1	(+48,2)	852,9	(+29,6)
Liquidità in eccesso	1.186,7	(+172,0)	1.014,7	1.234,5	(+88,8)	1.145,7	(+98,9)
Andamento dei tassi di interesse (valori medi; percentuali)							
ORP	0,00	(+0,00)	0,00	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,25	(+0,00)	0,25	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Depositi presso la banca centrale	-0,40	(+0,00)	-0,40	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)
EONIA	-0,350	(-0,008)	-0,342	-0,351	(-0,003)	-0,348	(-0,003)

Fonte: BCE.

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

1) Il valore globale dei fattori autonomi comprende anche "voci in via di definizione".

La volatilità dei fattori autonomi è rimasta elevata e sostanzialmente invariata rispetto al periodo di riferimento precedente. Tale volatilità ha riflesso principalmente le fluttuazioni dei depositi delle amministrazioni pubbliche e delle attività nette denominate in euro.

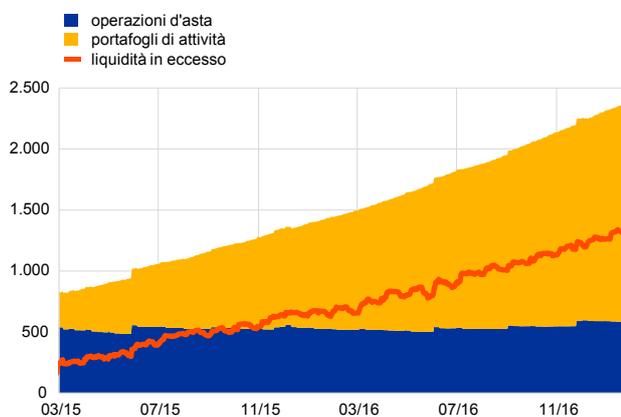
Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

L'ammontare medio di liquidità offerta tramite operazioni di mercato aperto (operazioni d'asta e programmi di acquisto di attività) è aumentato di 257,2 miliardi di euro, a 2.179,9 miliardi (cfr. grafico). L'aumento è dovuto principalmente al programma ampliato di acquisto di attività della BCE.

Grafico

Andamento degli strumenti di politica monetaria e liquidità in eccesso

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Il livello medio della liquidità offerta tramite

operazioni d'asta è aumentato di 29,7 miliardi di euro, fino a 563,2 miliardi.

L'aumento della liquidità offerta mediante le OMRLT ha più che compensato la diminuzione della liquidità fornita mediante le operazioni ordinarie. La liquidità fornita tramite ORP e ORLT a tre mesi è scesa, rispettivamente, di 6,4 miliardi e 6,1 miliardi di euro, mentre l'ammontare medio in essere delle OMRLT è cresciuto di 42,1 miliardi, in gran parte per effetto netto del regolamento della terza operazione OMRLT-II e dei rimborsi volontari delle somme prese in prestito tramite la seconda operazione OMRLT-I.

Il livello medio della liquidità offerta tramite PAA è aumentato di 227,4 miliardi di euro, a 1.616,7 miliardi, soprattutto per effetto del programma di acquisto di titoli del settore pubblico.

La liquidità media immessa mediante tale programma, il terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite, il

programma di acquisto di attività cartolarizzate e il programma per l'acquisto di attività del settore privato è cresciuta rispettivamente di 198,2, 11,2, 1,9 e 24,2 miliardi di euro rispettivamente. I rimborsi delle obbligazioni detenute nell'ambito del programma per il mercato dei titoli finanziari e dei due precedenti programmi di acquisto di obbligazioni garantite sono ammontati a complessivi 8,1 miliardi di euro.

Liquidità in eccesso

A seguito degli andamenti sopra illustrati, nel periodo in esame la liquidità in eccesso media è aumentata di 172,0 miliardi di euro, a 1.186,7 miliardi

(cfr. grafico). Nel settimo periodo di mantenimento, la liquidità in eccesso media è cresciuta di 98,9 miliardi di euro per effetto della liquidità immessa tramite il PAA. Il minore incremento di 88,8 miliardi di euro durante l'ottavo periodo di mantenimento è riconducibile soprattutto a una diminuzione dei fattori autonomi di immissione di liquidità di 51,8 miliardi di euro, che ha in parte compensato la liquidità immessa tramite il programma ampliato di acquisto di attività. Il ritmo di acquisto di attività nell'ambito dei programmi di acquisto è inoltre risultato rallentato nell'ottavo periodo di mantenimento a causa delle festività natalizie.

La crescita della liquidità in eccesso ha trovato riscontro soprattutto in un aumento delle disponibilità di conto corrente nel periodo in esame, in rialzo di 105,8 miliardi di euro, collocandosi a 867,8 miliardi. In media, il ricorso ai depositi presso la banca centrale è salito di 67,2 miliardi di euro, a 437,1 miliardi.

Andamenti dei tassi di interesse

I tassi overnight del mercato monetario sono rimasti in prossimità del tasso sui depositi presso la banca centrale (anche se alcuni sono scesi al di sotto

di tale valore), mentre sono stati osservati tassi ai minimi storici nel periodo di fine anno nel mercato pronti contro termine. Nel segmento non garantito, il tasso Eonia (euro overnight index average) si è collocato in media a -0,350 per cento, marginalmente in calo rispetto al -0,342 per cento del periodo di riferimento precedente. L'Eonia ha oscillato entro un intervallo relativamente stretto, con un picco pari a -0,329 per cento l'ultimo giorno del 2016 e un valore minimo pari a -0,356 per cento. Inoltre, nel segmento garantito, i tassi medi dei pronti contro termine overnight nel mercato GC Pooling sono scesi lievemente a -0,405 e -0,399 per cento, rispettivamente, per il paniere dei collateral standard e ampliato, ovvero in ribasso di 0,004 punti percentuali rispetto al periodo di riferimento precedente.

Alcuni tassi hanno raggiunto i minimi storici nel periodo di fine anno in un contesto di vincoli di offerta. Ad esempio, il tasso RFR (RepoFunds Rate) a un giorno per le garanzie collaterali tedesche ha raggiunto il -4,9 per cento nel periodo di fine anno, mentre l'equivalente francese ha registrato il -5,3 per cento. In confronto, il tasso RFR a un giorno relativo a tutto il periodo in rassegna ha registrato un valore medio del -0,86 per cento per le garanzie collaterali tedesche e del -0,75 per cento per le garanzie collaterali francesi. I tassi relativi a collateral di Italia e Spagna hanno registrato un calo minore nel periodo di fine anno. Dopo tale periodo, i tassi dei pronti contro termine sono tornati ai livelli osservati a novembre.

A partire dall'8 dicembre, le banche centrali dell'Eurosistema sono autorizzate ad accettare contanti come garanzia per il prestito di titoli PSPP e non sono tenute a reinvestirli con modalità neutrali sotto il profilo del contante. Questa misura agisce da supporto alla liquidità e al funzionamento del mercato pronti contro termine nell'area dell'euro e consente di alleviare potenziali tensioni correlate alle garanzie all'interno del mercato.

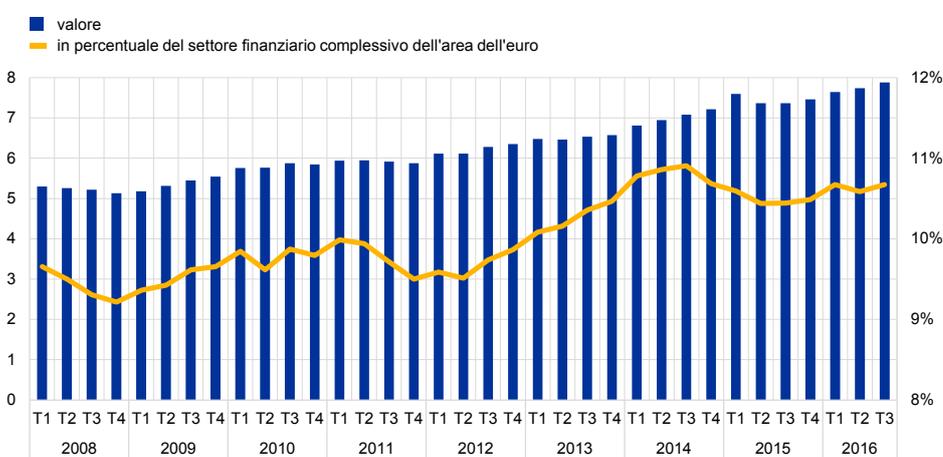
5 Nuove statistiche dell'area dell'euro sulle imprese di assicurazione

Le imprese di assicurazione rappresentano un cospicuo sottosettore nel settore finanziario dell'area dell'euro, con l'11 per cento delle attività totali nel terzo trimestre del 2016. Questo sottosettore è cresciuto costantemente negli anni recenti e le attività totali hanno raggiunto 7.900 miliardi di euro nel terzo trimestre del 2016 (equivalenti al 74 per cento del PIL annuo dell'area dell'euro), come indica il grafico riportato di seguito.

Grafico

Attività totali delle imprese di assicurazione dell'area dell'euro

(in migliaia di miliardi di euro; valori percentuali)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

A febbraio 2017 la BCE ha pubblicato per la prima volta statistiche armonizzate sulle imprese di assicurazione. La serie di dati comprende attività e passività delle imprese di assicurazione su base aggregata e trimestrale per tutta l'area dell'euro, a partire dal terzo trimestre del 2016. Questi dati (assieme a una nuova serie distinta di dati sui fondi pensione) aumentano ulteriormente qualità, copertura e granularità delle statistiche della BCE sul settore finanziario dell'area dell'euro. In questa fase iniziale, la serie riguarda le consistenze in essere; sono previsti per il futuro ulteriori miglioramenti come l'inclusione di dati sulle transazioni, disaggregazioni più dettagliate e pubblicazioni più tempestive delle informazioni.

La serie di dati sulle imprese di assicurazione e i fondi pensione dell'area dell'euro pubblicata dalla BCE da giugno 2011 fino a ottobre 2016 presentava alcune lacune. In particolare, i dati non erano armonizzati per i paesi dell'area; inoltre, alcuni dati erano stime, se non erano disponibili dati effettivi a livello nazionale. Questa serie è stata interrotta dopo la pubblicazione dei dati relativi al secondo trimestre del 2016. Tuttavia, gli utilizzatori delle statistiche sulle imprese di assicurazione possono beneficiare di un collegamento tra vecchia serie e nuova serie, poiché nel quadro del precedente sistema erano stati resi disponibili sotto forma di stime anche i dati sulle imprese di assicurazione relativi al terzo trimestre del 2016.

Le nuove statistiche sulle imprese di assicurazione migliorano sotto diversi aspetti la serie di dati precedente. La nuova serie presenta infatti (a) concetti armonizzati conformi agli standard statistici internazionali, (b) la piena copertura degli enti, (c) disaggregazioni dettagliate di attività e passività, (d) disaggregazioni per tipologia di impresa in ramo vita, ramo non vita, multiramo e riassicurazione e (e) pubblicazioni più tempestive delle informazioni.

Nell'elaborare il sistema di compilazione statistica per la nuova serie di dati, la BCE ha posto in essere un'azione concertata per ridurre al minimo l'onere di segnalazione delle imprese di assicurazione, integrando i requisiti europei sulla segnalazione di dati in ambito statistico e in ambito di vigilanza. In tal modo, il quadro di raccolta di dati statistici consente di trarre le informazioni statistiche, in ampia misura, dai dati trasmessi a fini di vigilanza ai sensi della direttiva dell'Unione europea "Solvibilità II" (Solvency II). Numerose autorità nazionali competenti hanno scelto di ricevere un unico flusso di reportistica per dati statistici e dati di vigilanza, sulla base di modelli di segnalazione preparati dalla BCE, in stretta collaborazione con l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA), che consolidano i requisiti di segnalazione statistica e di vigilanza. L'EIOPA ha predisposto un quadro tecnico comune, basato sulla tassonomia XBRL (eXtensible Business Reporting Language), al fine di agevolare tale integrazione.

Aspetti concettuali attinenti alla misurazione del margine per interventi di bilancio

Le raccomandazioni per la conduzione delle politiche di bilancio fanno spesso riferimento al “margine per interventi di bilancio” dei paesi. Ad esempio, il 5 dicembre 2016 l'Eurogruppo ha evidenziato “l'esistenza di notevoli differenze tra gli Stati membri in termini di margine di bilancio ed esigenze di consolidamento dei conti pubblici”¹. Di conseguenza le raccomandazioni sul piano delle politiche contengono spesso riferimenti al modo in cui tale margine può essere creato, per esempio attraverso l'attuazione di riforme strutturali favorevoli alla crescita².

Il margine per interventi di bilancio descrive generalmente lo spazio di cui dispongono i governi per attuare manovre di bilancio preservando al tempo stesso la solidità complessiva dei conti pubblici. Tuttavia, non esiste un approccio comunemente accettato per la sua misurazione. Infatti le stime differiscono in base al metodo o al modello utilizzato. Le discussioni recenti sul piano delle politiche hanno portato allo sviluppo di approcci diversi che possono essere raggruppati in tre categorie ampie a seconda che tengano conto dei possibili vincoli per le politiche di bilancio derivanti da: a) le norme di bilancio esistenti; b) i rischi per la sostenibilità del debito; c) i cosiddetti “limiti per il debito”, vale a dire le stime del rapporto debito/PIL oltre le quali viene messa in discussione la capacità dei governi di far fronte ai propri obblighi debitori³. Il presente riquadro passa in rassegna e valuta questi diversi concetti nel contesto del quadro di governance dei conti pubblici dell'UE.

Per quanto concerne anzitutto il primo vincolo, il margine per interventi di bilancio degli Stati membri dell'UE deriva dal Patto di stabilità e crescita (PSC) e dalle norme di bilancio nazionali. Le disposizioni del PSC orientano i paesi verso posizioni di bilancio sostenibili nel medio periodo. Esse sono rilevate dai cosiddetti “obiettivi a medio termine” (OMT), che sono definiti come saldi strutturali di bilancio, vale a dire corretti per gli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee. Gli OMT, specifici per paese e stabiliti dal governo, devono rispettare dei valori minimi calcolati in base a una metodologia comune⁴. In questo contesto, la misura più semplice del margine per interventi di bilancio nel quadro del PSC è la distanza del saldo strutturale di un paese dall'OMT. Secondo le previsioni dell'inverno 2017 formulate dalla Commissione europea, solo tre paesi dell'area dell'euro (Germania, Lussemburgo e Paesi Bassi) dovrebbero conseguire nel 2017 risultati migliori dei rispettivi OMT (cfr. tavola). Ai paesi che non hanno ancora raggiunto i propri OMT, il

¹ Cfr. i principali risultati della riunione dell'[Eurogruppo del 5 dicembre 2016](#).

² Cfr. ad esempio [Priorities for structural reforms in G20 countries](#), documento preparatorio interno per la nota del G20 sulla sorveglianza, FMI, Washington, 2016.

³ Per un'altra modalità di classificazione degli approcci esistenti, cfr. “Using the fiscal levers to escape the low-growth trap”, *Economic Outlook*, OCSE, novembre 2016.

⁴ Ai sensi del PSC, gli OMT sono concepiti per soddisfare tre obiettivi: a) che gli Stati membri mantengano un margine di sicurezza che impedisca di violare il valore di riferimento definito dal Trattato di Maastricht per il disavanzo e pari al 3 per cento del PIL, durante le fasi di rallentamento del ciclo economico; b) che il debito degli Stati membri sia sostenibile tenendo conto degli effetti economici e di bilancio dell'invecchiamento demografico; c) che agli Stati membri sia consentito un certo margine per le manovre di bilancio, in particolare per tutelare gli investimenti pubblici.

PSC raccomanda uno sforzo appropriato per porre rimedio alla situazione⁵. Rispetto alle raccomandazioni specifiche per paese relative al 2017, gli sforzi strutturali previsti verso il raggiungimento di solide posizioni di bilancio sarebbero inferiori agli impegni assunti nell'ambito del PSC in molti paesi (cfr. tavola). Pertanto, quest'anno solo alcuni avranno probabilmente un margine – limitato – per interventi di bilancio rispetto al requisito di aggiustamento.

Il quadro di riferimento dell'UE per le politiche di bilancio è asimmetrico. I paesi che non ottemperano ai requisiti di aggiustamento sono invitati a intensificare le azioni di risanamento. Inoltre, in alcuni casi le norme nazionali di bilancio possono imporre misure di riequilibrio più impegnative di quelle previste nell'ambito del PSC. Per contro, ai sensi di quest'ultimo, i paesi che dispongono di un margine per interventi di bilancio non sono obbligati a utilizzarlo.

Tavola

Indicatori del margine per interventi di bilancio

	Saldo strutturale (2017)	Obiettivo di bilancio a medio termine (OMT)	Risanamento strutturale nel 2017 (variazione del saldo strutturale in punti percentuali del PIL)	Impegno in termini di risanamento strutturale nell'ambito del PSC (in punti percentuali del PIL)*	Margine per interventi di bilancio				
					Distanza dall'OMT	Differenziale rispetto all'impegno di risanamento strutturale	Criterio del debito: distanza dal valore di riferimento del 60%	Sostenibilità del debito – valutazione complessiva da parte della Commissione europea **	
Braccio preventivo del PSC									
Belgio	-2,0	0,0	0,6	0,6	-2,0	0,0	46,5	ALTI	
Germania	0,4	-0,5	-0,3	-	0,9	0,0	5,5	BASSI	
Estonia	-0,4	0,0	-0,7	-	-0,4	0,0	-49,9	BASSI	
Irlanda	-1,4	-0,5	0,5	0,6	-0,9	-0,1	13,6	MEDI	
Italia	-2,0	0,0	-0,4	0,6	-2,0	-1,0	73,3	ALTI	
Cipro	-0,7	0,0	-1,3	-0,4	-0,7	-0,9	43,2	ALTI	
Lettonia	-1,6	-1,0	-0,9	-1,0	-0,6	0,1	-23,5	BASSI	
Lituania	-1,4	-1,0	-0,4	-0,2	-0,4	-0,2	-16,5	BASSI	
Lussemburgo	0,4	-0,5	-1,8	-	0,9	0,0	-36,9	BASSI	
Malta	-0,7	0,0	0,7	0,6	-0,7	0,1	-2,0	BASSI	
Paesi Bassi	0,0	-0,5	-0,1	-	0,5	0,0	0,2	BASSI	
Austria	-0,8	-0,5	0,1	0,3	-0,3	-0,2	21,3	MEDI	
Slovenia	-2,1	0,25	-0,2	0,6	-1,8	-0,8	18,9	ALTI	
Slovacchia	-1,3	-0,5	0,7	0,5	-0,8	0,2	-8,2	BASSI	
Finlandia	-1,5	-0,5	-0,3	0,6	-1,0	-0,9	5,6	ALTA	
Braccio correttivo del PSC									
Spagna	-3,6	0,0	0,2	0,5	-3,6	-0,3	40,0	ALTI	
Francia	-2,3	-0,4	0,2	0,9	-1,9	-0,7	36,7	ALTI	
Portogallo	-2,3	0,25	-0,1	0,6	-2,0	-0,7	68,9	ALTI	

Fonti: Commissione europea, *European Economic Forecast – Winter 2017 e Debt Sustainability Monitor 2016* (cfr. https://ec.europa.eu/info/publications/debt-sustainability-monitor-2016_en).

Note: la tavola non include la Grecia, che è oggetto di un programma di assistenza finanziaria. I requisiti di risanamento strutturale sono quelli indicati nelle raccomandazioni specifiche per paese relative al 2017; essi possono essere inferiori per i paesi cui viene concessa flessibilità (ad esempio, per l'attuazione delle riforme strutturali o degli investimenti pubblici) oppure superiori per i paesi per i quali il parametro per la riduzione del debito è vincolante nell'ambito del PSC. Ciò ha lo scopo di assicurare progressi sufficienti nell'abbassamento del livello elevato del debito verso il valore di riferimento del 60 per cento definito per il rapporto debito/PIL. **Questo raggruppamento in categorie di rischio riguarda i rischi identificati dalla Commissione europea nell'analisi della sostenibilità del debito "a medio termine". Lo schema di analisi della sostenibilità dei conti pubblici della Commissione europea include una valutazione approfondita "a medio termine" (su un orizzonte di 10 anni) assieme all'indicatore "S1". La Commissione utilizza anche altri due indicatori per rilevare rispettivamente i rischi a breve ("S0") e a (molto) lungo termine ("S2"). In particolare, l'indicatore "S2" calcola l'azione di risanamento iniziale richiesta per stabilizzare il rapporto debito/PIL su un orizzonte infinito, compreso il finanziamento di ulteriori spese aggiuntive derivanti dall'invecchiamento demografico.

⁵ Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro *L'efficacia dell'obiettivo di medio termine per ancorare le politiche di bilancio* nel numero 4/2015 di questo Bollettino.

La disponibilità di un margine per interventi di bilancio in base alle regole dell'UE sui conti pubblici riflette altresì gli andamenti economici e di altra natura.

Una serie di disposizioni del PSC tiene esplicitamente conto degli andamenti ciclici e di altri fattori. Dopo la comunicazione sulla flessibilità consentita dal quadro di bilancio dell'UE pubblicata dalla Commissione europea a gennaio 2015, i requisiti di aggiustamento nell'ambito del braccio preventivo del PSC sono stati basati sull'output gap. Il percorso di aggiustamento verso l'OMT può essere altresì più lento se i paesi attuano riforme strutturali o accrescono gli investimenti⁶. Per quanto concerne i requisiti di riduzione del debito, vari fattori rilevanti quali il basso livello dell'inflazione e della crescita possono ridurre l'aggiustamento necessario⁷. Inoltre la clausola di salvaguardia generale, che finora non è stata mai applicata, in linea di principio consente di modificare l'aggiustamento in caso di grave recessione, sempre che questo non metta a repentaglio la sostenibilità del debito nel medio periodo.

Con riferimento al secondo dei vincoli indicati in precedenza, il margine disponibile per interventi di bilancio può essere ricavato dall'analisi approfondita della sostenibilità del debito.

Non esiste una misura unica della sostenibilità effettiva del debito. L'analisi approfondita della sostenibilità del debito (debt sustainability analysis, DSA) presenta sia la dinamica del debito secondo le proiezioni sia il livello al quale questo si stabilizza in uno scenario centrale (di riferimento) e in presenza di vari shock avversi. Essa tiene altresì conto degli altri indicatori pertinenti quali il fabbisogno di finanziamento lordo delle amministrazioni pubbliche, le norme di bilancio del paese, la struttura per scadenza del debito pubblico, l'entità delle passività potenziali (contingent liabilities), la qualità delle istituzioni e i rischi politici⁸. Data la necessità di fornire proiezioni per gli andamenti del debito su orizzonti lunghi, qualunque DSA dipende dalle ipotesi assunte. Secondo l'ultimo *Debt Sustainability Monitor* della Commissione europea⁹, un numero considerevole di paesi è posto di fronte a rischi crescenti o alti per la sostenibilità nel medio periodo (cfr. tavola)¹⁰. Gran parte dei paesi dell'area dell'euro dispone quindi di un margine per interventi di bilancio esiguo o nullo secondo i risultati che si ottengono utilizzando questa metodologia. Come mostra la tavola, tali risultati sono strettamente connessi a quelli derivati dal margine calcolato in base alle regole: in genere, i paesi con rischi crescenti o alti per la sostenibilità del debito sono anche quelli che superano maggiormente il valore di riferimento del 60 per cento per il rapporto debito/PIL e la cui posizione strutturale di bilancio è più lontana dall'OMT¹¹.

⁶ Per maggiori dettagli, cfr. *Flessibilità nell'ambito del Patto di stabilità e crescita* nel numero 1/2015 di questo Bollettino.

⁷ Cfr. anche gli articoli *Strategie di riduzione del debito pubblico nell'area dell'euro* nel numero 3/2016 di questo Bollettino e *L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro* nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

⁸ Cfr., ad esempio, Bouabdallah O., Checherita-Westphal, C., Warmendinger, T., de Stefani, R., Drudi, F., Setzer, R. e Westphal, A., "Debt sustainability analysis for euro area sovereigns: a methodological framework", *Occasional Paper Series*, BCE, 2017 (di prossima pubblicazione).

⁹ Cfr. https://ec.europa.eu/info/publications/debt-sustainability-monitor-2016_en e la tavola.

¹⁰ Nessun paese dell'area dell'euro è considerato ad alto rischio nel breve periodo secondo i risultati basati sull'indicatore S0 e solo uno è ritenuto ad alto rischio nel (molto) lungo termine secondo i risultati fondati sull'indicatore S2.

¹¹ In linea di principio un contesto caratterizzato da bassi tassi di interesse accresce il margine per interventi di bilancio calcolato in base sia al PSC sia ai vincoli associati al livello del debito: minori esborsi per interessi migliorano i saldi strutturali e la sostenibilità del debito.

In merito al terzo vincolo, il margine per interventi di bilancio in relazione ai “limiti per il debito” è inteso concettualmente come la distanza fra il livello corrente del rapporto debito/PIL e quello oltre il quale i paesi rischiano di non far fronte ai propri obblighi debitori¹². La specificazione dei suddetti limiti è collegata direttamente alla capacità del governo di incrementare le entrate oppure è valutata in modo più ampio come il punto in cui si stima che la perdita di slancio dell'azione politica impedisca l'attuazione delle misure di consolidamento necessarie per stabilizzare il debito crescente. Approcci diversi modellizzano gli shock che secondo le ipotesi potrebbero colpire le economie, i risultati passati dei governi in termini di politiche di bilancio e la reazione degli stessi all'aumento del debito. In generale, poiché variano in misura significativa a seconda delle ipotesi sottostanti, i risultati basati sui modelli e quelli empirici relativi ai limiti per il debito sono soggetti a un grado elevato di incertezza che solleva dubbi sulla loro applicabilità concreta ai fini delle raccomandazioni sul piano delle politiche.

Ai fini delle politiche, il margine per interventi di bilancio in base alle regole è direttamente rilevante per la programmazione di bilancio dei paesi dell'area dell'euro e meno esposto a revisioni estreme rispetto ad altre misure. Esso soddisfa quindi il requisito secondo il quale le politiche di bilancio nell'Unione economica e monetaria devono essere improntate a prudenza. Al tempo stesso l'esame dei vari concetti utilizzati per la misurazione del suddetto margine implica in tutti i casi la possibilità di creare spazio di manovra con l'aiuto di politiche adeguatamente strutturate¹³. Tra queste figurano azioni ulteriori di consolidamento, una composizione delle politiche di bilancio favorevole alla crescita e riforme strutturali volte a promuovere la crescita del prodotto potenziale. Tutti i paesi dell'area dell'euro dispongono di uno spazio di manovra a questo riguardo.

¹² Cfr. ad esempio Gosh, A.R., Kim, J.I., Mendoza, E., Ostry, J. D. e Quereshi, M., “Fiscal fatigue, fiscal space and debt sustainability in advanced economies”, *Economic Journal*, vol. 123, 2013. Un altro approccio è connesso alla rilevazione del livello di equilibrio del debito, vale a dire del rapporto debito/PIL verso il quale un'economia tende a convergere nel lungo periodo. Esso viene tradotto in termini operativi attualizzando i saldi primari storici con un differenziale positivo fra tasso di interesse e tasso di crescita. In Gosh e altri, le stime dei livelli sostenibili dei rapporti debito/PIL calcolate in questo modo oscillano fra il 62 e il 74 per cento nei paesi dell'area dell'euro.

¹³ Cfr. anche il riquadro 3 in Bankowski, K. e Ferdinandusse, M. (2017) “Euro area fiscal stance”, *Occasional Paper Series*, BCE, n. 182, gennaio 2017.

7 La procedura per gli squilibri macroeconomici del 2017 e l'attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese del 2016

Il 22 febbraio 2017 la Commissione europea ha pubblicato il Pacchetto d'inverno del semestre europeo, che include le conclusioni raggiunte dopo l'applicazione della procedura per gli squilibri macroeconomici (PSM) e una valutazione dei progressi compiuti da ciascuno Stato membro sul fronte delle riforme dall'adozione delle relative raccomandazioni specifiche per paese a luglio 2016.

Esito della valutazione della Commissione europea nell'ambito della PSM del 2017

La PSM è stata introdotta nel 2011 e giunge quest'anno al suo sesto ciclo di applicazione. Essa mira a prevenire l'emergere di pericolosi squilibri macroeconomici nei paesi dell'UE, nonché a correggerli ove questi risultino eccessivi. Dopo l'esercizio di analisi condotto ogni anno in autunno sulla base di un insieme di indicatori, la Commissione europea seleziona gli Stati da sottoporre a un esame approfondito (incluso nei rapporti annuali sui singoli paesi) per valutare la gravità di eventuali squilibri. Qualora si accerti la presenza di squilibri, lo Stato membro interessato riceve dal Consiglio dell'UE raccomandazioni strategiche, basate su raccomandazioni della Commissione, nel quadro del braccio preventivo della procedura. Se gli squilibri sono ritenuti eccessivi, si può avviare, su raccomandazione della Commissione al Consiglio, la corrispondente procedura per gli squilibri eccessivi¹. Nell'ambito del braccio correttivo della procedura, bisogna presentare un piano di azione che illustri le misure di contrasto previste. Qualora un paese dell'area dell'euro ometta ripetutamente di sottoporre un piano adeguato o non si attenga a un piano approvato, il Consiglio può disporre sanzioni finanziarie a suo carico.

Nella sua valutazione, la Commissione europea ha riscontrato squilibri eccessivi per sei paesi: Bulgaria, Francia, Croazia, Italia, Cipro e Portogallo (cfr. tavola A). Tutti tranne Cipro, che è stato aggiunto all'elenco nel 2016 dopo avere concluso il suo programma di aggiustamento economico e finanziario a marzo dello stesso anno, presentano squilibri eccessivi dal 2015. Un esame retrospettivo su un arco di tempo più ampio rivela che il numero di paesi per i quali la Commissione ha riscontrato squilibri eccessivi è aumentato ogni anno dal 2012 e si è stabilizzato solo nel 2017 (cfr. grafico A). Questo andamento è in qualche misura riconducibile alla reintegrazione automatica dei paesi che hanno concluso i rispettivi programmi di aggiustamento economico nei regolari processi di sorveglianza dell'UE. I programmi di aggiustamento hanno contribuito a ridurre gli squilibri, ma nell'insieme le vulnerabilità in tali paesi sono ancora elevate e rimane quindi essenziale un monitoraggio attento. Ciò nonostante, anche tenendo conto di queste inclusioni "automatiche", il numero di paesi nella categoria degli "squilibri eccessivi" non è diminuito. Ciò sembra coerente con il fatto che, come è emerso dalla valutazione

¹ Cfr. il considerando 22 del Regolamento (UE) n. 1176/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 novembre 2011, sulla prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici.

sul grado di attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese condotta nel 2016 (cfr. oltre), le riforme continuano a progredire con lentezza nonostante le sfide cui sono posti di fronte questi paesi. Solo Spagna e Slovenia sono riuscite a uscire dalla categoria degli “squilibri eccessivi”, mentre l’Italia vi è inclusa per il quarto anno consecutivo.

Tavola A

Conclusioni della Commissione europea sulla procedura per gli squilibri macroeconomici del 2017

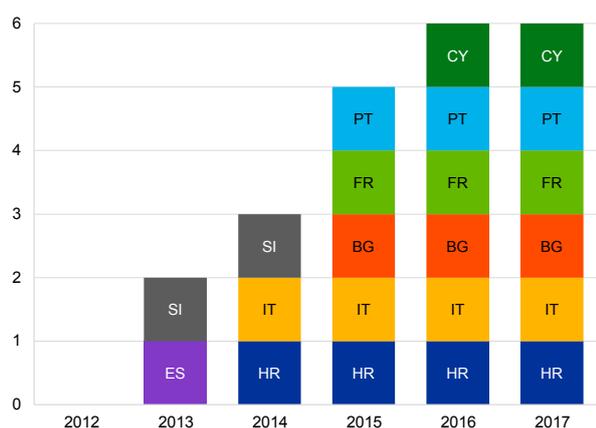
(1) Nessuno squilibrio				(2) Squilibri		(3) Squilibri eccessivi		(4) Squilibri eccessivi e applicazione del braccio correttivo (procedura per gli squilibri eccessivi)	
2016		2017		2016	2017	2016	2017	2016	2017
BE*	HU*	BE	HU	DE	DE	BG	BG	-	-
CZ	MT	CZ	MT	IE	IE	FR	FR		
DK	AT*	DK	AT	ES	ES	HR**	HR		
EE*	PL	EE	PL	NL	NL	IT	IT**		
LV	RO*	LV	RO	SI	SI	PT**	PT**		
LT	SK	LT	SK	FI		CY	CY**		
LU	UK*	LU	UK	SE	SE				
			FI*						

Fonte: Commissione europea.

Note: *Paesi sottoposti a esame approfondito nel 2017. Gli altri paesi riportati nella colonna (1) erano stati valutati come privi di squilibri nella relazione sul meccanismo di allerta, prima fase della PSM. ** Per Italia, Cipro e Portogallo la Commissione condurrà un esame mirato dei rispettivi programmi nazionali di riforma, volto ad assicurare che contengano misure sufficientemente ambiziose. In caso di esito positivo, non chiederà l’applicazione del braccio correttivo della PSM nei confronti del paese in questione. Lo stesso approccio è stato seguito per Croazia e Portogallo nel 2016.

Grafico A

Aumento del numero di paesi con squilibri eccessivi dal 2012



Fonte: Commissione europea.

Note: il grafico mostra i paesi per i quali la Commissione europea ha riscontrato “squilibri eccessivi” in ciascun anno. Un paese sottoposto a un programma di aggiustamento economico entra automaticamente nella PSM al termine dello stesso. Nel 2012 non erano stati riscontrati squilibri eccessivi per nessun paese.

Come lo scorso anno, la Commissione ha nuovamente individuato squilibri (sebbene non eccessivi) in Germania, Irlanda, Spagna, Paesi Bassi, Slovenia e Svezia.

Per contro, ha chiuso la procedura applicata alla Finlandia avendo rilevato che gli squilibri identificati l’anno scorso sono stati superati per motivi riconducibili (tra l’altro) alle misure incisive attuate dal governo per recuperare competitività.

Anche se si può osservare un aumento nel numero dei paesi non interessati da squilibri nel 2016, non per questo deve cessare il loro impegno verso l’attuazione delle riforme.

