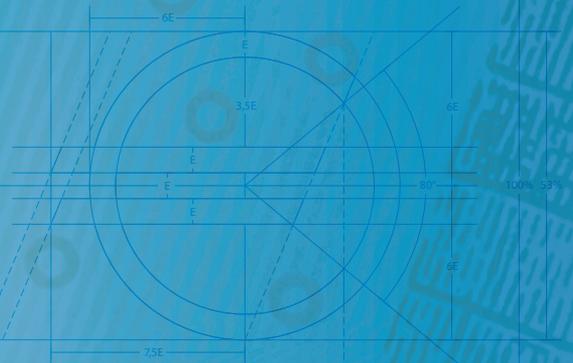




BANCA CENTRALE EUROPEA
EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 8 / 2015





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico



Numero 8 / 2015

Indice

Andamenti economici e monetari

Quadro generale	4
1 Contesto esterno	8
2 Andamenti finanziari	14
3 Attività economica	17
4 Prezzi e costi	23
5 Moneta e credito	27
6 Andamento della finanza pubblica	32

Riquadri

1 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 22 luglio al 27 ottobre 2015	35
2 I fattori alla base degli scarsi investimenti nell'area dell'euro: evidenze da un'indagine tra le grandi imprese	40
3 Il ruolo degli effetti base nelle proiezioni sull'inflazione al consumo	44
4 La rigidità al ribasso dei salari e il ruolo delle riforme strutturali nell'area dell'euro	46
5 Salari, produttività e competitività: un approccio granulare	50
6 La creazione dei comitati per la competitività nel quadro della realizzazione di un'autentica unione economica	53
7 Valutazione dei documenti programmatici di bilancio per il 2016	56

Articoli

1 I fattori alla base del recente recupero dell'occupazione nell'area dell'euro	61
2 Nuove caratteristiche delle statistiche monetarie e finanziarie	79

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

Andamenti economici e monetari

Quadro generale

Nella riunione di politica monetaria del 3 dicembre il Consiglio direttivo ha riesaminato il grado di accomodamento monetario; l'analisi ha confermato la necessità di un ulteriore stimolo monetario per assicurare il ritorno dell'inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. Le proiezioni macroeconomiche formulate in dicembre dagli esperti dell'Eurosistema indicano protratti rischi al ribasso per le prospettive di inflazione e un'evoluzione dei prezzi lievemente più debole rispetto alle precedenti attese. Ciò ha fatto seguito a revisioni verso il basso di precedenti esercizi previsivi. Il Consiglio direttivo ha inoltre preso atto che la persistenza di tassi di inflazione contenuti riflette la notevole capacità produttiva inutilizzata, che incide sulle pressioni interne sui prezzi, e gli effetti avversi del contesto esterno. In aggiunta, ha rilevato che le proiezioni degli esperti hanno già incorporato l'evoluzione favorevole dei mercati finanziari registrata dopo la riunione di politica monetaria di ottobre. I paragrafi seguenti sintetizzano i principali andamenti economici osservati al momento della riunione di dicembre del Consiglio direttivo, per poi esporre più in dettaglio le decisioni assunte in quella sede.

Valutazione economica al momento della riunione del Consiglio direttivo del 3 dicembre 2015

L'attività economica mondiale prosegue su un percorso di ripresa graduale e disomogenea. Le prospettive per le economie avanzate sono sostenute dai bassi prezzi del petrolio, da condizioni di finanziamento ancora favorevoli, da miglioramenti nei mercati del lavoro e dal clima di fiducia più positivo, nonché dal venir meno degli effetti avversi derivanti dalla riduzione dell'indebitamento del settore privato e dal risanamento dei conti pubblici. Per contro, le prospettive di crescita dei paesi emergenti continuano a essere frenate da ostacoli strutturali e squilibri macroeconomici, acuiti in alcuni casi dall'inasprirsi delle condizioni finanziarie internazionali e dalla diminuzione dei corsi delle materie prime. Le spinte inflazionistiche a livello internazionale dovrebbero rimanere contenute in seguito al calo delle quotazioni petrolifere e per il margine ancora ampio di capacità produttiva inutilizzata su scala mondiale.

Nel periodo precedente la riunione del Consiglio direttivo di dicembre, le condizioni nei mercati finanziari dell'area dell'euro sono state influenzate dalle aspettative di un ulteriore allentamento della politica monetaria. Tali attese hanno causato flessioni significative dei rendimenti sulle obbligazioni sovrane in tutti i paesi dell'area dell'euro. I mercati azionari dell'area hanno mostrato un considerevole rafforzamento. L'euro si è deprezzato, in parte per le attese di un intervento di politica monetaria.

La ripresa economica dell'area dell'euro è sempre più sostenuta dalla domanda interna. Nel terzo trimestre del 2015 il PIL in termini reali è aumentato dello 0,3 per

cento sul periodo precedente, dopo un incremento dello 0,4 per cento nel secondo trimestre; questa evoluzione è ascrivibile al protratto contributo positivo dei consumi insieme all'andamento più moderato degli investimenti e delle esportazioni. I dati delle indagini congiunturali più recenti indicano il perdurare dell'espansione del prodotto in termini reali per l'ultimo trimestre dell'anno.

In prospettiva, la ripresa economica dovrebbe proseguire, sebbene i rischi restino orientati verso il basso. La domanda interna dovrebbe essere ulteriormente sorretta dalle misure di politica monetaria della BCE e dal loro impatto favorevole sulle condizioni finanziarie, nonché dai precedenti progressi sul fronte del risanamento dei conti pubblici e delle riforme strutturali. Inoltre, i bassi prezzi del petrolio sosterebbero il reddito disponibile reale delle famiglie e la redditività delle imprese, e di riflesso i consumi privati e gli investimenti. In aggiunta, è probabile che la spesa pubblica aumenti in alcune parti dell'area dell'euro, a seguito delle misure adottate a sostegno dei rifugiati. Tuttavia, la ripresa economica dell'area continua a essere frenata dalle prospettive di crescita contenuta nei mercati emergenti e dal moderato andamento dell'interscambio mondiale, dai necessari aggiustamenti dei bilanci in diversi settori e dalla lenta attuazione delle riforme strutturali. I rischi per le prospettive di crescita dell'area dell'euro rimangono orientati al ribasso e sono connessi in particolare alle maggiori incertezze riguardo all'evoluzione dell'economia mondiale, nonché a rischi geopolitici di ampia portata. Questi rischi sono potenzialmente in grado di influire sulla crescita mondiale e sulla domanda esterna di esportazioni dell'area, nonché sulla fiducia più in generale.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in dicembre dagli esperti dell'Eurosistema prevedono una crescita annua del PIL in termini reali pari all'1,5 per cento nel 2015, all'1,7 per cento nel 2016 e all'1,9 per cento nel 2017. Rispetto all'esercizio condotto in settembre dagli esperti della BCE, le prospettive per l'espansione del prodotto risultano sostanzialmente invariate.

L'inflazione misurata sullo IAPC ha registrato un lieve incremento, ma rimane contenuta. La stima rapida dell'Eurostat indica per l'area dell'euro un tasso di inflazione armonizzata sui dodici mesi pari allo 0,1 per cento in novembre, ossia su un livello invariato rispetto a ottobre ma inferiore alle attese. L'inflazione al netto dell'energia e dei beni alimentari è scesa allo 0,9 per cento in novembre, dopo essere salita all'1,1 per cento in ottobre.

I tassi dell'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC mostrerebbero un aumento significativo nel prossimo futuro. È previsto un incremento dei tassi al volgere dell'anno, soprattutto per gli effetti base connessi al calo delle quotazioni petrolifere alla fine del 2014. Nel corso del 2016 e del 2017 si prevede un ulteriore incremento dell'inflazione, al quale contribuirebbero le misure di politica monetaria adottate dalla BCE in passato, corroborate da quelle annunciate nel dicembre 2015, l'attesa ripresa economica e la trasmissione di precedenti diminuzioni del tasso di cambio dell'euro. Il Consiglio direttivo seguirà con attenzione l'evoluzione dei tassi di inflazione nel prossimo periodo.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in dicembre dagli esperti dell'Eurosistema prevedono un tasso annuo di inflazione misurato

sullo IAPC dello 0,1 per cento nel 2015, dell'1,0 nel 2016 e dell'1,6 nel 2017.

Rispetto all'esercizio di settembre, condotto dagli esperti della BCE, le prospettive per l'inflazione armonizzata sono state riviste leggermente al ribasso.

Le precedenti misure di politica monetaria della BCE hanno contribuito a un miglioramento degli indicatori della moneta e del credito, nonché più in generale alla trasmissione della politica monetaria. L'espansione dell'aggregato monetario ampio resta solida e la crescita dei prestiti mostra una ripresa, per quanto graduale. Il costo della provvista bancaria si è stabilizzato su livelli prossimi ai minimi storici e le banche hanno gradualmente trasmesso tale riduzione alla clientela attraverso tassi sui prestiti più contenuti. Le condizioni di credito più favorevoli hanno continuato a sostenere la ripresa della crescita dei prestiti, mentre l'eterogeneità tra paesi nei tassi sui prestiti bancari è diminuita ancora.

Decisioni di politica monetaria e loro comunicazione

Nella riunione di dicembre il Consiglio direttivo ha condotto una valutazione approfondita dell'intensità e della persistenza dei fattori che attualmente rallentano il ritorno dell'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. L'analisi ha confermato la necessità di un ulteriore stimolo monetario per assicurare il ritorno dell'inflazione verso tali livelli.

Pertanto, il Consiglio direttivo ha assunto le seguenti decisioni, nel perseguimento del suo obiettivo di stabilità dei prezzi.

In primo luogo, per quanto concerne i tassi di interesse di riferimento della BCE, il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre di 10 punti base, al -0,30 per cento, il tasso sui depositi presso la banca centrale. I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e sulle operazioni di rifinanziamento marginale sono rimasti invariati, rispettivamente allo 0,05 e allo 0,30 per cento.

In secondo luogo, riguardo alle misure non convenzionali di politica monetaria, il Consiglio direttivo ha deciso di estendere il programma di acquisto di attività (PAA). Gli acquisti mensili per 60 miliardi di euro nell'ambito del PAA saranno ora condotti sino alla fine di marzo 2017, o anche oltre se necessario, e in ogni caso finché il Consiglio direttivo non riscontri un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi, coerente con l'obiettivo di conseguire tassi di inflazione inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine.

In terzo luogo, il Consiglio direttivo ha deciso di reinvestire [i rimborsi in conto capitale] il capitale rimborsato sui titoli acquistati nel quadro del PAA alla scadenza, finché necessario. Questa misura contribuirà a mantenere sia condizioni di liquidità favorevoli, sia un adeguato orientamento di politica monetaria.

In quarto luogo, relativamente al Programma di acquisto di attività del settore pubblico, il Consiglio direttivo ha deciso di includere gli strumenti di debito negoziabili, denominati in euro, emessi dalle amministrazioni regionali e locali dell'area dell'euro nell'elenco delle attività ammissibili per gli acquisti regolari da parte delle rispettive banche centrali nazionali.

Infine, il Consiglio direttivo ha deciso di continuare a condurre le operazioni di rifinanziamento principali e le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti, finché necessario e almeno sino al termine dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve del 2017.

Queste decisioni sono state assunte per assicurare il ritorno dell'inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento e quindi per ancorare le aspettative di inflazione a medio termine. Le nuove misure assicureranno condizioni finanziarie accomodanti e rafforzeranno ancora il considerevole allentamento derivante dagli interventi adottati da giugno 2014, che hanno avuto importanti effetti positivi sulle condizioni di finanziamento, sul credito e l'economia reale. Inoltre, le decisioni rafforzano il vigore della ripresa economica dell'area dell'euro e la sua capacità di tenuta ai recenti shock sull'economia mondiale.

Il Consiglio direttivo seguirà con attenzione l'evoluzione delle prospettive per la stabilità dei prezzi; esso ha la volontà e la capacità di agire, se necessario, ricorrendo a tutti gli strumenti disponibili nell'ambito del proprio mandato per mantenere il grado appropriato di accomodamento monetario. In particolare sottolinea che il PAA offre sufficiente flessibilità in termini di dimensioni, composizione e durata.

La ripresa dell'attività economica mondiale continua in maniera graduale e disomogenea. Le prospettive delle economie avanzate sono sostenute dai bassi prezzi del petrolio, da condizioni di finanziamento ancora favorevoli e da miglioramenti del clima di fiducia e nei mercati del lavoro, nonché dallo scemare degli effetti avversi imputabili al processo di riduzione della leva finanziaria nel settore privato e al risanamento dei conti pubblici. Per contro, le prospettive di crescita delle economie emergenti (EME) continuano a essere frenate da ostacoli strutturali e squilibri macroeconomici, aggravati in alcuni casi dall'inasprimento delle condizioni finanziarie a livello mondiale e dalla correzione dei corsi delle materie prime. Le spinte inflazionistiche dovrebbero rimanere contenute in seguito al calo delle quotazioni petrolifere e per il margine ancora ampio di capacità produttiva inutilizzata su scala mondiale.