Gran parte dei paesi dell’area dell’euro è ancora lontano dall’attuare le migliori prassi in termini di politiche ben funzionanti rivolte ai mercati del lavoro e dei beni e servizi². La letteratura empirica suggerisce inoltre l’esistenza di uno stretto legame tra una maggiore qualità delle istituzioni da un lato e una migliore capacità di tenuta agli shock

² Cfr. *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.

e maggiore crescita dall'altro³. Tali paesi necessitano pertanto di ulteriori riforme per diventare più resilienti e competitivi.

Pur avendo identificato squilibri eccessivi in sei paesi, la Commissione europea al momento non propone di attivare la procedura per gli squilibri eccessivi (braccio correttivo della PSM). Fin dall'istituzione della PSM la BCE ha ritenuto che gli strumenti da essa previsti – compreso l'intero braccio correttivo – dovessero essere utilizzati appieno per i paesi con squilibri eccessivi. Ciò è stato altresì richiesto esplicitamente dai cinque presidenti nella loro relazione del 2015⁴. L'utilizzo di tali strumenti è auspicabile non solo per migliorare le prospettive economiche del paese in questione, ma anche per agevolare i processi di aggiustamento economico nell'area dell'euro e ridurre le vulnerabilità a livello di intera area, risultando quindi nell'interesse dell'area nel suo insieme.

Benché non abbia attivato per il momento il braccio correttivo, la Commissione ha annunciato di avere chiesto a tre paesi con squilibri eccessivi (Italia, Cipro e Portogallo) di proporre misure particolarmente ambiziose nei rispettivi programmi nazionali di riforma (che vanno presentati entro aprile 2017).

Qualora non riscontrasse in tali programmi le misure richieste, potrebbe avviare procedure per gli squilibri eccessivi nei loro confronti a maggio. Per ciascun paese per il quale ha rilevato l'esistenza di uno squilibrio o di uno squilibrio eccessivo, la Commissione condurrà una specifica missione di sorveglianza proporzionata alla gravità dello squilibrio.

Valutazione sul grado di attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese del 2016

Nel complesso, gli Stati membri non hanno ancora dato sufficiente seguito alle raccomandazioni specifiche per paese del 2016 (cfr. tavola B). La Commissione europea ha concluso che per la stragrande maggioranza delle raccomandazioni (oltre il 90 per cento) vi sono stati solo "alcuni progressi" o "progressi limitati" nell'implementazione delle riforme, mentre soltanto per due raccomandazioni (su circa 90) si registrano "notevoli progressi" e per nessuna una "piena attuazione". Questa debole spinta riformatrice si contrappone nettamente al fatto che il numero di paesi con squilibri eccessivi non è diminuito. Nonostante la loro maggiore vulnerabilità, i sei paesi con squilibri eccessivi individuati nel 2016 non hanno mostrato in media – fatta eccezione per la Francia – un ritmo di attuazione significativamente superiore alla media degli Stati membri dell'UE. Ciò desta particolare sorpresa nel caso di Portogallo e Croazia, che si erano impegnati a realizzare ambiziosi programmi di riforma nel 2016, a seguito dei quali la Commissione aveva deciso di non avviare procedure per gli squilibri eccessivi.

Considerando l'attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese negli ultimi tre anni, si rileva che gli sforzi di riforma hanno continuato ad affievolirsi malgrado il calo del numero di raccomandazioni. L'anno scorso la

³ ibid.

⁴ Juncker, J.-C. et al., *Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa*, giugno 2015.

Tavola B

Valutazione della Commissione europea sul grado di attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese nel 2016

	BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE	UK	
Raccomandazione 1*	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	non valutato	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi
Raccomandazione 2	notevoli progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	notevoli progressi	nessun progresso	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi						
Raccomandazione 3	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi
Raccomandazione 4	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi
Raccomandazione 5	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi
Categoria nella PSM del 2017	(1)	(3)	(1)	(1)	(2)	(1)	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)	(1)	(1)	(3)	(1)	(2)	(1)	(1)	(2)	(1)	

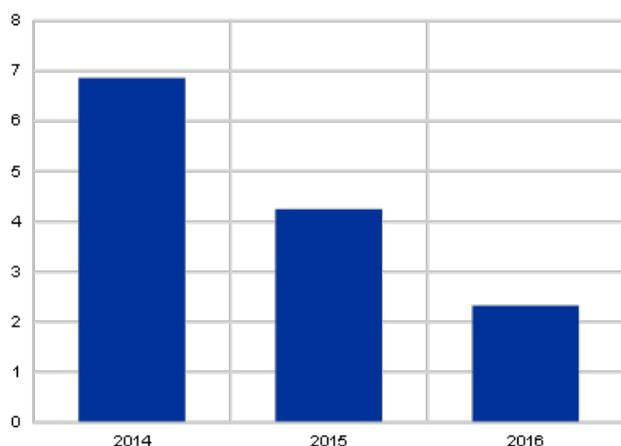
Fonte: Commissione europea.

Note: * La valutazione relativa alla Raccomandazione 1 esclude la conformità con il Patto di stabilità e crescita che sarà valutata dalla Commissione nella primavera del 2017. La Grecia (GR) non è stata inclusa nel semestre europeo nel 2016 in quanto è impegnata in un programma di aggiustamento economico e di conseguenza non è stata oggetto di alcuna raccomandazione. "Nessun progresso" significa che lo Stato membro non ha annunciato in modo credibile né adottato alcuna misura per dare seguito alla raccomandazione ricevuta. Questo si applica anche agli Stati membri che abbiano affidato a un gruppo di studio il compito di valutare le possibili misure da adottare. "Progressi limitati" implica che lo Stato membro ha annunciato alcune misure, ma che queste rispondono alla raccomandazione ricevuta in misura solo limitata e/o che ha presentato atti legislativi in seno all'organo di governo o legislativo ma che tali atti non sono ancora stati adottati e serve un ulteriore e sostanziale impegno non legislativo per attuare la raccomandazione e/o ha presentato atti non legislativi ma senza darvi l'ulteriore seguito in termini di attuazione necessario per rispondere alla raccomandazione. "Alcuni progressi" indica che lo Stato membro ha adottato misure che danno parziale attuazione alla raccomandazione e/o ha adottato misure che applicano la raccomandazione ma deve impegnarsi ulteriormente in quanto solo alcune di tali misure sono state attuate. "Notevoli progressi" significa che lo Stato membro ha adottato dei provvedimenti che contribuiscono in misura importante a rispondere alla raccomandazione e che sono state in gran parte attuate. "Piena attuazione" indica che lo Stato membro ha attuato tutte le misure necessarie a dare applicazione in modo adeguato alla raccomandazione. "Non valutato" si riferisce ai casi in cui la Raccomandazione 1 riguarda in maniera prevalente o esclusiva l'osservanza del Patto di stabilità e crescita (cfr. sopra). Per le categorie utilizzate nella PSM del 2017 cfr. la tavola A.

Grafico B

Calo della quota di raccomandazioni specifiche per paese inclusa nelle categorie di "piena attuazione" e "notevoli progressi"

(valori percentuali)



Fonte: Commissione europea.

Nota: il grafico mostra la quota di raccomandazioni generali (rispetto agli elementi di dettaglio) inclusa nelle categorie di "piena attuazione" e "notevoli progressi" in ciascun anno (per una definizione dettagliata di tali categorie, cfr. le note della tavola B).

Commissione aveva riscontrato per la maggior parte dei paesi solo "alcuni progressi" o "progressi limitati" nell'attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese del 2015. Quest'anno il numero di casi che hanno visto "notevoli progressi" o la "piena attuazione" delle raccomandazioni è ancora più basso (cfr. grafico B). La decisione della Commissione di ridurre significativamente il numero di raccomandazioni nel 2015 per permettere agli Stati membri di concentrarsi sulle priorità fondamentali di rilevanza macroeconomica e sociale non ha prodotto l'effetto desiderato di intensificazione degli sforzi di riforma.

Nell'insieme, gli Stati membri hanno attuato in proporzione meno raccomandazioni nel settore delle politiche per i mercati dei beni e servizi rispetto a quello delle politiche del lavoro. La valutazione della Commissione indica che l'attuazione delle riforme del mercato dei beni e servizi è stata particolarmente debole nel confronto con altri ambiti (quali le riforme del mercato del lavoro). Fra gli interventi indicati per i mercati dei beni e servizi

figuravano, a titolo di esempio: a) la riduzione degli ostacoli all'accesso di nuove imprese alle industrie di rete (energia, trasporti, comunicazioni, eccetera); b) l'apertura delle professioni regolamentate; c) il miglioramento del quadro normativo al fine di promuovere la concorrenza. Per conseguire una crescita più vigorosa della produttività e stimolare gli investimenti è indispensabile compiere progressi su tutti questi fronti.

Il pieno ed efficace utilizzo di tutti gli strumenti disponibili nell'ambito della PSM, incluso il braccio correttivo, è necessario per dare impulso all'azione di riforma. L'ulteriore rallentamento osservato nell'attuazione delle riforme è in aperta contraddizione con la necessità di affrontare le notevoli vulnerabilità che persistono in molti paesi dell'area dell'euro e di rafforzare la capacità di tenuta delle economie. Gli scarsi risultati ottenuti dai paesi a questo riguardo suggeriscono che gli impegni presi dai paesi nei rispettivi programmi nazionali di riforma e i ripetuti inviti della Commissione ad adottare azioni risolutive non sono prova sufficiente di attuazione né di esecuzione delle riforme. Gli strumenti del braccio correttivo potrebbero sostenere gli sforzi di riforma, aumentando la capacità di tenuta dei paesi e migliorando il funzionamento dell'Unione economica e monetaria.

Articoli

1 L'impatto della partecipazione alle catene internazionali del valore sui saldi di conto corrente: una prospettiva globale

La partecipazione alle catene internazionali del valore può migliorare la competitività di un paese e pertanto accrescere il suo saldo di conto corrente. Nello specifico, la competitività di un paese può aumentare per effetto della sostituzione di beni intermedi importati con beni equivalenti prodotti internamente. L'aumento di competitività favorisce le esportazioni dell'economia e incrementa il suo reddito. Laddove le altre economie recuperino prima o poi il ritardo in termini di competitività partecipando anch'esse alle catene internazionali del valore, il vantaggio competitivo dell'economia in questione sarà solo temporaneo. Di conseguenza, parte del guadagno di reddito verrà risparmiato, accrescendo il saldo di conto corrente dell'economia. Questo articolo fornisce evidenze empiriche a indicazione che le economie che partecipano di più nelle catene internazionali del valore rispetto ai loro partner commerciali evidenziano altresì un maggiore avanzo o un minore disavanzo di conto corrente. Il diverso grado di partecipazione alle catene internazionali del valore spiegherebbe inoltre una buona parte degli avanzi di conto corrente osservati prima della crisi finanziaria internazionale.

1 Introduzione

Negli ultimi decenni uno degli aspetti più degni di nota dell'economia internazionale è stata la presenza di squilibri ampi e persistenti. Ad esempio, negli anni prima della crisi finanziaria internazionale alcuni paesi fra economie emergenti, esportatori di materie prime ed economie avanzate presentavano ingenti avanzi di contro corrente, cui si contrapponevano i disavanzi di altri paesi, in particolare gli Stati Uniti. Vari studi mostrano che tali squilibri possono spiegarsi in parte con gli andamenti dei mercati finanziari nelle diverse economie, in particolare lo scarso sviluppo finanziario delle economie emergenti eccedentarie¹. Al tempo stesso, si dibatte ancora sulle cause degli avanzi ampi e persistenti di conto corrente in varie economie avanzate. Per accademici e responsabili delle politiche è importante comprendere le determinanti degli squilibri esterni, poiché tali determinanti svolgono un ruolo importante nella trasmissione degli shock e delle politiche da un paese all'altro in un mondo sempre più integrato.

¹ Cfr., ad esempio, Bernanke, B.S., *The global saving glut and the U.S. current account deficit*, intervento alla Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2005; Caballero, R., Farhi, E. e Gourinchas, P.-O., "An Equilibrium Model of Global Imbalances and Low Interest Rates", *American Economic Review*, vol. 98, numero 1, 2008, pagg. 358-393; o Mendoza, E.G., Quadri, V. e Rios-Rull, J.-V., "Financial Integration, Financial Development, and Global Imbalances", *Journal of Political Economy*, vol. 117, n. 3, 2009, pagg. 371-416.

Un altro aspetto sorprendente dell'economia mondiale durante gli ultimi decenni è l'aumento delle catene internazionali del valore.

La crescente dispersione delle fasi produttive fra paesi diversi si deve a vari fattori. Il calo dei costi di trasporto e l'ampio divario fra i salari delle economie avanzate e quelle emergenti hanno reso conveniente l'internazionalizzazione delle catene di distribuzione. In aggiunta, i progressi nelle telecomunicazioni e nelle tecnologie informatiche hanno reso possibile effettuare a distanza il complesso coordinamento dei processi produttivi². Un ulteriore fattore in gioco è stata l'adozione, negli ultimi decenni, di politiche di liberalizzazione dei flussi commerciali.

La frammentazione delle catene di produzione fra paesi ha portato al costante aumento della quota di flussi per il commercio di beni intermedi.

Questo sviluppo è proseguito almeno fino all'inizio della crisi finanziaria globale. Il commercio di beni e servizi intermedi rappresenta oggi una quota assai ingente dei flussi commerciali totali di beni e servizi³. La dispersione regionale delle attività di ricerca e sviluppo alla base dell'iPod, della produzione e dell'assemblaggio delle sue componenti, nonché la vendita e la distribuzione nei mercati locali rappresenta il perfetto esempio della frammentazione della catena internazionale del valore⁴.

È possibile che le catene internazionali del valore influiscano su un'ampia gamma di aspetti economici.

Vari studi illustrano gli effetti delle catene internazionali del valore documentando la crescente frammentazione della produzione fra paesi. Sulla base delle nuove tavole di input-output, questi studi elaborano dei sistemi per misurare il contributo del commercio al valore aggiunto e l'integrazione delle economie e dei singoli settori nelle catene internazionali del valore⁵. Partendo dai risultati così ottenuti, altri studi hanno esaminato le implicazioni economiche delle catene internazionali del valore. Emerge ad esempio che la partecipazione alle catene internazionali del valore favorisce la crescita⁶, amplifica la trasmissione degli effetti delle politiche monetarie ad altri paesi⁷ e accresce le disuguaglianze nella distribuzione del reddito.

² Cfr. ad esempio, Elms, D. e Low, P. (ed.), *Global value chains in a changing world*, Segretariato dell'OMC, 2013; Baldwin, R., "Global supply chains: why they emerged, why they matter, and where they are going", in Elms, D. e Low, P. (ed.), *Global value chains in a changing world*, Segretariato dell'OMC, 2013, pagg. 13-59; e United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), *World Investment Report 2013 – Global Value Chains: Investment and Trade for Development*, 2013.

³ Si stima ad esempio che il 56 e il 73 per cento rispettivamente dei flussi commerciali complessivi in beni e servizi si devono a beni e servizi intermedi; cfr. Miroudot, S., Lanz, R. e Ragoussis, A., "Trade in Intermediate Goods and Services", *OECD Trade Policy Papers* 93, OECD Publishing, 2009.

⁴ Cfr. Dedrick, J., Kraemer, K. e Linden, G., "Who Profits from Innovation in Global Value Chains? A Study of the iPod and Notebook PCs", *Industrial and Corporate Change*, vol. 19, numero 1, 2010, pagg. 81-116.

⁵ Cfr., ad esempio, Hummels, D., Ishii, J. e Yi, K.-M., "The nature and growth of vertical specialization in world trade", *Journal of International Economics*, vol. 54, numero 1, 2001, pagg. 75-96; Treffer, D. e Zhu, S.C., "The structure of factor content predictions", *Journal of International Economics*, vol. 82, numero 2, novembre 2010, pagg. 195-207; Johnson, R.C. e Noguera, G., "Accounting for Intermediates: Production Sharing and Trade in Value Added", *Journal of International Economics*, vol. 86, numero 2, 2012, pagg. 224-236; o Koopman, R., Wang, Z. e Wei, S.-J., "Tracing Value-Added and Double Counting in Gross Exports", *American Economic Review*, vol. 104, numero 2, 2014, pagg. 459-494.

⁶ Cfr. Saito, M., Ruta, M. e Turunen, J., "Trade Interconnectedness: The World with Global Value Chains", *IMF Policy Paper*, agosto 2013.

⁷ Cfr. Georgiadis, G., "Determinants of global spillovers from US monetary policy", *Journal of International Money and Finance*, vol. 67, 2016, pagg. 41-61.

Questo articolo esamina, in una prospettiva globale, il ruolo delle catene internazionali del valore nel determinare i saldi di conto corrente⁸. Esso fornisce evidenze empiriche che indicano come le economie che partecipano maggiormente alle catene internazionali del valore rispetto ad altre economie presentano maggiori avanzi o minori disavanzi di conto corrente. Le evidenze presentate indicano inoltre che l'impatto della partecipazione alle catene internazionali del valore sui saldi di conto corrente è economicamente significativo. Ad esempio, durante il periodo precedente la crisi finanziaria internazionale, un quarto circa dell'ampio disavanzo corrente degli Stati Uniti che non può essere spiegato da altri fattori fondamentali può essere ricondotto alla limitata partecipazione *relativa* di questo paese alle catene internazionali del valore.

Il risultato secondo cui la partecipazione alle catene internazionali del valore migliora il saldo di conto corrente di un'economia presenta importanti implicazioni sul piano delle politiche. In particolare, comporta che deviazioni persistenti da una situazione di equilibrio del conto corrente non riflettono, come spesso si sostiene, distorsioni interne, ma siano il risultato di una massimizzazione del benessere economico nel contesto di differenze di competitività fra paesi. Di conseguenza, le politiche volte a ridurre gli squilibri internazionali dovrebbero incentrarsi su misure che favoriscano la partecipazione alle catene internazionali del valore. Ad esempio, l'adozione di politiche di sostegno all'innovazione e di riduzione delle barriere protezionistiche potrebbe contribuire a migliorare la competitività di un'economia favorendone la partecipazione alle catene internazionali del valore; analogamente, le iniziative multilaterali finalizzate alla liberalizzazione degli scambi e dei flussi finanziari potrebbero altresì ridurre gli squilibri esterni di un paese incoraggiando la sua partecipazione alle catene internazionali del valore.

L'articolo è strutturato come segue: la sezione 2 passa in rassegna l'evoluzione degli squilibri internazionali e della partecipazioni alle catene internazionali del valore negli ultimi decenni. La sezione 3 descrive il meccanismo attraverso il quale la partecipazione alle catene internazionali del valore potrebbe influire sul saldo del conto corrente di un'economia; la sezione 4 riporta i risultati di un'analisi condotta sui dati di più paesi per far luce sulla rilevanza empirica della partecipazione alle catene internazionali del valore per i saldi di conto corrente; la sezione 5, infine, presenta alcune osservazioni conclusive.

2 L'evoluzione degli squilibri internazionali e della partecipazione alle catene internazionali del valore

2.1 Gli squilibri internazionali di conto corrente

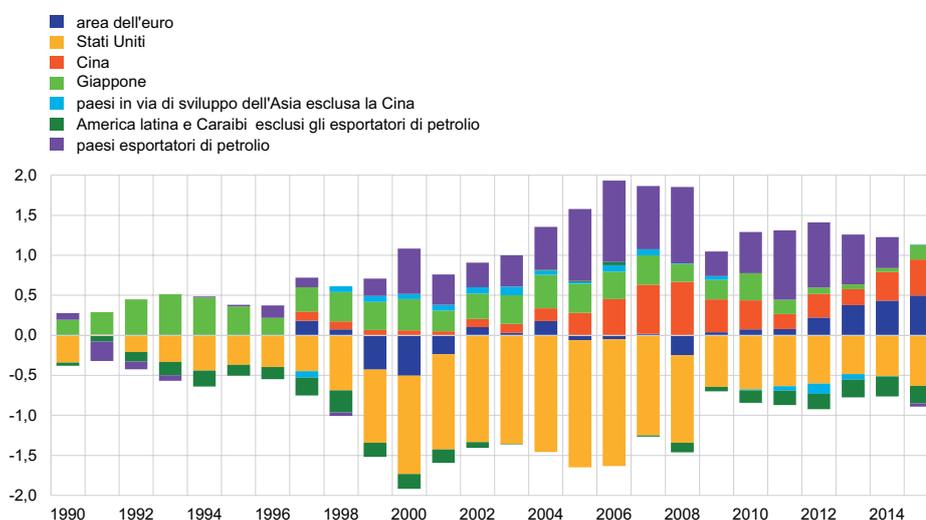
Alla vigilia della crisi finanziaria globale erano andati accumulandosi ampi squilibri dei conti con l'estero (cfr. grafico 1). Da un lato, gli Stati Uniti avevano accumulato ingenti disavanzi di parte corrente; dall'altro, la Cina, il Giappone e le economie esportatrici di petrolio registravano ingenti avanzi. In quel periodo si

⁸ Il presente articolo non esamina l'impatto della partecipazione alle catene internazionali del valore sui saldi di conto corrente nell'area dell'euro.

Grafico 1

Evoluzione dei saldi di conto corrente a livello mondiale

(in percentuale del PIL mondiale)



Fonte: World Economic Outlook dell'FMI.

riteneva comunemente che l'inevitabile – e magari repentina - correzione di tali squilibri avrebbe potuto innescare una crisi⁹. Il Fondo monetario internazionale (FMI) auspicava a più riprese l'adozione di misure che favorissero una correzione ordinata nell'ambito di un processo di consultazione multilaterale¹⁰.

Alla crisi finanziaria globale ha fatto seguito un processo di ribilanciamento.

Fra il 2007 e il 2015 gli avanzi e i disavanzi si sono notevolmente ridotti. Per le economie del G20, il saldo assoluto medio di conto corrente è passato dal 4,7 per cento del PIL nel 2007 al 3,9 per cento nel 2015; in termini ponderati per il PIL, è calato dal 3,6 al 2,6 per cento, dal momento che il processo di ribilanciamento è risultato più pronunciato per le economie maggiori. La crisi finanziaria globale, innescata da altri fattori, interveniva quindi prima della correzione degli squilibri internazionali. Per quanto sia difficile scomporre i saldi di conto corrente nelle loro componenti strutturali e cicliche, le evidenze indicano che entrambe le componenti abbiano contribuito al ribilanciamento intervenuto dopo la crisi finanziaria¹¹.

Alla riduzione degli squilibri internazionali hanno contribuito in misura marcata gli aggiustamenti che hanno interessato i principali paesi eccedentari e deficitari.

Ad esempio, il disavanzo di conto corrente USA è calato dall'1,6 allo 0,6 per cento del PIL mondiale fra il 2006 e il 2015. In Cina l'avanzo corrente si è ristretto dallo 0,6 per cento del PIL mondiale nel 2007 a una media di circa lo 0,3 per cento fra il 2009 e il 2015. In Giappone l'avanzo persistente dello 0,3 per cento circa del PIL mondiale osservato fra il 2005 e il 2010 è pressoché scomparso, in parte per effetto del nuovo contesto determinato dalla temporanea sospensione della produzione di energia atomica e dagli effetti delle politiche di "Abenomics" introdotte nel 2012.

⁹ Cfr. Catão, L.A. e Milesi-Ferretti, G.M., "External Liabilities and Crises", *Working Paper dell'FMI*, WP/13/113, maggio 2013.

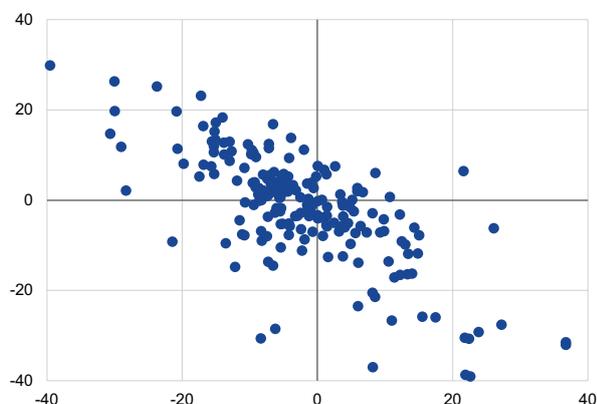
¹⁰ FMI, *Imbalances and Growth: Update of Staff Sustainability Assessments for G-20 Mutual Assessment Process*, settembre 2013.

¹¹ FMI, "2013 Pilot External Sector Report", *Policy Paper dell'FMI*, agosto 2013.

Grafico 2

Saldi di conto corrente nel 2007 e variazioni fra il 2007 e il 2015

(in percentuale del PIL; asse delle ascisse: saldo di conto corrente nel 2007; asse delle ordinate: variazione del saldo di conto corrente, 2007-2015)

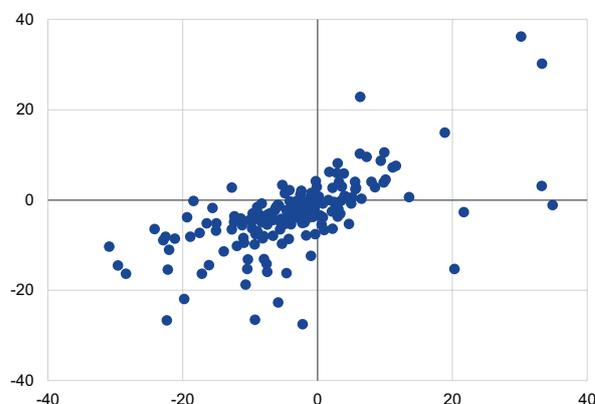


Fonte: World Economic Outlook dell'FMI.

Grafico 3

Saldi di conto corrente nei periodi 1990-2005 e 2008-2015

(in percentuale del PIL; asse delle ascisse: saldo di conto corrente nel periodo 1990-2005; asse delle ordinate: saldo di conto corrente 2008-2015)



Fonte: World Economic Outlook dell'FMI.

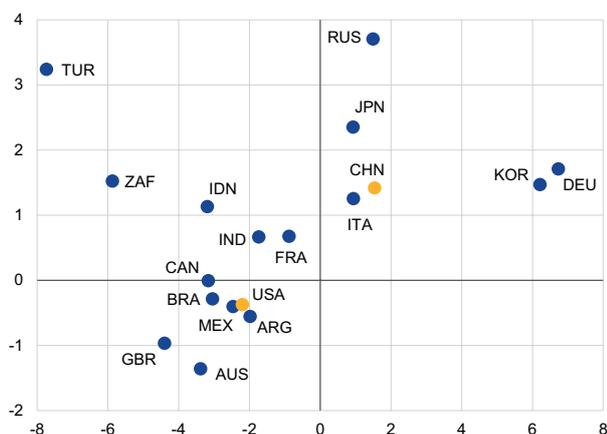
Il ribilanciamento è stato tuttavia un fenomeno globale che ha interessato le economie sia avanzate sia emergenti. Ciò si evince dalla relazione fra le posizioni di conto corrente dei paesi monitorati nell'ambito del World Economic Outlook dell'FMI nel 2007 e dalle variazioni dei loro saldi di conto corrente fra il 2007 e il 2015 (cfr. grafico 2). Le economie che allo scoppio della crisi finanziaria globale presentavano un saldo positivo di conto corrente hanno generalmente registrato una riduzione di tale saldo fra il 2007 e il 2015, mentre quelle che presentavano una posizione negativa hanno segnato un miglioramento.

Malgrado la contrazione degli squilibri internazionali delle varie economie, la distribuzione degli avanzi e dei disavanzi di conto corrente è rimasta sostanzialmente invariata. Come mostra il grafico 3, nella maggior parte dei casi le economie che presentavano un avanzo (disavanzo) di conto corrente nel periodo 1990-2005 continuavano a farlo dopo il 2008.

Grafico 4

Saldi di conto corrente nel 2013 e variazioni fra il 2013 e il 2015 per le economie del G20

(in percentuale del PIL; asse delle ascisse: saldo di conto corrente nel 2013; asse delle ordinate: variazione del saldo di conto corrente, 2013-2015)



Fonte: World Economic Outlook dell'FMI.

Più di recente, gli squilibri correnti di varie economie sono tornati ad ampliarsi, in particolare quelli di alcune economie di rilevanza sistemica.

Dopo il 2013 il disavanzo corrente degli Stati Uniti è aumentato al 2,6 per cento del PIL, l'avanzo della Cina al 3 per cento e quello del Giappone al 3,3 per cento. Il processo di ribilanciamento sembra aver segnato il passo nelle economie del G20 più in generale, essendo riscontrabile una correlazione positiva fra i saldi di conto corrente nel 2013 e la variazione degli stessi fra il 2013 e il 2015 (cfr. grafico 4). Nonostante il recente aumento delle posizioni di conto corrente di queste economie, gli squilibri internazionali sono rimasti sostanzialmente stabili grazie alla flessione dei corsi petroliferi e all'associato calo degli avanzi correnti delle economie esportatrici di petrolio (cfr. grafico 1).

2.2 La partecipazione alle catene internazionali del valore

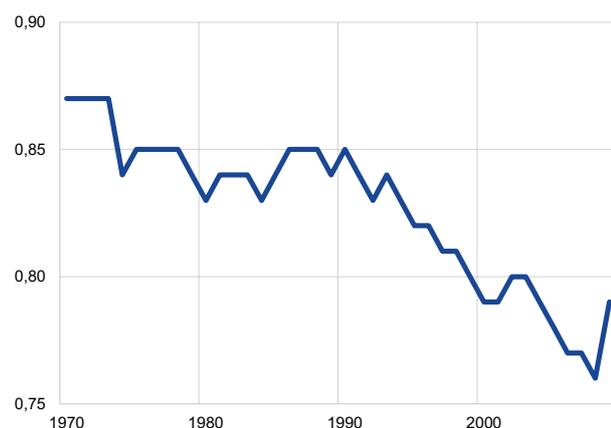
Non è facile misurare la partecipazione alle catene internazionali del valore.

Una misura della “partecipazione a valle dei processi produttivi”, ossia di quanto un paese faccia uso di importazioni nella produzione delle proprie esportazioni, è data dal rapporto fra il valore aggiunto domestico e le esportazioni lorde di

Grafico 5

Evoluzione dell'indice VAX a livello mondiale

(rapporto fra il valore aggiunto domestico e le esportazioni lorde)

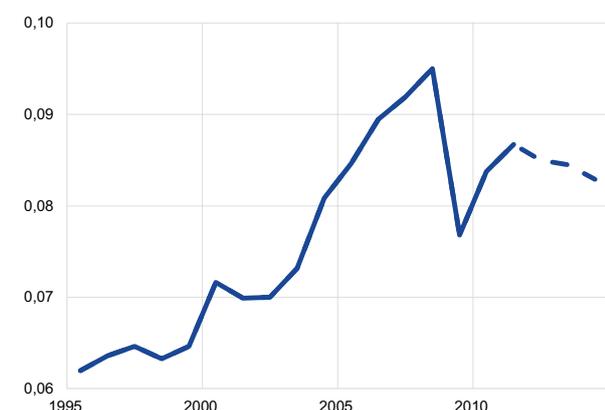


Fonte: Johnson, R.C. e Noguera, G. (cfr. nota 12 a piè di pagina).

Grafico 6

Evoluzione della backward participation a livello mondiale

(rapporto fra gli input intermedi lordi importati e il prodotto lordo totale)



Fonti: WIOD ed elaborazioni della BCE.

Nota: la linea continua rappresenta i dati tratti dall'edizione del WIOD del 2013, quella tratteggiata i dati tratti dall'edizione del 2016.

un'economia, noto anche come indice “VAX”¹². Un valore basso dell'indice VAX indica che un'ampia parte delle esportazioni lorde di un'economia riflette il valore aggiunto di input esteri. Per illustrare la partecipazione verso il basso, è possibile utilizzare di nuovo l'esempio della produzione dell'iPod: l'iPod è esportato dalla Cina, ma il valore aggiunto effettivamente attribuibile alla Cina è assai limitato e consiste soprattutto di servizi di assemblaggio poco qualificati. La maggior parte del valore è prodotto dalle aziende negli Stati Uniti, in Giappone, nella Corea del Sud e a Taiwan, le quali forniscono input intermedi sofisticati¹³. La Cina, pertanto, presenta un basso indice VAX nel caso dell'iPod e, stando a questa misura della partecipazione verso il basso, prende parte in misura considerevole alla catena internazionale del valore dell'iPod. Un'altra misura della partecipazione a valle dei processi produttivi, la misura della “backward participation”, è data dal rapporto fra gli input intermedi lordi di un'economia e i suoi output lordi totali calcolati sulla base dei dati del World Input-Output Database (WIOD)¹⁴. Il riquadro 1 presenta una descrizione del WIOD e della misura della backward participation.

La partecipazione alle catene internazionali del valore è aumentata significativamente dagli anni settanta.

I dati storici mostrano che l'indice VAX è in calo da molto tempo ormai (cfr. grafico 5).

Una quota sempre maggiore delle esportazioni lorde di un'economia, quindi, corrisponde a valore aggiunto importato, ossia a beni e servizi intermedi importati utilizzati nella produzione di esportazioni. La partecipazione alle catene internazionali del valore risulta aumentata anche in base alla misura della backward participation (cfr. grafico 6).

¹² Cfr. Johnson, R.C. e Noguera, G., “A Portrait of Trade in Value Added over Four Decades”, *Review of Economics and Statistics*, 2016.

¹³ Cfr. Dedrick et al., op. cit.

¹⁴ Cfr. Timmer, M.P., Dietzenbacher, E., Los, B., Stehrer, R. e de Vries, G., “An Illustrated User Guide to the World Input-Output Database: the Case of Global Automotive Production”, *Review of International Economics*, vol. 23, numero 3, 2015, pagg. 575-605; e Timmer, M.P., Los, B., Stehrer, R. e de Vries, G.J., “An Anatomy of the Global Trade Slowdown based on the WIOD 2016 Release”, *Groningen Growth and Development Centre research memorandum 162*, 2016.

Tavola 1

Statistiche descrittive della backward participation nel 2000 e nel 2014

(rapporto fra gli input intermediati lordi importati e il prodotto lordo totale)

	Osservazioni	Media	Deviazione standard	Minimo	Massimo
2000	44	0,12	0,06	0,03	0,35
2014	44	0,15	0,08	0,04	0,42

Fonti: WIOD ed elaborazioni della BCE.

L'aumento della partecipazione alle catene internazionali del valore è un fenomeno di portata mondiale. La media fra paesi della backward participation è aumentata di pari passo con il suo grado di dispersione, misurato dalla deviazione standard (cfr. tavola 1). Ciò indica che l'aumento della backward participation in questo periodo si è distribuito in modo relativamente uniforme nelle varie economie e in linea con l'incremento contenuto dell'intervallo fra i valori minimo e massimo della backward participation.