Attività economica e commercio mondiale

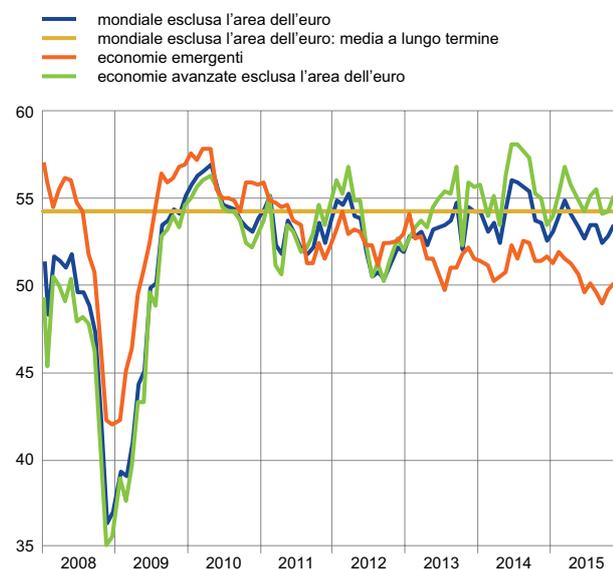
La ripresa dell'attività mondiale ha continuato ad essere disomogenea. Nel corso dell'anno si è osservato un complessivo consolidamento dello slancio in gran parte delle principali economie avanzate al di fuori dell'area dell'euro, in particolare negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Per contro, la crescita è rimasta debole nell'insieme delle EME, con persistenti divergenze tra regioni che vanno in parte ricondotte al diverso impatto della correzione dei prezzi delle materie prime su esportatori e importatori di tali prodotti. Mentre l'attività economica si è mantenuta piuttosto robusta nei paesi emergenti dell'Asia (comprese Cina e India) e nei paesi dell'Europa centrale e orientale (PECO), la Comunità di Stati indipendenti versava in una profonda recessione nella prima metà dell'anno. Epicentro del calo è la Russia, che sta risentendo dei bassi prezzi del petrolio, dei vincoli al finanziamento esterno e del debole clima di fiducia delle imprese. Anche in America latina l'attività economica si è contratta nel corso del 2015, riflettendo non solo un deterioramento delle ragioni di scambio per la diminuzione dei corsi delle materie prime, ma anche squilibri interni, strozzature dal lato dell'offerta e incertezza politica, specie in Brasile.

Gli indicatori dell'attività mondiale e i dati nazionali disponibili continuano a indicare una crescita moderata sul finire di quest'anno. L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto (esclusa l'area dell'euro) è salito ancora in novembre, sebbene ancora al di sotto della sua media di lungo termine, a segnalare la dinamica sostenuta dell'attività su scala internazionale. Nel quarto trimestre l'indice rimane, in media, sostanzialmente in linea con il livello del periodo precedente, suggerendo condizioni relativamente invariate per la crescita mondiale. La significativa discrepanza nell'evoluzione del PMI fra economie avanzate ed emergenti mette inoltre in evidenza il divergere degli andamenti della crescita a livello mondiale (cfr. figura 1). Gli indicatori anticipatori compositi dell'OCSE continuano a segnalare un ritmo di espansione stabile nell'insieme dei paesi dell'OCSE e in Cina, mentre si prevede una perdita di slancio per la Russia.

Figura 1

PMI composito del prodotto mondiale

(indice di diffusione)

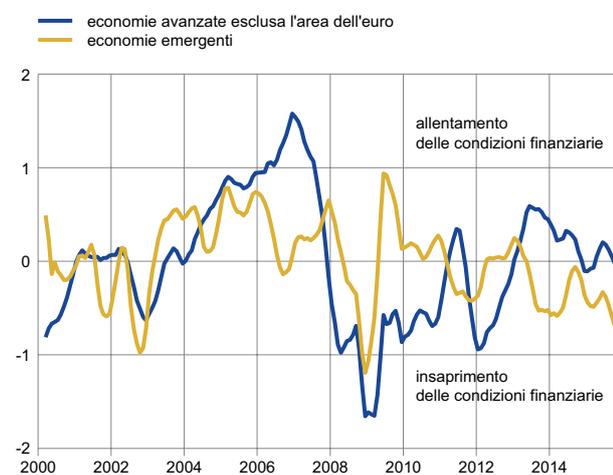


Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.
Note: l'ultima osservazione si riferisce a novembre 2015.

Figura 2

Indici di condizione finanziaria

(deviazione standard, media zero; dati mensili)



Fonte: Haver Analytics ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce a ottobre 2015. Le economie emergenti comprendono Brasile, Cina, India, Russia e Turchia. Le economie avanzate comprendono Giappone, Stati Uniti e Regno Unito.

Le politiche monetarie restano molto accomodanti nelle economie avanzate, fornendo sostegno a condizioni finanziarie favorevoli; si osserva invece un ulteriore inasprimento in gran parte delle EME.

A novembre si sono intensificate le aspettative dei mercati circa un innalzamento dei tassi di interesse ufficiali negli Stati Uniti. Le condizioni di finanziamento esterne si sono irrigidite nella maggioranza delle EME, come indica il lieve incremento dei rendimenti obbligazionari, al quale si accompagnano correzioni dei prezzi delle azioni, una riduzione degli afflussi per investimenti di portafoglio e nuove pressioni al ribasso sui cambi in diversi paesi (cfr. figura 2). Tale deprezzamento aumenta il valore del debito in valuta estera, accrescendo quindi le tensioni finanziarie e nei bilanci in questi paesi. Al tempo stesso, si è registrato un allentamento delle politiche monetarie in India e in Cina. Durante l'estate l'incertezza sulle politiche economiche si è bruscamente acuita in Cina di fronte alle turbolenze nei mercati azionari e all'aggiustamento del regime di cambio. Questi andamenti hanno contribuito anche a un temporaneo rialzo della volatilità nei mercati finanziari mondiali.

In prospettiva, ci si attende che la ripresa dell'attività economica mondiale continui in maniera graduale e disomogenea, trainata da prospettive di una buona tenuta della crescita nella maggior parte dei paesi avanzati. Le prospettive delle economie avanzate sarebbero sostenute dai bassi prezzi del petrolio, da condizioni di finanziamento favorevoli e da miglioramenti del clima di fiducia e nei mercati del lavoro, nonché dal venir meno degli effetti avversi riconducibili al processo di riduzione della leva finanziaria nel settore privato e al risanamento dei conti pubblici.

Negli Stati Uniti l'attività economica ha rallentato nel terzo trimestre, dopo la forte dinamica del periodo precedente. La vigorosa spesa delle famiglie ha continuato a trainare la ripresa, sorretta

da incrementi dei posti di lavoro, dei salari nominali e del reddito disponibile reale in presenza di un calo dei corsi petroliferi e dell'inflazione, nonché dalle favorevoli condizioni del credito e dai miglioramenti nei bilanci delle famiglie. D'altro canto, la diminuzione dei prezzi del greggio sta togliendo in qualche misura slancio agli investimenti privati nel petrolio da scisti bituminosi; inoltre, le esportazioni nette potrebbero frenare l'attività alla luce dell'apprezzamento del dollaro.

Anche nel Regno Unito l'attività economica ha rallentato leggermente nel terzo trimestre, dopo la vigorosa espansione registrata nel secondo. Il contributo più consistente alla crescita proviene dai consumi, poiché il reddito disponibile reale continua a beneficiare dei bassi prezzi dell'energia e della crescita salariale, mentre gli interventi di risanamento dei conti pubblici agirebbero da freno alla crescita. Al tempo stesso, l'allentamento delle condizioni del credito sta sostenendo gli investimenti delle imprese.

In Giappone l'attività economica fatica ad acquistare slancio, benché la revisione al rialzo della crescita per il terzo trimestre implichi che l'economia ha evitato una recessione tecnica. L'espansione proseguirebbe a un ritmo moderato verso la fine dell'anno, sorretta dal protratto miglioramento dei consumi privati, favoriti da redditi reali più elevati grazie agli aumenti dei salari e al calo delle quotazioni petrolifere, nonché dalle esportazioni, che beneficerebbero dell'incremento della domanda estera e del deprezzamento dello yen.

Le prospettive delle EME risultano, invece, più eterogenee e permangono modeste rispetto all'esperienza storica. Se da un lato il rafforzamento della domanda nei paesi avanzati dovrebbe sostenere l'attività economica di quelli emergenti, dall'altro le prospettive di crescita sono ancora frenate da ostacoli strutturali e squilibri macroeconomici. Nel contempo, in alcuni paesi è in corso un processo di aggiustamento alla flessione dei prezzi delle materie prime e a condizioni di finanziamento esterne più tese in vista della normalizzazione della politica monetaria statunitense, mentre altri seguitano a registrare un'elevata incertezza politica.

Il ribilanciamento in atto nell'economia cinese ha comportato un graduale rallentamento, poiché la maggiore spesa per consumi non compensa del tutto la contrazione degli investimenti. La crescita ha continuato a mostrare una tenuta piuttosto buona nel terzo trimestre. Per il breve termine ci si attende che i bassi prezzi del greggio e la robusta dinamica dei consumi forniscano sostegno all'economia. Anche le recenti riduzioni dei tassi di interesse di riferimento, la modesta azione di stimolo fiscale da parte dell'amministrazione centrale e le misure poste in essere per allentare i vincoli sulle finanze delle amministrazioni locali dovrebbero avere in prospettiva un impatto positivo sulla domanda. Nel medio termine, tuttavia, la crescente enfasi sulla necessità di contrastare le fragilità finanziarie e gli squilibri economici potrebbe rallentare il ritmo di espansione. In India, nonostante la crescita moderata osservata nel secondo trimestre, il clima di fiducia e le prospettive di espansione hanno tratto impulso dalla politica monetaria accomodante, da un aumento degli investimenti (grazie a riforme favorevoli alle imprese) nonché dai robusti consumi privati.

Per i PECO si prospetta un'attività economica reale ancora robusta, ancorché disomogenea tra paesi. La crescita della regione continuerebbe a essere trainata soprattutto dalla forte espansione degli investimenti, grazie al sostegno dei Fondi strutturali dell'UE, e dai vigorosi consumi privati, che beneficerebbero dell'incremento del reddito disponibile reale.

Di contro, le EME esportatrici di materie prime hanno seguito a scontare gli effetti della fine del ciclo di tali prodotti, soprattutto per il deterioramento delle ragioni di scambio. In Russia si continuano a registrare costi di finanziamento elevati; inoltre, l'incertezza è alta e il clima di fiducia delle imprese debole. Al tempo stesso, la flessione dei proventi petroliferi sta frenando la spesa pubblica. In Brasile, su cui gravano l'incertezza politica, il peggioramento delle ragioni di scambio e l'inasprimento delle condizioni monetarie e finanziarie, si è nettamente accentuata la contrazione dell'attività economica.

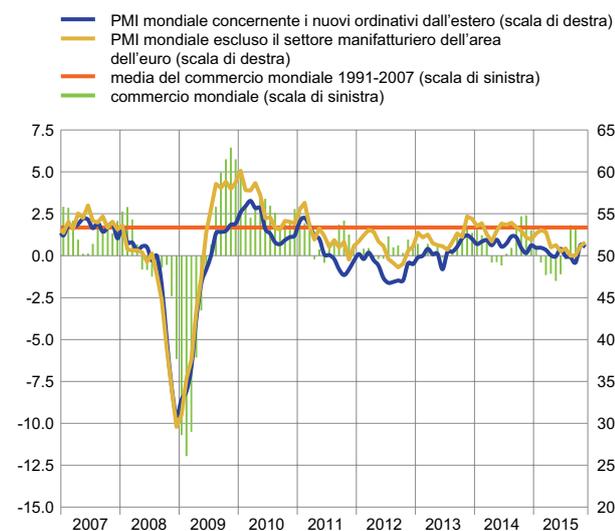
Il commercio mondiale ha mostrato una dinamica eccezionalmente debole nella prima metà del 2015. I dati per il primo semestre di quest'anno sono stati rivisti nettamente al ribasso e ora indicano una contrazione dell'interscambio mondiale, andamento che non si osservava dalla prima metà del 2009. Il calo pronunciato osservato in alcune grandi EME e la variabilità dei dati in talune economie avanzate, specie nel Regno Unito, hanno guidato la contrazione dell'aggregato mondiale. In Russia le importazioni hanno subito un crollo di quasi il 25 per cento nel primo semestre dell'anno, mentre in Brasile sono diminuite all'incirca del 9 per cento nel secondo trimestre. In entrambe le economie il drastico calo delle importazioni va in parte ricondotto alla contrazione della domanda interna e al forte deprezzamento dei cambi, ma la sua entità è di molto superiore rispetto a quanto suggerirebbero le relazioni tra tali variabili osservate in precedenza. Anche in Cina e in India si è osservata una sorprendente debolezza delle importazioni.

I dati sul commercio disponibili e gli indicatori delle indagini congiunturali segnalano che il commercio mondiale ha raggiunto un punto di svolta ed è tornato a espandersi. I dati recenti per Cina, Giappone e Regno Unito suggeriscono un forte recupero delle importazioni, che nel terzo trimestre hanno registrato una

crescita. Gli scambi continuano a diminuire in Brasile, ma a un ritmo più moderato, e forniscono quindi un contributo all'aumento complessivo del commercio mondiale nel terzo trimestre. L'accelerazione dell'interscambio mondiale è resa ancora più evidente dalla crescita del commercio di beni su scala internazionale nonché dall'evoluzione del PMI mondiale sui nuovi ordinativi dall'estero, in territorio espansivo a ottobre e a novembre (cfr. figura 3). In prospettiva, ci si attende che l'interscambio mondiale si rafforzi solo molto gradualmente, in linea con la ripresa dell'attività economica a livello internazionale, senza recuperare la dinamica vivace osservata prima della crisi finanziaria. Nell'insieme, rispetto al PIL mondiale, le importazioni mondiali e la domanda esterna dell'area dell'euro seguirebbero un profilo piuttosto stagnante nel periodo considerato. Dopo una ripresa modesta nel corso del 2015 e del 2016, le importazioni mondiali crescerebbero in linea con il PIL, mostrando un'elasticità al commercio decisamente inferiore rispetto al periodo pre-crisi.

Figura 3
Commercio mondiale di beni

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



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

Le prospettive di crescita mondiale continuano nell'insieme a indicare una ripresa graduale e disomogenea.

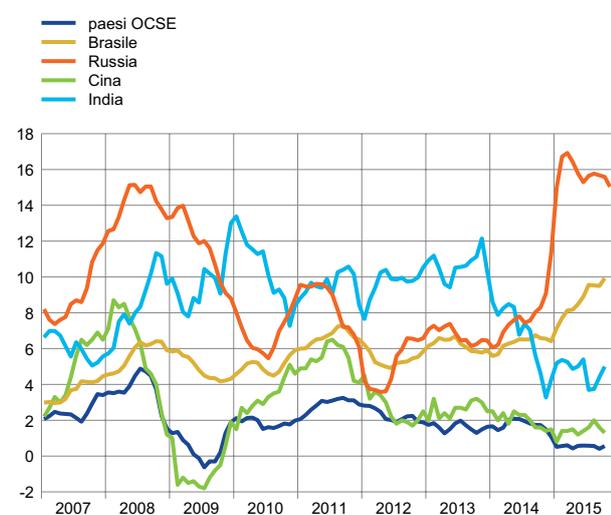
Le proiezioni macroeconomiche formulate in dicembre dagli esperti dell'Eurosistema, con data limite per le ipotesi sui corsi finanziari e delle materie prime al 12 novembre, prevedono un graduale incremento della crescita in termini reali del PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) dal 3,1 per cento nel 2015 al 3,6 nel 2016 e al 3,9 nel 2017. La domanda esterna dell'area dell'euro dovrebbe accelerare, dal -0,1 per cento nel 2015 al 2,7 nel 2016 e al 3,8 nel 2017. Rispetto all'esercizio dello scorso settembre, questi valori rappresentano una revisione al ribasso della crescita mondiale, che riflette soprattutto prospettive più deboli delle attese per le EME. Le revisioni della domanda esterna dell'area sono più significative e dipendono principalmente dalla revisione dei dati per il primo semestre del 2015.

I rischi per le prospettive dell'attività mondiale rimangono orientati verso il basso, in particolare nel caso delle EME.

I principali rischi al ribasso sono connessi a un rallentamento più marcato nei paesi emergenti, Cina compresa. Un inasprimento delle condizioni di finanziamento, maggiori incertezze politiche e prezzi più contenuti delle materie prime potrebbero esacerbare gli squilibri macroeconomici esistenti, indebolendo il clima di fiducia e frenando la crescita in misura superiore alle attese. Le prospettive restano gravate anche da rischi geopolitici e un aumento delle tensioni, in particolare nel Medio Oriente, potrebbe avere implicazioni sfavorevoli per l'espansione mondiale. Un ulteriore rischio al ribasso è rappresentato dal rientro dell'accomodamento monetario negli Stati Uniti, in un contesto di politiche divergenti a livello internazionale. Per quanto concerne i rischi al rialzo, si ritiene che le riduzioni dei prezzi del petrolio riflettano, nell'insieme, soprattutto notizie positive dal lato dell'offerta ed esercitino quindi un impatto complessivamente favorevole sulla crescita mondiale, poiché l'incremento dell'attività nei paesi importatori di greggio dovrebbe più che compensare la contrazione in quelli esportatori.

Figura 4
Inflazione al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: dati nazionali e OCSE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce a novembre 2015 per la Russia e a ottobre 2015 per gli altri paesi.

Andamenti dei prezzi a livello internazionale

L'inflazione mondiale è rimasta molto bassa, riflettendo il calo delle quotazioni petrolifere.

Nell'area dell'OCSE l'inflazione al consumo sui dodici mesi è salita in ottobre, portandosi allo 0,6 per cento dallo 0,4 del mese precedente, per effetto di una moderata accelerazione dei prezzi dei beni alimentari e di un contributo meno negativo dei prezzi dell'energia (cfr. figura 4). Questi ultimi sono scesi ancora in ottobre, per il tredicesimo mese consecutivo, perdendo l'11,6 per cento sul periodo corrispondente; per contro, l'inflazione degli alimentari è aumentata all'1,5 per cento. Il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica si è mantenuto stabile, all'1,8 per cento in ottobre. Quanto alle principali economie non appartenenti all'OCSE, l'inflazione si è mantenuta su livelli molto elevati in Brasile e in Russia, pur segnando un calo nel secondo caso; è invece diminuita in Cina portandosi all'1,3 per cento.

Dopo la stabilizzazione mostrata a settembre e a ottobre, i prezzi del petrolio sono ulteriormente diminuiti da inizio novembre. La produzione mondiale di petrolio resta elevata e il mercato mondiale continua a registrare un eccesso di offerta, sebbene la domanda abbia toccato il suo massimo degli ultimi cinque anni nel terzo trimestre del 2015. Nei paesi dell'OPEC la produzione resta prossima a livelli record; anche quella dei paesi non OPEC rimane elevata, poiché la minore produzione di petrolio da scisti negli Stati Uniti è stata compensata da una produzione record in Russia. Le scorte di greggio sono aumentate ancora nell'area dell'OCSE, sfiorando livelli record alla fine del terzo trimestre, e hanno quindi contribuito alle pressioni al ribasso sul prezzo del petrolio. I corsi delle materie prime non petrolifere sono in lieve diminuzione da fine ottobre per il calo delle quotazioni dei metalli.

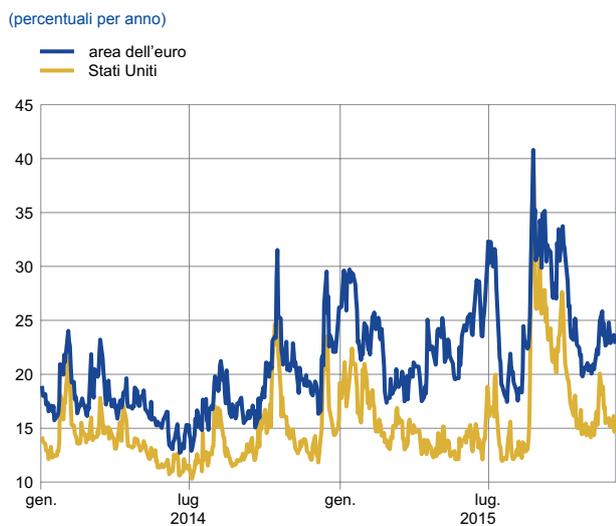
In prospettiva è atteso un incremento dell'inflazione mondiale. Il precedente calo dei prezzi del petrolio e di altre materie prime continua a frenare le spinte inflazionistiche nel breve termine. In futuro il contributo negativo della componente energetica dovrebbe affievolirsi, via via che inizieranno a venir meno gli effetti dei precedenti ribassi dei corsi petroliferi. Inoltre un'inclinazione positiva della curva dei contratti future sul petrolio implica un graduale aumento dell'inflazione complessiva su scala mondiale. Tuttavia, il lento riassorbimento degli output gap nelle economie avanzate e il loro ampliamento in diverse EME segnalano ancora un ampio margine di capacità inutilizzata a livello globale, che seguirebbe a gravare sull'inflazione di fondo nel medio termine.

2 Andamenti finanziari

Le condizioni nei mercati finanziari dell'area dell'euro sono gradualmente migliorate tra l'inizio di settembre e i primi di dicembre, dopo un periodo di forte volatilità connesso agli andamenti in Cina. Il miglioramento è stato sostenuto dalle aspettative dei mercati di un ulteriore stimolo di politica monetaria nell'area, che si sono intensificate dopo la riunione del Consiglio direttivo di ottobre. Le attese di un ulteriore allentamento della politica monetaria hanno indotto diminuzioni significative dei rendimenti sulle obbligazioni sovrane nei diversi paesi dell'area dell'euro; la media dei rendimenti dei titoli di Stato decennali ponderata rispetto al PIL è infatti calata di oltre 40 punti base, collocandosi all'1,02 per cento a inizio dicembre. I mercati azionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti hanno registrato un netto recupero, compensando in larga parte le flessioni osservate durante l'estate. L'euro si è fortemente deprezzato fra gli inizi di settembre e i primi di dicembre, di riflesso alle attese dei mercati di divergenze tra le politiche monetarie delle due aree.

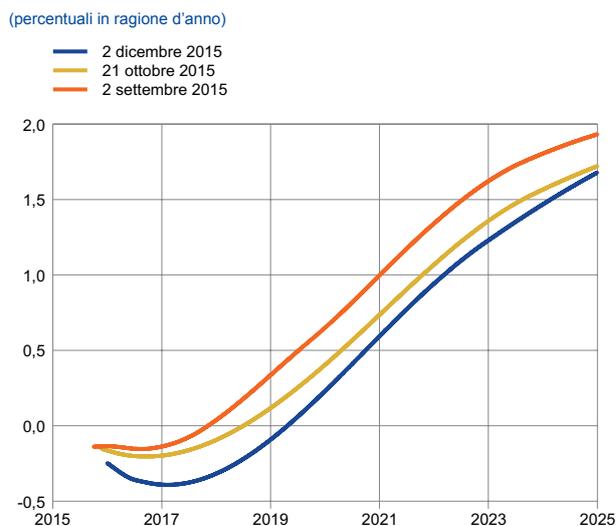
Le condizioni nei mercati finanziari dell'area dell'euro hanno mostrato un graduale miglioramento fra gli inizi di settembre e i primi di dicembre, di fronte all'atteso divergere delle politiche monetarie nell'area e negli Stati Uniti. L'accentuata incertezza osservata ad agosto, in connessione con i timori per gli andamenti in Cina, è diminuita nel periodo in rassegna. Ne è conseguito un graduale miglioramento delle condizioni nei mercati finanziari, con un calo marcato delle misure della volatilità nei mercati azionari (indicatore del grado di incertezza) dai livelli elevati di fine agosto (cfr. figura 5). Il miglioramento complessivo delle condizioni nei mercati finanziari dell'area dell'euro ha acquistato ulteriore slancio con l'aumentare delle attese di mercato di un ulteriore allentamento monetario nell'area, in seguito alla riunione del Consiglio direttivo di ottobre.

Figura 5
Volatilità implicita del mercato azionario



Fonte: Bloomberg.
Note: per l'area dell'euro si utilizza l'indice VSTOXX che misura la volatilità delle opzioni relative all'indice dei prezzi azionari EURO STOXX 50. Per gli Stati Uniti si utilizza l'indice VIX che misura la volatilità implicita delle opzioni relative all'indice S&P 500. L'ultima osservazione si riferisce al 2 dicembre 2015.

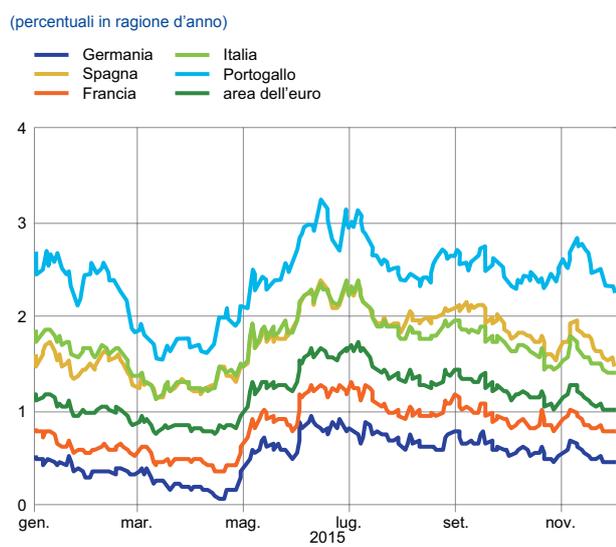
Figura 6
Tassi a termine sull'Eonia



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

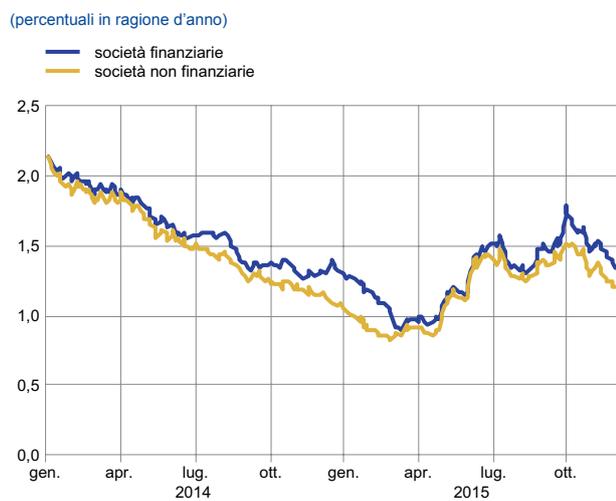
La curva a termine dell'Eonia è scesa per tutte le scadenze, portandosi nel segmento a breve significativamente al di sotto del tasso sui depositi presso la banca centrale. Nel periodo compreso tra gli inizi di settembre e la riunione del Consiglio direttivo del 22 ottobre la curva si è appiattita, poiché i tassi a termine a più lunga scadenza sono scesi anche di 25 punti base mentre quelli a breve si sono mantenuti prossimi al tasso sui depositi presso la banca centrale, fissato al -0,20 per cento (cfr. figura 6). Di seguito, si sono intensificate le attese dei mercati circa una futura riduzione del tasso sui depositi presso la banca centrale. Di conseguenza, i tassi a termine dell'Eonia sulle scadenze più vicine hanno evidenziato una flessione significativa.