Più di recente, successivamente alla crisi finanziaria internazionale, le misure della partecipazione verso il basso hanno segnalato un rallentamento dell'espansione delle catene internazionali del valore¹⁵. Poiché tale rallentamento risulta diffuso geograficamente, è improbabile che le sue cause siano specifiche a singoli paesi o regioni. Fra le spiegazioni possibili che sono state avanzate figurano l'accorciamento delle catene di approvvigionamento delle imprese, volto a migliorare la gestione dei rischi (ad esempio in risposta al terremoto del 2011 in Giappone), l'adozione di requisiti in termini di contenuto locale e altre misure regolamentari e variazioni nella composizione della domanda¹⁶.

Riquadro 1

La misurazione della partecipazione alle catene internazionali del valore sulla base delle tavole input-output internazionali

In questo articolo viene utilizzato il database WIOD per costruire delle misure della partecipazione delle economie alle catene internazionali del valore. Due edizioni del WIOD presentano delle tavole input-output globali con frequenza annua per un ampio numero di paesi e settori. L'edizione del 2013 copre il periodo 1995-2011 e quella del 2016 il periodo 2000-2014. Le due edizioni, purtroppo, non offrono la stessa copertura in termini di paesi e settori. Ad esempio, mentre l'edizione 2013 copre 35 settori di 40 paesi, quella del 2016 si estende a 56 settori di 43 paesi. Entrambe le edizioni coprono altresì un gruppo di paesi costruito come "resto del mondo". Di conseguenza, per tutta una serie di finalità non è possibile combinare i dati delle due edizioni del WIOD per costruire delle misure continue della partecipazione alle catene internazionali del valore per l'intero periodo 1995-2014. In questo articolo vengono utilizzate le variazioni nella misura della backward participation alle catene internazionali del valore per il 2011 e il 2014 tratte dall'edizione del 2016 per estrapolare i valori delle misure costruite utilizzando l'edizione del 2013 dopo il 2011.

¹⁵ Cfr. anche BCE, "Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?", *Occasional Paper Series*, n. 178, 2016; Timmer, M., Los, B., de Vries, G. e Stehrer, R., "Peak trade? An anatomy of the recent global trade slowdown", Groningen Growth and Development Centre, 2016.

¹⁶ Cfr. anche FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2016.

Sono stati proposti diversi concetti e indicatori basati sulle tavole input-output per misurare il commercio in valore aggiunto e la partecipazione alle catene internazionali del valore¹⁷. In questo articolo viene costruita una misura semplice della partecipazione alle catene internazionali del valore sulla base dei dati WIOD; questa misura di “backward participation” riflette la partecipazione di un paese nelle fasi a valle dei processi produttivi, ed è definita come il rapporto fra le importazioni lorde di beni e servizi intermedi di un’economia e il suo prodotto lordo totale.

Un sistema alternativo per la misurazione del commercio in valore aggiunto è stato elaborato e introdotto dall’Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE)¹⁸. *Il sistema OCSE definisce la backward participation* come “valore aggiunto estero”¹⁹. Tale indicatore è costruito sulla base del database Trade in Value Added di OCSE-Organizzazione mondiale del commercio (OMC), che copre 61 paesi e 34 settori per gli anni 1995, 2000, 2005, 2008 e 2011. La correlazione fra la misura di backward participation utilizzata in questo articolo e quella del valore aggiunto estero in base alla definizione dell’OCSE è pari a 0,94. La correlazione fra l’indice VAX e la misura di backward participation di questo articolo è di 0,97.

3 L’impatto sul conto corrente della partecipazione alle catene internazionali del valore

La partecipazione alle catene internazionali del valore aggiunto potrebbe temporaneamente conferire a un’economia un vantaggio competitivo che provoca - al fine di modulare i consumi nel tempo - a un aumento del suo saldo di conto corrente. Ciò potrebbe verificarsi qualora i beni intermedi domestici e importati siano succedanei nella produzione e l’economia subisca uno shock che riduce il costo dei beni intermedi importati rispetto a quelli prodotti internamente; uno shock di questo tipo potrebbe riflettere l’adozione di politiche di liberalizzazione del commercio e dei flussi di capitali o da progressi nelle telecomunicazioni e nelle tecnologie informatiche, fattori che la letteratura ha effettivamente indicato come forze all’origine di un aumento della partecipazione alle catene internazionali del valore. Rimpiazzando i beni intermedi prodotti internamente con quelli importati, più convenienti, le imprese nazionali entrano a far parte delle catene internazionali del valore e, allo stesso tempo, conseguono un guadagno competitivo rispetto agli esportatori del resto del mondo. *In questo modo, il saldo commerciale dell’economia migliora, grazie a un aumento delle esportazioni*²⁰. Poiché è probabile che anche le altre economie, magari con un certo ritardo, adottino politiche di liberalizzazione del commercio e dei flussi di capitali e sfruttino i progressi tecnologici, il guadagno di competitività degli esportatori nazionali viene considerato soltanto temporaneo. Di conseguenza, al fine di modulare i consumi nel tempo, parte del maggiore reddito ottenuto dall’economia nazionale verrà destinato al risparmio, migliorando il saldo

¹⁷ Cfr. ad esempio Hummels et al., op. cit.; Johnson, R.C. e Noguera, G., op. cit.; Koopman et al, op. cit.; o OCSE, *TIVA 2015 indicators – definitions*, 2015.

¹⁸ Cfr. OCSE-OMC, *Trade in Value-Added: Concepts, Methodologies and Challenges*, 2012.

¹⁹ OCSE 2015, op. cit.

²⁰ In linea di principio l’aumento delle importazioni di beni intermedi potrebbe parimenti indurre un peggioramento del saldo commerciale di un’economia. Tuttavia, sulla base di un modello strutturale standard di economia aperta in situazione di equilibrio generale l’aumento delle esportazioni prevale su quello delle importazioni di beni intermedi; cfr. Brumm, J., Georgiadis, G., Gräß, J. e Trottner, F., *Global value chain participation and current account imbalances*, 2015.

di conto corrente²¹. Uno degli elementi centrali del meccanismo ipotizzato è che la partecipazione alle catene internazionali del valore (mediante la sostituzione dei beni intermedi nazionali con quelli importati) aumenti l'efficienza produttiva dell'economia nazionale. Il riquadro 2 esamina le evidenze empiriche degli effetti della partecipazione alle catene internazionali del valore sulla produttività. È inoltre cruciale che il guadagno di competitività conseguito mediante la sostituzione dei beni intermedi domestici con quelli importati sia solo temporaneo. Laddove tale guadagno risulti permanente, o venga considerato tale, è probabile che il saldo di conto corrente si deteriori, dal momento che i consumi, e quindi le importazioni, aumenterebbero proporzionalmente al reddito permanente.

Riquadro 2

Le evidenze empiriche degli effetti della partecipazione alle catene internazionali del valore sulla produttività

La partecipazione alle catene internazionali del valore influisce sulla produttività a livello di impresa, principalmente consentendo all'impresa stessa di realizzare economie di specializzazione²². Gli studi che analizzano questo nesso sulla base di dati a livello di settore giungono generalmente alla conclusione che la frammentazione internazionale della produzione (c.d. off-shoring) influisce positivamente sulla produttività. Ad esempio, Amiti e Wei²³ stimano gli effetti dell'off-shoring sulla produttività nei settori manifatturieri degli Stati Uniti, constatando che l'off-shoring dei servizi ha avuto un effetto positivo sulla produttività; anche l'off-shoring degli input materiali ha avuto un impatto positivo sulla produttività, sebbene in misura inferiore. Winkler²⁴ giunge a risultati analoghi per la Germania utilizzando i dati input-output per il periodo 1995-2006. Crinò²⁵ impiega dati comparabili per nove paesi europei e rileva che l'off-shoring dei servizi impartisce un effetto positivo ed economicamente ingente alla produttività nazionale. Egger ed Egger²⁶ analizzano l'impatto dell'off-shoring sulla produttività dei lavoratori poco qualificati nel settore manifatturiero dell'UE e riscontrano che nel breve periodo l'effetto è negativo, ma diviene positivo con l'andar del tempo. Schwörer²⁷ combina dati sull'off-shoring a livello di settore con i dati a livello di impresa del WIOD per nove paesi europei fra il 1995 e il 2008. L'autore riscontra che l'off-shoring dei servizi e delle attività manifatturiere non caratteristiche contribuisce a un aumento della produttività; per contro, non rileva alcun effetto significativo nel caso dell'off-shoring delle attività manifatturiere core. Schwörer fornisce inoltre evidenze di guadagni addizionali di produttività per le aziende multinazionali.

²¹ Per un'analisi di questo meccanismo nel modello strutturale di equilibrio generale, cfr. Brumm et al., op. cit.

²² Per una rassegna, cfr. Amador, J. e Cabral, S., "Global Value Chains: Surveying Drivers, Measures and Impacts", *Banco de Portugal Working Paper*, n. 3/2014, 2014.

²³ Cfr. Amiti, M. e Wei, S.-J., "Service Offshoring and Productivity: Evidence from the US", *The World Economy*, vol. 32, numero 2, 2009, pagg. 203-220.

²⁴ Cfr. Winkler, D., "Services Offshoring and its Impact on Productivity and Employment: Evidence from Germany, 1995-2006", *The World Economy*, vol. 33, numero 12, 2010, pagg. 1672-1701.

²⁵ Cfr. Crinò, R., "Service Offshoring and Productivity in Western Europe", *Economics Bulletin*, vol. 6, n. 35, 2008, pagg. 1-8.

²⁶ Cfr. Egger, H. e Egger, P., "International Outsourcing and the Productivity of Low-Skilled Labor in the EU", *Economic Inquiry*, vol. 44, numero 1, 2006, pagg. 98-108.

²⁷ Cfr. Schwörer, T., "Offshoring, domestic outsourcing and productivity: Evidence for a number of European Countries", *Review of World Economics (Weltwirtschaftliches Archiv)*, vol. 149, numero 1, 2013, pagg. 131-149.

Altri studi utilizzano dati a livello di impresa. Görg e Hanley²⁸ esaminano l'effetto dell'esternalizzazione o outsourcing internazionale della produttività a livello di singoli impianti nel settore dell'elettronica in Irlanda, riscontrando che l'outsourcing internazionale totale accresce la produttività a livello di impianto, ma solo per gli impianti a bassa intensità di esportazioni. Esaminando separatamente l'off-shoring di servizi e beni materiali, gli autori rilevano che l'impatto positivo sulla produttività riguarda unicamente l'outsourcing della produzione di beni materiali. Görg et al.²⁹ analizzano l'impatto sulla produttività dell'outsourcing internazionale in base a dati a livello di singoli impianti per le imprese manifatturiere irlandesi, rilevando che una maggiore integrazione nei mercati internazionali permette di trarre guadagni maggiori in termini di produttività dall'outsourcing. Anche McCann³⁰ mostra che una maggiore intensità di outsourcing induce guadagni di produttività per le imprese di proprietà estera e per gli esportatori nazionali in Irlanda. Per contro, il ricorso all'outsourcing è di grande rilevanza per le imprese irlandesi non esportatrici, mentre per gli esportatori e per le controllate estere gli aumenti di produttività sono di gran lunga inferiori. Sulla base di una serie di dati relativa alle imprese giapponesi, Ito et al.³¹ riscontrano la presenza di guadagni di produttività per le imprese che esternalizzano sia attività manifatturiere sia servizi, ma non per quelle che esternalizzano soltanto l'una o gli altri. Hijzen et al.³² si basano anch'essi su dati a livello di impresa per i settori manifatturieri del Giappone e concludono che l'off-shoring all'interno di uno stesso gruppo produce generalmente effetti positivi per l'azienda che esternalizza, mentre lo stesso non avviene per l'off-shoring all'esterno del gruppo. Kasahara e Rodrigue³³ riscontrano evidenze di un impatto positivo dell'importazione di beni intermedi per la produttività degli impianti manifatturieri cileni. Morrison Paul e Yasar³⁴ attestano che una quota più elevata di beni materiali importati e input esternalizzati si associano a una maggiore produttività nel caso degli impianti manifatturieri del settore tessile e dell'abbigliamento turco. I risultati di Fariñas e Martín-Marcos³⁵ fanno ritenere che l'outsourcing all'estero abbia effetti positivi per la crescita della produttività totale dei fattori a livello di singola impresa in un campione di aziende manifatturiere spagnole. Jabbour³⁶ riscontra effetti positivi dell'off-shoring sulla produttività e sulla redditività delle imprese manifatturiere francesi, ma solo nel caso in cui l'esternalizzazione avviene verso paesi sviluppati. Infine, per la Germania Wagner³⁷ rileva alcune evidenze di un effetto causale positivo, per quanto modesto, dell'off-shoring sulla produttività a livello di singola impresa.

²⁸ Cfr. Görg, H. e Hanley, A., "International Outsourcing and Productivity: Evidence from the Irish Electronics Industry", *The North American Journal of Economics and Finance*, vol. 16, numero 2, 2005, pagg. 255-269.

²⁹ Cfr. Görg, H., Hanley, A. e Strobl, E., "Productivity Effects of International Outsourcing: Evidence from Plant-level Data", *Canadian Journal of Economics*, vol. 41, numero 2, 2008, pagg. 670-688.

³⁰ Cfr. McCann, F., "The heterogeneous effect of international outsourcing on firm productivity", *Working Papers* 2010-06, CEPII Research Center, 2010.

³¹ Cfr. Ito, B., Tomiura, E. e Wakasugi, R., "Offshore Outsourcing and Productivity: Evidence from Japanese Firm-level Data Disaggregated by Tasks", *Review of International Economics*, vol. 19, numero 3, 2011, pagg. 555-567.

³² Cfr. Hijzen, A., Inui, T. e Todo, Y., "Does Offshoring Pay? Firm-Level Evidence From Japan", *Economic Inquiry*, vol. 48, numero 4, 2010, pagg. 880-895.

³³ Cfr. Kasahara, H. e Rodrigue, J., "Does the use of imported intermediates increase productivity? Plant-level evidence", *Journal of Development Economics*, vol. 87, numero 1, 2008, pagg. 106-118.

³⁴ Cfr. Morrison Paul, C. e Yasar, M., "Outsourcing, Productivity, and Input Composition at the Plant Level", *Canadian Journal of Economics*, vol. 42, numero 2, 2009, pagg. 422-439.

³⁵ Cfr. Fariñas, J.C. e Martín-Marcos, A., "Foreign Sourcing and Productivity: Evidence at the Firm Level", *World Economy*, vol. 33, numero 3, 2010, pagg. 482-506.

³⁶ Cfr. Jabbour, L., "Offshoring and Firm Performance: Evidence from French Manufacturing Industry", *World Economy*, vol. 33, numero 3, 2010, pagg. 507-524.

³⁷ Cfr. Wagner, J., "Offshoring and Firm Performance: Self-selection, Effects on Performance, or Both?", *Review of World Economics (Weltwirtschaftliches Archiv)*, vol. 147, numero 2, giugno 2011, pagg. 217-247.

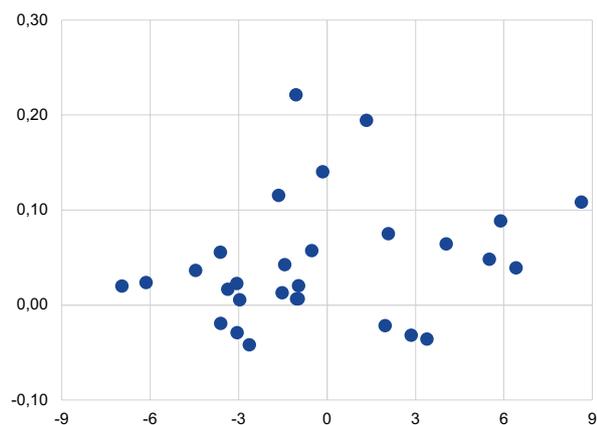
4 Le evidenze empiriche dell'effetto della partecipazione alle catene internazionali del valore sui saldi di conto corrente

Esiste una correlazione positiva fra la partecipazione alle catene internazionali del valore e i saldi di conto corrente. Coerentemente con il

Grafico 7

Saldi di conto corrente e backward participation in relazione al resto del mondo delle singole economie

(asse delle ascisse: saldo di conto corrente in percentuale del PIL; asse delle ordinate: backward participation)



Fonti: WIOD ed elaborazioni della BCE.

Nota: ciascun punto corrisponde alla backward participation media di un paese nel campione e al suo saldo di conto corrente rispetto al resto del mondo.

meccanismo descritto nella sezione precedente, la correlazione incondizionata tra paesi fra i saldi di conto corrente e la backward participation dell'economia rispetto al resto del mondo è positiva, sebbene non sempre diversa da zero in modo statisticamente significativo (cfr. grafico 7). Inoltre, per alcune economie aventi squilibri ampi e persistenti di conto corrente, esiste un comovimento percepibile nel tempo fra la backward participation rispetto al resto del mondo e il saldo del conto corrente (cfr. grafico 8).³⁸ Ad esempio, nel caso degli Stati Uniti l'aumento e il calo del disavanzo corrente negli ultimi vent'anni si sono accompagnati a un analogo calo e successivo aumento della backward participation del paese rispetto al resto del mondo. Analogamente, sussiste una correlazione marcatamente positiva fra la backward participation di Germania e Cina rispetto al resto del mondo e i loro saldi di conto corrente.

Al fine di stabilire quale sia l'effetto della partecipazione alle catene internazionali del valore sui saldi di conto corrente occorre tenere conto delle altre possibili determinanti del conto corrente.

A questo scopo, di norma viene effettuata una regressione dei saldi di conto corrente su un ampio numero di determinanti potenziali con riferimento a serie di dati panel per più paesi. Un approccio di questo tipo è stato adottato anche dall'FMI nella sua attività di sorveglianza multilaterale, specificatamente nella metodologia del Consultative Group on Exchange Rate Issues (CGER) e in quella che ne ha preso il posto, l'External Balance Assessment (EBA). Per quanto sia ampiamente riconosciuto che il modello EBA presenta alcuni difetti³⁹, esso fornisce comunque un utile quadro empirico, non da ultimo poiché è divenuto il principale punto di riferimento per la valutazione degli squilibri di conto corrente per le consultazioni ai sensi dell'articolo IV e per gli External Sector Reports dell'FMI. Il riquadro 3 fornisce maggiori dettagli su questo modello.

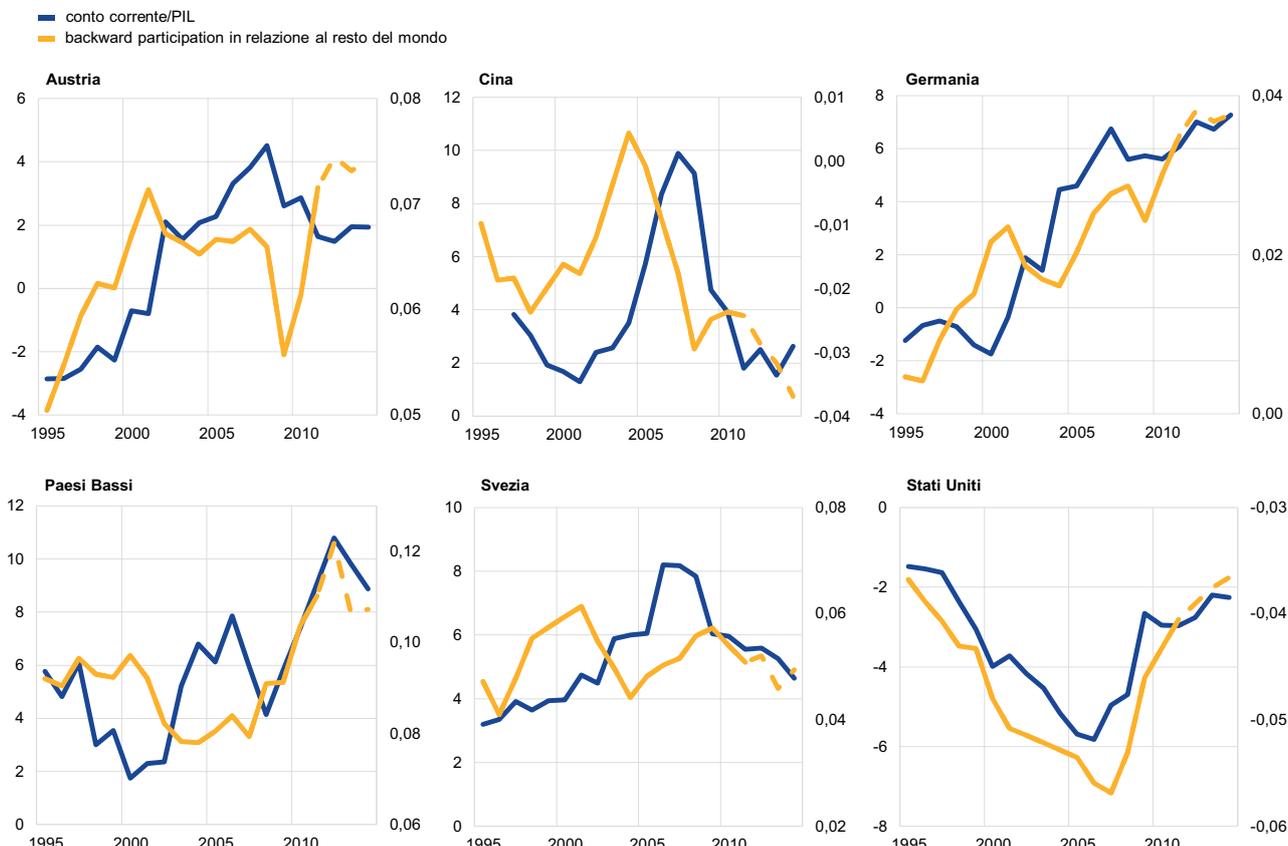
³⁸ La misura di partecipazione impiegata nel grafico 8 si riferisce al valore della backward participation di un'economia rispetto al resto del mondo. Una variazione della partecipazione alle catene internazionali del valore in un determinato paese può influire sul saldo del suo conto corrente soltanto nella misura in cui non vi siano variazioni di entità analoga nella partecipazione degli altri paesi alle catene internazionali del valore.

³⁹ Per una trattazione, cfr. Phillips, S., Catão, L., Ricci, L., Bems, R., Das, M., Di Giovanni, J., Unsal, D.F., Castillo, M., Lee, J., Rodriguez, J. e Vargas, M., "The External Balance Assessment (EBA) Methodology", *IMF Working Paper*, numero 13, 2013.

Grafico 8

Comovimento fra la partecipazione alle catene internazionali del valore rispetto al resto del mondo e il saldo di conto corrente per alcune economie selezionate

(conto corrente in percentuale del PIL)



Fonti: World Economic Outlook dell'FMI e WIOD.

Riquadro 3

Il modello External Balance Assessment

Al fine di individuare le determinanti dei saldi di conto corrente, un filone della letteratura impiega modelli strutturali ispirati al nuovo paradigma macroeconomico dell'economia aperta⁴⁰. Questo approccio intertemporale considera gli squilibri di conto corrente il risultato delle decisioni prese dagli operatori economici che, in base alle loro attese, massimizzano l'utilità in funzione delle aspettative sull'evoluzione futura di produttività, politica di bilancio e condizioni nei mercati finanziari. Sebbene consentano di effettuare un'analisi strutturale delle dinamiche di conto corrente, questi modelli presentano in genere una bontà di adattamento relativamente scarsa. Un altro filone della letteratura esamina le determinanti del conto corrente all'interno di

⁴⁰ Cfr., ad esempio, Sachs, J., "The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970s", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 12, numero 1, 1981, pagg. 201-282; Glick, R. e Rogoff, K., "Global versus country-specific productivity shocks and the current account", *Journal of Monetary Economics*, vol. 35, numero 1, 1995, pagg. 159-192; o Obstfeld, M. e Rogoff, K., "The Intertemporal Approach to the Current Account", in Grossman, G. e Rogoff, K. (ed.), *Handbook of International Economics*, vol. 3, Elsevier, 1995, cap. 34, pagg. 1731-1799.

quadri di riferimento empirici che esulano da particolari modelli strutturali⁴¹. In questa vena si sono sperimentate regressioni panel in forma ridotta per la determinazione del conto corrente.

Il modello External Balance Assessment (EBA) dell’FMI è una versione di questi modelli di regressione panel in forma ridotta⁴².

Il punto centrale dell’EBA consiste nella regressione di dati panel

$$ca_{it} = \alpha + x_{it} * \beta + u_{it},$$

dove ca è il saldo di conto corrente in rapporto al PIL per il paese i nel periodo t , e x è una serie di fondamentali economici che si ritiene determinino il conto corrente. Va notato che gran parte delle variabili esplicative di x sono espresse in relazione alle medie per il resto del mondo; ciò deriva dal fatto che una variazione, ad esempio, del saldo di bilancio del paese i può incidere sul saldo di conto corrente solo nella misura in cui i saldi di bilancio degli altri paesi non variano in misura proporzionale. Fra le variabili esplicative dell’EBA rientrano la posizione patrimoniale netta sull’estero, il saldo petrolifero, il prodotto per occupato, la crescita della popolazione, l’indice di dipendenza degli anziani, l’apertura del conto capitale, la crescita attesa del prodotto, le ragioni di scambio, l’output gap e il saldo di bilancio. I residui della regressione EBA sono comunemente interpretati come quelle parti dei saldi osservati del conto corrente che non possono essere spiegati dai fondamentali economici.

I risultati dei modelli di regressione EBA indicano che una maggiore partecipazione alle catene internazionali del valore rispetto al resto del mondo migliora il saldo di conto corrente di un’economia, anche tenuto conto dell’effetto degli altri fondamentali economici. La prima colonna della tavola 2 riporta i risultati della stima degli effetti sul saldo di conto corrente prodotti dalla backward participation delle singole economie relativamente al resto del mondo, ottenuti mediante il modello di regressione EBA⁴³. I coefficienti stimati sono positivi e statisticamente significativi, e concordano con il meccanismo descritto nella sezione 3: i paesi che partecipano maggiormente nelle catene internazionali del valore evidenziano un maggiore avanzo o un minore disavanzo corrente^{44,45}.

⁴¹ Cfr., ad esempio, Calderon, C., Chong, A. e Loayza, N., “Determinants of Current Account Deficits in Developing Countries”, *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 2, numero 1, 2002, pagg. 1-33; Chinn, M. e Prasad, E., “Medium-Term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: An Empirical Exploration”, *Journal of International Economics*, vol. 59, numero 1, 2003, pagg. 47-76; Gruber, J., Kamin, S., “Explaining the Global Pattern of Current Account Imbalances”, *International Finance Discussion Papers*, numero 846, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2005; o Ca’Zorzi, M., Chudik, A. e Dieppe, A., “Thousands of Models, One Story: Current Account Imbalances in the Global Economy”, *Journal of International Money and Finance*, vol. 31, numero 6, 2012, pagg. 1319-1338.

⁴² FMI 2013, op. cit.; e Phillips et al., op. cit.

⁴³ Analogamente al modello EBA originario dell’FMI, i risultati sono ottenuti da stime generalizzate dei minimi quadrati sulla base di dati per 29 economie nel periodo 1995-2011. I risultati di regressione riportati sono robusti all’eteroschedasticità e all’autocorrelazione del termine di errore.

⁴⁴ I risultati implicano inoltre che il saldo di conto corrente di un’economia migliora laddove la partecipazione di quest’ultima alle catene internazionali del valore diminuisce in misura minore di quella del resto del mondo.

⁴⁵ Vi sono inoltre evidenze che, oltre alla backward participation, anche un’accresciuta forward participation può migliorare il saldo corrente di un’economia, ma gli effetti in questo caso risultano quantitativamente più deboli e si esplicano per il tramite di altri meccanismi (cfr. Brumm et al., op. cit.).

Tavola 2
I risultati della regressione EBA

	conto corrente (1)	bilancia commerciale (2)
backward participation	0,13***	0,50***

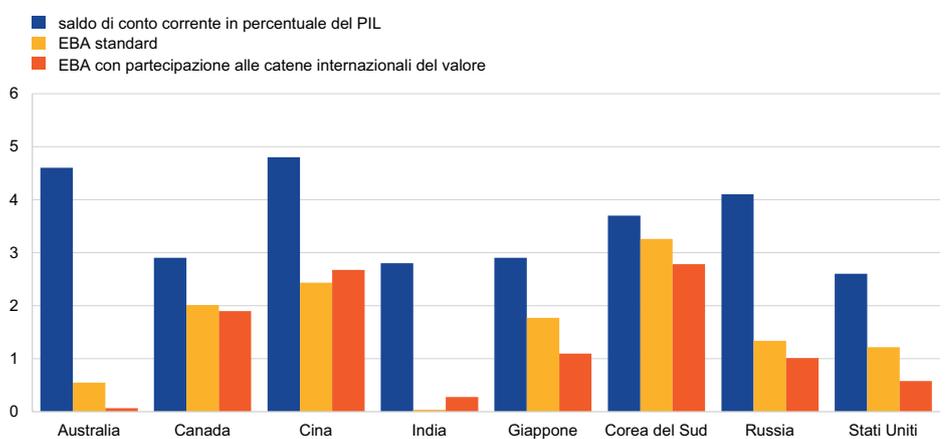
Fonte: elaborazioni della BCE.
Nota: *** denota significatività statistica al livello dell'1 per cento.

Le evidenze indicano che l'effetto della partecipazione alle catene internazionali del valore sul conto corrente opera per il tramite della bilancia commerciale. Il meccanismo descritto nella sezione 3 indica che la partecipazione alle catene internazionali del valore influisce sul saldo di conto corrente di un'economia favorendone le esportazioni e quindi il saldo commerciale. Le evidenze empiriche riportate nella seconda colonna della tavola 2 confermano tale ipotesi, segnalando che la partecipazione alle catene internazionali del valore migliora effettivamente il saldo commerciale di un'economia.

Una parte significativa della componente non spiegata dei saldi osservati di conto corrente è ascrivibile alle differenze nella partecipazione dei vari paesi alle catene internazionali del valore. Malgrado i discreti risultati in termini di bontà di adattamento empirico, nella letteratura sui modelli empirici in forma ridotta si riscontra generalmente che la parte non spiegata dei saldi osservati di conto corrente resta ingente. Il grafico 9 riporta i saldi assoluti di conto corrente in percentuale del PIL nel 2009 per i paesi non appartenenti all'UE il cui saldo corrente eccedeva il 2,5 per cento del PIL prima della recente contrazione degli squilibri internazionali. I residui assoluti del modello EBA che concorrono e che non concorrono alla partecipazione delle economie alle catene internazionali del valore sono riportati sotto forma di barre addizionali. Il grafico 9 fa ritenere che nel modello EBA standard senza misure della partecipazione alle catene internazionali del valore vi siano ampi saldi correnti non spiegati per le economie eccedentarie e deficitarie. I saldi non spiegati di conto corrente risultano considerevolmente inferiori allorché si tiene conto della partecipazione delle economie alle catene internazionali del valore.

Grafico 9
Saldi di conto corrente osservati e componente non spiegata

(in percentuale del PIL)



Fonti: World Economic Outlook dell'FMI ed elaborazioni della BCE.

Ad esempio, nel caso degli Stati Uniti circa la metà della parte non spiegata del disavanzo corrente del 2,6 per cento del PIL osservato nel 2009 è riconducibile alla limitata partecipazione del paese alle catene internazionali del valore rispetto al resto del mondo.

5 Conclusioni

Le evidenze empiriche fanno ritenere che, oltre a favorire la crescita, amplificare gli effetti di propagazione fra paesi e a modificare la distribuzione del reddito di un'economia, la partecipazione alle catene internazionali del valore migliora i saldi di conto corrente.

Di fronte alla recente battuta d'arresto dell'espansione della partecipazione alle catene internazionali del valore, è naturale chiedersi se vi saranno implicazioni per i saldi di conto corrente a livello globale. Tuttavia, va ricordato che la partecipazione di un'economia alle catene internazionali del valore influisce sul suo saldo corrente soltanto se tale partecipazione varia rispetto a quella del resto del mondo. Come evidenzia la letteratura recente, il rallentamento osservato nella frammentazione internazionale della produzione è un fenomeno globale che probabilmente non modificherà le configurazioni dei conti correnti a livello mondiale.

Eterogeneità tra imprese e competitività nell'Unione europea

Il grado di eterogeneità tra imprese in termini di risultati economici è elevato persino all'interno di settori finemente definiti, come confermano i dati forniti in questo articolo per diversi Stati membri dell'Unione europea (UE). Ciò presenta importanti implicazioni per la competitività di un paese, intesa come la capacità di quest'ultimo di esportare ovvero – in senso più ampio – come la crescita della sua produttività aggregata. L'articolo esamina queste implicazioni e le conseguenti raccomandazioni sul piano delle politiche volte a migliorare la competitività nell'UE. Per quanto concerne i risultati nel commercio estero, solo un numero relativamente ridotto di imprese (le più grandi e produttive di un determinato settore) è in grado di esportare. Questo implica che l'andamento delle esportazioni aggregate di ciascun paese dipenda in misura fondamentale dalla dinamica di tali imprese. A sua volta, la partecipazione al commercio incide sulla produttività delle imprese esportatrici e, indirettamente, di quelle non esportatrici e quindi influisce positivamente sull'evoluzione della produttività aggregata. Inoltre, data l'ampia eterogeneità tra imprese, la crescita della produttività aggregata può essere sostenuta in misura significativa da una migliore allocazione di capitale e lavoro tra imprese, l'evidenza empirica suggerisce che guadagni di produttività significativi possano derivare da una maggiore efficienza allocativa a livello intrasettoriale. Tuttavia, alcuni indicatori del grado di distorsione nell'allocazione del capitale hanno evidenziato un andamento ascendente in diversi Stati membri dell'UE negli ultimi anni, per motivi riconducibili sia all'incertezza sia alle frizioni nei mercati dei fattori di produzione e del credito.

1 Introduzione

Grazie alla crescente disponibilità di dati a livello di impresa, vari studi empirici hanno documentato l'esistenza di una pronunciata eterogeneità tra imprese in termini di risultati economici. La letteratura empirica basata su dati granulari mostra l'esistenza di notevoli differenze tra imprese – in termini ad esempio di dimensioni, struttura dei costi, utili e produttività – persino all'interno di settori finemente disaggregati¹. Ciò vale anche per gli Stati membri dell'UE, come conferma una banca dati recentemente costituita dalla rete di ricerca sulla competitività (Competitiveness Research Network, CompNet)². Per quanto concerne i “vecchi” Stati membri dell'UE

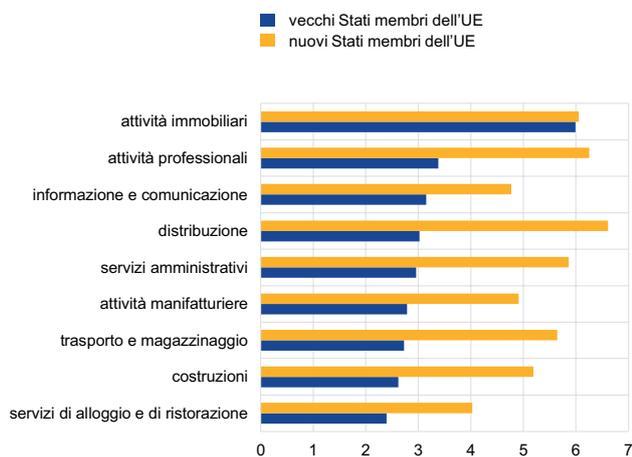
¹ Per una rassegna della letteratura esistente, cfr. Bartelsman, E.J. e Doms, M., “Understanding Productivity: Lessons from Longitudinal Microdata”, *Journal of Economic Literature*, vol. 38, 2000, pagg. 569-594; più di recente, Syverson, C., “What Determines Productivity?”, *Journal of Economic Literature*, vol. 49, n. 2, 2011, pagg. 326-365.

² CompNet è una rete di ricerca originariamente istituita all'interno del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) nel 2012 per analizzare la competitività in una prospettiva multidimensionale. È composta da economisti della BCE e del SEBC, della Commissione europea e di una serie di organizzazioni, università, istituti statistici e gruppi di esperti europei e internazionali. La serie di dati di CompNet si basa principalmente su statistiche amministrative provenienti dai registri delle imprese e fornisce informazioni armonizzate riguardanti più paesi sui momenti principali della distribuzione del settore (ad esempio media, mediana, deviazione standard e decili della distribuzione) per una serie di variabili connesse ai risultati e alla competitività delle imprese. Per informazioni particolareggiate riguardo a questa banca dati sulla produttività costruita usando microdati aggregati, cfr. Lopez-Garcia, P., di Mauro, F. e CompNet Task Force, “Assessing European competitiveness: the new CompNet micro-based database”, *Working Paper Series*, n. 1764, BCE, 2015; per dettagli sulle statistiche commerciali, cfr. Berthou, A., Dhyne, E., Bugamelli, M., Cazacu, A.-C., Demian, C.-V., Harasztosi, P., Lalinsky, T., Meriküll, J., Oropallo, F. e Soares, A.C., “Assessing European firms' exports and productivity distributions: the CompNet trade module”, *Working Paper Series*, n. 1788, BCE, 2015.

Grafico 1

Dispersione della produttività delle imprese all'interno dei singoli settori in 19 Stati membri dell'UE

(rapporto tra il livello di produttività del lavoro delle imprese nel decile più alto e in quello più basso di ciascun settore a due cifre, successivamente aggregato a livello macrosettoriale; medie dei paesi negli anni 2001-2013)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate su dati CompNet.

Note: i vecchi Stati membri dell'UE inclusi nel grafico sono: Belgio, Danimarca, Germania, Spagna, Francia, Italia, Austria, Portogallo e Finlandia. I nuovi Stati membri dell'UE considerati in questa sede sono: Repubblica Ceca, Estonia, Croazia, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Slovenia e Slovacchia. I rapporti in ciascun settore a due cifre sono aggregati a livello macrosettoriale utilizzando le quote di valore aggiunto. Medie non ponderate di paesi e anni. Le statistiche relative al 2013 si riferiscono a 12 paesi in quanto non sono disponibili dati per Germania, Lituania, Ungheria, Austria, Portogallo, Romania e Slovenia.

(vale a dire, i nove paesi che hanno aderito all'UE entro il 1995, per i quali i dati sono disponibili), nella distribuzione di produttività di ciascun settore il 10 per cento superiore delle imprese risulta mediamente quasi tre volte più produttivo del 10 per cento inferiore (cfr. grafico 1)³. Questo rapporto è ancora maggiore per gran parte dei dieci "nuovi" Stati membri dell'UE per i quali i dati sono disponibili⁴. Inoltre, la distribuzione di produttività è asimmetrica in quanto mostra una densità elevata di imprese poco produttive e un numero ridotto di imprese molto produttive. Anche se questa regolarità empirica vale per tutti i paesi e settori, la forma della distribuzione può variare da un paese all'altro di riflesso alle caratteristiche strutturali di ciascuno. Ad esempio, la distribuzione di produttività del settore manifatturiero in Francia e Germania è caratterizzata da una media più alta e da una coda destra a più elevata densità rispetto a quella di paesi come la Spagna e l'Italia (cfr. grafico 2).

L'eterogeneità tra imprese presenta implicazioni per la valutazione generale della competitività, che comprende sia i risultati del commercio estero sia gli andamenti della produttività. In senso ampio, la competitività è connessa al contesto economico e al

quadro istituzionale che consentono alle imprese efficienti

di prosperare⁵, sostenendo di conseguenza i risultati commerciali e la produttività.

L'esistenza di un grado elevato di eterogeneità tra imprese ha importanti implicazioni per la valutazione della competitività in base a entrambe le dimensioni suddette.

Per quanto concerne i risultati commerciali, la letteratura sia empirica sia teorica evidenzia l'esistenza di un legame biunivoco tra il commercio e la produttività a livello di impresa. In linea con l'evidenza empirica basata su dati granulari, la

³ In gran parte dei casi l'evidenza di più paesi riguardo ai risultati dell'interscambio fornita in questo articolo riguarda 16 Stati membri dell'UE, di cui dieci appartenenti all'area dell'euro (Belgio, Estonia, Francia, Italia, Lettonia, Lituania, Portogallo, Slovenia, Slovacchia e Finlandia) e sei esterni alla stessa (Repubblica Ceca, Danimarca, Croazia, Ungheria, Polonia e Romania). I grafici che contengono esclusivamente indicatori di produttività includono anche Germania, Spagna e Austria. L'utilizzo di campioni di paesi (lievemente) diversi è segnalato nella nota del relativo grafico. Le statistiche relative al 2013 si riferiscono solo a 12 paesi in quanto non sono disponibili dati per Lituania, Ungheria, Romania e Slovenia. Il presente articolo considera 54 settori di attività cosiddetti a due cifre nell'economia non finanziaria, 23 dei quali sono divisioni delle Attività manifatturiere secondo il sistema NACE Rev. 2. Inoltre, tiene conto dei soli dati CompNet relativi alle imprese con oltre 20 dipendenti. Il campione è ponderato in base alla popolazione: ciò accresce la comparabilità tra paesi, che tuttavia continua a presentare alcuni problemi connessi ad esempio alle procedure di campionamento. Per informazioni dettagliate sulla serie di dati, cfr. Lopez-Garcia et al., op. cit., e Berthou et al., op. cit.

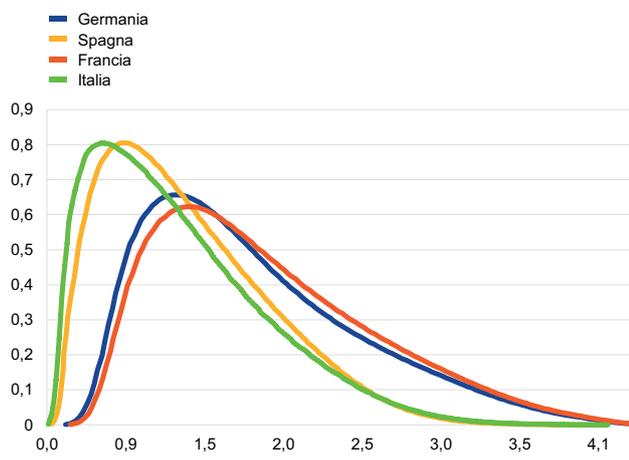
⁴ Bartelsman et al. spiegano le differenze intrasettoriali in termini di dispersione della produttività tra i paesi dell'Europa centrale e orientale e quelli dell'Europa occidentale con il fatto che nei primi anni della transizione le imprese a bassa produttività hanno potuto sopravvivere nel mercato e coesistere con le imprese nuove e molto più produttive create nel settore privato (cfr. Bartelsman, E., Haltiwanger, J. e Scarpetta, S., "Cross-Country Differences in Productivity: The Role of Allocation and Selection", *The American Economic Review*, vol. 103, n. 1, 2013, pagg. 305-334).

⁵ Cfr., ad esempio, la definizione contenuta nella relazione dei cinque presidenti dal titolo *Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa*, Commissione europea, giugno 2015, pag. 9: "In definitiva un'economia competitiva è un'economia in cui le istituzioni e le politiche consentono alle imprese produttive di prosperare".

Grafico 2

Distribuzione di produttività delle imprese nel settore manifatturiero nei quattro maggiori paesi dell'area dell'euro

(kernel della produttività del lavoro, normalizzati per il PIL pro capite del paese, in decine di migliaia di euro; settore manifatturiero; media del periodo 2006-2012)



Fonti: elaborazioni degli esperti della BCE basate su dati CompNet, Eurostat e dell'Ufficio statistico tedesco – AFID-Panel per la Germania.
Note: i livelli di produttività sono riparametrati in modo che la media della distribuzione di produttività sia pari al PIL pro capite, ricavato da Eurostat. Occorre tuttavia considerare che la riparametrizzazione in base al PIL pro capite potrebbe modificare l'ordine dei paesi per motivi non necessariamente connessi alla produttività quali ad esempio la composizione per settore, le dimensioni dell'economia sommersa o andamenti demografici insoliti. I dati relativi alla Germania si riferiscono a un campione rappresentativo stratificato di imprese manifatturiere con oltre 20 dipendenti. Poiché i dati tedeschi rivisti sono disponibili per categoria dimensionale, è stata calcolata una media ponderata con pesi rappresentati dal numero di imprese in una determinata categoria dimensionale.

letteratura teorica più recente in materia di commercio internazionale sostiene che le imprese esportatrici sono le più produttive all'interno di un'economia⁶. Inoltre, in aggiunta ai guadagni tradizionali derivanti dal commercio, sia i modelli sia le analisi empiriche mostrano che la liberalizzazione degli scambi può a sua volta accrescere la produttività aggregata riallocando risorse alle imprese più produttive che esportano.

L'eterogeneità tra imprese ha implicazioni anche per la crescita della produttività aggregata.

In presenza di risultati eterogenei tra imprese, l'evoluzione della produttività aggregata dipende altresì dall'efficienza con la quale i fattori di produzione (input) sono allocati tra le imprese come conseguenza di due andamenti fondamentali: 1) nascita e morte delle imprese; 2) espansione e contrazione delle stesse. La riallocazione degli input accresce la produttività quando, a seguito di tali andamenti, le risorse sono trasferite dalle imprese meno produttive a quelle più produttive. Tuttavia, vincoli quali le frizioni nell'attività di credito o le rigidità strutturali possono pregiudicare l'efficienza del processo allocativo.

Lo scopo di questo articolo è valutare le implicazioni dell'eterogeneità tra imprese per la competitività nell'UE.

Esso è strutturato come segue: la seconda

sezione esamina il nesso tra la produttività delle imprese

e il commercio da un punto di vista empirico e include due riquadri, il primo dedicato ai modelli teorici di base del commercio internazionale soggiacenti l'analisi empirica e il secondo volto a valutare il ruolo dell'eterogeneità tra imprese nella reattività delle esportazioni aggregate alle variazioni dei tassi di cambio reali a livello nazionale e tra paesi; la terza sezione si concentra sull'efficienza con cui capitale e lavoro sono allocati tra imprese all'interno di un determinato settore, una determinante importante della crescita della produttività; la quarta conclude con alcune implicazioni sul piano delle politiche.

2 Produttività e commercio: un legame biunivoco

2.1 L'importanza della produttività delle imprese ai fini del commercio internazionale

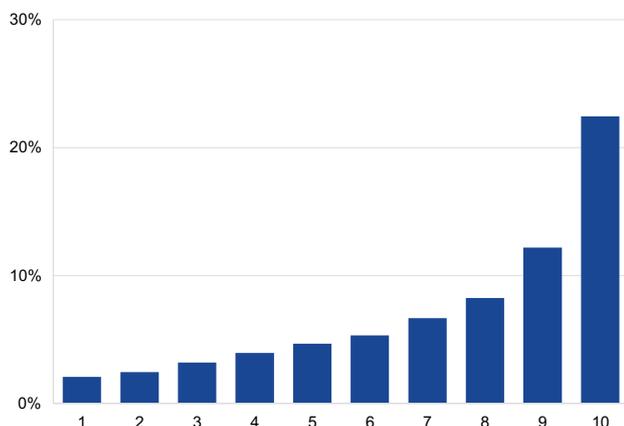
Per le imprese, la partecipazione al commercio internazionale e il peso relativo sul totale delle esportazioni di un paese dipendono in misura fondamentale dal loro livello di produttività. Le evidenze fondate su microdati del commercio

⁶ Non bisogna trascurare il fatto che questa letteratura attinge dal contributo di economisti quali Joseph Schumpeter, il quale già negli anni '30 aveva tenuto conto nel suo lavoro dell'evoluzione dinamica di operatori economici eterogenei (cfr., ad esempio, Schumpeter, J.A., *The Theory of Economic Development*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 1934).

Grafico 3

Quota di esportazioni delle imprese manifatturiere nei diversi decili della distribuzione di produttività del lavoro in 15 Stati membri dell'UE

(media dei paesi per il periodo 2001-2013; quota percentuale del totale delle esportazioni del settore manifatturiero)



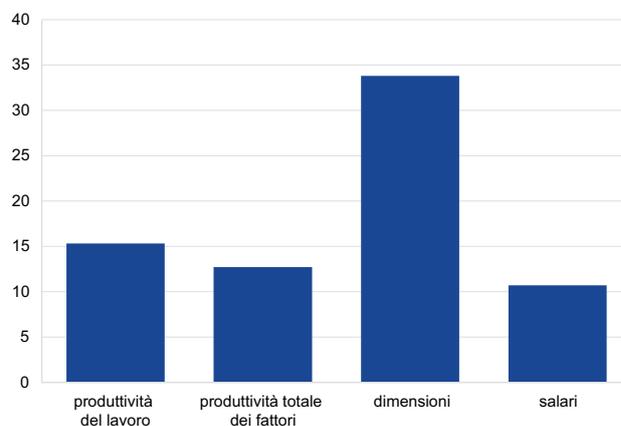
Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate su dati CompNet.

Nota: quota media di esportazioni in percentuale delle esportazioni totali del settore manifatturiero per decile di produttività del lavoro in 15 Stati membri dell'UE (i 16 elencati nella nota 3 del testo principale meno l'Ungheria).

Grafico 4

Differenze di performance tra le nuove imprese esportatrici e le imprese non esportatrici nel settore manifatturiero in 16 Stati membri dell'UE

(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate su dati CompNet.

Note: i paesi inclusi nel grafico sono i 16 Stati membri dell'UE elencati nella nota 3 del testo principale. Gli istogrammi rappresentano il coefficiente stimato di una variabile dummy che assume il valore di uno per le nuove imprese esportatrici e di zero per le altre, tenuto conto degli effetti fissi specifici del settore a due cifre e del paese. Tutti i coefficienti dummy sono significativi. Le regressioni con i minimi quadrati ordinari (OLS) sono condotte per il periodo 2001-2013. Per nuove imprese esportatrici si intendono le imprese che esportano al momento t e $t+1$, ma non al momento $t-1$.

estero di CompNet, disponibili per il settore manifatturiero di 15 Stati membri dell'UE, mostrano che la quota di esportazioni delle imprese incluse nel decile più alto della distribuzione di produttività del lavoro è circa quattro volte superiore a quella dell'impresa mediana (cfr. grafico 3).

Studi empirici a livello di impresa mostrano che in tutti i settori le imprese esportatrici risultano non solo maggiormente produttive ma anche più grandi, con una più alta intensità di capitale e in grado di pagare salari più elevati rispetto alle imprese non esportatrici del medesimo settore⁷. Una volta tenuto

conto degli effetti fissi specifici del settore e del paese, si rileva che in media tra le nuove imprese esportatrici (vale a dire quelle che hanno appena iniziato a esportare) nel campione di Stati membri dell'UE la produttività è superiore del 15 per cento, le dimensioni maggiori del 30 per cento e le retribuzioni più elevate del 10 per cento rispetto alle imprese non esportatrici nella stesso settore (cfr. grafico 4). Questo suffraga l'ipotesi secondo la quale le nuove imprese esportatrici presentano un vantaggio in termini di produttività e dimensioni rispetto a quelle non esportatrici ancor prima di iniziare a competere nei mercati internazionali⁸.

⁷ Ad esempio, Bernard e Jensen documentano ampie e significative differenze tra le imprese esportatrici e quelle non esportatrici nel settore manifatturiero degli Stati Uniti (cfr. Bernard, A.B. e Jensen, J.B., "Exporters, Jobs, and Wages in US Manufacturing: 1976-1987", *Brookings Papers on Economic Activity, Microeconomics*, vol. 1995, 1995, pagg. 67-112; "Exporters, skill upgrading and the wage gap", *Journal of International Economics*, vol. 42, 1997, pagg. 3-31; "Exceptional exporter performance: cause, effect, or both?", *Journal of International Economics*, vol. 47, n. 1, 1999, pagg. 1-25).

⁸ Lo svolgimento di attività commerciali potrebbe a sua volta promuovere la crescita della produttività delle imprese stesse (a questo proposito, cfr. la sezione 2.2).

Una ragione fondamentale per la quale le imprese esportatrici devono essere più produttive è costituita dal fatto che solo in questo modo possono permettersi di sostenere i costi connessi con il commercio internazionale, rendendo remunerativa l'espansione nei mercati esteri.⁹ Lo svolgimento di attività commerciali

è costoso. Esempi di ostacoli agli scambi sono i costi infrastrutturali e logistici, le barriere tariffarie e non tariffarie, i costi di copertura per il tasso di cambio nominale, il costo del credito e il costo dell'ottenimento di informazioni sui mercati esteri¹⁰. Come indicato nel riquadro 1, la letteratura sia teorica sia empirica indica l'esistenza di una soglia di produttività al di sopra della quale le imprese trovano profittevole sostenere i suddetti costi ed espandersi nei mercati esteri. Una misura indiretta di questa soglia non osservabile è costituita dal vantaggio stimato di produttività del lavoro delle nuove imprese esportatrici rispetto a quelle non esportatrici che operano nel medesimo settore, il cosiddetto "premio di produttività degli esportatori"¹¹.

In linea con la letteratura, le evidenze sugli Stati membri dell'UE stanno a indicare che a un minore livello di sviluppo economico di un paese corrisponde di norma un maggior premio di produttività degli esportatori. I paesi con un basso PIL pro capite hanno di norma mercati meno integrati; questo consente alle imprese non esportatrici con livelli di produttività ridotti di sopravvivere e spiega quindi la coesistenza nel medesimo settore di imprese molto produttive che sono in grado di sostenere i costi connessi alle esportazioni e altre a bassa produttività orientate verso il mercato interno¹². Di conseguenza il premio di produttività degli esportatori è maggiore in economie come quella della Romania rispetto ad altre quali la Finlandia (cfr. grafico 5). Il PIL pro capite è altresì una misura indiretta della qualità delle istituzioni. Istituzioni migliori fanno scendere i costi sia fissi sia variabili del commercio affrontati dalle imprese¹³. Il premio di produttività degli esportatori nel grafico 5 risulta di fatto basso nei paesi dove la qualità delle istituzioni è notoriamente elevata.

⁹ Riscontri della presenza di costi fissi di ingresso nei mercati di esportazione e della persistenza nelle attività di esportazione sono stati rilevati per la Colombia (cfr. Roberts, M.J. e Tybout, J.R., "The Decision to Export in Colombia: An Empirical Model of Entry with Sunk Costs", *The American Economic Review*, vol. 87, n. 4, 1997, pagg. 545-564). Altri esempi di autoselezione delle imprese nei mercati di esportazione riguardano la Francia (cfr. Eaton, J., Kortum, S. e Kramarz, F., "An anatomy of international trade: evidence from French firms", *Econometrica*, vol. 79, n. 5, 2011, pagg. 1453-1498), la Germania (cfr. Bernard, A.B. e Wagner, J., "Export entry and exit by German firms", *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 137, n. 1, 2001, pagg. 105-123) e gli Stati Uniti (cfr. Bernard, A.B. e Jensen, J.B., "Exporting and Productivity in the USA", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 20, n. 3, 2004, pagg. 343-357).

¹⁰ Cfr., per esempio, Minetti, R. e Chun Zhu, S. "Credit constraints and firm export: Microeconomic evidence from Italy", *Journal of International Economics*, vol. 83, n. 2, 2011, pagg. 109-125, sul ruolo del razionamento del credito; Fontagné, L., Orefice, G., Piermartini, R. e Rocha, N., "Product standards and margins of trade: Firm-level evidence" *Journal of International Economics*, vol. 97, n. 1, 2015, pagg. 29-44, in merito all'impatto esercitato da tariffe e forti barriere non tariffarie nei mercati esteri sugli andamenti delle esportazioni.

¹¹ In questo articolo il premio di produttività degli esportatori viene stimato seguendo la metodologia dell'International Study Group on Exports and Productivity (ISGEP), "Understanding Cross-Country Differences in Exporter Premia: Comparable Evidence for 14 Countries", *Review of World Economics*, vol. 144, n. 4, 2008, pagg. 596-635. Tuttavia, diversamente dallo studio, l'articolo considera solo un sottoinsieme delle imprese esportatrici – i cosiddetti "nuovi esportatori" – in modo da meglio assicurare che il premio di produttività degli esportatori non includa i guadagni di produttività derivanti dalla partecipazione delle imprese al commercio internazionale.

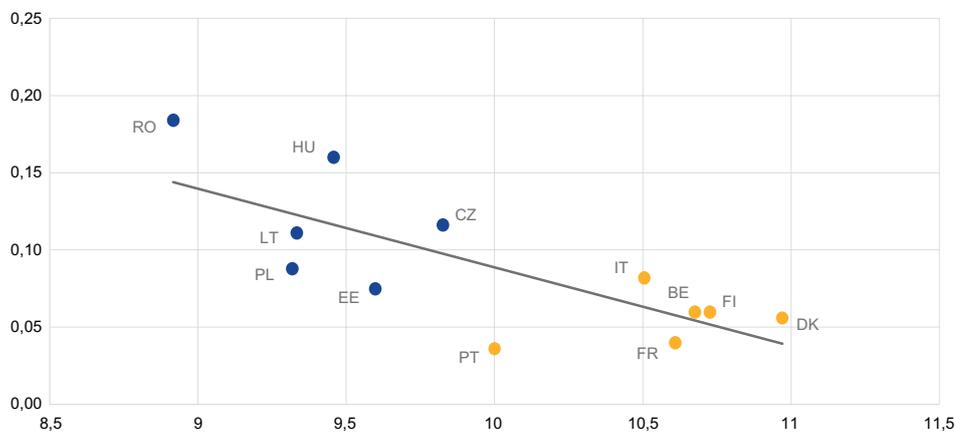
¹² Cfr. Hallward-Driemeier, M., Iarossi, G. e Sokoloff, K.L., "Exports and Manufacturing Productivity in East Asia: A Comparative Analysis with Firm-Level Data", *NBER Working Papers*, n. 8894, National Bureau of Economic Research, 2002.

¹³ Cfr. ISGEP, op. cit.

Grafico 5

Premio di produttività degli esportatori nel settore manifatturiero e PIL pro capite in 12 Stati membri dell'UE

(medie nel periodo 2001-2013; asse delle ascisse: PIL pro capite (log); asse delle ordinate: premio di produttività degli esportatori)



Fonte: indagine semestrale della Banca dei regolamenti internazionali (BRI) sul mercato degli strumenti derivati OTC.
Note: il premio di produttività degli esportatori è stimato sulla base della metodologia ISGEP. Esso viene calcolato come coefficiente di una variabile dummy che assume il valore di uno per le nuove imprese esportatrici e di zero per le altre in una regressione nella quale la variabile dipendente è il logaritmo della produttività media del lavoro nel settore. Ulteriori variabili esplicative sono la dimensione media delle imprese, il salario medio, l'anno e gli effetti fissi specifici del settore a due cifre. I paesi inclusi nel grafico sono i 16 Stati membri dell'UE elencati nella nota 3 del testo principale a eccezione di Croazia (per cui non sono disponibili dati) e di Lettonia, Slovenia e Slovacchia (per i quali i coefficienti stimati non erano statisticamente significativi a livelli convenzionali). I paesi in blu si trovano nell'Europa centrale e orientale, quelli in giallo nell'Europa occidentale.

Riquadro 1

Conciliare l'evidenza empirica con la teoria: l'introduzione di imprese eterogenee nella teoria commerciale internazionale

Fino agli anni '90 gran parte degli studi valutava la competitività, intesa in termini di performance commerciale, ipotizzando che le imprese fossero omogenee. Nei modelli neoclassici, i vantaggi in termini di benessere determinati dal commercio internazionale derivano dall'aumento della produzione e dei consumi su scala mondiale successivo alla specializzazione dei paesi nei settori nei quali presentano un vantaggio comparato. Nello specifico, le imprese esportano i prodotti per i quali hanno minori costi-opportunità di produzione rispetto ad altri settori e paesi. Modelli successivi basati sulla nuova teoria del commercio internazionale (new trade theory) hanno incorporato la caratteristica empirica che i paesi scambiano beni simili, la quale implica che gli scambi tra paesi avvengono anche all'interno di un medesimo settore, ipotizzando rendimenti crescenti di scala, concorrenza monopolistica e la preferenza dei consumatori per diverse varietà di beni. In questi modelli i benefici del commercio si manifestano in quanto la liberalizzazione degli scambi fa aumentare le dimensioni del mercato e questo consente alle imprese di ridurre i costi di produzione ampliando la disponibilità di varietà di beni meno costose¹⁴. In tutti questi modelli si ipotizza che le imprese siano omogenee.

La cosiddetta "nuova new trade theory" riconosce l'esistenza di eterogeneità tra imprese, come rivelata dagli studi empirici, e fornisce un quadro gestibile per l'analisi della competitività attraverso il legame tra commercio e produttività. In un articolo pionieristico del 2003, Marc Melitz ha introdotto l'eterogeneità tra imprese in termini di produttività nei modelli

¹⁴ Il punto di riferimento per questa letteratura è Krugman, P.R., "Scale Economies, Product Differentiation, and the Pattern of Trade", *The American Economic Review*, vol. 70, 1980, pagg. 950-959.

standard della new trade theory¹⁵. Attingendo dai precedenti modelli teorici della dinamica e della dimensione delle imprese¹⁶, quello di Melitz offre un quadro di riferimento gestibile ed è diventato la nuova pietra angolare della teoria del commercio. In questo modello le imprese devono pagare un costo fisso per poter produrre a livello interno. La partecipazione alle attività di esportazione richiede altresì il pagamento di un costo fisso aggiuntivo, oltre che di un costo variabile. Ciò implica che le imprese entreranno nel mercato e inizieranno a produrre, per poi esportare, solo se lo riterranno remunerativo (vale a dire se le loro entrate saranno superiori a questi costi fissi e variabili). Poiché la redditività dipende dal livello di produttività di ogni impresa, solo una percentuale minima di imprese (quelle al di sopra di una determinata “soglia di produttività”) sarà in grado di produrre per il mercato interno e solo poche fra queste saranno a loro volta in grado di esportare¹⁷. Al tempo stesso la liberalizzazione degli scambi commerciali, oltre a determinare un aumento delle vendite potenziali nei mercati di esportazione, accresce la concorrenza sul mercato interno. Di conseguenza le imprese più produttive (quelle in grado di sostenere i costi di esportazione) svolgono attività di esportazione e si espandono per sfruttare il più ampio mercato estero e i produttori meno efficienti tendono invece a uscire dal mercato poiché la maggiore concorrenza provoca una contrazione delle loro entrate. Le risorse vengono quindi riallocate verso le imprese più produttive e questo fa aumentare la produttività aggregata.

Questi risultati implicano altresì che la performance internazionale di un determinato paese dipende dalla sua distribuzione di produttività come descritta nel grafico 2 e in particolare dal comportamento di un numero relativamente ridotto di imprese esportatrici. Nei 15 Stati membri dell'UE considerati nel grafico 6, le maggiori imprese esportatrici (le prime dieci in termini di valore delle esportazioni) rappresentano approssimativamente dal 50 all'80 per cento delle esportazioni aggregate; costituiscono un'eccezione la Francia e – in misura più evidente – l'Italia, dove le quote sono inferiori. Esistono riscontri del fatto che la concentrazione delle esportazioni è tanto maggiore quanto minori sono le dimensioni del settore manifatturiero di un paese (cfr. Grafico 7)¹⁸. Il suo livello generalmente elevato in gran parte dei paesi implica che i risultati aggregati sul piano commerciale sono determinati da un numero

¹⁵ Cfr. Melitz, M.J., “The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity”, *Econometrica*, vol. 71, 2003, pagg. 1695-1725. L'eterogeneità tra imprese è stata introdotta nel modello di Krugman (cfr. Krugman, op. cit.).

¹⁶ Tra i modelli teorici precedenti in questo filone di letteratura figurano ad esempio Jovanovic, B., “Selection and the evolution of industry”, *Econometrica*, vol. 50, n. 3, 1982, pagg. 649-670, e Hopenhayn, H., “Entry, Exit, and Firm Dynamics in Long Run Equilibrium”, *Econometrica*, vol. 60, n. 5, 1992, pagg. 1127-1150.

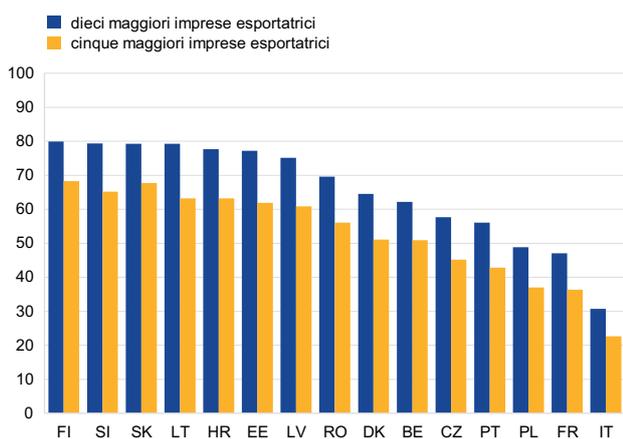
¹⁷ Nel modello proposto da Marc Melitz solo il primo momento della distribuzione di produttività, vale a dire la produttività media delle imprese, è rilevante per le esportazioni. Tuttavia, uno studio recente basato su dati CompNet relativi a 16 Stati membri dell'UE nel periodo compreso fra il 2001 e il 2012 mostra come la competitività degli esportatori (misurata come il residuo di una regressione delle esportazioni al netto di tutte le possibili caratteristiche del mercato di destinazione, dei costi commerciali e delle caratteristiche geografiche, culturali e storiche) sia positivamente correlata non solo con la produttività media delle imprese ma anche con gli altri momenti della distribuzione di produttività, vale a dire con la sua dispersione e la sua asimmetria. Cfr. Barba Navaretti, G., Bugamelli, M., Forlani, E. e Ottaviano, G., “The importance of micro data in assessing aggregate outcomes”, in Altomonte, C. and Békés, G. (a cura di), *Measuring competitiveness in Europe: resource allocation, granularity and trade*, Bruegel Blueprint Series, vol. 24, 2016, pagg. 14-25.

¹⁸ Inoltre, stando ai dati CompNet, la dimensione mediana delle imprese esportatrici in un determinato settore in Italia è circa il 60 per cento di quella delle imprese esportatrici del medesimo settore in tutti gli altri paesi considerati nel grafico 6. Le dimensioni ridotte delle imprese esportatrici in Italia possono contribuire a spiegare la bassa concentrazione delle esportazioni in tale paese.

Grafico 6

Quota delle esportazioni del settore manifatturiero riferibile alle maggiori imprese esportatrici, disaggregata per paese

(quote percentuali medie nel periodo 2001-2013; medie ponderate tra settori, dove i pesi sono dati dalle quote di valore aggiunto sul valore aggiunto totale del settore manifatturiero)

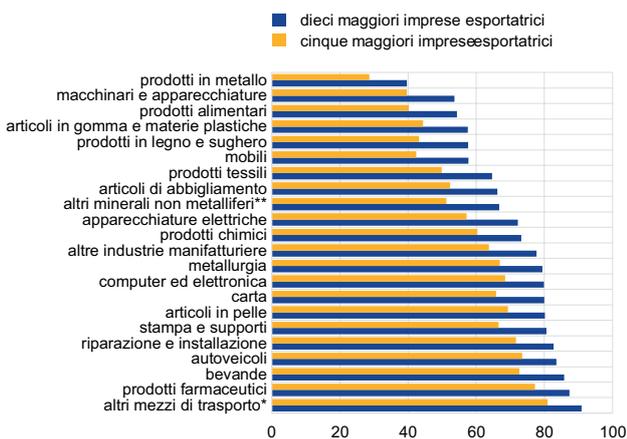


Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate su dati CompNet.
Nota: i paesi inclusi nel grafico sono i 16 Stati membri dell'UE elencati nella nota 3 del testo principale meno l'Ungheria.

Grafico 8

Quota delle esportazioni del settore manifatturiero riferibile alle maggiori imprese esportatrici, disaggregata per settore

(quote percentuali medie negli anni 2001-2013; medie non ponderate tra paesi)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate su dati CompNet.
Nota: i paesi inclusi sono quelli considerati nel grafico 6. *Fabbricazione di mezzi di trasporto esclusi gli autoveicoli. ** Fabbricazione di prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi quali vetro, plastica e cemento.