Figura 7
Rendimenti delle obbligazioni sovrane a 10 anni in alcuni paesi dell'area dell'euro



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Note: area dell'euro indica la media dei rendimenti delle obbligazioni sovrane a 10 anni ponderata rispetto al PIL. L'ultima osservazione è del 2 dicembre 2015.

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



Fonti: iBoxx e BCE.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce al 2 dicembre 2015.

L'Eonia è complessivamente diminuito tra gli inizi di settembre e gli inizi di dicembre, a fronte di un incremento graduale della liquidità in eccesso.

Dopo la graduale flessione di settembre, dal -0,12 per cento circa al -0,14 per cento circa, l'Eonia si è stabilizzato nel periodo tra i primi di ottobre e l'inizio di dicembre, collocandosi in media al -0,14 per cento. Questa evoluzione si è inserita nel contesto di un graduale aumento dell'eccesso di liquidità, dovuto soprattutto agli acquisti nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività della BCE. Il riquadro 1 illustra più in dettaglio le condizioni di liquidità e le operazioni di politica monetaria nell'area dell'euro.

I rendimenti delle obbligazioni sovrane sono diminuiti nell'intera area dell'euro, di riflesso alle attese di un ulteriore allentamento della politica monetaria da parte della BCE. Nel complesso, la media dei rendimenti dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro ponderata sul PIL si è ridotta di oltre 40 punti base fra gli inizi di settembre e i primi di dicembre, collocandosi all'1,02 per cento il 2 dicembre. Questo valore è solo marginalmente superiore al minimo storico osservato prima della rideterminazione del prezzo delle obbligazioni sovrane in aprile (cfr. figura 7).

Poiché le flessioni più consistenti interessano i paesi dell'area dell'euro con rating inferiore, si è registrata una ulteriore diminuzione dei differenziali di rendimento rispetto alla Germania.

Le condizioni di finanziamento delle imprese, sia finanziarie sia non, sono migliorate nell'area dell'euro, come indica il calo dei rendimenti sulle obbligazioni societarie. Dopo un aumento a settembre, i rendimenti di questi titoli hanno evidenziato un andamento positivo nel resto del periodo in esame,

Figura 9**Indici dei prezzi azionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti**

(1° gennaio 2014 = 100)

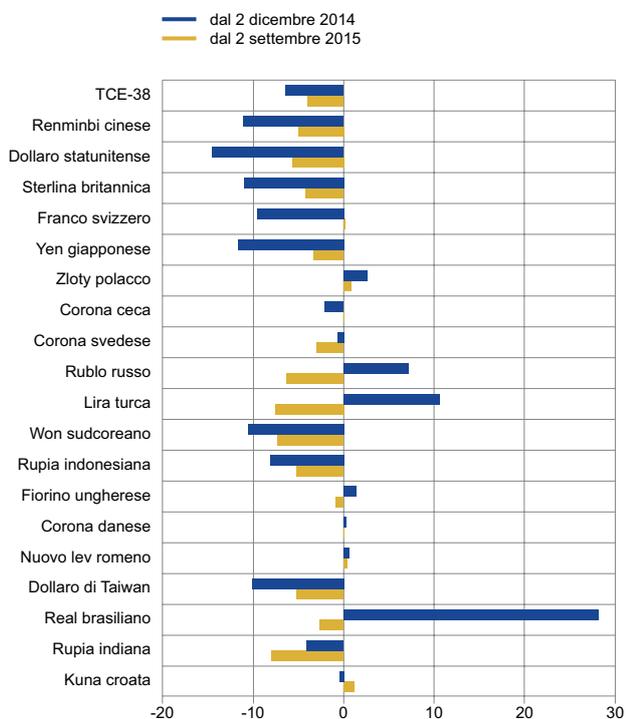


Fonte: Thomson Reuters.

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

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

(in percentuale)



Fonte: BCE.

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

con una flessione complessiva di circa 20 punti base per gli emittenti finanziari e non finanziari (cfr. figura 8).

I mercati azionari dell'area dell'euro hanno registrato un miglioramento significativo nell'arco temporale considerato, compensando in larga parte i cali osservati durante l'estate.

I corsi azionari nell'area dell'euro, misurati dall'indice generale Dow Jones Euro Stoxx, sono aumentati del 9 per cento nel periodo in rassegna per il venir meno dei timori relativi ai mercati emergenti e per le aspettative di un ulteriore allentamento della politica monetaria da parte della BCE (cfr. figura 9). Nel contempo, i prezzi delle azioni negli Stati Uniti, misurati dall'indice S&P 500, sono saliti all'incirca del 7 per cento.

Tra gli inizi di settembre e i primi di dicembre l'euro si è indebolito del 4,0 per cento in termini ponderati per l'interscambio (cfr. figura 10).

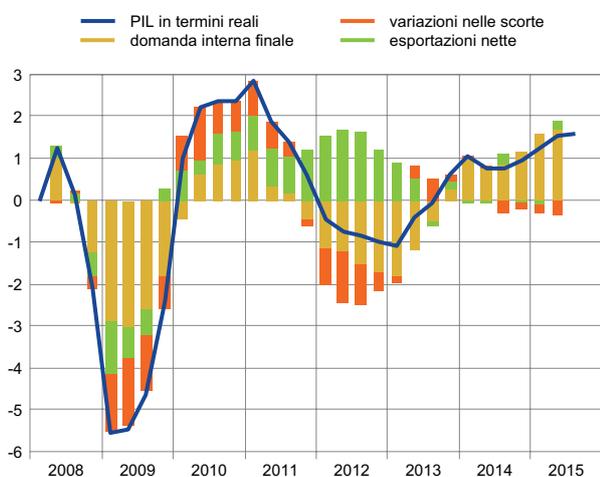
L'indebolimento dell'euro è stato registrato dopo la riunione del Consiglio direttivo di ottobre, di riflesso alle attese di mercato sulle future decisioni di politica monetaria. In termini bilaterali, l'euro si è deprezzato del 5,7 per cento contro il dollaro statunitense. Si è indebolito anche rispetto al renminbi cinese, alla sterlina, allo yen giapponese e alla corona svedese, oltre che nei confronti delle valute di molte economie emergenti (in particolare il rublo russo, in lieve recupero dal precedente netto deprezzamento) e dei paesi esportatori di materie prime. Nello stesso periodo l'euro si è mantenuto pressoché stabile contro le valute dei paesi dell'Europa centrale e orientale. La corona danese ha continuato a essere scambiata a una quotazione prossima al tasso di cambio centrale nell'ambito dell'AEC II (Accordi europei di cambio).

3 Attività economica

La ripresa economica nell'area dell'euro ha continuato a rafforzarsi gradualmente ed è favorita in misura crescente dalla domanda interna. Nel terzo trimestre del 2015 il PIL dell'area è cresciuto in termini reali dello 0,3 per cento sul periodo precedente, prolungando la fase di incrementi successivi dell'attività da due anni e mezzo. Gli indicatori più recenti di breve termine segnalano la prosecuzione di una crescita moderata del PIL nei prossimi mesi e si prevede che la ripresa dell'attività economica continuerà, con una serie di fattori a sostegno della domanda interna. L'effetto delle misure accomodanti di politica monetaria della BCE continua a trasmettersi all'economia reale, allentando ulteriormente le condizioni di erogazione del credito, il che incentiverà maggiori investimenti delle imprese. Il basso livello dei prezzi del petrolio, che ha fatto aumentare il potere d'acquisto delle famiglie e la redditività delle imprese, sta stimolando i consumi privati e gli investimenti. Tuttavia, la ripresa economica nell'area dell'euro continua a risentire delle deboli prospettive di crescita nei mercati emergenti e dei moderati scambi internazionali. A fronte di questi fattori di segno opposto, le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2015 rimangono sostanzialmente invariate rispetto a quelle elaborate dagli esperti della BCE nel settembre 2015.

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

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



Fonte: Eurostat.

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

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, nel terzo trimestre del 2015 il PIL reale è aumentato dello 0,3 per cento in termini congiunturali, a fronte dello 0,4 per cento del secondo trimestre. In termini tendenziali, il tasso di variazione osservato è stato il più elevato dal secondo trimestre del 2011 (cfr. figura 11). Gli indicatori a breve termine, unitamente ai dati a livello nazionale, segnalano ulteriori contributi positivi della domanda interna e, in particolare, dei consumi privati. La crescita è stata frenata da una certa debolezza degli investimenti in costruzioni e delle esportazioni nette. Con riferimento a queste ultime, tale debolezza è ascrivibile a un lieve deterioramento del contesto esterno.

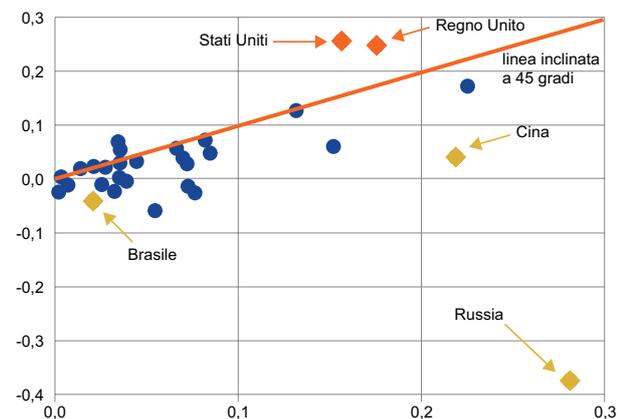
Le economie emergenti hanno contribuito meno alla crescita delle esportazioni nell'attuale fase di ripresa rispetto al periodo antecedente la crisi. Dal 2013, la domanda interna nelle economie avanzate come gli Stati Uniti e il Regno Unito è stata relativamente sostenuta e, unitamente agli andamenti del cambio dalla metà del 2014, ha determinato contributi crescenti all'incremento delle esportazioni dell'area dell'euro (cfr. figura 12). Al contempo, le grandi economie emergenti come la Cina e la Russia, che avevano fornito apporti significativi alla crescita delle esportazioni nell'area prima della crisi, hanno rallentato e hanno fornito contributi molto modesti o negativi all'espansione delle esportazioni durante la ripresa.

Figura 12

Contributi di alcuni paesi alle esportazioni dell'area dell'euro

(media annuale dei contributi in punti percentuali)

asse delle ascisse: 1° trim. 2001 - 4° trim. 2007
asse delle ordinate: 1° trim. 2013 - 3° trim. 2015



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: per i dati recenti il 3° trimestre 2015 si riferisce al trimestre intero, con l'eccezione del Regno Unito e di altri paesi UE non appartenenti all'area dell'euro. I punti blu si riferiscono alle esportazioni esterne all'area dell'euro verso i principali partner commerciali.

In prospettiva, le esportazioni nell'area dell'euro dovrebbero aumentare sulla scia di una ripresa graduale della domanda estera.

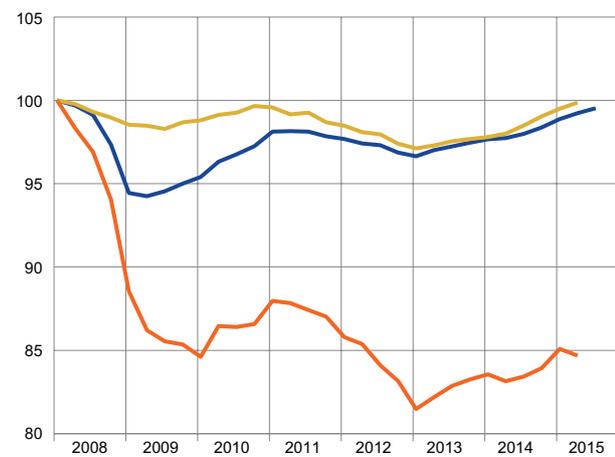
La debole dinamica di crescita in numerose economie emergenti dovrebbe continuare a incidere negativamente sulle esportazioni nell'area dell'euro, mentre il rafforzamento dell'espansione nelle economie avanzate continuerà ad avere un impatto positivo. I dati mensili sul commercio di beni per agosto e settembre confermano il quadro di indebolimento della crescita delle esportazioni nel terzo trimestre del 2015, con contributi negativi alle esportazioni annuali dell'area dell'euro provenienti da Brasile, Cina e Russia. Al tempo stesso, le esportazioni verso le economie avanzate sembrano essere rimaste robuste. Inoltre, gli indicatori ricavati dalle indagini segnalano una modesta ripresa dell'attività di esportazione nel breve periodo, in quanto l'interscambio mondiale di merci è aumentato nel terzo trimestre dopo due trimestri di crescita negativa. In presenza di un'attività mondiale e di un commercio internazionale che tornano gradualmente sulla via della ripresa e, in un contesto di deprezzamento dell'euro, le esportazioni nell'area dell'euro dovrebbero aumentare.

Figura 13

PIL in termini reali dell'area dell'euro, consumi privati e investimenti

(indice 1° trim. 2008 = 100)

— PIL
— consumi privati
— investimenti



Fonte: Eurostat.