Grafico 7

Quota delle esportazioni del settore manifatturiero riferibile alle maggiori imprese esportatrici e dimensioni del settore manifatturiero in ciascun paese

(quota delle esportazioni di ciascun settore manifatturiero riferibile alle dieci maggiori imprese esportatrici e dimensioni del settore manifatturiero di ciascun paese in termini di valore aggiunto reale: medie di settore ponderate con il valore aggiunto per ciascun paese nel periodo 2001-13; asse delle ascisse: valore aggiunto nel settore manifatturiero (log); asse delle ordinate: concentrazione delle esportazioni nelle dieci maggiori imprese esportatrici)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate su dati CompNet ed Eurostat.
Nota: i paesi considerati sono quelli del grafico 6; la correlazione fra queste due serie è -0,83.

molto ridotto di imprese. Il grado di concentrazione delle esportazioni varia altresì in misura significativa all'interno del settore manifatturiero e risulta massimo per comparti quali i mezzi di trasporto e i prodotti farmaceutici e minimo, ad esempio, per i macchinari e le apparecchiature e per i prodotti in metallo (cfr. grafico 8). Le differenze tra settori in termini di concentrazione delle esportazioni possono essere parzialmente connesse alle caratteristiche tecnologiche dei processi produttivi specifiche dei vari settori, che richiedono dimensioni di impresa diverse a seconda dei settori. Il grafico 9 mostra una correlazione positiva tra il livello medio di concentrazione delle esportazioni nei paesi considerati e la dimensione mediana delle imprese in ciascun settore, che costituisce una misura indiretta della scala di attività richiesta nel settore in questione.

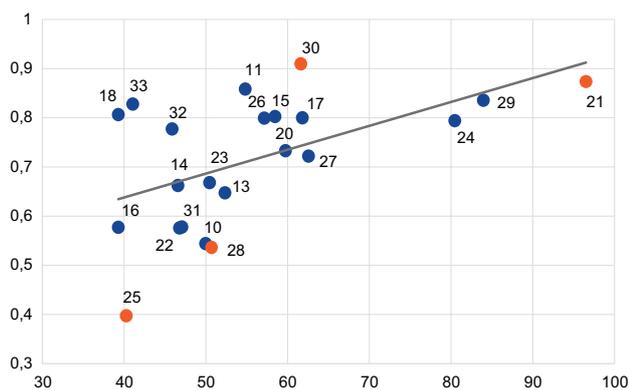
Questa distribuzione granulare delle esportazioni implica che gli shock microeconomici riguardanti un numero relativamente ridotto di imprese possono avere effetti aggregati. Un esempio al

riguardo viene fornito nel riquadro 2, il quale analizza l'impatto che la granularità delle esportazioni (mostrata nel grafico 6) e la forma della distribuzione di produttività (evidenziata nel grafico 2) possono esercitare sul modo in cui le

Grafico 9

Quota delle esportazioni del settore manifatturiero riferibile alle maggiori imprese esportatrici e dimensione mediana delle imprese nel settore

(quota delle esportazioni delle dieci maggiori imprese esportatrici in ciascun settore manifatturiero e numero medio di dipendenti per impresa in un determinato settore; media dei paesi per ciascun settore nel periodo 2001-2013; asse delle ascisse: dimensione mediana delle imprese in un determinato settore (dipendenti); asse delle ordinate: concentrazione delle esportazioni nelle dieci maggiori imprese esportatrici)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate su dati CompNet.

Note: medie non ponderate dei paesi considerati nel grafico 6. Settori: 10. Industrie alimentari; 11. Produzione di bevande; 13. Industrie tessili; 14. Confezione di articoli di abbigliamento; 15. Confezione di articoli in pelle e simili; 16. Industria del legno e dei prodotti in legno e sughero; 17. Fabbricazione di carta e di prodotti di carta; 18. Stampa e riproduzione su supporti registrati; 20. Fabbricazione di prodotti chimici; 21. Fabbricazione di prodotti farmaceutici; 22. Fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche; 23. Fabbricazione di altri prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi; 24. Attività metallurgiche; 25. Fabbricazione di prodotti in metallo; 26. Fabbricazione di computer e prodotti di elettronica; 27. Fabbricazione di apparecchiature elettriche; 28. Fabbricazione di macchinari e apparecchiature; 29. Fabbricazione di autoveicoli; 30. Fabbricazione di altri mezzi di trasporto; 31. Fabbricazione di mobili; 32. Altre industrie manifatturiere; 33. Riparazione e installazione di macchine e apparecchiature. I settori in rosso sono quelli con le due quote percentuali medie maggiori (settori 30 e 21) e minori (settori 25 e 28) delle esportazioni del settore manifatturiero riferibili alle maggiori imprese esportatrici (cfr. grafico 8). La correlazione tra queste serie è 0,54.

di cambio effettivo reale (TCER). Se a parità di altre condizioni un deprezzamento del TCER determina di norma una maggiore crescita delle esportazioni, è fondamentale ricordare che tale impatto viene esercitato per il tramite di due canali diversi: 1) il “margine intensivo” (le variazioni delle vendite all'estero delle imprese esportatrici *esistenti*); 2) il “margine estensivo” (l'ingresso di imprese esportatrici *nuove*). La letteratura empirica recente ha mostrato che l'entità di tali effetti nei diversi paesi dipende – tramite ciascuno dei suddetti canali – da due fattori esaminati in questo articolo: il primo è il grado di concentrazione delle esportazioni in un numero ridotto di imprese (come illustrato nel grafico 6) e il secondo è la forma della distribuzione di produttività nel settore manifatturiero di un determinato paese (come mostrato nel grafico 2).

Per quanto concerne il margine intensivo (vale a dire, l'intensità di esportazioni delle imprese esportatrici esistenti), le imprese grandi e produttive sono di norma meno sensibili agli andamenti del tasso di cambio reale per motivi che potrebbero essere riconducibili al

esportazioni aggregate di un paese reagiscono alle variazioni del tasso di cambio effettivo reale¹⁹. In particolare, l'aumento delle esportazioni in risposta a un deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale è tanto maggiore quanto più grande è il numero di imprese produttive che riterrebbero remunerativo iniziare a esportare nelle condizioni migliori di competitività di prezzo (vale a dire, maggiore è la densità della coda destra nella distribuzione di produttività di un paese). Per contro, l'elasticità delle esportazioni alle fluttuazioni del tasso di cambio effettivo reale tende a essere inferiore nei paesi o nei settori con una concentrazione relativamente più elevata delle esportazioni in poche imprese.

Riquadro 2

Distribuzione di produttività delle imprese, movimenti del tasso di cambio reale ed esportazioni aggregate

Questo riquadro esamina il modo in cui la distribuzione di produttività delle imprese, diversa da paese a paese, può influire sui processi di riequilibrio dei conti con l'estero. La dinamica delle esportazioni aggregate dipende tra l'altro dalle variazioni della competitività di prezzo di un paese, che viene di norma misurata dal tasso

¹⁹ Il tasso di cambio effettivo reale è la media ponderata del tasso di cambio di un paese rispetto a un paniere di valute dei suoi partner commerciali, corretta per gli effetti dell'inflazione. Più in generale, varie altre questioni macroeconomiche possono essere chiarite esaminando il comportamento delle grandi imprese. Cfr. Gabaix, X., “The granular origins of aggregate fluctuations”, *Econometrica*, vol. 79, n. 3, 2011, pagg. 733-772.

maggior grado di potere di mercato, diversificazione dei prodotti e intensità di importazioni.

Le evidenze basate su 11 Stati membri dell'UE mostrano che le imprese esportatrici più grandi e produttive evidenziano un'elasticità ai movimenti del TCER fino a tre volte inferiore a quella delle imprese esportatrici più piccole e meno produttive²⁰. Pertanto, a parità di altri fattori, la reattività complessiva delle esportazioni alle fluttuazioni del TCER sarà tanto minore quanto maggiore è la concentrazione delle esportazioni in un numero ridotto di imprese altamente produttive. Una prima spiegazione possibile della diversa reattività delle imprese agli shock valutari è costituita dall'eterogeneità delle loro *strategie di pricing-to-market*: le imprese esportatrici più grandi e produttive possono con maggiore facilità assorbire i movimenti di cambio variando il loro margine e ciò determina una minore reazione dei volumi delle loro esportazioni²¹. Le *imprese esportatrici a maggiore intensità di importazioni* sono di norma le più grandi e produttive anche all'interno della categoria degli esportatori e presentano quindi una minore necessità di adeguare i prezzi delle loro esportazioni al TCER per l'esistenza di margini più ampi e di effetti di cambio compensativi sui loro costi marginali²². Infine, le grandi *imprese multiprodotto* sono meno sensibili ai movimenti del TCER in quanto, come risposta a shock valutari negativi, possono permettersi di ritirare i prodotti meno redditizi dai mercati di esportazione²³.

Con riferimento al margine estensivo, vale a dire alla misura in cui cresce il numero di imprese che diventano esportatrici, anche questo dipende dalla forma della distribuzione di produttività nel paese in questione.

Un deprezzamento del TCER in un determinato paese fa aumentare la domanda di beni tradabile da esso prodotti e conduce quindi a un abbassamento della "soglia di produttività" delle imprese esportatrici, vale a dire del livello al di sopra del quale diventa fattibile per le imprese entrare nei mercati di esportazione. Le esportazioni aggregate del paese aumenteranno quindi come conseguenza delle vendite aggiuntive delle imprese esportatrici esistenti e del più alto numero di imprese che diventano esportatrici. Su questo sfondo, maggiore è il novero delle imprese molto produttive in un determinato paese, più elevata è la probabilità che nuove imprese riescano a entrare nei mercati esteri quando migliora la competitività di prezzo. A parità di altre condizioni, paesi come la Germania e la Francia – che sono caratterizzati da una produttività media superiore e da una distribuzione di produttività con una coda destra a più alta frequenza (vale a dire, che hanno un numero superiore di imprese con un livello di produttività relativamente elevato) rispetto ad altri come l'Italia e la Spagna (cfr. grafico 2) – possono

²⁰ Questo risultato si basa sulla stima delle elasticità delle esportazioni ai tassi di cambio effettivi reali deflazionati con il costo del lavoro per unità di prodotto per quartile di produttività a livello di impresa sulle statistiche CompNet per 11 Stati membri dell'UE nel periodo compreso fra il 2001 e il 2008 (Berthou, A., Demian, V. e Dhyne, E., "Exchange rate movements, firm-level exports and heterogeneity", di prossima pubblicazione). Cfr. anche Demian, C.-V. e Di Mauro, F., "The exchange rate, asymmetric shocks and asymmetric distributions", *Working Paper Series*, n. 1801, BCE, 2015.

²¹ Esistono riscontri robusti dell'esistenza di strategie di pricing-to-market eterogenee in Francia, ad esempio (Berman, N., Martin, P. e Mayer, T., "How do different exporters react to exchange rate changes?", *The Quarterly Journal of Economics*, n. 127, 2012, pagg. 437-492).

²² Amiti, M., Itskhoki, O. e Konings, J., "Importers, Exporters, and Exchange Rate Disconnect", *The American Economic Review*, vol. 104, n. 7, 2014, pagg. 1942-1978. Per una trattazione approfondita delle determinanti della traslazione delle variazioni del tasso di cambio (pass-through), vale a dire della misura in cui i movimenti di cambio si trasmettono ai prezzi all'importazione e successivamente ai prezzi al consumo finali, cfr. l'articolo *L'effetto di trasmissione del tasso di cambio sull'inflazione dell'area dell'euro* nel numero 7/2016 di questo Bollettino. Tali determinanti includono il grado di concorrenza tra settori, la valuta di fatturazione delle importazioni, i costi di aggiustamento dei listini (menu costs), il grado di apertura del paese e la persistenza percepita degli shock.

²³ Dekle, R., Jeong, H. e Kiyotaki, N., "Dynamics of Firms and Trade in General Equilibrium", *USC Dornsife Institute for New Economic Thinking Working Paper*, University of Southern California, 2015, n. 15-12; Mayer, T., Melitz, M. e Ottaviano, G., "Product Mix and Firm Productivity Responses to Trade Competition", *CEP Discussion Papers*, n. 1442, Centre for Economic Performance, 2016.

avvertire un impatto più pronunciato di una determinata variazione del tasso di cambio sulle loro esportazioni attraverso il margine estensivo²⁴.

In ultima analisi, la sensibilità complessiva delle esportazioni aggregate ai movimenti del tasso di cambio reale dipende dall'importanza relativa del margine intensivo rispetto a quello estensivo. La letteratura empirica esistente non permette di trarre conclusioni definitive rispetto all'importanza relativa dei due canali attraverso i quali le variazioni del TCER possono influire sulle esportazioni aggregate, in quanto essa varia a seconda dei settori, dell'arco temporale considerato e della granularità dei dati utilizzati²⁵. Tuttavia, il margine intensivo risulta di norma più importante di quello estensivo nelle economie avanzate²⁶. Ciò vuol dire che, a parità di altre condizioni, in un paese come l'Italia la minor quota di grandi imprese esportatrici rispetto alla Francia e alla Germania rappresenta un importante fattore alla base della maggiore reattività delle esportazioni aggregate ai movimenti del TCER, come documentato nella letteratura macroeconomica²⁷.

2.2 Gli effetti del commercio sulla produttività

Il commercio estero, a sua volta, può migliorare la produttività aggregata attraverso due canali: il primo è la crescita della produttività a livello di impresa e il secondo la migliore allocazione di capitale e lavoro tra imprese.

L'esposizione al commercio internazionale può di fatto indurre le imprese esportatrici a diventare più produttive ("crescita della produttività a livello di impresa") e al tempo stesso determinare una diversa allocazione degli input tra le imprese esportatrici e quelle non esportatrici sia all'interno di un medesimo settore sia fra settori diversi ("effetto di riallocazione"), con un impatto potenzialmente considerevole sulla produttività aggregata.

Per quanto concerne anzitutto il primo canale, il commercio può modificare la produttività a livello di impresa per due motivi principali: 1) le imprese esportatrici "imparano esportando"; 2) le imprese esportatrici traggono beneficio dalle importazioni di beni intermedi meno costosi e/o di qualità superiore. Con riferimento al primo motivo, l'evidenza empirica documenta che le imprese esportatrici hanno una maggiore probabilità di innovare, spostare risorse verso i prodotti più redditizi ed ampliare la propria gamma di prodotti²⁸. Ne consegue che il divario di produttività rispetto alle imprese non esportatrici

²⁴ Di Mauro, F. e Pappadà, F., "Euro area external imbalances and the burden of adjustment", *Journal of International Money and Finance*, vol. 48, 2014, pagg. 336-356.

²⁵ Cfr., ad esempio, Crozet, M. e Koenig, P., "Structural gravity equations with intensive and extensive margins", *CEPII Working Papers*, n. 30, 2008.

²⁶ Besedeš, T. e Prusa, T.J., "The role of extensive and intensive margins and export growth", *Journal of Development Economics*, vol. 96, 2011, pagg. 371-379.

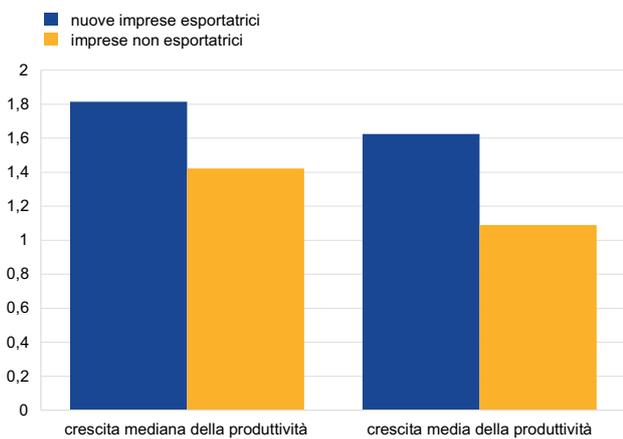
²⁷ Cfr., ad esempio, Giordano, C. e Zollino, F., "Shedding light on price and non-price competitiveness determinants of foreign trade in the four largest euro-area countries", *Review of International Economics*, vol. 24, n. 3, 2016, pagg. 604-634.

²⁸ Per riscontri teorici ed empirici, cfr. ad esempio Mayer, T., Melitz, M.J. e Ottaviano, G., "Market Size, Competition, and the Product Mix of Exporters", *The American Economic Review*, vol. 104, n. 2, 2014, pagg. 495-536.

Grafico 10

Crescita della produttività del lavoro delle nuove imprese esportatrici dopo l'ingresso nei mercati di esportazione e delle imprese non esportatrici nel settore manifatturiero in 16 Stati membri dell'UE

(tassi di crescita annui della produttività del lavoro nell'anno successivo all'ingresso delle nuove imprese esportatrici; percentuali)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate su dati CompNet.

Nota: i paesi inclusi nel grafico sono i 16 Stati membri dell'UE elencati nella nota 3 del testo principale.

tende ad aumentare dopo l'ingresso nei mercati di esportazione. Di fatto, nella media del campione di Stati membri dell'UE considerati in questa sede, la crescita della produttività delle imprese esportatrici un anno dopo l'ingresso nei mercati esteri è maggiore di quella delle imprese non esportatrici (cfr. grafico 10)²⁹. Pertanto, non solo le imprese che entrano nei mercati di esportazione sono quelle più produttive (come indicato nella sezione 2.1), ma l'attività di esportazione fa aumentare ulteriormente a loro produttività *dopo l'ingresso* in tali mercati. Quanto al secondo motivo, l'evidenza empirica mostra che le importazioni di beni intermedi promuovono la produttività a livello di impresa³⁰. Ciò avviene perché le imprese importatrici hanno accesso a una gamma più ampia di input maggiormente sofisticati³¹. In particolare, la partecipazione alle catene produttive mondiali funge da meccanismo di diffusione delle tecnologie. Evidenze recenti basate su dati CompNet rivelano che, ad esempio, la crescita della produttività delle imprese con risultati migliori (le cosiddette "imprese di frontiera a livello nazionale") in 11 Stati

membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale (PECO) segue da vicino quella delle imprese di frontiera a livello nazionale negli altri Stati membri dell'UE che forniscono input ai primi ("frontiera delle catene produttive mondiali"). È interessante notare come la correlazione tra queste due serie sia maggiore di quella esistente in termini di andamenti della produttività tra le imprese di frontiera a livello nazionale nei PECO e quelle al di fuori della regione che non hanno particolari legami con le prime all'interno delle catene produttive mondiali (cfr. grafico 11)³².

Con riferimento al secondo canale attraverso il quale il commercio può promuovere la crescita della produttività aggregata, le esportazioni possono

²⁹ Si noti altresì che le imprese esportatrici persistenti accrescono la loro produttività in misura maggiore rispetto a quelle non esportatrici del medesimo settore.

³⁰ Basandosi su un campione di imprese indonesiane, Amiti e Konings mostrano che un calo di 10 punti percentuali delle tariffe applicate agli input determina un guadagno di produttività del 12 per cento per le imprese che importano i propri input (cfr. Amiti, M. e Konings, J., "Trade Liberalisation, Intermediate Inputs, and Productivity: Evidence from Indonesia", *The American Economic Review*, vol. 97, n. 5, 2007, pagg. 1611-1638). Analogamente, concentrandosi sulla liberalizzazione degli scambi in India, Topolova e Khandelwal mostrano che l'accesso a input migliori conseguente all'abbassamento delle tariffe sugli input ha contribuito ad accrescere la produttività a livello di impresa (cfr. Topolova, P. e Khandelwal, A., "Trade Liberalisation and Firm Productivity: The Case of India", *Review of Economics and Statistics*, vol. 93, n. 3, 2011, pagg. 995-1009).

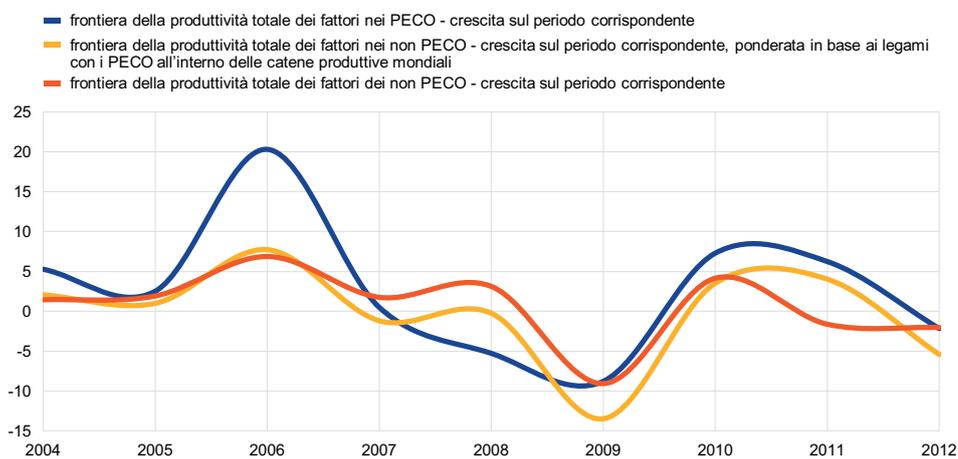
³¹ Ad esempio, basandosi su un campione di imprese francesi, Bas e Strauss-Kahn rilevano che l'impresa media aggiunge quattro tipologie di input importati nel periodo e che questo determina un aumento del 2,5 per cento della produttività totale dei fattori (PTF). Analogamente, essi riscontrano che – una volta tenuto conto della PTF – un aumento del 10 per cento del numero di varietà di input importate fa crescere del 10,5 per cento la gamma di prodotti esportati (cfr. Bas, M. e Strauss-Kahn, V., "Does importing more inputs raise exports? Firm-level evidence from France", *Review of World Economics*, vol. 150, n. 2, 2014, pagg. 241-475).

³² Chiacchio, F., Gamberoni, E., Gradeva, K. e Lopez-Garcia, P., "The post-crisis total factor productivity growth slowdown in central and eastern European countries: exploring the role of global value chains", di prossima pubblicazione.

Grafico 11

Crescita della produttività delle imprese più produttive (“di frontiera”) e dei rispettivi partner all’interno delle catene produttive mondiali in 11 Stati membri dell’UE che si trovano nell’Europa centrale e orientale (PECO) e in nove altri Stati membri dell’UE (non PECO)

(tassi di crescita annui della produttività totale dei fattori; percentuali)



Fonti: Chiacchio et al., 2016, in base a dati CompNet e OCSE.

Note: la frontiera della produttività totale dei fattori (PTF) si riferisce alla PTF annua media non ponderata del 20 per cento di imprese più produttive in ciascun settore a due cifre. La frontiera delle catene produttive mondiali è la media ponderata della crescita della PTF delle imprese più produttive nei paesi non PECO, con pesi basati sulla quota di beni intermedi importati di ciascuna coppia paese PECO/settore da ciascun paese non PECO. I paesi PECO sono: Bulgaria, Repubblica Ceca, Estonia, Croazia, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Slovenia e Slovacchia. I paesi non PECO sono: Belgio, Danimarca, Germania, Spagna, Francia, Italia, Austria, Portogallo e Finlandia.

altresi favorire una migliore allocazione delle risorse. Quando diminuiscono i costi dell’interscambio, è probabile che le imprese esportatrici più produttive si espandano a scapito di quelle meno produttive migliorando di conseguenza l’allocazione delle risorse tra imprese (per una trattazione del relativo quadro teorico, cfr. il riquadro 1). La letteratura empirica ha altresì rilevato riscontri robusti del fatto che il trasferimento di risorse a vantaggio delle imprese esposte al commercio internazionale può far aumentare la produttività aggregata. Ad esempio, in base a dati censuari statunitensi per il periodo 1983-1992, circa il 40 per cento della crescita della produttività aggregata è riconducibile all’aumento delle quote di prodotto delle imprese esportatrici più produttive³³. Analogamente, stando a dati CompNet relativi a 14 Stati membri dell’UE, nel periodo compreso fra il 1998 e il 2011 un aumento della domanda di esportazioni è stato associato a un incremento della produttività totale del settore manifatturiero, derivante per circa un terzo dalla riallocazione del lavoro a livello intrasettoriale³⁴.

³³ Bernard, A.B. e Jensen, J.B., “Exporting and Productivity in the USA”, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 20, n. 3, 2004, pagg. 343-357.

³⁴ Berthou, A., Hyun Chung, J., Manova, K. e Sandoz, C., “Productivity, Misallocation and Trade”, lavoro presentato all’assemblea annuale della American Economic Association, gennaio 2017. L’importanza dell’effetto di riallocazione nel promuovere la produttività aggregata attraverso il commercio non si limita alle sole economie avanzate. Per esempio, a seguito delle misure di liberalizzazione degli scambi adottate in Cile, circa due terzi dell’aumento osservato della produttività aggregata è stato ricondotto alla riallocazione dalle imprese produttrici meno efficienti a quelle più efficienti (cfr. Pavcnik, N., “Trade liberalisation, exit and productivity improvement: Evidence from Chilean plants”, *Review of Economic Studies*, vol. 69, n. 1, 2002, pagg. 245-276).

3 Efficienza allocativa e crescita della produttività aggregata

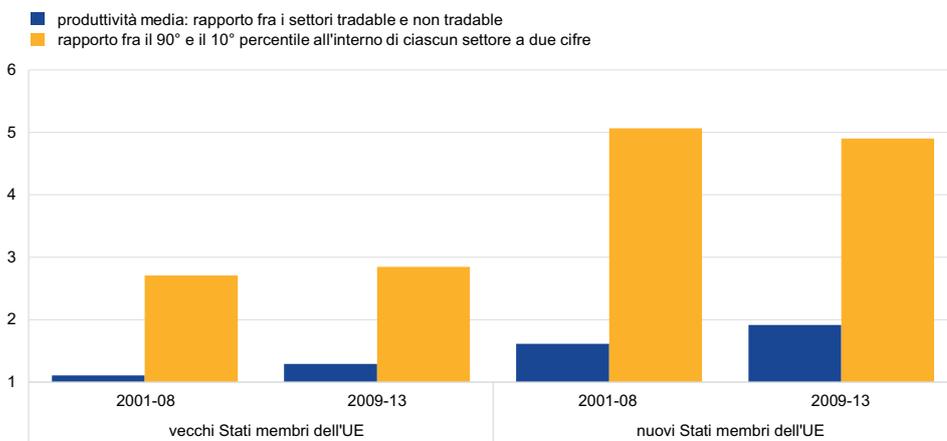
Oltre all'effetto favorevole del commercio sulla produttività attraverso i due canali esaminati nella sezione precedente, l'eterogeneità tra imprese presenta altre implicazioni più dirette per la competitività, intesa come crescita della produttività aggregata. In presenza di eterogeneità tra imprese, la crescita della produttività aggregata dipende in misura significativa dal grado di efficienza allocativa³⁵.

A parità di altre condizioni, i guadagni di produttività aggregata derivanti dalla riallocazione delle risorse saranno tanto superiori quanto maggiore è la dispersione della distribuzione di produttività tra imprese. Il grafico 12 mostra che la dispersione intrasettoriale tra le imprese più e meno produttive, misurata dal rapporto tra la produttività del 10 per cento superiore e quella del 10 per cento inferiore, è sostanzialmente maggiore della differenza di produttività media delle imprese tra il settore dei beni non tradabile e quello dei beni tradabile. Ciò vale per tutti i paesi e i periodi temporali.

Grafico 12

Differenze di produttività tra i settori tradabile e non tradabile e differenze di produttività a livello intrasettoriale in 15 Stati membri dell'UE

(rapporti di produttività)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate su dati CompNet.

Note: secondo la classificazione AMECO, i settori tradabile includono: attività manifatturiere; commercio all'ingrosso e al dettaglio; trasporto e magazzinaggio; tecnologie dell'informazione e della comunicazione; i settori non tradabile comprendono: costruzioni; servizi di alloggio e di ristorazione; servizi professionali e amministrativi. Il rapporto di produttività tra le imprese del 90° e quelle del 10° percentile di ciascun settore è aggregato a livello di intero paese utilizzando le quote settoriali nel valore aggiunto totale. I "vecchi" Stati membri dell'UE sono: Belgio, Danimarca, Francia, Italia, Portogallo e Finlandia. I "nuovi" Stati membri dell'UE sono: Repubblica Ceca, Estonia, Croazia, Lettonia, Lituania, Ungheria, Romania, Slovenia e Slovacchia.

L'allocazione delle risorse tra le imprese di un medesimo settore è spesso non efficiente; la misura maggiormente utilizzata, ancorché imperfetta, del grado di distorsione nell'allocazione delle risorse è la dispersione del ricavo marginale

³⁵ Cfr., ad esempio, Bartelsman, E., Haltiwanger, J. e Scarpetta, S., "Measuring and analyzing cross-country differences in firm dynamics", in Dunne, T., Bradford, J.B. e Roberts, M.J., (a cura di), *Producer dynamics: New evidence from micro data*, University of Chicago Press, 2009; Bartelsman, E., Haltiwanger, J. e Scarpetta, S., "Cross-country differences in productivity: the role of allocation and selection", *The American Economic Review* vol. 103, n. 1, 2013, pagg. 305-334.

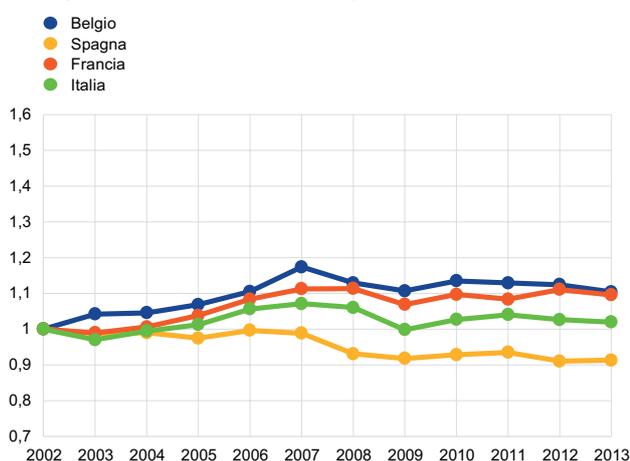
della produttività del capitale e del lavoro, o **MRPK(L), tra imprese**³⁶. L'idea alla base di questo indicatore è che in un determinato settore, se le imprese affrontano i medesimi costi marginali, capitale e lavoro dovrebbero fluire da un'impresa all'altra fino a quando il ricavo marginale associato all'impiego di un'unità aggiuntiva di input si colloca sullo stesso livello in tutte le imprese. Tuttavia, la presenza di vincoli diversi che influiscono sull'allocazione degli input (ad esempio le differenze in termini di accesso alle risorse finanziarie e grado di esposizione alla regolamentazione) potrebbero impedire la suddetta riallocazione delle risorse e indurre di conseguenza le imprese a utilizzare quantitativi subottimali di input rispetto al proprio livello di

produttività. Di conseguenza il ricavo marginale della produttività degli input non si collocerebbe sullo stesso livello per tutte le imprese di un medesimo settore e questo determinerebbe una dispersione dei valori di MRPK(L). Maggiore è la dispersione, più elevato è il grado di distorsione nell'allocazione degli input.

Grafico 13

Andamenti del grado di distorsione nell'allocazione del capitale in Belgio, Spagna, Francia e Italia nel periodo 2002-2013

(medie ponderate della dispersione del ricavo marginale del prodotto del capitale delle imprese di un determinato settore; 2002=1)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate su dati CompNet.

Studi empirici diversi basati su questo indicatore hanno rilevato un aumento tendenziale del grado di distorsione nell'allocazione del capitale almeno a partire dagli inizi del decennio scorso, mentre il grado di distorsione nell'allocazione del lavoro è rimasto più stabile. Studi recenti su scala internazionale condotti dagli esperti della BCE in base a dati CompNet hanno rilevato che il grado di distorsione nell'allocazione del capitale, misurato dall'indicatore richiamato in precedenza, è andato aumentando per l'intero periodo compreso fra il 2002 e il 2013 in Belgio, Spagna, Francia e Italia (cfr. grafico 13)³⁷. Studi specifici per paese riguardanti la Spagna, l'Italia e il

Portogallo basati su fonti di dati diverse segnalano altresì

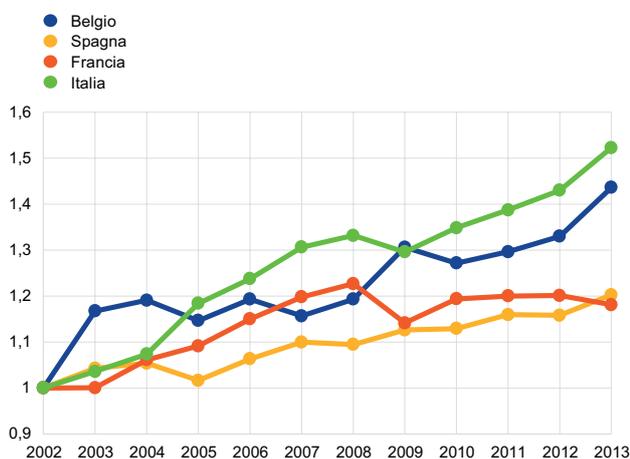
³⁶ In presenza di distorsioni nel mercato dei prodotti, Hsieh e Klenow mostrano che $MRPL_{st} = w_s \frac{1}{1-\tau_{Yst}}$, vale a dire che il ricavo marginale del prodotto del lavoro dell'impresa i non è pari al salario medio del settore s in cui opera (e quindi non è uguale a quello di tutte le altre imprese del settore), ma maggiore dello stesso. In particolare, cresce all'aumentare della distorsione del prodotto dell'impresa. Analogamente, $MRPK_{st} = r_s \frac{1+\tau_{Kst}}{1-\tau_{Yst}}$, cioè il ricavo marginale del prodotto del capitale è pari al tasso di interesse medio del settore corretto per le distorsioni di capitale e di prodotto dell'impresa. Ciò implica che anche MRPK non si colloca sullo stesso livello in tutte le imprese del settore. Una misura convenzionale della dispersione di MRPK(L) tra le imprese di un medesimo settore è la deviazione standard di MRPK(L), che è di fatto la misura del grado di distorsione nell'allocazione del capitale (del lavoro) suggerita da Hsieh e Klenow (cfr. Hsieh, C.-T. e Klenow, P., "Misallocation and manufacturing TFP in China and India", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 124, n. 4, 2009, pagg. 1403-1448).

³⁷ Gamberoni, E., Giordano, C. e Lopez-Garcia, P., "Capital and labour (mis)allocation in the euro area: some stylized facts and determinants", *Working Paper Series*, n. 1981, BCE, 2016. Lo studio include anche la Germania e mostra come in tale paese il grado di distorsione nell'allocazione del capitale sia aumentato fino al 2006, per poi diminuire fino al 2012 (l'ultimo anno per il quale sono disponibili dati relativi alla Germania, che è il motivo per cui tale paese non è stato incluso nei grafici 13 e 14). Il calo recente è dovuto alla minore inefficienza allocativa osservata nel complesso della manifattura tedesca, mentre le distorsioni nell'allocazione del capitale hanno continuato ad aumentare nei settori dei servizi.

Grafico 14

Andamenti del grado di distorsione nell'allocazione del lavoro in Belgio, Spagna, Francia e Italia nel periodo 2002-2013

(medie ponderate della dispersione del ricavo marginale del prodotto del lavoro delle imprese di un determinato settore; 2002=1)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate su dati CompNet.

risultati analoghi³⁸. L'aumento del grado di distorsione nell'allocazione del capitale è particolarmente evidente nei servizi. Ciò potrebbe essere connesso al fatto che il settore terziario è anzitutto più regolamentato e meno esposto alla concorrenza internazionale rispetto ad esempio a quello manifatturiero e inoltre presenta una maggiore dipendenza dal finanziamento esterno, la quale ne aumenta l'esposizione ai vincoli di credito. Le distorsioni nell'allocazione del lavoro sono invece aumentate meno nel periodo 2002-2013 o, come nel caso della Spagna, hanno addirittura registrato un calo dopo la crisi (cfr. grafico 14). Analoghe tendenze del grado di distorsione nell'allocazione di capital e lavoro si rilevano anche in altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, ad esempio nei PECO³⁹, come pure in altre economie mature quali gli Stati Uniti⁴⁰.

Anche se i fattori alla base di questi andamenti tendenziali non sono chiari, vari studi hanno rilevato che le differenze tra paesi e settori in termini di grado di distorsione nell'allocazione del

capitale e del lavoro sono associate alla regolamentazione del mercato dei beni e servizi e di quello del lavoro. In presenza di *elevate barriere all'ingresso*, le imprese non produttive possono sopravvivere più facilmente e quindi trattenere risorse produttive che potrebbero altrimenti spostarsi verso le imprese più efficienti in un determinato settore⁴¹. Inoltre, una *regolamentazione del lavoro* troppo rigorosa può impedire alle imprese di adeguare l'organico portandolo su livelli ottimali, specie nei settori che per le loro caratteristiche tecnologiche presentano un più elevato tasso naturale di "job churning" (il processo costante di sostituzione di coloro che lasciano l'occupazione con nuovi assunti)⁴². Ciò viene illustrato nel grafico 15 per Belgio, Spagna, Francia e Italia. In tale grafico i settori/paese sono suddivisi ogni

³⁸ Cfr. Calligaris, S., "Misallocation and Total Factor Productivity in Italy: Evidence from Firm-Level Data", *Labour*, vol. 29, n. 4, 2015, pagg. 367-393; Dias, D., Robalo Marques, C. e Richmond, C., "Misallocation and productivity in the lead up to the Eurozone crisis", *Journal of Macroeconomics*, vol. 49, 2016, pagg. 46-70; Garcia-Santana, M., Moral-Benito, E., Pijoan-Mas, J. e Ramos, R., "Growing like Spain: 1995-2007", *CEPR Discussion Papers*, n. 11144, Centre for Economic Policy Research, 2016.

³⁹ L'unica eccezione è la Slovacchia, dove il grado di distorsione nell'allocazione del capitale ha registrato un calo moderato fra il 2002 e il 2013.

⁴⁰ Per evidenze sugli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, cfr. Gamberoni, E., Gartner, C., Giordano, C. e Lopez-Garcia, P., "Is corruption efficiency-enhancing? A case study of nine Central and Eastern European countries", *Working Paper Series*, n. 1590, BCE, 2016. Per riscontri riguardanti gli Stati Uniti, cfr. Hsieh e Klenow, op. cit. Quest'ultimo studio mostra altresì che nelle economie emergenti quali la Cina e l'India il grado di distorsione nell'allocazione del capitale è molto elevato, ma tendenzialmente in calo.

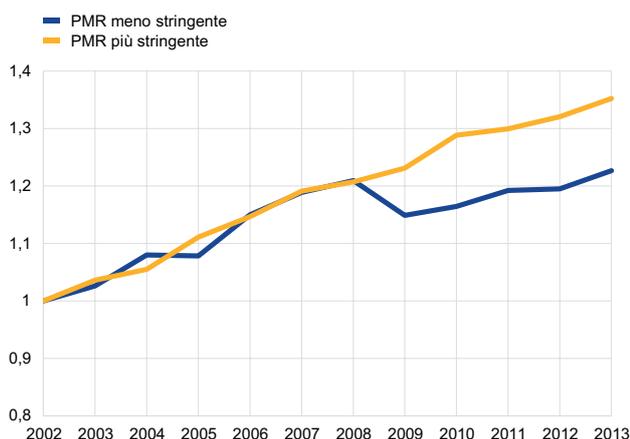
⁴¹ Cfr., ad esempio, Andrews, D. e Cingano, F., "Public policy and resource allocation: evidence from firms in OECD countries", *Economic Policy*, vol. 29, n. 78, 2014, pagg. 253-296; Restuccia, D. e Rogerson, R., "Misallocation and productivity", *Review of Economic Dynamics*, vol. 16, n. 1, 2013, pagg. 1-10.

⁴² Cfr. Haltiwanger, J., Scarpetta, S. e Schweiger, H., "Cross country differences in job reallocation: the role of industry, firm size and regulations", *Labour Economics*, vol. 26, 2014, pagg. 11-25; Bartelsman, E.J., Gautier, P.A. e de Wind, J., "Employment protection, technology choice, and worker allocation", *DNB Working Papers*, n. 295, De Nederlandsche Bank, 2011.

Grafico 15

Andamenti del grado di distorsione nell'allocazione del capitale in quattro economie dell'area dell'euro in base al livello di *regolamentazione del mercato dei beni e servizi*, 2002-2013

(medie ponderate della dispersione del ricavo marginale del prodotto del capitale tra imprese all'interno di un determinato settore per settori/paese al di sotto e al di sopra della mediana variabile nel tempo del grado di regolamentazione del mercato dei beni e servizi (product market regulation, PMR); 2002=1)

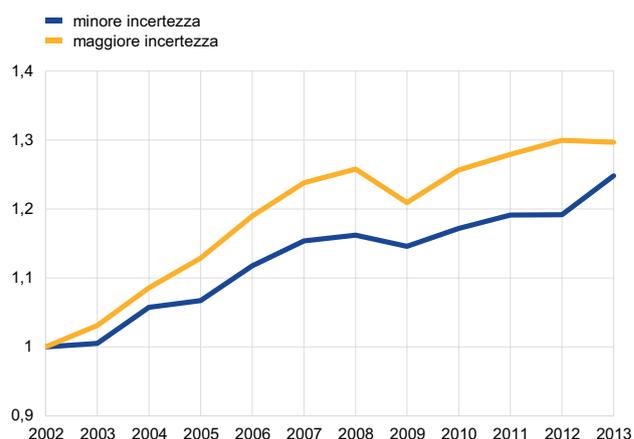


Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate su dati CompNet e OCSE.
Nota: i paesi dell'area dell'euro considerati sono Belgio, Spagna, Francia e Italia.

Grafico 16

Andamenti del grado di distorsione nell'allocazione del capitale in quattro economie dell'area dell'euro in base al livello di *incertezza della domanda* cui sono poste di fronte le imprese, 2002-2013

(medie ponderate della dispersione del ricavo marginale del prodotto del capitale tra imprese all'interno di un determinato settore per settori/paese al di sotto e al di sopra della mediana variabile nel tempo del grado di incertezza della domanda; 2002=1)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate su dati CompNet e della Commissione europea.
Note: i paesi dell'area dell'euro considerati sono Belgio, Spagna, Francia e Italia.
Il grado di incertezza della domanda è calcolato come la dispersione delle risposte in merito alle aspettative di domanda delle imprese intervistate nel contesto delle indagini della Commissione europea presso le imprese, come in Gamberoni et al., 2016.

anno in due sottogruppi a seconda che la loro esposizione alla regolamentazione sia superiore (“regolamentazione più stringente”) o inferiore (“regolamentazione meno stringente”) all’indicatore mediano di regolamentazione di tutti i paesi e i settori considerati. L’indicatore del grado di distorsione nell’allocazione dei fattori viene poi calcolato per entrambi i sottogruppi di settori/paese. Il grafico mostra che il grado di distorsione nell’allocazione del capitale nel periodo post-crisi è diminuito nei settori/paese con una regolamentazione più flessibile del mercato dei beni e servizi (quali l’industria manifatturiera, le costruzioni e la distribuzione), come conseguenza dell’uscita delle imprese meno produttive e dell’espansione di quelle più produttive. Nei settori/paese con una regolamentazione più stringente, invece, la crisi non ha avuto un analogo effetto risanante.

La dinamica del grado di distorsione nell’allocazione del capitale risulta altresì correlata all’incertezza della domanda e alle frizioni nei mercati del credito.

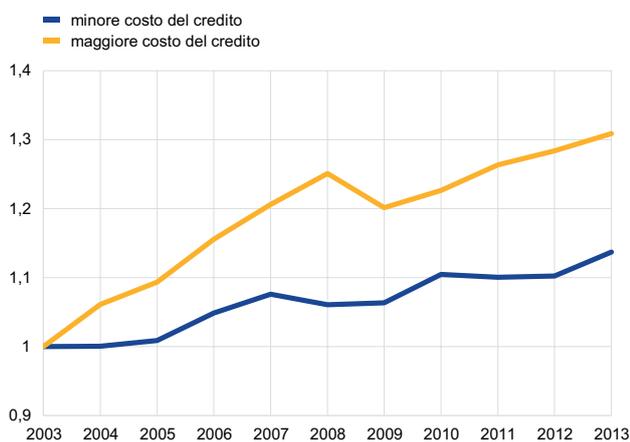
Oltre alla regolamentazione del mercato dei beni e servizi, anche l’*incertezza della domanda*⁴³ risulta fortemente correlata con le variazioni osservate del grado di distorsione nell’allocazione del capitale; ciò viene illustrato nel grafico 16 usando la medesima metodologia e con riferimento agli stessi paesi dell’area dell’euro considerati nel grafico precedente. Se è noto che l’incertezza della domanda fa diminuire gli investimenti, l’evidenza empirica recente documenta che può anche

⁴³ In questo caso l’incertezza della domanda è misurata come la dispersione delle aspettative delle imprese intervistate nelle indagini mensili della Commissione europea in risposta a domande quali (a seconda del settore): “aspettative di domanda nei prossimi tre mesi”, “aspettative di ordinativi nei prossimi tre mesi” e “aspettative di produzione per i mesi a venire”.

Grafico 17

Andamenti del grado di distorsione nell'allocazione del capitale in quattro economie dell'area dell'euro in base al costo del credito, 2003-2013

(medie ponderate della dispersione del ricavo marginale del prodotto del capitale tra imprese all'interno di un determinato settore per settori/paese al di sotto e al di sopra della mediana variabile nel tempo del costo del credito; 2002=1)

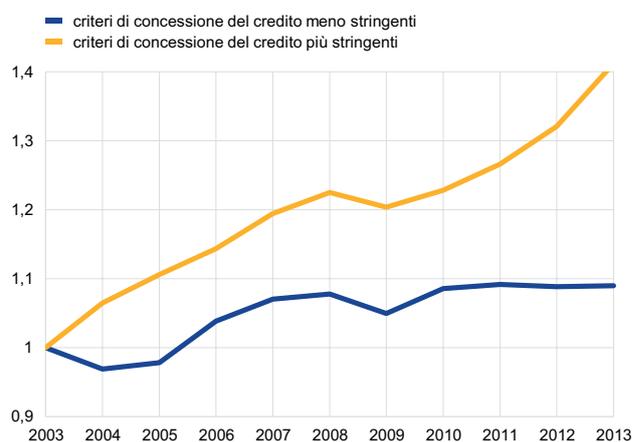


Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate su dati CompNet e della BCE.
Nota: i paesi dell'area dell'euro considerati sono Belgio, Spagna, Francia e Italia.

Grafico 18

Andamenti del grado di distorsione nell'allocazione del capitale in quattro economie dell'area dell'euro in base al rigore dei criteri di concessione del credito, 2003-2013

(medie ponderate della dispersione del ricavo marginale del prodotto del capitale tra imprese all'interno di un determinato settore per settori/paese al di sotto e al di sopra della mediana variabile nel tempo del grado di rigore dei criteri di concessione del credito; 2002=1)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate su dati CompNet e dell'indagine della BCE sul credito bancario (bank lending survey, BLS).
Note: i paesi dell'area dell'euro considerati sono Belgio, Spagna, Francia e Italia; l'indicatore dei criteri di concessione del credito è la prima componente di un'analisi delle componenti principali basata sugli indici di diffusione di cinque domande BLS sui criteri di concessione del credito, come in Gamberoni et al., 2016.

influire sull'allocazione del capitale tra imprese e di conseguenza sulla dinamica della produttività aggregata. Una maggiore incertezza induce di fatto tutte le imprese ad adottare una strategia attendista, tale per cui le imprese altamente produttive non si espandono e quelle poco produttive non si ridimensionano, con il conseguente stallo del processo di riallocazione volto ad accrescere l'efficienza e l'aumento del grado di distorsione nell'allocazione delle risorse⁴⁴. Inoltre, un'incertezza più elevata tende a ridurre la crescita della produttività delle imprese già relativamente più dipendenti dal finanziamento esterno, in genere quelle di piccole dimensioni, a prescindere dal livello di produttività, con la possibilità di un'allocazione più inefficiente degli input⁴⁵. Le *frizioni nei mercati del credito* sono altresì associate a un aumento del grado di distorsione nell'allocazione del capitale. Di fatto, nei settori/paese con un costo del credito superiore a quello mediano (cfr. grafico 17) e criteri di concessione del credito maggiormente stringenti (cfr. grafico 18), le distorsioni nell'allocazione del capitale sono aumentate significativamente di più nell'intero periodo considerato rispetto ai settori/paese con un costo inferiore del credito e criteri di concessione dei prestiti meno stringenti. Ciò conforta l'interpretazione secondo cui l'esistenza di frizioni nei mercati finanziari può impedire alle imprese produttive di ottenere le risorse necessarie a espandersi, con la conseguenza che le scelte in materia

⁴⁴ Bloom, N., "The impact of uncertainty shocks", *NBER Working Papers*, n. 13385, National Bureau of Economic Research, 2007.

⁴⁵ Choi, S., Furceri, D., Huang, Y. e Loungani, P., "Aggregate uncertainty and sectoral productivity growth: The role of credit constraints", *IMF Working Papers*, n. 174, International Monetary Fund, 2016; Ghosal, V. e Loungani, P., "The differential impact of uncertainty on investment in small and large businesses", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 82, n. 2, 2000, pagg. 338-343. L'impatto negativo dell'incertezza sull'allocazione del capitale viene altresì rilevato in Gamberoni et al., op. cit.

di input differiscono sistematicamente tra imprese in modi indipendenti dalla loro produttività⁴⁶.

4 Implicazioni sul piano delle politiche

Un'implicazione fondamentale dell'eterogeneità delle imprese affrontata in questo articolo è costituita dal fatto che i risultati in termini di competitività aggregata variano a seconda della distribuzione di produttività delle imprese in ciascuna economia. Poiché di norma solo le imprese relativamente più produttive sono in grado di esportare, la densità di imprese altamente produttive specifica per settore in un determinato paese influisce sulla performance internazionale di quest'ultimo. Il commercio internazionale, a sua volta, incide positivamente sulla crescita della produttività aggregata in un circolo virtuoso; per contro, le restrizioni agli scambi tendono a ridurre la crescita della produttività come conseguenza degli inferiori guadagni di produttività delle singole imprese e della minore efficienza di allocazione degli input tra le imprese. La dispersione della distribuzione di produttività delle imprese determina altresì i guadagni in termini di produttività aggregata derivanti da una riallocazione di capitale e lavoro. Alla luce di questa evidenza, è possibile identificare una serie di raccomandazioni generali sul piano delle politiche che aiuterebbero i paesi a migliorare la loro competitività⁴⁷.

In primo luogo, le azioni sul piano delle politiche volte a ridurre i costi del commercio favoriscono le attività connesse alle esportazioni e accrescono la capacità delle imprese di operare alternativamente nel mercato interno e in quelli esteri. Ciò implica tra l'altro la riduzione delle barriere tariffarie e non tariffarie ovunque possibile. In alcuni paesi potrebbe essere altresì utile potenziare le attività delle agenzie di promozione delle esportazioni che offrono reti e informazioni ai potenziali esportatori e ridurre i costi logistici e quelli delle infrastrutture di trasporto connesse al scambi con l'estero.

In secondo luogo, le misure volte a sostenere la produttività delle imprese agevolano l'accesso di un più ampio numero di imprese ai mercati internazionali. Le potenziali riforme includono l'introduzione di incentivi per le attività di ricerca e sviluppo, il miglioramento dei collegamenti tra la ricerca (universitaria) e l'innovazione (delle imprese) e la liberalizzazione delle professioni chiuse e di determinati settori chiusi, che può avere effetti positivi a valle sulle imprese manifatturiere.

In terzo luogo, le politiche intese a eliminare le distorsioni che impediscono una riallocazione di capitale e lavoro tra imprese che possono accrescere in

⁴⁶ Cfr. *Investment and investment finance in Europe. Financing productivity growth*, Banca europea per gli investimenti, 2016, pagg. 232-233. La Banca europea per gli investimenti nota che una stretta creditizia tende a esercitare un impatto negativo maggiore sulle imprese relativamente più piccole e giovani all'interno di un determinato settore, che possono presentare una ridotta ricchezza netta ma essere potenzialmente più produttive. Cfr. anche Buera, F., Fattal-Jaef, R. e Shin, Y., "Anatomy of a credit crunch: from capital to labour markets", *Review of Economic Dynamics*, vol. 18, 2016, pagg. 101-117.

⁴⁷ La specificazione delle conseguenti misure sul piano delle politiche dipenderebbe a sua volta da un'analisi dettagliata delle istituzioni, della governance e del quadro di riferimento generale, paese per paese, il che esula dal tema di questo articolo.

misura significativa la produttività aggregata e di conseguenza la competitività.

Per promuovere la crescita della produttività aggregata e cogliere appieno i vantaggi del commercio internazionale, le riforme strutturali volte ad abbattere le barriere che si frappongono alla riallocazione degli input dalle imprese meno produttive a quelle più produttive sono giustificate. Seguono alcuni esempi di misure allocative che accrescono l'efficienza.

(a) Nei *mercati dei beni e servizi*: abbassare le barriere all'ingresso per le imprese e promuovere la creazione di start-up innovative; migliorare le norme in materia fallimentare che agevolano l'uscita delle imprese non produttive; rimuovere gli ostacoli che impediscono alle imprese di raggiungere la loro dimensione ottimale (ad esempio ridefinendo le norme basate sulle dimensioni che creano disincentivi al di sopra di una determinata soglia in termini di numero di dipendenti); compiere ulteriori progressi verso la realizzazione di un vero e proprio mercato interno dell'UE per i servizi.

(b) Nei *mercati del lavoro*: evitare norme di tutela dell'occupazione eccessivamente rigide che impediscono alle imprese di adeguare l'organico portandolo su livelli ottimali; stabilire incentivi per la mobilità del lavoro (a livello nazionale e di intera UE); migliorare l'istruzione lungo tutto l'arco della vita per ridurre gli squilibri fra le qualifiche richieste e quelle offerte.

(c) Nei *mercati finanziari*: accrescere le opportunità per le piccole e medie imprese di ricorrere ai mercati dei capitali (ad esempio promuovendo lo sviluppo dei mercati del finanziamento mediante capitale di rischio e venture capital); migliorare le procedure di selezione e monitoraggio delle banche per ridurre l'utilizzo di misure di concessione (forbearance) e tagliare i finanziamenti alle imprese "zombie".

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 IPC

	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
2014	3,4	2,4	3,1	0,2	7,3	1,2	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,3	2,6	2,2	1,3	6,9	2,0	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	.	1,6	1,8	1,0	6,7	1,7	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2016 1° trim.	0,8	0,2	0,2	0,6	1,3	0,5	1,0	1,9	1,1	0,3	0,0	2,1	0,0
2° trim.	0,7	0,4	0,6	0,4	1,9	0,3	0,8	1,8	1,0	0,4	-0,4	2,1	-0,1
3° trim.	0,8	0,9	0,6	0,3	1,8	0,4	1,0	1,8	1,1	0,7	-0,5	1,7	0,3
4° trim.	.	0,5	0,7	0,2	1,7	0,4	1,6	1,8	1,8	1,2	0,3	2,2	0,7
2016 set.	-	-	-	-	-	-	1,2	1,8	1,5	1,0	-0,5	1,9	0,4
ott.	-	-	-	-	-	-	1,4	1,7	1,6	0,9	0,1	2,1	0,5
nov.	-	-	-	-	-	-	1,5	1,7	1,7	1,2	0,5	2,3	0,6
dic.	-	-	-	-	-	-	1,8	1,8	2,1	1,6	0,3	2,1	1,1
2017 gen.	-	-	-	-	-	-	2,3	1,9	2,5	1,8	0,4	2,5	1,8
feb. ⁴⁾	-	-	-	-	-	-	2,0

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

4) Il dato per l'area dell'euro è una stima basata su dati nazionali provvisori, nonché su informazioni preliminari sui prezzi generici.

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
2014	54,1	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,2	54,0	51,5	2,6	3,8	1,7
2015	53,1	55,8	56,3	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,3	3,8	-0,3
2016	51,6	52,4	53,5	50,5	51,4	53,3	51,8	51,9	50,2	0,9	1,2	0,6
2016 1° trim.	51,1	51,5	54,1	51,2	50,3	53,2	50,8	51,2	49,4	-0,6	0,6	-1,4
2° trim.	50,7	51,5	52,5	49,0	50,5	53,1	49,9	51,0	48,8	-0,3	0,1	-0,5
3° trim.	51,3	51,9	51,6	49,6	51,7	52,9	51,7	51,2	50,1	1,1	1,1	1,1
4° trim.	53,2	54,6	55,6	52,0	53,1	53,8	53,3	53,1	50,6	0,7	-1,3	2,1
2016 set.	51,5	52,3	53,9	48,9	51,4	52,6	51,6	51,5	50,2	1,1	1,1	1,1
ott.	53,0	54,9	54,8	51,3	52,9	53,3	53,3	52,9	50,4	0,9	0,2	1,4
nov.	53,0	54,9	55,3	52,0	52,9	53,9	53,2	53,0	50,6	0,3	-1,0	1,2
dic.	53,5	54,1	56,7	52,8	53,5	54,4	53,5	53,5	50,7	0,7	-1,3	2,1
2017 gen.	53,9	55,8	55,4	52,3	52,2	54,4	53,1	54,1	51,6	.	.	.
feb.	52,9	54,1	53,8	52,2	52,6	56,0	53,4	52,7	52,2	.	.	.

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
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	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2016 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
ott.	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,88	-0,02
nov.	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,91	-0,06
dic.	-0,35	-0,37	-0,32	-0,22	-0,08	0,98	-0,04
2017 gen.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,09	1,03	-0,02
feb.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,11	1,04	-0,01

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 in ragione d'anno; 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	
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	0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2016 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
ott.	0,82	-0,74	-0,66	-0,38	0,14	0,88	1,18	1,03	-0,65	-0,51	0,17	1,03
nov.	0,80	-0,80	-0,78	-0,42	0,27	1,07	1,60	1,30	-0,80	-0,69	0,39	1,29
dic.	0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017 gen.	0,70	-0,70	-0,69	-0,28	0,50	1,20	1,69	1,36	-0,72	-0,60	0,64	1,63
feb.	0,87	-0,88	-0,90	-0,54	0,25	1,13	1,56	1,05	-0,92	-0,86	0,34	1,46

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	
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	321,6	3.003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2.094,7	16.920,5
2016 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
ott.	327,9	3.042,3	649,8	253,5	620,8	291,0	146,7	519,1	393,0	247,2	318,4	768,8	2.143,0	17.044,5
nov.	324,5	3.026,4	654,4	247,7	594,1	286,0	152,5	515,1	378,7	231,5	306,9	778,3	2.165,0	17.689,5
dic.	342,6	3.207,3	698,1	253,7	619,1	313,6	165,7	541,6	396,0	237,1	320,9	797,3	2.246,6	19.066,0
2017 gen.	352,4	3.298,8	720,9	258,4	637,7	321,1	170,1	557,7	412,7	240,1	337,5	817,4	2.275,1	19.194,1
feb.	353,2	3.293,1	728,9	257,0	644,9	312,5	166,6	563,0	431,7	239,1	334,6	839,5	2.329,9	19.188,7

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 costo del finanziamento		
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAEG ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso			TAEG ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso				
			fino a 2 anni	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
2016 feb.	0,12	0,60	0,60	0,89	6,66	16,89	5,01	6,13	6,46	2,62	2,00	2,20	2,23	2,33	2,49	2,19	
mar.	0,11	0,58	0,59	0,88	6,63	16,88	5,14	5,97	6,34	2,53	1,90	2,10	2,10	2,24	2,38	2,11	
apr.	0,11	0,57	0,58	0,85	6,54	16,82	5,19	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	2,03	2,06	2,12	2,37	2,02	
giu.	0,09	0,54	0,56	0,85	6,54	16,80	4,96	5,87	6,18	2,44	1,81	2,00	1,97	2,01	2,32	1,97	
lug.	0,09	0,52	0,50	0,92	6,46	16,80	5,14	5,96	6,29	2,39	1,82	1,96	1,96	1,96	2,33	1,92	
ago.	0,08	0,51	0,52	0,84	6,48	16,78	5,43	6,01	6,37	2,40	1,87	1,96	1,86	1,88	2,31	1,90	
set.	0,08	0,50	0,50	0,79	6,50	16,78	5,16	5,75	6,14	2,35	1,80	1,98	1,85	1,85	2,28	1,86	
ott.	0,08	0,49	0,44	0,76	6,43	16,78	5,17	5,69	6,11	2,43	1,78	1,90	1,80	1,81	2,25	1,81	
nov.	0,08	0,49	0,43	0,78	6,40	16,71	4,91	5,74	6,12	2,43	1,76	1,91	1,76	1,79	2,24	1,79	
dic.	0,08	0,49	0,43	0,76	6,34	16,68	4,78	5,48	5,87	2,31	1,77	1,88	1,80	1,76	2,24	1,78	
2017 gen. ^(p)	0,07	0,48	0,42	0,76	6,36	16,67	5,06	5,85	6,21	2,27	1,75	1,87	1,80	1,76	2,29	1,81	

Fonte: BCE.

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

2) Include istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

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

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
2016 feb.	0,13	0,24	0,70	2,93	3,16	3,28	2,76	1,97	2,11	2,09	1,37	1,48	1,74	2,03
mar.	0,13	0,16	0,87	2,89	3,03	3,20	2,68	1,92	2,03	2,02	1,38	1,74	1,77	2,04
apr.	0,12	0,19	0,64	2,80	2,99	3,12	2,66	1,93	1,96	1,98	1,38	1,59	1,81	2,01
mag.	0,11	0,13	0,63	2,76	2,91	3,10	2,61	1,91	1,94	1,92	1,27	1,68	1,74	1,92
giu.	0,11	0,15	0,64	2,75	2,66	3,01	2,52	1,85	1,91	1,85	1,34	1,60	1,64	1,89
lug.	0,09	0,16	0,42	2,70	2,73	3,07	2,47	1,87	1,91	1,80	1,28	1,56	1,69	1,87
ago.	0,09	0,16	0,47	2,74	2,69	3,01	2,46	1,86	1,94	1,79	1,22	1,48	1,54	1,83
set.	0,09	0,12	0,47	2,72	2,65	2,96	2,42	1,82	1,85	1,73	1,28	1,61	1,63	1,86
ott.	0,08	0,15	0,49	2,68	2,63	3,04	2,37	1,81	1,83	1,72	1,28	1,40	1,63	1,83
nov.	0,07	0,12	0,42	2,64	2,60	2,91	2,38	1,82	1,82	1,68	1,28	1,43	1,52	1,82
dic.	0,07	0,12	0,59	2,64	2,58	2,84	2,30	1,84	1,84	1,68	1,33	1,46	1,62	1,81
2017 gen. ^(p)	0,06	0,12	0,51	2,69	2,67	2,83	2,30	1,81	1,85	1,73	1,22	1,45	1,63	1,80

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														
2014	1.320	543	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1.278	517	156	.	62	478	65	338	153	37	.	33	82	34
2016	1.241	521	133	.	59	466	62	335	147	45	.	32	79	33
2016 ago.	1.301	526	151	.	71	484	70	321	142	51	.	24	77	27
set.	1.315	540	149	.	69	492	66	355	159	44	.	30	86	36
ott.	1.291	531	139	.	71	484	67	340	155	43	.	35	69	37
nov.	1.304	537	145	.	70	487	65	349	139	63	.	33	88	26
dic.	1.241	521	133	.	59	466	62	303	128	69	.	31	50	25
2017 gen.	1.273	537	134	.	71	469	62	390	187	37	.	38	88	41
A lungo termine														
2014	15.135	4.050	3.167	.	990	6.285	642	220	65	44	.	16	85	10
2015	15.242	3.783	3.285	.	1.055	6.482	637	215	68	45	.	13	81	9
2016	15.255	3.645	3.191	.	1.133	6.635	651	207	59	45	.	17	77	9
2016 ago.	15.167	3.696	3.125	.	1.078	6.629	640	99	32	17	.	3	42	5
set.	15.184	3.677	3.141	.	1.097	6.630	638	217	52	46	.	29	84	7
ott.	15.214	3.673	3.169	.	1.103	6.618	651	239	56	61	.	22	82	18
nov.	15.276	3.666	3.177	.	1.129	6.653	652	216	43	64	.	26	76	7
dic.	15.255	3.645	3.191	.	1.133	6.635	651	156	45	71	.	13	25	2
2017 gen.	15.311	3.647	3.203	.	1.135	6.679	648	287	94	62	.	15	107	9

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		Amministrazioni pubbliche		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											
2014	16.455,1	4.593,1	3.297,3	.	1.048,8	6.823,2	692,7	5.958,0	591,1	780,6	4.586,3
2015	16.520,7	4.300,6	3.441,5	.	1.116,6	6.960,0	702,1	6.744,7	586,1	910,5	5.248,1
2016	16.496,0	4.165,6	3.324,7	.	1.192,2	7.100,2	713,3	7.029,1	538,7	1.022,8	5.467,6
2016 ago.	16.468,4	4.221,7	3.276,1	.	1.148,3	7.112,6	709,7	6.535,7	444,7	880,6	5.210,3
set.	16.498,3	4.216,3	3.289,9	.	1.165,9	7.122,3	703,9	6.593,0	427,5	877,3	5.288,2
ott.	16.504,4	4.203,1	3.307,7	.	1.174,4	7.101,5	717,6	6.665,7	479,2	912,2	5.274,4
nov.	16.579,9	4.203,0	3.321,6	.	1.198,8	7.140,0	716,4	6.651,0	482,3	957,1	5.211,6
dic.	16.496,0	4.165,6	3.324,7	.	1.192,2	7.100,2	713,3	7.029,1	538,7	1.022,8	5.467,6
2017 gen.	16.583,7	4.183,7	3.336,8	.	1.205,8	7.147,5	709,9	7.015,2	542,3	1.020,9	5.452,0
Tasso di crescita											
2014	-0,7	-8,1	0,4	.	4,9	3,1	1,1	1,6	7,2	2,0	0,7
2015	0,3	-7,0	5,7	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,5	1,5	0,6
2016	0,0	-2,9	-2,8	.	6,9	2,0	1,4	0,5	1,2	1,0	0,4
2016 ago.	0,1	-4,5	0,1	.	3,9	2,1	2,1	0,9	2,8	1,6	0,6
set.	0,0	-3,8	-0,9	.	5,5	1,6	1,9	0,9	2,8	1,7	0,6
ott.	-0,3	-4,0	-1,7	.	6,2	1,3	3,1	0,9	2,8	1,4	0,7
nov.	-0,2	-4,2	-1,2	.	7,1	1,5	1,0	0,8	2,8	1,0	0,5
dic.	0,0	-2,9	-2,8	.	6,9	2,0	1,4	0,5	1,2	1,0	0,4
2017 gen.	0,6	-2,0	-1,7	.	8,6	2,0	1,1	0,6	1,5	1,1	0,4

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

2.8 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

(medie nel periodo; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	TCE-19						TCE-38	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM reale ²⁾	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2014	101,8	97,8	97,0	91,9	98,5	100,0	114,7	96,1
2015	92,4	88,4	89,3	83,7	85,0	90,9	106,5	87,8
2016	94,8	90,1	91,4	.	.	.	110,4	90,0
2016 1° trim.	94,1	89,5	91,0	85,6	85,4	91,9	110,4	90,1
2° trim.	94,9	90,3	91,7	86,1	85,5	92,2	110,8	90,4
3° trim.	95,2	90,5	91,7	86,2	86,1	92,2	110,6	90,1
4° trim.	94,9	90,2	91,1	.	.	.	110,0	89,6
2016 set.	95,4	90,6	91,8	-	-	-	110,9	90,3
ott.	95,5	90,8	91,8	-	-	-	110,6	90,1
nov.	95,0	90,2	91,1	-	-	-	110,3	89,7
dic.	94,2	89,6	90,4	-	-	-	109,2	88,9
2017 gen.	94,4	89,7	90,4	-	-	-	109,7	89,1
feb.	93,9	89,2	89,8	-	-	-	108,8	88,3
				<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>				
2017 feb.	-0,5	-0,5	-0,6	-	-	-	-0,8	-0,9
				<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>				
2017 feb.	-0,9	-0,8	-2,0	-	-	-	-2,2	-2,8

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-18.