Dopo due anni e mezzo di incrementi successivi dell'attività, il livello del PIL reale è ormai prossimo a quello osservato nel primo trimestre del 2008.

La ripresa in atto continua ad essere sostenuta dalla domanda interna e, in particolare, dai consumi privati che ne sono stati la principale determinante (cfr. figura 13). Gli investimenti rimangono inferiori di circa il 15 per cento ai massimi pre-crisi del primo trimestre del 2008.

Gli indicatori di breve periodo segnalano una prosecuzione della ripresa economica a un ritmo simile a quello del terzo trimestre.

I dati delle indagini congiunturali, disponibili fino a novembre, segnalano il protrarsi di una crescita moderata nel breve periodo. Sia l'indice di fiducia della Commissione europea (Economic Sentiment Indicator, ESI) sia l'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) sono migliorati lievemente tra settembre e novembre (cfr. figura 14). In novembre entrambi gli indicatori

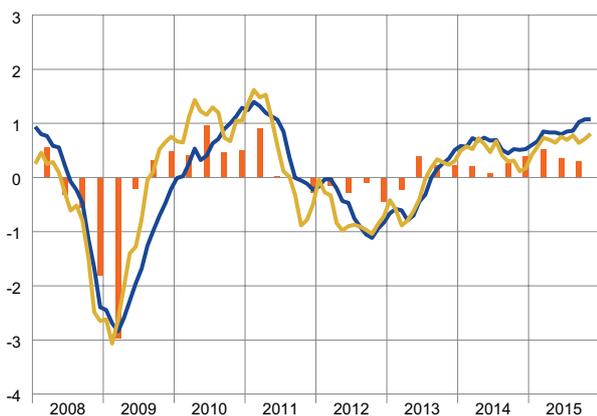
si sono collocati su livelli superiori alle rispettive medie di lungo periodo. Altri dati mensili disponibili fino al terzo trimestre, come quelli sulla produzione industriale

Figura 14

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

(scala di sinistra: indice di diffusione e saldi percentuali; scala di destra: variazione percentuale sul trimestre precedente)

— ESI (scala di sinistra)
— indice PMI composito (scala di sinistra)
— PIL in termini reali (scala di destra)



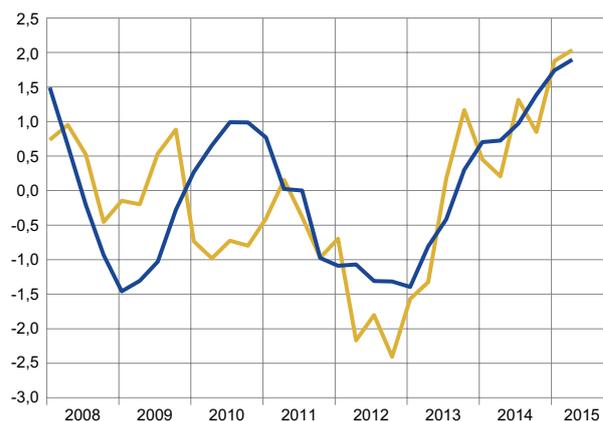
Fonti: Markit, DG-ECOFIN ed Eurostat.
Nota: gli indici PMI ed ESI sono normalizzati.

Figura 15

Consumi privati e reddito disponibile reale dell'area dell'euro

(tasso di crescita sui dodici mesi)

— consumi privati reali
— reddito disponibile reale



Fonte: Eurostat.

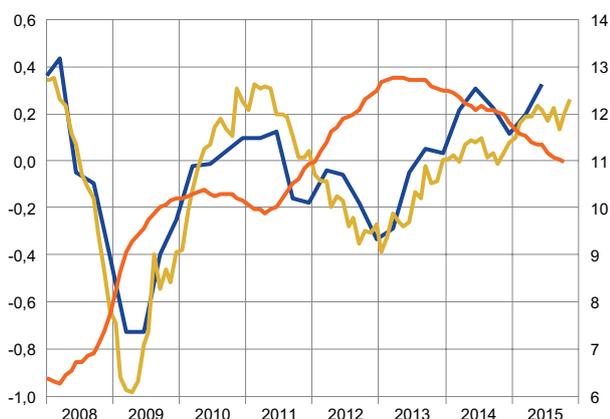
(escluse le costruzioni) sono risultati deboli e gli indicatori della BCE dei nuovi ordini industriali sono diminuiti a settembre, il che è probabilmente legato all'indebolimento delle esportazioni nell'area dell'euro nel terzo trimestre.

Figura 16

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

(scala di sinistra: variazioni percentuali sul trimestre precedente; indice di diffusione; scala di destra: percentuale della forza lavoro)

— occupazione (scala di sinistra)
— PMI sulle aspettative di occupazione (scala di sinistra)
— tasso di disoccupazione (scala di destra)



Fonte: Eurostat.

I consumi privati rappresentano la principale determinante della ripresa e stanno beneficiando dei miglioramenti nei mercati del lavoro dell'area dell'euro.

L'andamento favorevole del reddito reale disponibile delle famiglie ha sostenuto i consumi privati da quando la ripresa è cominciata agli inizi del 2013 (cfr. figura 15). Sebbene in numerosi paesi le famiglie stiano ancora risanando i propri bilanci e riducendo l'indebitamento, questi aggiustamenti sembrano ostacolare meno di prima i consumi privati. Le vendite al dettaglio (in aumento dello 0,6 per cento rispetto al secondo trimestre) e le immatricolazioni di nuove autovetture hanno continuato a migliorare in settembre e il livello di fiducia dei consumatori, aumentato a novembre, prefigura la prosecuzione di una crescita regolare dei consumi privati nel prossimo futuro. Dalla metà del 2014, il reddito reale disponibile è stato sostenuto dal calo dei prezzi del petrolio, anche se l'aumento del potere d'acquisto delle famiglie riflette prevalentemente significativi incrementi del reddito da lavoro in seguito ai graduali miglioramenti nei mercati del lavoro dell'area dell'euro. Nel secondo trimestre del 2015, l'occupazione era

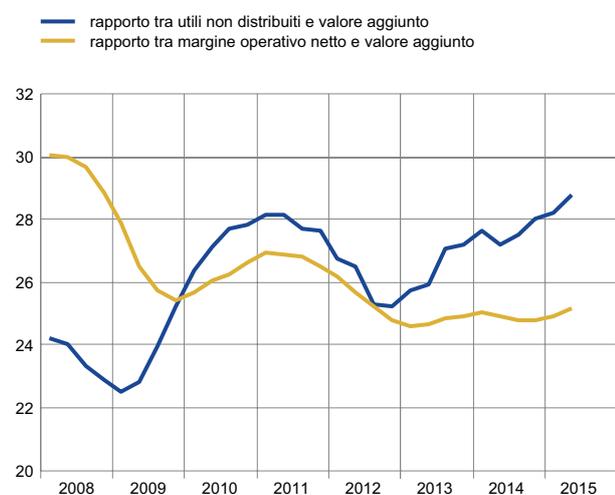
umentata di oltre due milioni di unità dall'inizio della ripresa¹ e, a settembre, il tasso di disoccupazione si collocava al 10,8 per cento, il livello minimo dall'inizio del 2012. Indicatori più tempestivi come quelli desunti dalle indagini qualitative segnalano continui miglioramenti nei mercati del lavoro dell'area dell'euro nel breve periodo (cfr. figura 16).

Nonostante questi sviluppi positivi, il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro rimane elevato e, con l'attuale ritmo a cui si sta riducendo, occorrerà molto tempo prima che si torni ai livelli pre-crisi. Inoltre, mentre il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è sensibilmente diminuito dalla metà del 2013, misure più ampie di eccesso di offerta di lavoro, che tengono conto di segmenti della popolazione che devono accontentarsi di un'occupazione a tempo parziale o che si sono ritirati dal mercato del lavoro, rimangono elevate. Con circa sette milioni di persone (5 per cento delle forze di lavoro) che lavorano attualmente a tempo parziale per mancanza di un'occupazione a tempo pieno e con oltre sei milioni di lavoratori scoraggiati (coloro che hanno rinunciato a cercare un'occupazione e si sono ritirati dal mercato del lavoro), il mercato del lavoro nell'area dell'euro rimane nettamente più debole di quanto indicato dal solo tasso di disoccupazione.

Figura 17

Margine operativo netto e utili non distribuiti delle società non finanziarie dell'area dell'euro

(percentuale del valore aggiunto)



Fonte: Eurostat.

La crescita degli investimenti ha avuto un'incidenza minore sulla ripresa in atto. Sebbene gli investimenti delle imprese siano in aumento dal primo trimestre del 2013, sono stati deboli nel secondo trimestre del 2015 e molto probabilmente anche nel terzo. Ciò nonostante,

vi sono stati segnali incoraggianti come un graduale miglioramento delle condizioni di erogazione del credito, condizioni di domanda meno vincolanti e la ripresa dei profitti delle imprese. Gli utili non distribuiti e il margine operativo netto segnalano continui miglioramenti della redditività delle imprese (cfr. figura 17), che, in un contesto di politica monetaria molto accomodante, continueranno a sostenere gli investimenti delle imprese a fronte del progressivo allentamento delle condizioni del credito e del rafforzamento della domanda.

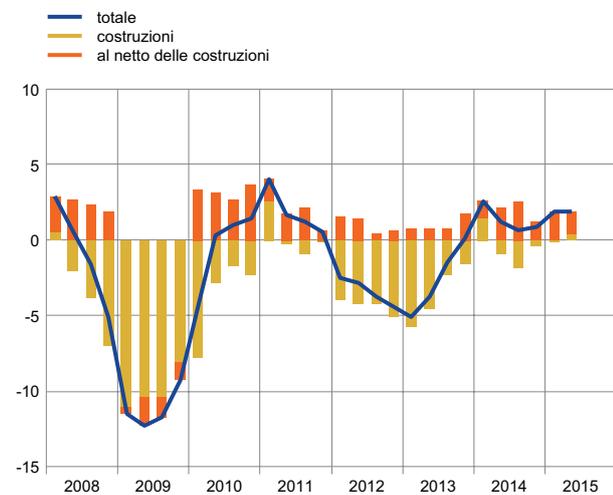
Gli indicatori economici segnalano un graduale rafforzamento degli investimenti delle imprese nel prossimo futuro. In un contesto di persistente crescita della produzione industriale di beni di

investimento (pari allo 0,3 per cento in termini congiunturali nel terzo trimestre) e di indicatori di fiducia per il settore dei beni strumentali superiore ai livelli medi di lungo periodo, le condizioni di domanda stanno migliorando, benché da bassi livelli. L'aumento dell'utilizzo della capacità produttiva e la necessità di modernizzare lo stock di capitale dopo diversi anni di deboli investimenti favoriranno la spesa per investimenti. Le condizioni di domanda, pur essendo in graduale miglioramento, rimangono ancora il principale vincolo agli investimenti delle imprese e, unitamente

¹ Per un'analisi dell'evoluzione dell'occupazione nell'area dell'euro, si veda l'articolo intitolato "What lies behind the recent rebound in euro area employment" in questo numero del Bollettino economico.

Figura 18**Crescita degli investimenti totali dell'area dell'euro**

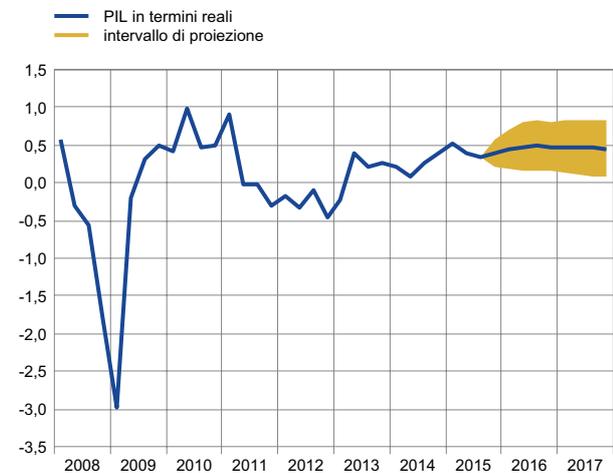
(tasso di crescita sui dodici mesi; contributi in punti percentuali)



Fonte: Eurostat.

Figura 19**PIL in termini reali dell'area dell'euro (incluse le proiezioni)**

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



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

alle incertezze sul fronte della politica economica e ad altri ostacoli strutturali, stanno attualmente frenando la spesa per investimenti delle imprese (cfr. riquadro 2 sui risultati di un'indagine BCE presso le grandi imprese attive nell'area dell'euro). Con l'aumento dei profitti, l'ulteriore allentamento delle condizioni di finanziamento e il continuo rafforzamento della fiducia, gli investimenti delle imprese registreranno un graduale recupero.

Gli investimenti in costruzioni, che hanno inciso negativamente sulla crescita degli investimenti totali sin dall'inizio delle crisi, dovrebbero registrare una graduale ripresa. Dopo un'ampia correzione in numerosi mercati immobiliari dell'area dell'euro in seguito alla crisi, gli investimenti in costruzioni rimangono modesti (cfr. figura 18); nel secondo trimestre, sono ulteriormente rallentati, rimanendo nettamente inferiori ai livelli pre-crisi, e continueranno probabilmente ad essere contenuti nel breve periodo, in quanto la produzione nel settore delle costruzioni è cresciuta in misura solo modesta nel terzo trimestre (dello 0,1 per cento sul periodo precedente). Tuttavia, le condizioni di finanziamento molto favorevoli e i bassi tassi ipotecari, unitamente all'aumento del reddito disponibile delle famiglie, dovrebbero rafforzare la domanda di immobili residenziali in futuro. In effetti, segnali di rafforzamento del mercato immobiliare e di un aumento delle richieste di permessi di costruzione in alcuni paesi confermano questo quadro.