2.9 Tassi di cambio bilaterali

(medie nel periodo; 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
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
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
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
4° trim.	7,369	7,523	27,029	7,439	309,342	117,918	4,378	0,869	4,5069	9,757	1,080	1,079
2016 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
ott.	7,420	7,507	27,022	7,440	307,000	114,473	4,308	0,894	4,4942	9,707	1,089	1,103
nov.	7,388	7,521	27,033	7,441	308,816	116,933	4,391	0,869	4,5100	9,851	1,076	1,080
dic.	7,298	7,540	27,031	7,436	312,235	122,395	4,436	0,844	4,5164	9,709	1,075	1,054
2017 gen.	7,319	7,530	27,021	7,435	308,987	122,136	4,367	0,861	4,5018	9,511	1,071	1,061
feb.	7,314	7,448	27,021	7,435	308,502	120,168	4,308	0,853	4,5136	9,476	1,066	1,064
					<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2017 feb.	-0,1	-1,1	0,0	0,0	-0,2	-1,6	-1,4	-1,0	0,3	-0,4	-0,5	0,3
					<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2017 feb.	0,7	-2,5	-0,1	-0,4	-0,6	-5,6	-2,0	9,9	0,7	0,7	-3,3	-4,1

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

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

	Totale ¹⁾			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)												
2015 4° trim.	22.234,9	23.309,5	-1.074,5	9.813,6	8.082,4	7.175,8	10.301,2	-44,6	4.645,8	4.925,9	644,2	13.003,5
2016 1° trim.	22.100,4	23.177,4	-1.077,0	9.675,5	7.997,6	7.111,3	10.108,7	-21,8	4.660,0	5.071,1	675,3	13.236,7
2° trim.	22.655,4	23.592,2	-936,9	9.808,6	8.199,1	7.428,4	10.144,1	-54,0	4.750,5	5.249,0	721,8	13.379,8
3° trim.	22.850,8	23.717,5	-866,6	9.746,7	8.053,4	7.689,8	10.288,3	-49,2	4.736,5	5.375,8	727,0	13.362,6
<i>consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2016 3° trim.	214,0	222,2	-8,1	91,3	75,4	72,0	96,4	-0,5	44,4	50,4	6,8	125,2
Transazioni												
2016 1° trim.	385,6	381,0	4,6	113,8	74,8	134,1	40,6	27,3	109,3	265,6	1,0	-
2° trim.	205,9	143,7	62,3	-13,5	24,6	122,3	-34,2	-44,6	139,5	153,3	2,2	-
3° trim.	205,0	39,3	165,7	37,5	-87,8	138,2	-29,6	26,0	-4,4	156,7	7,7	-
4° trim.	103,1	-52,1	155,2	154,6	1,9	-18,5	-42,0	17,1	-54,5	-12,0	4,3	-
2016 lug.	135,6	111,2	24,4	5,1	-26,7	53,6	-5,2	14,7	63,0	143,2	-0,9	-
ago.	126,1	74,2	51,9	44,5	2,3	54,2	-16,2	6,7	18,8	88,1	1,8	-
set.	-56,7	-146,1	89,5	-12,2	-63,4	30,4	-8,2	4,6	-86,3	-74,6	6,8	-
ott.	243,7	252,8	-9,1	95,7	24,7	-12,0	-9,0	8,7	155,3	237,2	-4,1	-
nov.	43,0	22,7	20,3	51,6	22,3	-20,6	22,4	2,3	7,5	-22,0	2,2	-
dic.	-183,6	-327,6	144,1	7,3	-45,1	14,2	-55,4	6,1	-217,3	-227,2	6,1	-
<i>transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2016 dic.	899,6	511,9	387,8	292,4	13,5	376,2	-65,2	25,9	190,0	563,5	15,2	-
<i>transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2016 dic.	8,4	4,8	3,6	2,7	0,1	3,5	-0,6	0,2	1,8	5,3	0,1	-

Fonte: BCE.

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

3 Attività economica

3.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna ^{2a}								Saldo con l'estero ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾	
					Totale costruzioni	Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2014	10.135,2	9.776,8	5.632,5	2.125,5	1.988,6	1.000,5	598,7	382,2	30,3	358,3	4.532,5	4.174,2
2015	10.459,6	9.986,9	5.743,3	2.164,6	2.066,3	1.018,6	631,9	407,6	12,7	472,7	4.833,4	4.360,7
2016	10.733,2	10.233,2	5.875,7	2.221,5	2.138,1	.	.	.	-2,1	500,0	4.902,6	4.402,6
2016 1° trim.	2.660,3	2.534,3	1.455,0	551,5	527,1	259,8	163,1	102,0	0,7	126,0	1.200,3	1.074,3
2° trim.	2.671,4	2.547,7	1.462,9	553,8	534,7	260,2	164,4	107,4	-3,6	123,7	1.215,5	1.091,8
3° trim.	2.686,7	2.560,7	1.469,9	556,6	533,6	263,2	165,1	102,9	0,6	126,1	1.223,8	1.097,7
4° trim.	2.707,8	2.586,1	1.483,2	559,6	539,0	.	.	.	4,3	121,8	1.253,4	1.131,7
<i>in percentuale del PIL</i>												
2016	100,0	95,3	54,7	20,7	19,9	.	.	.	0,0	4,7	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2016 1° trim.	0,5	0,4	0,7	0,7	0,3	1,0	0,0	-0,6	-	-	0,2	-0,1
2° trim.	0,3	0,3	0,3	0,3	1,2	-0,6	1,0	5,7	-	-	1,3	1,4
3° trim.	0,4	0,3	0,3	0,1	-0,7	0,9	-0,2	-4,6	-	-	0,3	-0,1
4° trim.	0,4	0,6	0,4	0,4	0,6	.	.	.	-	-	1,5	2,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2014	1,2	1,2	0,8	0,6	1,5	-0,9	4,4	3,1	-	-	4,4	4,9
2015	2,0	1,9	1,8	1,3	3,2	1,3	4,7	5,6	-	-	6,5	6,5
2016	1,7	2,0	2,0	1,8	2,6	.	.	.	-	-	2,9	3,5
2016 1° trim.	1,7	2,1	2,0	2,0	2,5	2,1	4,1	0,7	-	-	2,5	3,4
2° trim.	1,6	2,3	1,9	2,0	3,8	2,1	5,2	5,0	-	-	2,5	4,0
3° trim.	1,8	1,8	1,8	1,6	2,3	2,6	3,9	-1,0	-	-	2,6	2,8
4° trim.	1,7	1,6	1,8	1,6	1,5	.	.	.	-	-	3,3	3,2
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2016 1° trim.	0,5	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	-	-
2° trim.	0,3	0,3	0,2	0,1	0,2	-0,1	0,1	0,2	-0,2	0,0	-	-
3° trim.	0,4	0,2	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,2	0,2	0,2	-	-
4° trim.	0,4	0,5	0,2	0,1	0,1	.	.	.	0,1	-0,1	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2014	1,2	1,2	0,4	0,1	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,3	0,0	-	-
2015	2,0	1,8	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	-0,1	0,2	-	-
2016	1,7	1,9	1,1	0,4	0,5	.	.	.	-0,1	-0,1	-	-
2016 1° trim.	1,7	2,0	1,1	0,4	0,5	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,3	-	-
2° trim.	1,6	2,1	1,0	0,4	0,7	0,2	0,3	0,2	0,0	-0,5	-	-
3° trim.	1,8	1,7	1,0	0,3	0,5	0,3	0,2	0,0	0,0	0,1	-	-
4° trim.	1,7	1,5	1,0	0,3	0,3	.	.	.	-0,1	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) Include 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 al netto dei 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)												
2014	9.100,9	150,0	1.777,2	461,1	1.711,3	415,4	461,5	1.044,9	979,2	1.778,7	321,5	1.034,3
2015	9.387,7	150,6	1.886,6	466,7	1.766,6	428,2	459,9	1.062,9	1.021,8	1.817,6	326,9	1.071,9
2016	9.626,0	145,8	1.923,6	486,1	1.819,8	443,0	451,6	1.090,2	1.063,8	1.865,8	336,4	1.107,1
2016 1° trim.	2.387,0	36,1	478,9	120,2	450,0	109,6	113,6	269,9	262,7	462,5	83,5	273,4
2° trim.	2.396,0	36,0	476,7	120,8	452,7	110,5	113,0	271,9	265,4	465,2	83,8	275,5
3° trim.	2.409,3	36,3	480,3	121,7	455,0	111,0	112,8	273,3	267,0	467,8	84,1	277,5
4° trim.	2.426,9	37,4	484,8	123,0	460,0	111,5	112,2	275,1	268,1	470,0	84,6	281,0
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2016	100,0	1,5	20,0	5,0	18,9	4,6	4,7	11,3	11,1	19,4	3,5	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2016 1° trim.	0,6	-1,3	0,2	1,1	0,9	1,0	0,9	0,2	0,8	0,4	0,5	0,2
2° trim.	0,3	-0,8	0,1	-0,1	0,4	1,3	-0,6	0,3	1,1	0,2	0,1	0,5
3° trim.	0,4	-0,7	0,7	0,4	0,4	1,1	0,1	0,2	0,4	0,3	0,4	0,5
4° trim.	0,4	0,1	0,4	0,6	0,7	0,6	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3	0,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2014	1,2	1,2	2,4	-1,1	1,2	3,5	-1,2	0,5	2,5	0,5	0,1	1,1
2015	1,9	-0,6	4,3	-0,1	2,1	2,8	-0,3	0,8	2,8	1,0	0,0	3,2
2016	1,6	-2,0	1,4	1,8	2,4	3,1	0,2	1,0	2,9	1,1	1,2	2,6
2016 1° trim.	1,5	-1,7	1,7	1,4	2,2	2,5	0,3	0,8	2,7	0,9	0,9	3,3
2° trim.	1,5	-1,8	1,1	1,5	2,3	3,1	-0,3	1,0	3,3	1,0	1,3	2,4
3° trim.	1,7	-2,1	1,2	2,4	2,3	3,6	0,5	1,0	3,1	1,2	1,4	2,6
4° trim.	1,7	-2,6	1,4	2,1	2,5	4,1	0,4	1,1	2,5	1,1	1,3	1,7
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2016 1° trim.	0,6	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2° trim.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
3° trim.	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
4° trim.	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2014	1,2	0,0	0,5	-0,1	0,2	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,1	0,0	-
2015	1,9	0,0	0,8	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,6	0,0	0,3	0,1	0,5	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016 1° trim.	1,5	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2° trim.	1,5	0,0	0,2	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
3° trim.	1,7	0,0	0,2	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
4° trim.	1,7	0,0	0,3	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

3 Attività economica

3.3 Occupazione ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Ocupati dipendenti	Ocupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	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	13
Persone occupate													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,2	6,2	24,7	2,7	2,7	1,0	12,9	24,1	7,1
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,1	6,1	24,8	2,7	2,7	1,0	13,1	24,2	7,1
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,1	7,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2013	-0,6	-0,6	-0,8	-1,8	-1,3	-3,6	-0,9	0,4	-1,3	-1,4	0,4	0,3	0,4
2014	0,6	0,6	0,1	0,0	-0,4	-1,7	0,7	0,6	-0,8	0,8	2,1	1,0	0,5
2015	1,0	1,2	0,0	-0,9	0,1	0,0	1,1	1,2	-0,5	0,8	3,0	0,9	1,1
2015 4° trim.	1,2	1,5	-0,3	-1,0	0,3	0,0	1,5	1,7	-0,7	0,2	3,2	1,0	1,6
2016 1° trim.	1,4	1,7	-0,5	-0,9	0,7	-0,1	1,7	2,4	-0,4	1,1	3,3	1,0	1,9
2° trim.	1,4	1,6	-0,1	-0,4	0,6	-0,2	1,9	2,0	-0,4	0,3	3,0	1,1	1,6
3° trim.	1,2	1,4	-0,1	0,3	0,6	-0,1	1,7	1,8	-0,3	1,4	2,6	1,0	1,2
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,7	2,8	2,7	1,0	12,5	21,8	6,3
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,8	25,7	2,9	2,7	1,0	12,8	22,0	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	22,0	6,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2013	-1,4	-1,3	-1,7	-1,5	-1,5	-5,0	-1,7	0,1	-1,9	-2,7	-0,6	-0,2	-1,0
2014	0,5	0,8	-0,5	-0,5	0,0	-1,4	0,4	0,6	-0,9	0,6	2,2	1,1	0,2
2015	1,1	1,4	0,2	0,2	0,5	0,6	0,9	2,1	-0,5	1,1	3,2	1,1	1,1
2015 4° trim.	1,2	1,4	0,2	0,1	0,1	0,7	1,3	2,2	-0,4	-0,6	3,2	1,1	1,6
2016 1° trim.	1,5	1,8	0,2	0,7	0,9	0,4	1,7	3,0	0,0	1,0	3,9	1,0	1,1
2° trim.	1,5	1,7	1,0	0,5	1,0	0,0	2,0	2,5	0,4	0,4	3,6	0,9	1,8
3° trim.	1,1	1,3	-0,1	0,5	0,6	-0,2	1,7	1,7	-0,2	0,1	2,2	0,7	0,7
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	-0,2	-0,7	-1,4	-1,1	-0,5	-1,4
2014	0,0	0,1	-0,6	-0,6	0,4	0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,1	-0,3
2015	0,1	0,2	0,2	1,2	0,4	0,5	-0,2	0,9	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0
2015 4° trim.	0,0	-0,1	0,6	1,1	-0,2	0,7	-0,3	0,4	0,3	-0,8	0,0	0,0	0,0
2016 1° trim.	0,2	0,1	0,7	1,6	0,3	0,5	0,0	0,6	0,3	-0,1	0,6	-0,1	-0,8
2° trim.	0,2	0,0	1,1	0,8	0,4	0,2	0,0	0,4	0,8	0,2	0,6	-0,2	0,2
3° trim.	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,1	-1,3	-0,4	-0,3	-0,4

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)

	Forze di 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 2016			100,0		81,3		18,7		53,6		46,4			
2013	160,334	4,6	18,636	11,6	6,1	15,216	10,4	3,421	23,7	9,933	11,5	8,703	11,8	1,5
2014	160,600	4,6	17,443	10,9	5,6	14,293	9,8	3,149	22,3	9,252	10,7	8,190	11,0	1,5
2015	.	.	16,233	10,0	.	13,283	9,0	2,950	20,9	8,471	9,7	7,761	10,4	1,7
2015 4° trim.	161,013	4,5	16,633	10,3	5,2	13,627	9,2	3,006	21,5	8,712	10,0	7,921	10,6	1,7
2016 1° trim.	161,849	4,5	16,387	10,1	5,1	13,406	9,1	2,981	21,0	8,518	9,8	7,869	10,5	1,7
2° trim.	162,465	4,1	16,130	9,9	4,8	13,202	8,9	2,929	20,7	8,389	9,6	7,741	10,3	1,6
3° trim.	.	.	15,779	9,7	.	12,897	8,7	2,882	20,4	8,265	9,4	7,514	10,0	1,7
2016 giu.	-	-	16,153	9,9	-	13,218	8,9	2,936	20,7	8,386	9,6	7,767	10,4	-
lug.	-	-	16,042	9,9	-	13,148	8,9	2,894	20,5	8,361	9,6	7,680	10,2	-
ago.	-	-	15,860	9,8	-	12,990	8,8	2,870	20,4	8,305	9,5	7,555	10,1	-
set.	-	-	15,802	9,7	-	12,899	8,7	2,903	20,5	8,295	9,5	7,507	10,0	-
ott.	-	-	15,676	9,6	-	12,803	8,6	2,874	20,3	8,195	9,3	7,481	10,0	-
nov.	-	-	15,620	9,6	-	12,794	8,6	2,826	20,0	8,152	9,3	7,468	10,0	-

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													
2014	0,9	1,8	1,3	1,8	2,6	-5,3	2,0	3,1	1,5	0,7	2,4	-0,1	3,8
2015	2,0	2,3	1,0	3,6	2,3	0,8	-0,8	3,6	2,7	1,7	3,5	2,4	8,8
2016	1,4	1,5	1,7	1,7	1,0	-0,1	1,9	0,4	1,9	1,3	2,5	1,8	7,2
2016 1° trim.	1,3	2,0	1,9	2,9	1,0	-3,7	2,6	0,4	2,2	1,7	2,8	1,4	9,5
2° trim.	1,1	1,1	1,2	1,3	1,1	-0,9	-0,1	-2,3	1,8	0,6	2,8	2,2	8,5
3° trim.	1,0	1,2	1,5	0,9	1,3	-0,5	3,1	0,2	1,4	1,3	1,5	2,3	6,5
4° trim.	2,0	1,6	2,3	1,6	0,7	4,8	2,2	3,3	2,2	1,5	3,1	1,3	4,0
2016 ago.	2,4	2,5	2,7	3,4	0,6	2,1	2,1	2,0	1,2	0,5	1,9	1,7	3,9
set.	1,3	1,3	1,5	1,2	1,3	1,4	1,8	1,8	1,1	1,9	0,3	2,3	9,4
ott.	0,8	0,6	0,9	1,3	-0,8	2,0	1,7	3,2	2,9	2,4	3,9	1,4	4,2
nov.	3,2	2,8	2,9	3,3	2,5	5,8	0,6	2,4	2,7	1,7	3,7	2,2	4,5
dic.	2,0	1,3	3,4	-0,1	0,5	6,5	3,2	4,1	1,2	0,6	1,9	0,2	3,1
2017 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,2	0,3	2,2	0,6	3,0
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2016 ago.	2,0	2,1	1,8	4,2	0,0	3,5	0,2	2,4	-0,2	-0,1	0,1	0,0	-0,6
set.	-0,8	-1,0	-0,5	-2,1	-0,7	-0,1	-0,9	-1,1	-0,1	0,5	-1,1	0,0	4,1
ott.	0,2	0,0	-0,3	1,4	-0,9	0,8	0,7	2,6	1,2	0,2	2,6	-0,7	-3,9
nov.	1,5	1,6	1,9	0,2	1,7	1,3	0,9	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	0,5	2,4
dic.	-1,6	-1,7	-0,2	-3,3	-0,8	-1,4	-0,2	2,4	-0,5	-0,2	-0,4	-0,5	2,3
2017 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,1	-0,1	-0,2	0,8	0,8

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

3 Attività economica

3.6 Indagini qualitative (dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali salvo diversa indicazione)							Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)				
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2013	100,0	-6,1	80,7	-12,8	-13,6	-8,7	7,0	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2014	101,4	-3,8	80,5	-10,2	-26,6	-3,1	4,9	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,2	-22,4	1,6	9,3	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,8	-2,6	81,9	-7,7	-16,6	1,5	11,2	89,1	52,5	53,6	53,1	53,3
2016 1° trim.	103,9	-3,8	81,7	-8,3	-18,9	2,0	10,7	88,8	51,7	52,9	53,3	53,2
2° trim.	104,2	-3,4	81,6	-7,8	-18,4	1,8	11,2	89,0	52,0	53,0	53,1	53,1
3° trim.	104,2	-2,9	82,0	-8,2	-16,0	0,3	10,3	89,2	52,1	53,7	52,6	52,9
4° trim.	106,9	-0,6	82,4	-6,4	-13,1	1,8	12,4	89,4	54,0	54,9	53,5	53,8
2016 set.	104,8	-1,8	-	-8,2	-15,7	0,5	9,9	-	52,6	53,8	52,2	52,6
ott.	106,3	-0,7	82,3	-8,0	-14,4	0,4	12,1	89,4	53,5	54,6	52,8	53,3
nov.	106,5	-1,1	-	-6,2	-12,9	1,5	12,2	-	53,7	54,1	53,8	53,9
dic.	107,8	0,0	-	-5,1	-12,1	3,5	12,9	-	54,9	56,1	53,7	54,4
2017 gen.	107,9	0,8	82,5	-4,8	-12,9	2,3	12,8	89,4	55,2	56,1	53,7	54,4
feb.	108,0	1,3	-	-6,2	-10,3	1,9	13,8	-	55,4	57,3	55,5	56,0

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
2013	12,5	95,6	-0,5	1,2	-4,9	0,9	-1,4	32,5	4,2	129,6	2,0	-0,1	0,7
2014	12,5	94,7	0,7	1,8	0,6	2,6	1,0	33,0	4,8	130,9	2,4	6,5	1,3
2015	12,3	94,1	1,8	2,0	2,4	3,4	2,7	34,2	6,1	133,4	3,8	2,5	2,1
2015 4° trim.	12,3	94,1	1,8	2,0	5,4	3,4	2,7	34,2	6,1	133,4	3,8	4,6	2,1
2016 1° trim.	12,3	93,5	2,4	1,9	3,7	2,1	3,4	33,5	5,8	132,8	3,7	4,8	2,1
2° trim.	12,5	93,6	2,5	2,3	5,6	3,2	3,8	33,7	6,1	133,4	3,9	4,5	2,2
3° trim.	12,5	93,5	1,7	2,2	5,7	4,4	4,3	33,5	6,1	131,8	3,5	3,0	1,9

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

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

3 Attività economica

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

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

	Conto corrente											Conto Capitale ¹⁾	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016 1° trim.	878,7	793,7	84,9	515,4	426,1	194,6	177,5	143,6	135,6	25,1	54,6	9,8	11,1
2° trim.	887,3	792,2	95,1	518,8	421,3	191,0	178,0	152,1	140,4	25,4	52,6	7,3	6,9
3° trim.	896,4	807,5	88,8	524,4	427,6	196,0	175,8	150,5	141,7	25,5	62,4	6,5	5,7
4° trim.	913,9	818,2	95,8	541,5	452,9	197,4	178,5	151,9	128,1	23,2	58,6	13,8	7,8
2016 lug.	294,6	264,5	30,1	171,8	142,2	63,2	57,2	50,7	46,4	8,9	18,6	2,6	2,0
ago.	300,7	271,2	29,5	176,4	143,7	65,5	58,7	50,5	47,6	8,4	21,1	1,7	1,7
set.	301,1	271,8	29,3	176,3	141,7	67,3	59,8	49,3	47,7	8,2	22,6	2,2	2,0
ott.	297,2	268,8	28,4	174,9	148,9	66,4	57,5	48,5	42,1	7,4	20,3	3,1	2,0
nov.	311,1	274,7	36,4	182,5	151,7	66,0	60,7	55,1	42,9	7,5	19,3	3,4	2,0
dic.	305,6	274,6	31,0	184,1	152,3	64,9	60,3	48,3	43,0	8,4	19,0	7,3	3,8
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2016 dic.	3.576,3	3.211,7	364,7	2.100,1	1.727,9	779,0	709,9	598,1	545,7	99,1	228,1	37,4	31,5
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2016 dic.	33,3	29,9	3,4	19,6	16,1	7,3	6,6	5,6	5,1	0,9	2,1	0,3	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	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2016 1° trim.	-0,9	-2,5	502,2	233,1	104,2	151,2	421,6	438,5	240,8	72,5	116,8	326,7	37,4
2° trim.	0,0	-3,7	502,9	231,7	106,1	153,6	432,9	431,9	236,8	71,7	115,4	325,7	42,4
3° trim.	-0,2	-2,2	506,5	236,6	102,9	153,7	427,5	440,8	242,5	71,2	116,7	326,9	43,7
4° trim.	2,2	1,9	523,9	.	.	.	438,7	457,4	.	.	.	332,7	.
2016 lug.	-9,4	-8,0	166,4	77,6	33,6	50,4	135,1	146,6	80,6	23,6	38,8	104,8	15,0
ago.	8,4	3,8	170,5	79,3	35,0	52,0	147,1	147,7	81,2	24,1	39,2	112,0	14,4
set.	2,2	-1,7	169,7	79,7	34,3	51,3	145,3	146,5	80,7	23,6	38,8	110,0	14,4
ott.	-4,5	-3,0	169,5	78,9	34,7	51,2	136,4	149,8	82,4	24,9	39,3	107,0	15,6
nov.	5,7	4,9	174,7	82,2	34,7	52,8	148,3	152,5	85,1	24,1	39,7	112,5	16,4
dic.	5,9	4,2	179,6	.	.	.	154,0	155,1	.	.	.	113,1	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2016 1° trim.	-0,8	2,5	118,3	115,6	117,5	121,7	116,9	109,9	110,8	107,0	110,0	111,3	110,7
2° trim.	2,3	4,5	118,3	114,2	119,8	124,0	120,1	107,7	107,0	105,7	110,7	112,5	101,2
3° trim.	0,5	1,1	118,3	115,6	115,1	123,6	117,9	108,4	107,4	105,0	110,8	111,9	100,1
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 giu.	0,1	2,7	117,6	112,8	118,3	124,5	120,8	107,6	106,8	106,4	110,6	113,5	97,0
lug.	-8,3	-3,7	116,9	113,9	113,6	121,7	112,0	108,7	107,5	105,0	110,6	108,1	102,4
ago.	9,1	7,1	119,1	116,1	116,5	125,0	121,3	109,0	108,1	106,4	111,5	114,8	99,8
set.	2,4	0,5	119,0	116,9	115,2	124,2	120,5	107,6	106,6	103,5	110,3	112,8	98,2
ott.	-4,8	-2,6	118,3	114,8	115,6	124,0	112,8	108,8	107,3	108,4	111,5	108,9	100,5
nov.	4,8	4,0	121,1	119,3	115,9	125,6	121,8	109,9	109,7	104,2	111,8	113,7	107,3

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: 2015 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi ammini- strati	Prezzi ammini- strati
		1	2	Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici											3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2017	100,0	100,0	70,9	55,4	44,6	100,0	12,1	7,5	26,3	9,5	44,6	86,8	13,2	
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	
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,2	
2016 1° trim.	99,2	0,0	1,0	-0,8	1,1	-0,4	0,1	-1,0	0,1	-4,4	0,2	0,0	0,3	
2° trim.	100,4	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,4	0,2	0,8	0,1	2,0	0,3	-0,1	0,0	
3° trim.	100,3	0,3	0,8	-0,4	1,1	0,3	0,1	1,2	0,1	0,3	0,4	0,3	0,3	
4° trim.	101,0	0,7	0,8	0,4	1,1	0,4	0,3	0,0	0,1	2,4	0,3	0,8	0,3	
2016 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	
ott.	100,9	0,5	0,8	0,1	1,1	0,2	0,1	0,0	0,0	1,6	0,1	0,6	0,2	
nov.	100,8	0,6	0,8	0,2	1,1	0,0	0,2	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,6	0,3	
dic.	101,3	1,1	0,9	1,0	1,3	0,4	0,1	0,7	0,1	1,8	0,2	1,3	0,3	
2017 gen.	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	
feb. ³⁾	100,8	2,0	0,9	.	1,3	0,1	0,1	1,6	-0,2	-0,2	0,2	.	.	

	Beni						Servizi					
	Alimentari (includere 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 2017	19,6	12,1	7,5	35,8	26,3	9,5	10,7	6,5	7,3	3,2	15,1	8,2
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
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,4	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
4° trim.	0,8	0,6	1,0	0,2	0,3	0,2	1,2	1,2	1,2	-0,1	1,3	1,2
2016 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
ott.	0,4	0,5	0,2	-0,1	0,3	-0,9	1,1	1,2	1,0	0,0	1,2	1,1
nov.	0,7	0,7	0,7	-0,1	0,3	-1,1	1,2	1,2	1,1	-0,1	1,1	1,2
dic.	1,2	0,7	2,1	0,9	0,3	2,6	1,2	1,3	1,4	-0,3	1,6	1,2
2017 gen.	1,8	0,7	3,5	2,5	0,5	8,1	1,3	1,3	1,3	-1,0	1,7	0,7
feb. ³⁾	2,5	0,9	5,2	.	0,2	9,2	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

3) Il dato per l'area dell'euro è una stima basata su dati nazionali provvisori, nonché su informazioni preliminari su prezzi generici.

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			
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,3	0,3	0,4	1,3
2015	104,0	-2,7	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,2	0,2	1,6	4,5
2016	101,6	-2,3	-1,5	-0,5	-1,7	0,4	0,0	-0,1	0,1	-6,9	.	.	.
2016 1° trim.	100,6	-3,7	-2,7	-0,9	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	0,0	-11,1	-0,3	2,8	5,8
2° trim.	100,9	-3,8	-2,8	-1,1	-2,7	0,4	-0,5	-0,8	0,1	-10,7	0,2	3,1	3,5
3° trim.	101,9	-2,0	-1,3	-0,6	-1,8	0,4	0,0	-0,1	0,1	-5,9	0,5	3,4	.
4° trim.	103,1	0,4	1,0	0,4	0,0	0,5	0,8	1,2	0,1	0,4	.	.	.
2016 ago.	101,8	-1,9	-1,3	-0,7	-1,8	0,5	0,0	-0,1	0,1	-5,7	.	.	.
set.	101,9	-1,5	-0,7	-0,3	-1,4	0,4	0,1	0,2	0,1	-4,5	.	.	.
ott.	102,6	-0,5	0,3	0,0	-0,8	0,5	0,6	0,6	0,2	-1,6	.	.	.
nov.	102,9	0,0	0,5	0,4	0,1	0,5	0,7	1,1	0,1	-0,8	.	.	.
dic.	103,7	1,6	2,3	0,9	0,8	0,6	1,2	1,7	0,1	3,8	.	.	.
2017 gen.	104,4	3,5	3,7	1,5	2,1	0,8	1,5	2,1	0,3	9,7	.	.	.

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 sul periodo corrispondente; 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	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2014	104,6	0,9	0,6	0,5	0,9	0,6	-0,7	-1,5	74,1	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4
2015	105,8	1,1	0,3	0,1	0,5	0,7	0,1	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,7	0,9	0,5	0,3	0,8	0,8	-1,4	-2,5	39,9	-3,6	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9
2016 1° trim.	106,4	1,1	0,4	0,3	0,9	0,7	-1,5	-3,3	31,2	-12,2	-8,5	-16,4	-12,9	-11,1	-15,4
2° trim.	106,5	0,9	0,2	0,1	0,7	0,7	-2,3	-4,1	40,8	-9,0	-5,7	-12,5	-12,5	-12,6	-12,3
3° trim.	106,7	0,8	0,6	0,3	0,9	0,9	-1,5	-2,2	41,0	-0,5	-2,1	1,4	-5,8	-10,6	1,3
4° trim.	107,1	0,7	0,9	0,7	0,8	1,0	-0,1	0,0	46,5	9,1	1,1	18,6	3,3	-6,7	18,5
2016 set.	-	-	-	-	-	-	-	-	41,2	1,2	0,7	1,7	-4,5	-8,9	1,9
ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	45,1	3,1	-0,3	7,1	-2,9	-10,3	8,3
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,1	8,5	-0,1	19,0	2,4	-8,1	18,7
dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,3	15,7	3,9	30,2	10,6	-1,4	28,8
2017 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,6	19,4	7,5	34,0	13,3	1,0	32,0
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	52,2	21,0	7,7	37,0	15,2	1,7	35,6

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE e Bloomberg (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	4,7	-	-	-2,0	34,0	57,7	56,7	-	49,9
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,4	14,2	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,8	1,3	2,6	-13,2	-1,2	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-0,4	1,7	4,4	-7,3	-0,7	49,8	53,9	49,3	49,6
2016 1° trim.	-4,8	0,7	3,7	-9,1	-1,8	41,5	52,5	47,7	49,0
2° trim.	-1,0	1,9	4,6	-8,1	-2,2	47,5	54,4	48,5	49,0
3° trim.	-0,2	1,0	4,5	-6,6	-0,3	51,4	54,0	49,6	49,8
4° trim.	4,6	3,1	4,9	-5,4	1,6	58,6	54,9	51,6	50,5
2016 set.	-0,1	0,9	4,5	-7,5	0,4	52,4	54,0	49,9	50,0
ott.	3,5	2,6	4,5	-5,0	0,0	53,9	54,3	50,8	49,7
nov.	4,9	2,8	5,3	-6,0	1,8	58,8	54,4	51,4	50,3
dic.	5,4	4,0	4,9	-5,1	2,8	63,2	56,0	52,5	51,4
2017 gen.	8,3	4,9	6,7	-5,1	8,3	67,0	56,4	54,0	50,9
feb.	9,0	6,1	6,4	-3,1	12,9	68,3	56,9	55,4	51,1

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

4.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2012 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ¹⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2013	102,7	1,3	1,3	1,1	1,3	1,2	1,7
2014	104,3	1,6	2,0	0,6	1,6	1,6	1,5
2015	.	.	.	.	.	.	1,4
2015 4° trim.	99,0	1,5	1,6	1,4	1,6	1,6	1,4
2016 1° trim.	109,3	1,0	0,8	1,4	0,9	1,2	1,5
2° trim.	102,6	1,6	1,7	1,2	1,4	1,7	1,5
3° trim.	.	.	.	.	.	.	1,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

4 Prezzi e costi

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

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

	Totale (indice: 2010 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicu- rative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2013	103,8	1,2	-1,6	2,0	1,4	1,0	-0,8	-0,2	-2,7	1,4	1,6	2,1
2014	104,6	0,7	-1,0	-0,7	1,1	0,5	-0,6	2,1	1,8	1,2	1,6	1,4
2015	104,8	0,2	1,4	-2,3	1,1	0,5	0,8	0,2	2,6	1,8	1,1	2,1
2015 4° trim.	105,3	0,4	0,8	-2,1	-0,1	1,4	1,6	0,3	2,7	1,9	1,3	2,3
2016 1° trim.	105,4	1,0	2,6	0,4	-0,1	0,7	1,1	1,3	4,0	2,0	1,4	2,5
2° trim.	105,6	0,9	3,9	0,5	-0,3	0,9	0,2	1,4	2,4	0,8	1,4	1,3
3° trim.	105,8	0,8	3,7	0,8	-0,8	0,6	-0,6	0,9	2,6	0,7	1,4	1,3
Redditi per occupato												
2013	105,1	1,5	2,6	2,7	1,3	1,0	0,8	1,6	0,1	1,3	1,5	0,8
2014	106,5	1,3	0,1	2,0	1,8	1,1	2,2	1,7	1,5	1,6	1,1	1,1
2015	107,9	1,3	1,8	1,7	0,9	1,4	2,4	0,4	2,6	1,6	1,1	1,1
2015 4° trim.	108,5	1,2	2,0	1,5	0,8	1,7	1,9	0,3	3,4	1,5	1,2	1,1
2016 1° trim.	108,9	1,3	1,8	1,4	1,4	1,3	1,3	1,9	3,8	1,5	1,3	1,5
2° trim.	109,0	1,1	2,4	1,0	1,4	1,3	1,2	1,5	3,1	1,2	1,3	0,9
3° trim.	109,5	1,3	1,2	1,4	1,7	1,2	1,1	1,8	2,2	1,2	1,6	1,5
Produttività del lavoro per occupato												
2013	101,3	0,3	4,3	0,6	-0,1	0,0	1,5	1,8	2,8	-0,1	-0,1	-1,3
2014	101,9	0,6	1,2	2,8	0,6	0,5	2,8	-0,4	-0,3	0,4	-0,5	-0,3
2015	102,9	1,0	0,3	4,1	-0,2	0,9	1,6	0,2	0,0	-0,2	0,1	-1,0
2015 4° trim.	103,1	0,8	1,2	3,7	0,9	0,3	0,3	0,1	0,7	-0,3	-0,1	-1,2
2016 1° trim.	103,3	0,3	-0,8	1,0	1,5	0,5	0,2	0,7	-0,3	-0,5	-0,1	-1,0
2° trim.	103,3	0,3	-1,4	0,5	1,7	0,3	1,0	0,1	0,7	0,4	-0,1	-0,4
3° trim.	103,5	0,5	-2,4	0,6	2,5	0,6	1,7	0,8	-0,3	0,4	0,2	0,2
Redditi per ora lavorata												
2013	107,2	2,3	2,4	2,8	2,8	1,9	0,7	2,1	1,5	2,4	1,9	2,3
2014	108,5	1,2	1,1	1,5	1,3	1,2	2,0	1,6	1,3	1,2	0,9	1,2
2015	109,7	1,1	1,2	1,3	0,3	1,5	1,4	0,5	2,2	1,2	1,0	1,2
2015 4° trim.	110,2	1,3	1,4	1,6	0,4	2,0	1,3	0,2	3,3	1,3	1,3	1,2
2016 1° trim.	110,5	1,2	0,2	1,1	1,2	1,2	0,8	1,5	3,3	0,8	1,4	2,4
2° trim.	110,6	1,1	1,8	0,7	1,5	1,3	0,7	1,0	2,8	0,8	1,6	0,8
3° trim.	111,2	1,5	1,3	1,4	2,0	1,2	1,1	1,7	3,4	1,3	1,8	2,0
Produttività per ora lavorata												
2013	103,4	1,1	4,0	0,8	1,4	0,8	1,8	2,4	4,2	1,0	0,4	0,1
2014	104,1	0,7	1,8	2,4	0,3	0,9	2,8	-0,3	-0,1	0,3	-0,6	0,0
2015	105,0	0,9	-0,8	3,8	-0,7	1,2	0,7	0,2	-0,3	-0,4	-0,1	-1,0
2015 4° trim.	105,0	0,8	0,1	3,9	0,2	0,6	-0,2	-0,2	1,4	-0,3	-0,1	-1,2
2016 1° trim.	105,2	0,2	-2,4	0,7	1,0	0,5	-0,4	0,3	-0,2	-1,1	0,0	-0,2
2° trim.	105,0	0,1	-2,2	0,1	1,5	0,3	0,6	-0,7	0,5	-0,2	0,1	-0,6
3° trim.	105,5	0,7	-2,6	0,6	2,6	0,6	1,9	0,7	0,9	0,9	0,5	0,7

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	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni
1	2		4	5								
Consistenze												
2014	969,5	4.970,5	5.939,9	1.581,7	2.149,8	3.731,5	9.671,4	121,5	422,2	107,0	650,7	10.322,1
2015	1.036,5	5.566,3	6.602,8	1.439,2	2.161,8	3.601,0	10.203,8	74,6	479,0	73,6	627,2	10.831,1
2016	1.073,1	6.117,1	7.190,2	1.320,3	2.175,8	3.496,1	10.686,3	70,4	521,5	96,4	688,4	11.374,7
2016 1° trim.	1.049,6	5.711,9	6.761,6	1.421,0	2.164,8	3.585,8	10.347,3	85,3	465,5	94,9	645,8	10.993,1
2° trim.	1.054,6	5.821,2	6.875,8	1.411,0	2.171,9	3.582,9	10.458,7	84,2	481,7	94,8	660,7	11.119,4
3° trim.	1.066,6	5.946,7	7.013,3	1.393,3	2.174,5	3.567,8	10.581,1	80,5	496,0	93,8	670,2	11.251,3
4° trim.	1.073,1	6.117,1	7.190,2	1.320,3	2.175,8	3.496,1	10.686,3	70,4	521,5	96,4	688,4	11.374,7
2016 ago.	1.061,5	5.922,6	6.984,1	1.393,0	2.173,9	3.566,9	10.551,0	82,3	481,0	98,8	662,1	11.213,1
set.	1.066,6	5.946,7	7.013,3	1.393,3	2.174,5	3.567,8	10.581,1	80,5	496,0	93,8	670,2	11.251,3
ott.	1.072,4	5.981,7	7.054,1	1.361,2	2.175,0	3.536,2	10.590,3	74,4	503,7	91,4	669,5	11.259,8
nov.	1.075,2	6.069,9	7.145,1	1.350,4	2.171,9	3.522,4	10.667,5	72,5	506,1	98,7	677,3	11.344,7
dic.	1.073,1	6.117,1	7.190,2	1.320,3	2.175,8	3.496,1	10.686,3	70,4	521,5	96,4	688,4	11.374,7
2017 gen. ^(p)	1.081,8	6.156,0	7.237,9	1.329,6	2.178,3	3.507,9	10.745,8	75,1	517,4	98,1	690,6	11.436,4
Transazioni												
2014	59,0	374,9	433,9	-91,8	3,7	-88,1	345,8	3,6	10,4	13,3	27,3	373,1
2015	65,9	562,6	628,5	-135,4	12,2	-123,2	505,3	-48,0	51,4	-26,3	-22,9	482,5
2016	36,7	544,7	581,4	-108,5	16,0	-92,5	488,8	-4,3	42,3	17,6	55,7	544,5
2016 1° trim.	13,3	156,1	169,4	-14,0	3,1	-10,9	158,6	11,2	-13,4	19,2	17,0	175,6
2° trim.	5,0	104,4	109,3	-12,7	7,2	-5,5	103,8	-1,4	15,5	-1,4	12,7	116,6
3° trim.	12,0	127,9	139,9	-15,7	2,3	-13,4	126,5	-3,7	14,7	-2,4	8,6	135,2
4° trim.	6,5	156,2	162,7	-66,2	3,4	-62,8	99,9	-10,4	25,5	2,1	17,3	117,2
2016 ago.	3,3	44,6	47,9	-11,8	1,0	-10,8	37,1	-0,1	-5,7	1,0	-4,7	32,4
set.	5,0	25,1	30,2	0,6	0,3	0,9	31,0	-1,8	15,0	-5,7	7,5	38,5
ott.	5,9	28,4	34,2	-25,0	0,7	-24,3	9,9	-6,2	7,7	-3,8	-2,3	7,7
nov.	2,8	81,3	84,0	-12,8	-1,2	-14,0	70,0	-2,1	2,4	8,1	8,4	78,3
dic.	-2,1	46,6	44,5	-28,3	3,9	-24,5	20,0	-2,1	15,4	-2,1	11,2	31,2
2017 gen. ^(p)	8,7	42,7	51,4	11,9	2,4	14,3	65,7	4,8	-4,1	0,9	1,7	67,4
Variazioni percentuali												
2014	6,5	8,4	8,0	-5,4	0,2	-2,3	3,7	2,9	2,5	19,9	4,4	3,8
2015	6,8	11,3	10,5	-8,6	0,6	-3,3	5,2	-39,1	12,0	-25,3	-3,5	4,7
2016	3,5	9,8	8,8	-7,6	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,8	23,8	8,8	5,0
2016 1° trim.	6,0	11,1	10,3	-6,2	0,6	-2,2	5,6	-25,9	6,6	-1,1	-0,4	5,2
2° trim.	4,0	9,7	8,8	-4,1	0,6	-1,3	5,1	1,1	9,2	-3,0	6,1	5,1
3° trim.	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	8,4	13,7	5,9	5,1
4° trim.	3,5	9,8	8,8	-7,6	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,8	23,8	8,8	5,0
2016 ago.	3,6	9,6	8,6	-4,1	0,5	-1,3	5,0	-8,0	5,0	19,0	5,0	5,0
set.	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	8,4	13,7	5,9	5,1
ott.	4,0	8,8	8,0	-4,7	0,6	-1,5	4,6	-27,3	6,8	13,6	2,2	4,5
nov.	3,8	9,4	8,5	-5,5	0,6	-1,9	4,9	-15,8	4,9	12,1	3,1	4,8
dic.	3,5	9,8	8,8	-7,6	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,8	23,8	8,8	5,0
2017 gen. ^(p)	3,6	9,3	8,4	-6,8	0,8	-2,2	4,7	-7,3	9,3	11,2	7,5	4,9

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													
2014	1.845,1	1.349,1	365,1	111,6	19,4	5.557,7	2.749,5	812,1	1.993,2	2,8	865,5	222,2	332,9
2015	1.930,5	1.483,9	321,7	116,4	8,4	5.750,9	3.059,7	695,1	1.993,7	2,4	970,1	225,8	364,7
2016	2.056,1	1.636,7	293,9	117,0	8,6	6.049,7	3.399,7	643,6	2.004,8	1,7	1.000,7	196,5	380,6
2016 1° trim.	1.984,8	1.536,6	322,7	116,0	9,4	5.829,7	3.137,1	693,6	1.996,3	2,7	973,7	218,9	375,9
2° trim.	2.013,7	1.574,3	314,0	117,1	8,4	5.906,0	3.214,2	688,8	2.000,0	3,0	978,0	210,7	379,9
3° trim.	2.047,5	1.602,5	317,8	118,1	9,1	5.979,5	3.301,8	672,0	2.003,1	2,6	975,5	206,2	386,3
4° trim.	2.056,1	1.636,7	293,9	117,0	8,6	6.049,7	3.399,7	643,6	2.004,8	1,7	1.000,7	196,5	380,6
2016 ago.	2.032,2	1.596,3	310,1	117,0	8,7	5.960,8	3.277,2	677,6	2.003,2	2,8	979,4	213,4	386,0
set.	2.047,5	1.602,5	317,8	118,1	9,1	5.979,5	3.301,8	672,0	2.003,1	2,6	975,5	206,2	386,3
ott.	2.037,3	1.604,6	307,6	118,1	7,0	6.001,8	3.334,4	660,0	2.004,6	2,8	953,4	206,5	393,2
nov.	2.064,6	1.634,0	305,1	117,1	8,5	6.029,6	3.372,2	652,0	2.002,9	2,5	981,1	206,3	383,1
dic.	2.056,1	1.636,7	293,9	117,0	8,6	6.049,7	3.399,7	643,6	2.004,8	1,7	1.000,7	196,5	380,6
2017 gen. ^(p)	2.099,4	1.677,3	299,1	116,0	7,0	6.087,9	3.438,5	636,1	2.010,7	2,7	962,6	194,5	394,5
Transazioni													
2014	68,7	91,1	-26,7	1,5	2,8	140,7	208,8	-65,0	-1,4	-1,7	52,7	7,3	21,0
2015	81,8	121,7	-33,5	4,9	-11,2	193,4	303,0	-109,9	0,8	-0,4	86,1	-0,1	30,3
2016	128,9	152,8	-24,1	0,0	0,2	301,4	335,5	-46,8	13,4	-0,8	29,7	-29,3	17,1
2016 1° trim.	61,2	57,8	2,7	-0,4	1,1	80,9	78,5	-0,6	2,8	0,3	8,8	-6,5	12,1
2° trim.	27,3	36,3	-8,9	1,0	-1,1	75,5	76,2	-0,6	4,0	0,4	-0,5	-8,5	3,7
3° trim.	34,8	29,5	4,0	0,6	0,7	73,7	87,7	-16,6	3,1	-0,5	0,4	-4,2	6,2
4° trim.	5,6	29,3	-21,9	-1,3	-0,5	71,3	93,1	-24,4	3,5	-0,9	21,1	-10,0	-4,9
2016 ago.	2,5	5,5	-3,9	0,5	0,3	28,2	32,1	-6,4	2,6	-0,1	4,1	-1,2	0,2
set.	15,7	6,8	7,8	0,7	0,4	18,7	24,6	-5,5	-0,1	-0,2	-3,4	-7,0	0,2
ott.	-9,3	0,6	-7,8	-0,1	-2,1	23,4	29,1	-7,3	1,4	0,2	-23,9	0,2	7,5
nov.	23,8	26,4	-3,0	-1,1	1,5	28,1	36,8	-8,6	0,2	-0,3	23,7	-0,4	-10,1
dic.	-8,8	2,2	-11,1	-0,1	0,1	19,8	27,3	-8,5	1,9	-0,8	21,2	-9,8	-2,4
2017 gen. ^(p)	45,9	42,4	6,1	-1,0	-1,6	38,9	39,4	-7,3	5,8	1,0	-35,2	-1,8	14,0
Variazioni percentuali													
2014	4,0	7,6	-6,7	1,3	15,9	2,6	8,2	-7,4	-0,1	-37,8	6,5	3,9	7,0
2015	4,4	9,0	-9,4	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	9,8	0,0	9,1
2016	6,7	10,3	-7,6	0,0	2,2	5,2	11,0	-6,8	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2016 1° trim.	7,4	11,0	-4,5	3,8	-31,3	4,2	10,7	-8,8	0,2	-30,6	6,2	-3,3	10,3
2° trim.	8,0	11,1	-2,9	3,9	-27,8	4,6	10,4	-5,9	0,1	0,3	4,2	-8,5	10,3
3° trim.	7,4	9,9	-1,3	1,7	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	1,1	-5,7	7,7
4° trim.	6,7	10,3	-7,6	0,0	2,2	5,2	11,0	-6,8	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2016 ago.	7,3	10,2	-4,1	2,2	11,9	5,2	10,8	-4,8	0,4	-12,1	1,4	-6,2	8,9
set.	7,4	9,9	-1,3	1,7	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	1,1	-5,7	7,7
ott.	5,5	7,9	-2,8	0,9	-29,6	5,2	10,7	-5,5	0,6	-19,8	-1,0	-9,4	7,8
nov.	7,1	10,1	-3,7	-0,1	-5,3	5,4	11,1	-6,0	0,7	-32,6	0,5	-8,0	3,1
dic.	6,7	10,3	-7,6	0,0	2,2	5,2	11,0	-6,8	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2017 gen. ^(p)	7,1	10,5	-5,5	-0,2	-26,8	5,5	11,4	-7,7	1,0	-19,6	-1,1	-13,5	6,0

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								
	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												
2014	3.615,6	1.135,0	2.478,5	12.504,8	10.454,5	10.726,7	4.299,6	5.200,7	825,1	129,0	1.280,0	770,3
2015	3.904,2	1.112,3	2.789,5	12.599,4	10.512,0	10.807,4	4.274,5	5.307,6	806,3	123,5	1.305,1	782,3
2016	4.397,5	1.082,0	3.302,3	12.846,6	10.675,2	10.982,9	4.302,2	5.409,6	851,0	112,5	1.385,2	786,2
2016 1° trim.	4.053,6	1.115,9	2.924,6	12.629,6	10.561,2	10.824,5	4.288,8	5.338,9	824,8	108,8	1.312,2	756,2
2° trim.	4.191,8	1.112,5	3.066,2	12.664,0	10.566,1	10.870,4	4.297,1	5.348,3	816,8	103,9	1.342,5	755,4
3° trim.	4.272,2	1.105,2	3.153,6	12.769,1	10.623,5	10.927,4	4.289,6	5.379,3	845,5	109,1	1.365,2	780,5
4° trim.	4.397,5	1.082,0	3.302,3	12.846,6	10.675,2	10.982,9	4.302,2	5.409,6	851,0	112,5	1.385,2	786,2
2016 ago.	4.255,8	1.107,7	3.134,8	12.744,2	10.602,0	10.907,7	4.296,1	5.366,0	829,4	110,5	1.364,5	777,7
set.	4.272,2	1.105,2	3.153,6	12.769,1	10.623,5	10.927,4	4.289,6	5.379,3	845,5	109,1	1.365,2	780,5
ott.	4.291,1	1.099,6	3.178,1	12.810,3	10.656,5	10.956,9	4.302,9	5.388,3	850,8	114,5	1.373,1	780,7
nov.	4.320,9	1.092,5	3.215,0	12.851,3	10.699,4	10.981,8	4.321,0	5.407,2	855,3	115,9	1.379,0	772,9
dic.	4.397,5	1.082,0	3.302,3	12.846,6	10.675,2	10.982,9	4.302,2	5.409,6	851,0	112,5	1.385,2	786,2
2017 gen. ^(p)	4.388,3	1.087,3	3.287,3	12.882,9	10.692,5	10.988,4	4.313,0	5.422,7	842,4	114,5	1.403,2	787,2
Transazioni												
2014	73,8	16,4	57,4	-102,0	-47,1	-33,3	-61,1	-14,9	17,2	11,7	-89,8	35,0
2015	284,9	-21,1	305,7	86,7	58,1	73,2	-13,1	98,2	-21,4	-5,7	25,1	3,5
2016	458,9	-34,9	493,7	318,1	232,2	250,8	81,7	119,0	42,7	-11,1	80,6	5,3
2016 1° trim.	120,0	1,5	118,5	69,3	79,3	52,2	35,9	36,2	21,8	-14,6	11,0	-21,0
2° trim.	116,4	-8,9	125,2	54,8	22,1	64,6	19,5	14,5	-6,9	-5,0	31,1	1,6
3° trim.	69,3	-7,3	76,3	113,3	70,3	72,1	6,6	33,8	24,8	5,2	20,9	22,1
4° trim.	153,2	-20,3	173,7	80,7	60,6	61,8	19,7	34,5	3,1	3,3	17,6	2,6
2016 ago.	9,0	-1,5	10,5	35,7	13,3	18,2	-4,0	11,5	5,7	0,1	4,7	17,7
set.	12,2	-2,6	14,8	24,2	20,7	22,2	-1,3	14,7	8,7	-1,4	1,2	2,3
ott.	38,8	-5,5	44,3	44,0	33,7	30,0	16,0	7,2	5,0	5,5	7,7	2,6
nov.	45,3	-7,0	52,3	36,3	37,6	20,6	16,1	18,9	1,3	1,3	5,5	-6,8
dic.	69,0	-7,8	77,1	0,4	-10,7	11,1	-12,4	8,3	-3,2	-3,5	4,3	6,8
2017 gen. ^(p)	15,8	5,3	10,1	54,8	29,6	23,4	17,6	14,1	-4,2	2,1	18,7	6,5
Variazioni percentuali												
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,4	-0,3	-1,4	-0,3	1,8	11,9	-6,6	4,4
2015	7,9	-1,9	12,3	0,7	0,6	0,7	-0,3	1,9	-2,6	-4,4	2,0	0,4
2016	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,3	1,9	2,2	5,3	-9,0	6,2	0,7
2016 1° trim.	10,2	-2,8	16,1	1,2	1,2	1,1	0,9	2,2	0,1	-19,2	3,1	-2,3
2° trim.	11,7	-2,8	18,1	1,5	1,2	1,6	1,3	1,9	0,3	-23,6	7,2	-2,9
3° trim.	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,5	2,1	4,9	-10,7	3,5	0,8
4° trim.	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,3	1,9	2,2	5,3	-9,0	6,2	0,7
2016 ago.	10,9	-2,8	16,7	1,6	1,5	1,9	1,2	2,0	1,7	-14,0	4,1	-0,5
set.	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,5	2,1	4,9	-10,7	3,5	0,8
ott.	10,6	-2,6	16,0	2,3	2,0	2,2	1,7	1,9	5,6	-7,8	5,4	0,5
nov.	10,7	-3,0	16,3	2,4	2,1	2,2	1,8	2,1	4,2	-6,7	7,4	-0,7
dic.	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,3	1,9	2,2	5,3	-9,0	6,2	0,7
2017 gen. ^(p)	10,5	-2,9	15,8	2,7	2,2	2,4	1,7	2,4	4,5	-8,6	7,0	3,0

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⁾				2	Prestiti corretti ⁴⁾			
Consistenze										
2014	4.299,6	4.253,9	1.109,8	720,7	2.469,1	5.200,7	5.546,1	563,5	3.860,9	776,4
2015	4.274,5	4.257,7	1.038,4	758,5	2.477,6	5.307,6	5.640,6	595,9	3.948,4	763,3
2016	4.302,2	4.303,0	997,8	796,4	2.508,0	5.409,6	5.726,2	616,6	4.042,7	750,3
2016 1° trim.	4.288,8	4.261,6	1.048,5	768,6	2.471,6	5.338,9	5.659,1	602,6	3.974,9	761,4
2° trim.	4.297,1	4.278,6	1.040,4	774,9	2.481,8	5.348,3	5.683,5	604,1	3.986,3	757,9
3° trim.	4.289,6	4.279,7	1.009,4	786,9	2.493,3	5.379,3	5.701,1	608,5	4.018,2	752,6
4° trim.	4.302,2	4.303,0	997,8	796,4	2.508,0	5.409,6	5.726,2	616,6	4.042,7	750,3
2016 ago.	4.296,1	4.279,5	1.023,0	782,4	2.490,8	5.366,0	5.700,1	607,8	4.003,4	754,8
set.	4.289,6	4.279,7	1.009,4	786,9	2.493,3	5.379,3	5.701,1	608,5	4.018,2	752,6
ott.	4.302,9	4.288,6	1.022,9	787,3	2.492,7	5.388,3	5.712,5	612,8	4.019,3	756,2
nov.	4.321,0	4.298,0	1.030,8	794,8	2.495,3	5.407,2	5.723,1	614,9	4.035,8	756,5
dic.	4.302,2	4.303,0	997,8	796,4	2.508,0	5.409,6	5.726,2	616,6	4.042,7	750,3
2017 gen. ^(p)	4.313,0	4.304,4	1.010,7	796,5	2.505,8	5.422,7	5.743,5	618,7	4.050,6	753,4
Transazioni										
2014	-61,1	-68,4	-14,2	2,3	-49,2	-14,9	5,6	-3,0	-3,2	-8,7
2015	-13,1	21,1	-64,3	32,4	18,9	98,2	76,1	21,9	79,9	-3,6
2016	81,7	97,1	-17,4	45,2	54,0	119,0	110,9	23,4	105,9	-10,4
2016 1° trim.	35,9	28,1	19,2	13,2	3,5	36,2	24,7	8,0	28,6	-0,4
2° trim.	19,5	28,5	-4,1	8,6	15,0	14,5	29,5	1,6	13,5	-0,6
3° trim.	6,6	10,8	-23,1	14,9	14,8	33,8	27,4	5,1	32,5	-3,8
4° trim.	19,7	29,7	-9,4	8,5	20,6	34,5	29,2	8,7	31,4	-5,6
2016 ago.	-4,0	1,3	-5,9	2,2	-0,3	11,5	8,4	3,3	9,3	-1,1
set.	-1,3	1,9	-11,8	5,8	4,7	14,7	9,9	1,3	14,8	-1,5
ott.	16,0	11,4	13,3	0,9	1,8	7,2	9,7	4,4	4,5	-1,7
nov.	16,1	8,3	6,7	6,9	2,6	18,9	10,8	2,2	16,1	0,6
dic.	-12,4	9,9	-29,3	0,7	16,3	8,3	8,8	2,1	10,8	-4,5
2017 gen. ^(p)	17,6	12,3	16,0	1,3	0,3	14,1	18,9	2,4	8,1	3,7
Variazioni percentuali										
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,3	0,5	-5,8	4,5	0,8	1,9	1,4	3,9	2,1	-0,5
2016	1,9	2,3	-1,7	6,0	2,2	2,2	2,0	3,9	2,7	-1,4
2016 1° trim.	0,9	1,2	-2,1	5,2	0,9	2,2	1,6	5,0	2,3	-0,4
2° trim.	1,3	1,9	-2,1	5,3	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
3° trim.	1,5	2,1	-2,9	6,7	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
4° trim.	1,9	2,3	-1,7	6,0	2,2	2,2	2,0	3,9	2,7	-1,4
2016 ago.	1,2	2,1	-3,9	6,4	1,9	2,0	1,8	3,5	2,3	-0,7
set.	1,5	2,1	-2,9	6,7	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
ott.	1,7	2,2	-1,1	5,6	1,8	1,9	1,8	3,7	2,2	-1,1
nov.	1,8	2,1	-1,8	6,6	1,9	2,1	1,9	3,6	2,5	-1,2
dic.	1,9	2,3	-1,7	6,0	2,2	2,2	2,0	3,9	2,7	-1,4
2017 gen. ^(p)	1,7	2,3	-1,8	5,4	2,1	2,4	2,2	4,1	2,7	-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'euro ¹⁾

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

	Passività delle IFM						Attività delle IFM			
	Detenute 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⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Consistenze										
2014	269,4	7.127,8	2.186,6	92,2	2.388,1	2.460,8	1.381,1	217,8	184,5	139,7
2015	284,8	6.996,4	2.119,7	79,8	2.254,0	2.543,0	1.331,6	277,1	205,9	135,6
2016	318,8	6.920,3	2.054,4	70,6	2.140,8	2.654,5	1.131,5	238,2	205,9	121,6
2016 1° trim.	314,7	6.962,3	2.113,6	76,9	2.179,5	2.592,3	1.282,0	304,9	247,1	152,1
2° trim.	319,3	7.006,3	2.094,1	74,6	2.175,8	2.661,8	1.275,3	313,9	238,0	144,0
3° trim.	310,1	6.960,6	2.068,5	72,4	2.125,1	2.694,6	1.171,0	309,7	209,2	129,1
4° trim.	318,8	6.920,3	2.054,4	70,6	2.140,8	2.654,5	1.131,5	238,2	205,9	121,6
2016 ago.	318,8	6.967,2	2.077,7	73,2	2.142,1	2.674,3	1.182,9	316,2	215,4	134,6
set.	310,1	6.960,6	2.068,5	72,4	2.125,1	2.694,6	1.171,0	309,7	209,2	129,1
ott.	324,1	6.950,9	2.071,2	72,4	2.123,5	2.683,9	1.113,4	320,1	193,0	133,7
nov.	296,6	6.934,5	2.061,6	71,9	2.136,6	2.664,4	1.083,9	319,7	194,7	121,3
dic.	318,8	6.920,3	2.054,4	70,6	2.140,8	2.654,5	1.131,5	238,2	205,9	121,6
2017 gen. ^(p)	302,9	6.871,9	2.036,9	70,0	2.127,4	2.637,6	1.120,2	219,7	176,5	106,3
Transazioni										
2014	-4,0	-165,5	-120,8	2,0	-154,5	107,8	237,7	-5,9	0,7	17,8
2015	9,2	-221,6	-106,2	-13,5	-209,3	107,3	-98,6	-3,0	21,4	-4,0
2016	31,0	-148,7	-72,5	-9,1	-120,6	53,6	-295,4	-54,7	12,8	-12,0
2016 1° trim.	29,4	-56,6	-3,5	-2,8	-45,9	-4,4	-74,8	33,9	41,3	17,3
2° trim.	4,2	-13,0	-22,3	-1,8	-15,9	27,1	-71,6	8,2	-9,2	-8,1
3° trim.	-9,2	-53,8	-25,8	-2,0	-41,5	15,5	-106,2	-4,2	-19,2	-13,7
4° trim.	6,6	-25,3	-20,8	-2,6	-17,3	15,4	-42,8	-92,7	-0,2	-7,5
2016 ago.	-7,6	-7,7	-7,1	-0,7	-7,2	7,3	-32,8	5,2	2,5	6,4
set.	-8,7	-21,3	-9,4	-0,6	-15,8	4,4	-18,7	-9,2	3,4	-4,3
ott.	13,1	0,8	-1,3	-0,8	-8,7	11,6	-52,7	-8,6	-13,1	4,7
nov.	-27,6	-10,2	-11,7	-0,5	-5,4	7,3	-11,6	-29,5	1,7	-12,4
dic.	21,0	-15,9	-7,8	-1,3	-3,3	-3,5	21,5	-54,6	11,2	0,3
2017 gen. ^(p)	-16,3	-22,2	-11,2	-0,6	-5,6	-4,8	11,8	-53,6	-28,3	-14,7
Variazioni percentuali										
2014	-1,6	-2,2	-5,1	2,2	-6,1	4,5	-	-	0,4	14,6
2015	3,6	-3,1	-4,8	-14,5	-8,6	4,3	-	-	11,6	-2,9
2016	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0
2016 1° trim.	11,0	-3,3	-3,5	-15,2	-8,4	2,0	-	-	3,8	-5,9
2° trim.	20,1	-2,3	-2,9	-13,3	-6,8	2,8	-	-	3,6	-2,9
3° trim.	5,3	-2,5	-4,3	-12,2	-6,4	2,7	-	-	1,5	-8,2
4° trim.	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0
2016 ago.	15,4	-2,5	-3,9	-12,3	-6,6	2,8	-	-	1,4	1,1
set.	5,3	-2,5	-4,3	-12,2	-6,4	2,7	-	-	1,5	-8,2
ott.	-7,2	-2,1	-3,4	-11,8	-6,0	2,8	-	-	4,5	-6,3
nov.	0,1	-2,1	-3,2	-10,7	-5,9	2,5	-	-	-4,9	-15,6
dic.	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0
2017 gen. ^(p)	-1,4	-2,0	-3,6	-11,0	-4,8	1,8	-	-	-12,2	-23,8

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
2012	-3,6	-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	-0,2	0,1
2015	-2,1	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2015 4° trim.	-2,1	.	.	.	.	0,3
2016 1° trim.	-1,9	.	.	.	.	0,4
2° trim.	-1,8	.	.	.	.	0,5
3° trim.	-1,7	.	.	.	.	0,5

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	5,3	3,0	22,6	4,5
2013	46,7	46,2	12,6	13,0	15,5	0,5	49,7	45,6	10,4	5,3	2,8	23,0	4,1
2014	46,8	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,4	45,4	10,3	5,3	2,7	23,0	4,0
2015	46,5	46,0	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,7	10,1	5,2	2,4	22,9	3,9
2015 4° trim.	46,5	46,0	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,7	10,1	5,2	2,4	22,9	3,9
2016 1° trim.	46,4	45,9	12,6	13,1	15,3	0,5	48,3	44,5	10,1	5,2	2,3	22,9	3,9
2° trim.	46,4	45,9	12,5	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,3	22,9	3,9
3° trim.	46,4	45,9	12,6	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,2	22,9	3,8

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	89,5	3,0	17,6	68,9	45,6	26,3	43,9	11,3	78,1	19,6	31,4	38,4	87,3	2,2
2013	91,3	2,6	17,5	71,2	46,2	26,3	45,1	10,4	80,9	19,5	32,0	39,8	89,3	2,1
2014	92,0	2,7	17,1	72,2	45,1	26,0	46,9	10,0	82,0	18,9	31,9	41,2	89,9	2,1
2015	90,4	2,8	16,2	71,4	45,6	27,5	44,8	9,3	81,1	17,7	31,4	41,3	88,3	2,1
2015 4° trim.	90,4	2,8	16,2	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 1° trim.	91,3	2,7	16,1	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	91,2	2,7	16,0	72,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	90,1	2,7	15,6	71,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	1,9	0,2	-0,2	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	0,4	0,2	0,4	1,9	2,6
2014	0,7	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,8	2,5
2015	1,6	-0,3	-0,9	-0,5	0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,5	1,3
2015 4° trim.	1,7	-0,3	-0,9	-0,6	0,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,5	1,2
2016 1° trim.	1,5	-0,4	-0,6	-0,2	0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	1,4
2° trim.	0,9	-0,5	0,2	0,4	0,8	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,6	2,0
3° trim.	1,4	-0,5	-0,5	-0,1	0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	-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
2014	15,9	13,8	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
2016	14,6	12,8	4,7	1,8	0,5	6,7	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2015 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
2° trim.	15,3	13,5	5,0	1,8	0,5	6,7	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
3° trim.	14,9	13,1	4,1	1,8	0,5	6,8	2,6	1,2	-0,1	3,1	2,8	0,2	1,2
2016 ago.	15,0	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	1,2	-0,1	3,1	2,8	0,2	1,2
ott.	14,9	13,1	3,9	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,3
nov.	14,9	13,1	4,5	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,3
dic.	14,6	12,8	4,7	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2016 gen.	14,8	13,0	5,0	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

(in percentuale del PIL; flussi durante un periodo di 1 anno e consistenze in essere a fine periodo)

	Belgio 1	Germania 2	Estonia 3	Irlanda 4	Grecia 5	Spagna 6	Francia 7	Italia 8	Cipro 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 4° trim.	-2,5	0,7	0,1	-1,9	-7,5	-5,1	-3,5	-2,6	-1,1	
2016 1° trim.	-2,6	0,8	0,7	-1,5	-6,3	-5,1	-3,3	-2,5	-0,2	
2° trim.	-2,8	0,8	0,8	-1,4	-5,2	-5,3	-3,1	-2,3	-1,2	
3° trim.	-3,2	0,6	0,6	-1,8	-3,2	-4,8	-3,2	-2,3	-0,9	
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 4° trim.	106,0	71,2	10,1	78,6	177,4	99,3	96,2	132,3	108,9	
2016 1° trim.	109,1	70,9	9,9	80,0	176,4	101,1	97,5	135,0	107,9	
2° trim.	109,6	70,2	9,7	77,7	179,8	101,0	98,3	135,5	107,6	
3° trim.	108,8	69,4	9,6	77,1	176,9	100,3	97,5	132,7	110,6	
	Lettonia 10	Lituania 11	Lussemburgo 12	Malta 13	Paesi Bassi 14	Austria 15	Portogallo 16	Slovenia 17	Slovacchia 18	Finlandia 19
Disavanzo (-)/avanzo(+) pubblico										
2012	-0,8	-3,1	0,3	-3,6	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,3	-2,2
2013	-0,9	-2,6	1,0	-2,6	-2,4	-1,4	-4,8	-15,0	-2,7	-2,6
2014	-1,6	-0,7	1,5	-2,1	-2,3	-2,7	-7,2	-5,0	-2,7	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,6	-1,4	-1,9	-1,0	-4,4	-2,7	-2,7	-2,8
2015 4° trim.	-1,3	-0,2	1,6	-1,4	-1,9	-1,0	-4,4	-2,7	-2,7	-2,8
2016 1° trim.	-1,0	-0,1	1,6	-0,2	-1,6	-0,8	-3,8	-2,5	-2,6	-2,0
2° trim.	-0,7	0,4	1,5	0,4	-0,8	-1,0	-3,5	-1,7	-2,5	-2,2
3° trim.	-0,2	0,3	1,5	0,6	-0,3	-0,4	-3,6	-1,5	-2,3	-2,1
Debito pubblico										
2012	41,3	39,8	21,8	67,6	66,4	82,0	126,2	53,9	52,2	53,9
2013	39,0	38,7	23,5	68,4	67,7	81,3	129,0	71,0	54,7	56,5
2014	40,7	40,5	22,7	67,0	67,9	84,4	130,6	80,9	53,6	60,2
2015	36,3	42,7	22,1	64,0	65,1	85,5	129,0	83,1	52,5	63,6
2015 4° trim.	36,3	42,7	22,1	64,0	65,1	85,5	129,0	83,1	52,9	63,6
2016 1° trim.	36,1	40,0	22,4	62,1	64,8	86,5	128,9	83,6	51,8	64,2
2° trim.	38,8	40,1	22,0	61,4	63,7	86,7	131,7	82,4	52,9	61,6
3° trim.	37,9	41,3	21,5	60,4	61,9	84,4	133,4	82,6	52,7	61,6

Fonte: Eurostat.

© **European Central Bank**

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

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate all'8 marzo 2017.

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

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-17-002-IT-E (epub)
Numero di catalogo dell'UE QB-BP-17-002-IT-N (online)

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