Si prevede che la ripresa economica nell'area dell'euro si rafforzerà nei prossimi due anni, con una serie di fattori a sostegno di una ripresa trainata dalla domanda interna.² L'effetto delle misure accomodanti di politica monetaria della BCE continua a trasmettersi all'economia reale, come si evince dall'ulteriore allentamento delle condizioni di erogazione del credito, dalla recente inversione dei volumi di credito e dall'effettivo tasso di cambio dell'euro. I consumi privati sono favoriti dal basso livello dei prezzi

del petrolio, che ha fatto aumentare il potere d'acquisto delle famiglie e la redditività delle imprese. Inoltre, l'allentamento della politica fiscale dovrebbe tradursi in ulteriori consumi delle amministrazioni pubbliche e nuovi trasferimenti alle famiglie. La domanda interna dovrebbe rafforzarsi ulteriormente, in quanto le esigenze di riduzione dell'indebitamento delle famiglie e delle imprese stanno gradualmente diminuendo e i mercati del lavoro continuano a migliorare. Al tempo stesso, la ripresa economica

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

nell'area dell'euro risente ancora delle deboli prospettive di crescita nei mercati emergenti e di scambi internazionali moderati, dei necessari aggiustamenti di bilancio in diversi settori e della lenta attuazione delle riforme strutturali. A fronte di questi fattori di segno opposto, le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2015 prefigurano una crescita annuale del PIL reale dell'1,5 per cento nel 2015, dell'1,7 nel 2016 e dell'1,9 nel 2017 (cfr. figura 19). Queste stime sono sostanzialmente invariate rispetto a quelle elaborate nel settembre 2015 dagli esperti della BCE.

I rischi per le prospettive di crescita dell'area dell'euro restano orientati al ribasso. I rischi al ribasso riguardano, in particolare, le maggiori incertezze relative all'andamento dell'economia mondiale e i rischi geopolitici più generali. Tali rischi possono pesare sulla crescita internazionale e sulla domanda estera di esportazioni dell'area dell'euro, nonché sulla fiducia più in generale.

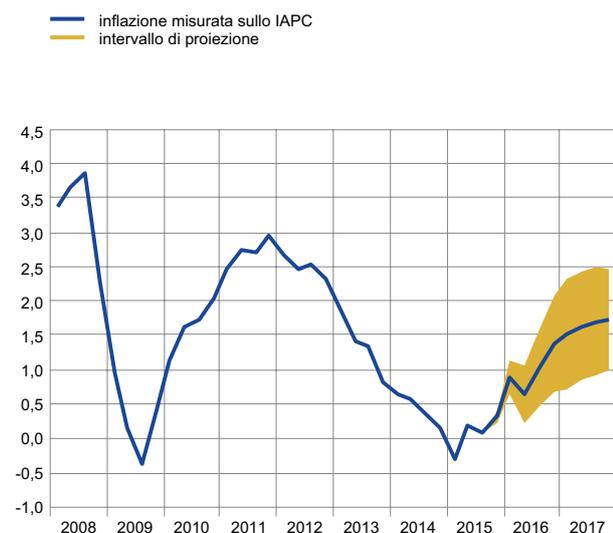
4 Prezzi e costi

L'inflazione misurata sullo IAPC è tornata in territorio appena positivo negli ultimi due mesi. Sulla base delle informazioni disponibili e delle quotazioni dei future

del petrolio, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC dovrebbe aumentare considerevolmente alla fine dell'anno, principalmente in ragione degli effetti base associati al calo dei corsi petroliferi alla fine del 2014. Durante il 2016 e il 2017 si prevede un ulteriore picco dei tassi di inflazione, sostenuti dalle misure di politica monetaria della BCE, dall'attesa ripresa economica e dalla trasmissione dei precedenti cali del tasso di cambio dell'euro. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2015 prevedono un'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC dello 0,1% nel 2015, 1,0% nel 2016 e 1,6% nel 2017. Le prospettive di inflazione sono state corrette leggermente al ribasso rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a settembre 2015.

Figura 20
Inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC
(incluse le proiezioni)

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

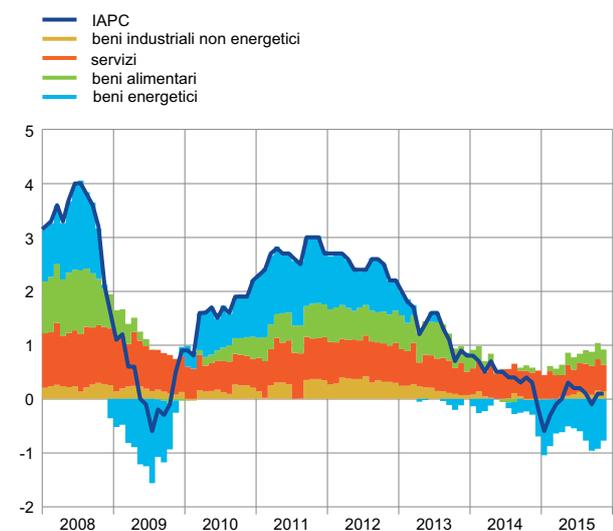


Fonti: Eurostat e l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2015*, pubblicato sul sito Internet della BCE il 3 dicembre 2015.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre 2015.

Figura 21
Contributi delle componenti all'inflazione complessiva
calcolata sullo IAPC nell'area dell'euro

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

L'inflazione complessiva misurata sullo IAPC ha registrato valori molto bassi, quando non negativi, durante l'anno, riflettendo il crollo dei corsi petroliferi alla fine del 2014. L'andamento dei corsi petroliferi ha portato l'inflazione misurata sullo IAPC in territorio negativo due volte, all'inizio del 2015 e ancora nell'autunno di quest'anno. Durante gli ultimi due mesi è tornata su valori leggermente positivi. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC ha registrato un tasso dello 0,1% a novembre, invariato rispetto a ottobre e in aumento dal -0,1% registrato a settembre (cfr. figura 20).

I prezzi dei beni energetici hanno frenato l'inflazione. La nuova flessione dei corsi del petrolio a partire da giugno ha continuato a far scendere il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici. Il contributo della componente energetica allo IAPC è stato fortemente negativo per tutto il 2015 (cfr. figura 21). Tuttavia, a ottobre e novembre i forti cali sul mese precedente rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso non sono stati inclusi nel calcolo del tasso annuale, innescando una tendenza al rialzo degli effetti base che hanno più che compensato l'ulteriore diminuzione dei prezzi dei beni energetici. A meno che i corsi petroliferi non continuino a

scendere significativamente, con tutta probabilità nei prossimi mesi gli effetti base genereranno un ulteriore sostanziale incremento dell'inflazione dei beni energetici (cfr. riquadro 3).

L'inflazione dei beni alimentari ha mostrato una tendenza al rialzo a partire dall'inizio del 2015. Più recentemente, il fattore che maggiormente ha contribuito alla ripresa è stato l'andamento dell'inflazione dei beni alimentari non trasformati, con un aumento registrato di 4,0 punti percentuali tra gennaio e ottobre. La rapida ascesa fino a ottobre è probabilmente dovuta all'effetto sui prezzi dei beni ortofrutticoli di un clima insolitamente caldo durante l'estate. A novembre, l'inflazione dei beni alimentari non trasformati è leggermente diminuita, pur rimanendo su valori elevati. Al contrario, quella dei beni alimentari trasformati è rimasta sostanzialmente stabile – frenata dai prezzi in calo dei prodotti lattiero-caseari.

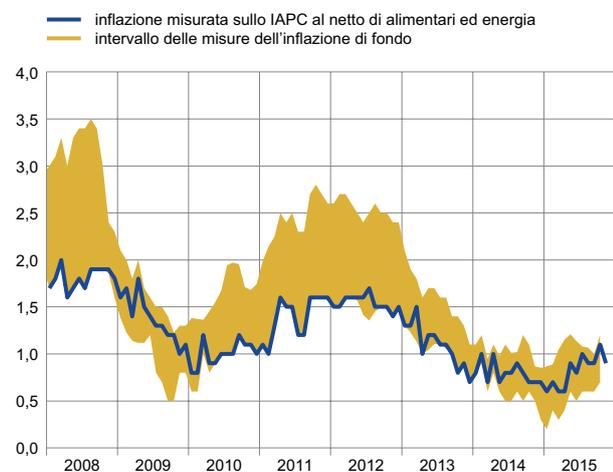
L'inflazione di fondo si è stabilizzata dopo il suo precedente aumento seguito al periodo di depressione in cui era scesa all'inizio del 2015. L'inflazione al netto di energia e alimentari era allo 0,9% a novembre, dopo aver oscillato intorno a questo valore senza una tendenza chiara da agosto di quest'anno. Le altre misure dell'inflazione di fondo¹ sono rimaste relativamente stabili durante gli ultimi mesi

(cfr. figura 22). Nel valutare i più recenti dati relativi all'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici, sarebbe opportuno ricordare che anche i tassi di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei servizi e dei beni industriali non energetici possono essere soggetti ad alta volatilità da un mese all'altro a causa, per esempio, dei prezzi dei prodotti relativi ai viaggi o di abbigliamento e calzature, i cui prezzi possono essere molto volatili. Fondamentalmente, i recenti andamenti dell'inflazione di fondo riflettono gli effetti al rialzo di un tasso di cambio dell'euro inferiore rispetto all'inizio dell'anno in corso, nonché un certo rafforzamento della domanda interna. Tuttavia, l'indebolimento di queste dinamiche al rialzo potrebbe essere riconducibile agli effetti indiretti degli ulteriori recenti cali dei corsi petroliferi.

Figura 22

Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: nell'intervallo delle misure dell'inflazione di fondo sono stati considerati: lo IAPC al netto dei beni energetici; lo IAPC al netto dell'energia e dei beni alimentari non trasformati; lo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari; le medie troncate al 10 e al 30 per cento; la mediana dello IAPC e la misura basata sul modello fattoriale dinamico. Le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2015 per lo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (stima preliminare) e a ottobre 2015 per tutti gli altri indicatori.

I prezzi all'importazione permangono la principale fonte dell'aumento delle pressioni interne.

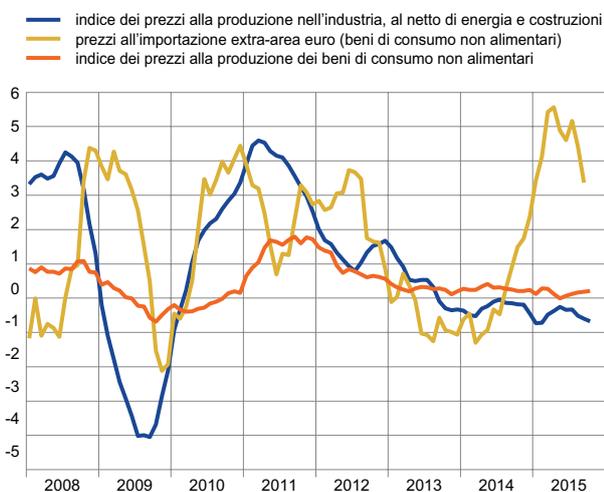
L'inflazione delle importazioni per i beni di consumo non alimentari continua a registrare robusti tassi di crescita annuale dai primi mesi dell'anno, sebbene di recente l'aumento del tasso di variazione sui dodici mesi dei

prezzi delle importazioni abbia registrato un leggero calo, rispecchiando alcune delle pressioni al ribasso dell'apprezzamento dell'euro riscontrate tra maggio e la fine di ottobre 2015 (cfr. figura 23). Sul mercato interno, gli indicatori di pressione interna per i beni di consumo non energetici continuano a suggerire dinamiche deboli lungo

¹ L'ampia gamma di indicatori dell'inflazione di fondo è stata illustrata nel riquadro 4 intitolato "L'inflazione di fondo ha raggiunto il punto di svolta?", Bollettino Economico, Numero 5, BCE, Luglio 2015.

Figura 23**Prezzi alla produzione e prezzi delle importazioni**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

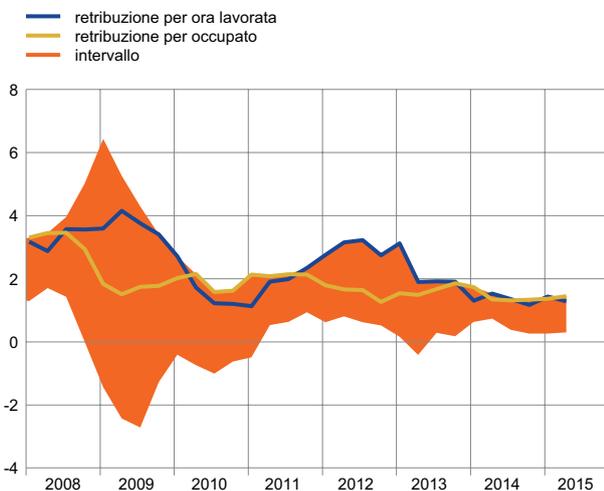


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

Figura 24**Salari nominali e altre misure di pressioni interne sui costi**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2015. L'intervallo comprende la retribuzione nominale per ora lavorata, la retribuzione nominale per occupato, il costo del lavoro per unità di prodotto, il deflatore del PIL e l'IPP relativo ai servizi.

la catena di formazione dei prezzi. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari si è aggirato intorno a livelli appena al di sopra dello zero per tutto l'anno. Anche il tasso di variazione annuale dei prezzi alla produzione al netto di energia e costruzioni ha subito un recente indebolimento, dovuto principalmente al calo dei prezzi alla produzione dei beni intermedi, che hanno raggiunto il livello più basso da marzo 2014. I dati dell'indagine per i prezzi degli input e quelli alla produzione, fino a novembre indicano pressioni ancora contenute dei prezzi interni al livello del produttore. Guardando al futuro, il deprezzamento dell'euro potrebbe iniziare a esercitare delle pressioni al rialzo sulle importazioni, e quindi sui prezzi alla produzione, a partire da novembre.

L'incremento delle retribuzioni continua ad essere contenuto (cfr. figura 24).

La ripresa nella crescita delle retribuzioni è stata debole negli ultimi trimestri, riflettendo ancora il significativo livello di fragilità del quadro economico e del mercato del lavoro e il fatto che il potere di acquisto reale dei salari è aumentato in ragione della minore inflazione (cfr. riquadri 4 e 5). Diversamente dal costo del lavoro, i margini di profitto hanno contribuito al rafforzamento delle pressioni dei costi interni nella prima metà del 2015. Ciò potrebbe essere stato incoraggiato dai costi salariali moderati, nonché dai miglioramenti dei termini di scambio relativi all'andamento debole dei prezzi all'importazione. Complessivamente, la crescita del deflatore del PIL, un indicatore generale delle spinte inflazionistiche dovute a fattori interni, si è rafforzata nel secondo trimestre del 2015.

Le misure delle attese di inflazione di lungo periodo ricavate dal mercato sono aumentate da ottobre, mentre quelle basate sulle indagini restano sostanzialmente stabili.

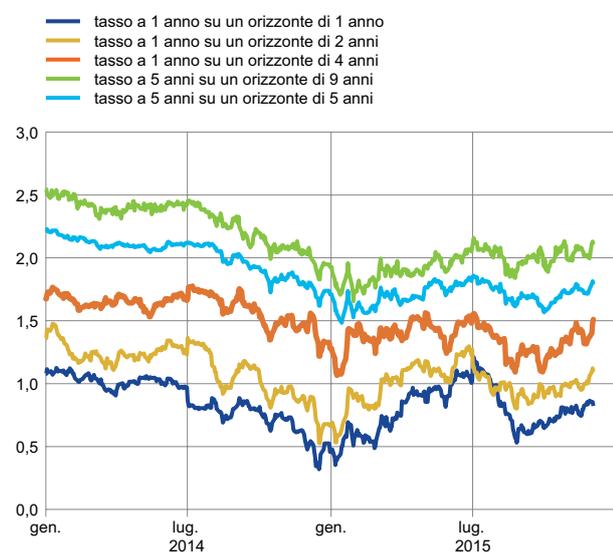
Si è osservata una diminuzione delle misure delle attese di inflazione basate sul mercato durante l'estate, con il tasso swap legato all'inflazione a cinque anni su un orizzonte di cinque anni che è sceso all' 1,56% alla fine di settembre (cfr. figura 25). Dall'inizio di ottobre, le misure basate

sul mercato delle attese di inflazione sono aumentate considerevolmente, in ragione anche delle aspettative di mercato su ulteriori misure di allentamento monetario nell'area dell'euro. Il tasso swap legato all'inflazione a cinque anni su un orizzonte di cinque anni è aumentato di 25 punti base dalla fine di settembre, fino circa all'1,8% registrato all'inizio di dicembre. Le misure basate sulle indagini delle attese di inflazione a lungo termine a partire dalla metà di ottobre, quali quelle osservate nella

Figura 25

Misure delle attese di inflazione ricavate dal mercato

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

Survey of Professional Forecasters (SPF) della BCE e nel *Consensus Economics Forecast*, sono rimaste prevalentemente stabili negli ultimi mesi.

In una prospettiva futura, l'inflazione misurata sullo IAPC per l'area dell'euro dovrebbe continuare a crescere (cfr. figura 20). Sulla base delle

informazioni disponibili a metà novembre, le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2015 prevedono che l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC raggiunga un livello medio dello 0,1% nel 2015, 1,0% nel 2016 e 1,6% nel 2017.² L'andamento dell'inflazione dei beni energetici dovrebbe svolgere un ruolo chiave nella definizione del profilo dell'inflazione misurata sullo IAPC, nell'orizzonte temporale della proiezione (cfr. riquadro 3). I forti effetti base al rialzo alla fine di quest'anno e nella seconda metà del 2016, uniti ai presunti aumenti dei corsi petroliferi (in linea con i prezzi dei future) fino al 2017, dovrebbero comportare un significativo rialzo dell'inflazione dei prodotti energetici dagli attuali tassi negativi. La crescita

dell'inflazione è sostenuta inoltre da un graduale recupero dell'inflazione di fondo che riflette gli ulteriori miglioramenti delle condizioni del mercato del lavoro e del potere di fissazione dei prezzi da parte delle aziende derivanti dall'intensificarsi della ripresa economica. Inoltre, anche la prolungata trasmissione del tasso di cambio sui prezzi al consumo dovrebbe contribuire a far aumentare l'inflazione. Le prospettive di inflazione IAPC sono state leggermente corrette al ribasso rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a settembre 2015.

² Si rimanda all'articolo intitolato "December 2015 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area" (Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2015), pubblicato sul sito internet della BCE il 3 dicembre 2015.

5 Moneta e credito

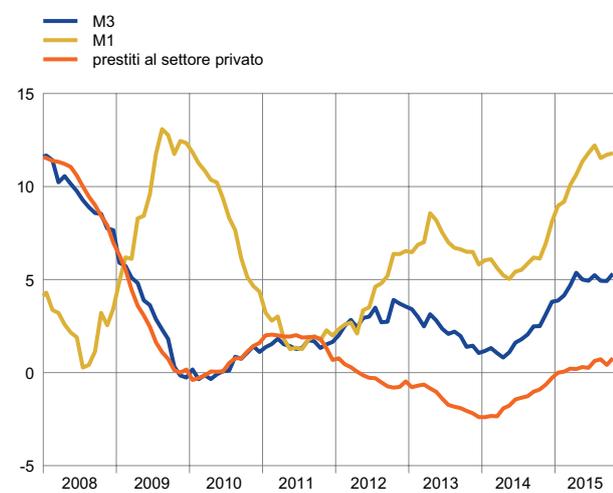
La crescita della moneta rimane forte, mentre la dinamica del credito sta migliorando solo gradualmente. I bassi tassi di interesse, gli effetti delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) e il programma ampliato di acquisto di attività (PAA) della BCE hanno contribuito al miglioramento degli indicatori monetari e del credito e, più in generale, alla trasmissione della politica monetaria. Il costo della provvista bancaria si è stabilizzato intorno ai minimi storici dopo essere diminuito per un periodo prolungato. Le banche hanno progressivamente trasferito

la riduzione dei costi della provvista sui tassi applicati ai prestiti. Le condizioni di credito favorevoli hanno continuato a sostenere la ripresa della crescita del credito, con un'ulteriore riduzione dell'eterogeneità fra paesi del costo del credito. Il flusso annuale totale di finanziamenti esterni alle società non finanziarie (SNF) dovrebbe essersi stabilizzato nel terzo trimestre del 2015.

Figura 26

M3, M1 e prestiti al settore privato

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



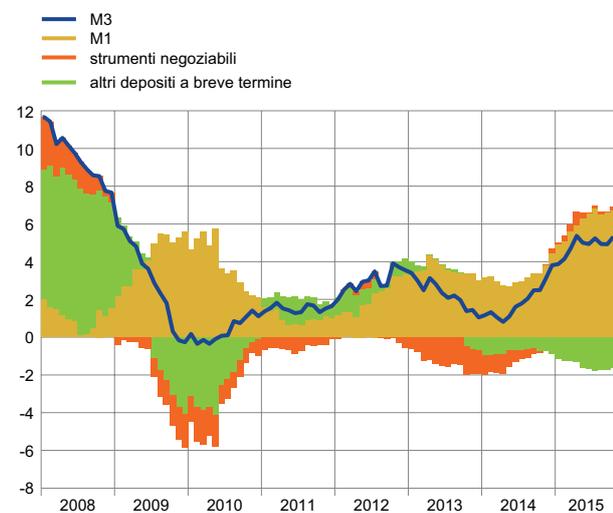
Fonti: BCE.

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

Figura 27

M3 e sue componenti

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



Fonti: BCE.

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

Gli ultimi dati monetari confermano dinamiche di crescita della moneta robuste.

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è salito al 5,3 per cento a ottobre 2015, rispetto al 5,0 per cento del terzo trimestre (cfr. figura 26). La crescita di M3 continua ad essere trainata dall'aggregato monetario ristretto M1, con un tasso di crescita sui dodici mesi di M1 che in ottobre è rimasto saldo all'11,8 per cento, invariato rispetto al trimestre precedente. I recenti andamenti dell'aggregato monetario ristretto sono in linea con la prospettiva di un proseguimento della ripresa dell'attività economica.

Il settore detentore di moneta si sta focalizzando sui depositi a vista.

L'aggregato M1 ha contribuito considerevolmente alla crescita di M3 in ottobre e nel terzo trimestre (cfr. figura 27). I bassi tassi di interesse stanno incentivando ad investire in depositi a vista all'interno di M3. Questo andamento riflette anche l'afflusso relativo alla vendita delle obbligazioni delle pubbliche amministrazioni, delle obbligazioni bancarie garantite e dei titoli emessi a seguito di operazioni di cartolarizzazione dal settore detentore di moneta, nell'ambito del PAA. Diversamente, i depositi a breve termine diversi dai depositi a vista (ovvero M2 meno M1) hanno continuato a contrarsi, ostacolando la crescita di M3. Inoltre, in ottobre il contributo degli strumenti negoziabili alla crescita annuale di M3 (ovvero M3 meno M2) è stato molto contenuto, seppur positivo. Entrambi gli andamenti rispecchiano i bassi livelli di remunerazione osservati per le

attività monetarie meno liquide. L'andamento degli strumenti negoziabili riflette la ripresa della dinamica delle quote di fondi comuni di mercato monetario a partire dalla metà del 2014, che ha coinciso con un miglioramento della loro redditività relativamente ad altre attività a breve termine con caratteristiche analoghe.

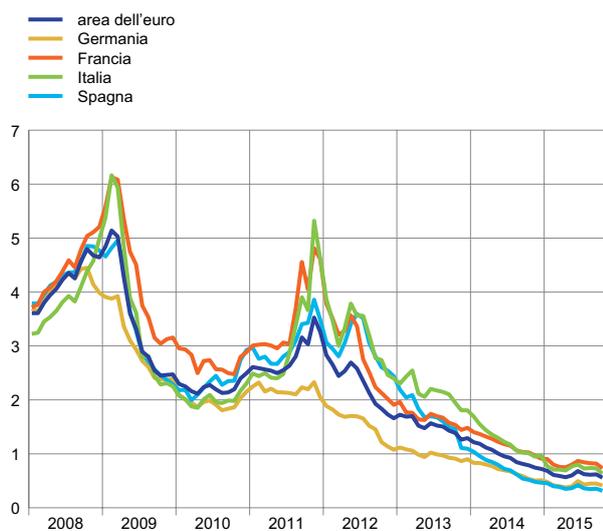
Le fonti domestiche di creazione di moneta restano il principale fattore di crescita dell'aggregato monetario ampio. Tale andamento è in parte dovuto alle misure non convenzionali di politica monetaria adottate dalla BCE. Dal lato delle contropartite, la dinamica di M3 sembra riflettere principalmente un allontanamento dalle passività finanziarie a più lungo termine e un aumento del contributo dei prestiti delle IFM, entrambi legati alle misure di politica monetaria della BCE. Il tasso di crescita sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) è rimasto fortemente negativo a -6,7 per cento nel mese di ottobre e sostanzialmente invariato rispetto al terzo trimestre. La contrazione delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM è dovuta, in parte, all'attrattività delle OMRLT come alternativa alla raccolta bancaria sul mercato a più lungo termine, in parte agli acquisti di attività condotti nell'ambito del PAA. Il credito alle amministrazioni pubbliche è aumentato ancora in ottobre, grazie al proseguimento degli acquisti da parte dell'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di titoli del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP) e in considerazione del fatto che l'Eurosistema stesso è una IFM dell'area dell'euro. L'Eurosistema ha acquistato una percentuale significativa di tali attività da altre IFM, a differenza di quanto osservato fino a settembre, quando i non residenti erano i principali venditori all'Eurosistema. Inoltre, il contributo apportato dalla dinamica del credito al settore privato, fattore che più aveva ostacolato la crescita della moneta negli ultimi anni,

è aumentato nuovamente in ottobre. Il contributo (annuale) della posizione netta sull'estero delle IFM alla crescita di M3 è rimasto negativo, con deflussi di capitale – anche legati al PSPP – che hanno annullato il consistente avanzo delle partite correnti nell'area dell'euro.

Figura 28

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

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



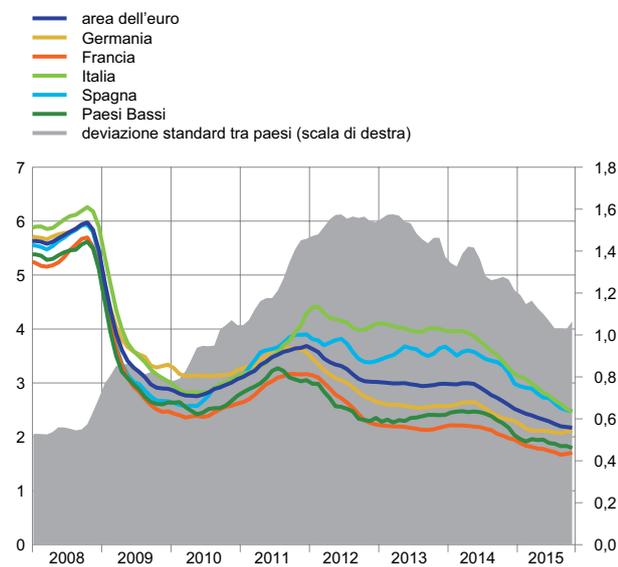
Fonti: BCE, Merrill Lynch Global Index ed elaborazioni della BCE.
 Note: il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi sui nuovi depositi overnight, sui depositi con durata prestabilita e sui depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per i corrispondenti importi in essere. L'ultima osservazione si riferisce a ottobre 2015.

I costi di finanziamento delle banche restano vicini ai loro minimi storici. Il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche è diminuito per diversi anni (cfr. Figura 28) in concomitanza dei rimborsi netti delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM. Il pacchetto di allentamento creditizio della BCE e il PAA hanno contribuito significativamente alla riduzione dei costi di finanziamento bancari. Dopo l'episodio di ri-apprezzamento di maggio 2015, i costi di finanziamento delle banche si sono stabilizzati su livelli bassi nel corso del terzo trimestre. Nell'ambito dell'indagine sui prestiti bancari nell'area dell'euro di ottobre 2015, le banche hanno segnalato un miglioramento nel terzo trimestre dell'accesso al finanziamento attraverso tutti i principali strumenti di mercato ad eccezione dei depositi al dettaglio, per i quali c'è stato un leggero

Figura 29

Indicatore composito del costo dei prestiti per le SNF

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



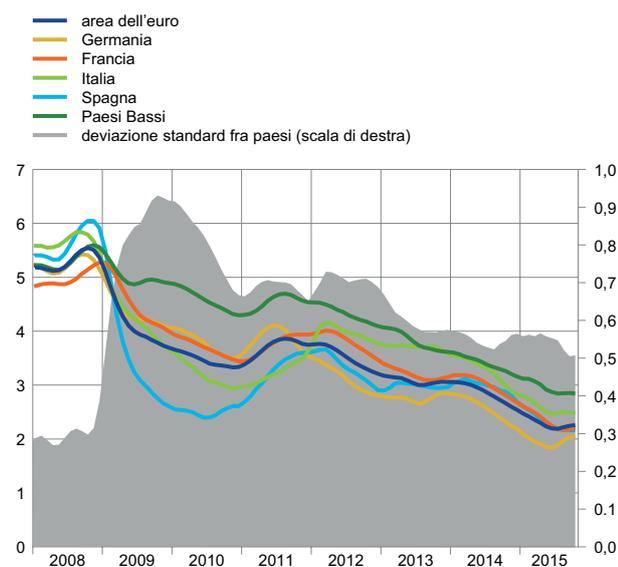
Fonte: BCE.

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

Figura 30

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

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



Fonte: BCE.

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

peggioramento. Tuttavia, al momento non vi sono forti segnali che suggeriscano uno spostamento in territorio negativo dei costi dei depositi bancari in ragione del tasso negativo delle operazioni di deposito presso la banca centrale.

Nel terzo trimestre il costo del credito si è stabilizzato su livelli bassi.

Le SNF e le famiglie hanno osservato un considerevole ridimensionamento dei costi nominali dei prestiti bancari a partire dalla metà del 2014. A partire dal pacchetto di allentamento creditizio, annunciato dalla BCE a giugno 2014, le banche hanno progressivamente trasferito il calo dei costi della provvista ai tassi applicati ai prestiti. Di conseguenza, il costo composito dei prestiti per le SNF e le famiglie nell'area dell'euro è diminuito rispettivamente di 79 e 65 punti base (cfr. figure 29 e 30). Gli ultimi dati per settembre e ottobre indicano che i tassi dei prestiti bancari si sono stabilizzati su livelli bassi.

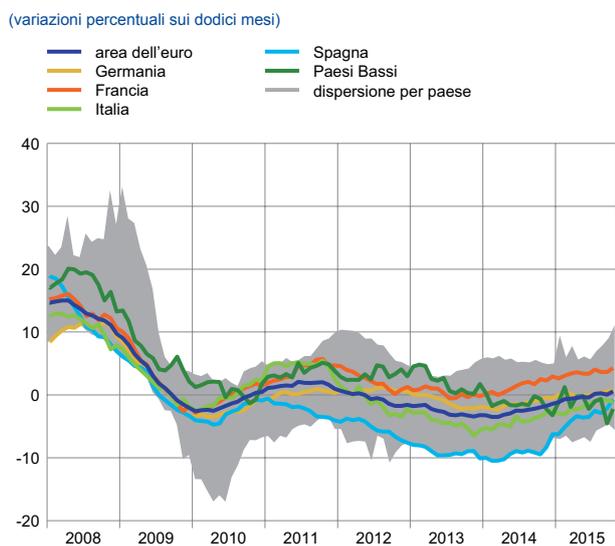
L'eterogeneità fra paesi dei tassi applicati ai prestiti bancari è diminuita ulteriormente, pur rimanendo al di sopra del livello pre-crisi.

A questo proposito, il PAA e il pacchetto di allentamento creditizio adottato dalla BCE hanno contribuito a far diminuire in modo significativo la dispersione tra paesi del costo dei prestiti. Nei paesi vulnerabili dell'area dell'euro si sono osservate riduzioni particolarmente accentuate dei tassi dei prestiti bancari. Tuttavia, nonostante alcuni incoraggianti miglioramenti delle condizioni di offerta di credito a livello dell'area dell'euro, permangono differenze pronunciate delle condizioni creditizie a livello di paesi e di settori.

La dinamica dei prestiti al settore privato non finanziario sta gradualmente migliorando, ma resta debole.

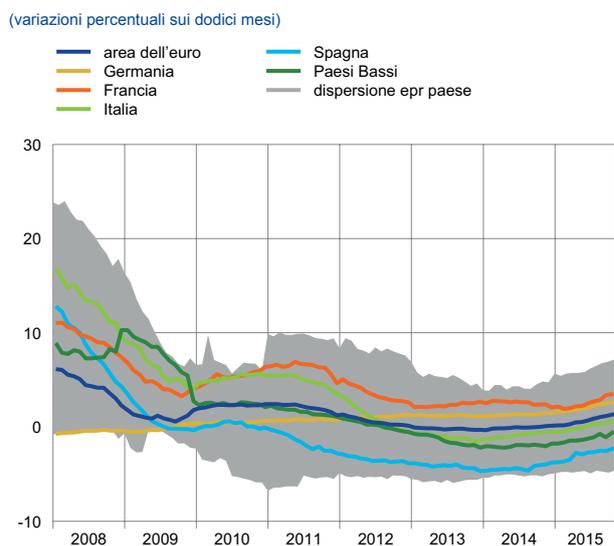
Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è aumentato ancora nel terzo trimestre e nel mese di ottobre (cfr. figura 26), con gradualità miglioramenti della dinamica creditizia osservabili sia per le imprese sia per le famiglie. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle SNF (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) ha mostrato segnali di graduale ripresa dall'inizio del 2015 fino a raggiungere lo 0,6 per cento lo scorso ottobre (cfr. figura 31). Anche il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) si è rafforzato nel terzo trimestre e in ottobre (cfr. figura 32).

Figura 31
Prestiti delle IFM alle società non finanziarie
in alcuni paesi dell'area dell'euro



Fonte: BCE.
 Note: corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni. La dispersione fra paesi è calcolata come minimo/massimo su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce a ottobre 2015.

Figura 32
Prestiti delle IFM alle famiglie in alcuni paesi
dell'area dell'euro



Fonte: BCE.
 Note: flussi corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni. La dispersione fra paesi è calcolata come minimo/massimo su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce a ottobre 2015.

Come evidenziato in precedenza, tali tendenze sono state supportate dalle considerevoli riduzioni dei tassi sui prestiti bancari in tutta l'area dell'euro a partire dall'estate del 2014, nonché da miglioramenti sia dell'offerta sia della domanda dei prestiti bancari. Nonostante tali andamenti positivi, la debole crescita economica, il consolidamento dei bilanci degli istituti bancari e le condizioni di prestito relativamente restrittive continuano a gravare sull'offerta di credito in alcuni paesi dell'area dell'euro.

Il flusso annuale totale di finanziamento esterno delle SNF dovrebbe essersi stabilizzato nel terzo trimestre, dopo un ulteriore rafforzamento nella prima metà dell'anno. Nel terzo trimestre il finanziamento esterno delle SNF ha raggiunto livelli simili a quelli osservati nella prima metà del 2012 (o nel 2004), prima che iniziasse il forte periodo di crescita del credito. La ripresa osservata nella dinamica del finanziamento esterno delle SNF a partire dall'inizio del 2014 è stata sostenuta dal rafforzamento dell'attività economica, da ulteriori riduzioni del costo dei prestiti bancari, dall'allentamento delle condizioni creditizie e dal fatto che il costo di finanziamento sul mercato è rimasto molto basso. Contemporaneamente, nel terzo trimestre si è registrato un ulteriore aumento dei depositi di contante delle SNF fino a raggiungere i massimi storici, in virtù di un possibile ulteriore rafforzamento degli utili non distribuiti, di costi opportunità bassi e situazioni di incertezza sui mercati finanziari.

I dati mensili mostrano un ulteriore rallentamento dell'emissione netta di titoli di debito da parte delle SNF ad agosto e settembre, dopo il rimbalzo temporaneo di luglio. Questa tendenza è da attribuirsi probabilmente ai recenti aumenti del costo del finanziamento del debito sul mercato. Anche l'ulteriore rafforzamento degli utili non distribuiti potrebbe aver svolto un ruolo in tale contesto,

riducendo la necessità delle SNF di ricorrere a fonti esterne di finanziamento. L'indebolimento dell'emissione di titoli di debito ha fatto seguito al forte ricorso a questo strumento di finanziamento da parte delle SNF e delle rispettive società veicolo osservato nel primo trimestre dell'anno sulla scia del PSPP. Anche l'emissione netta di azioni quotate da parte delle SNF è rallentata significativamente in agosto e settembre, dopo essere stata robusta nei mesi precedenti.

Il costo nominale complessivo del finanziamento esterno delle SNF è diminuito ulteriormente in ottobre e novembre, dopo la tendenza al rialzo registrata nel terzo trimestre. La diminuzione è stata trainata principalmente dalla ripresa dei prezzi azionari, che hanno portato a una riduzione dei costi di finanziamento del capitale, e in misura minore, al contenimento del costo di finanziamento del debito. In ottobre e novembre il costo di finanziamento del capitale e del debito delle SNF è stato in media superiore rispettivamente di circa 20 e 55 punti base ai livelli osservati in febbraio, quando aveva raggiunto i minimi storici.

6 Andamento della finanza pubblica

Si prevede un leggero miglioramento del saldo di bilancio dell'area dell'euro, grazie ad andamenti ciclici favorevoli e ai bassi oneri per interessi. Al contempo, la politica fiscale dovrebbe divenire espansiva nel 2016 ed essere complessivamente neutrale nel 2017, principalmente per effetto di riduzioni delle imposte adottate in diversi paesi per sostenere la crescita e l'occupazione, nonché a seguito dell'impatto dell'afflusso di rifugiati in alcuni paesi. In prospettiva, diversi paesi dovranno attuare interventi di risanamento aggiuntivi per ricondurre stabilmente l'elevato rapporto tra debito pubblico e PIL su un percorso discendente.

Il disavanzo delle amministrazioni pubbliche per l'area dell'euro nel suo complesso dovrebbe migliorare solo leggermente nei prossimi due anni.

Secondo le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2015, il rapporto fra disavanzo delle amministrazioni pubbliche e PIL per l'area scenderebbe dal 2,0 per cento nel 2015 all'1,8 nel 2017 (cfr. tavola 1). Entro il termine del periodo considerato, si prevede che quasi tutti i paesi dell'area dell'euro registrino disavanzi pubblici inferiori al 3 per cento del PIL. Rispetto alle proiezioni del settembre 2015, le prospettive per il disavanzo complessivo sono sostanzialmente invariate per i prossimi due anni, nonostante una posizione di bilancio leggermente più espansiva dal 2016.

Tavola 1

Evoluzione della finanza pubblica nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
a. Entrate totali	46,1	46,6	46,8	46,5	46,1	45,8
b. Spese totali	49,7	49,6	49,4	48,5	48,1	47,7
di cui:						
c. Spese per interessi	3,0	2,8	2,7	2,4	2,3	2,2
d. Spese primarie (b - c)	46,7	46,8	46,7	46,1	45,8	45,5
Spese di bilancio (a - b)	-3,7	-3,0	-2,6	-2,0	-2,0	-1,8
Saldo di bilancio primario (a - d)	-0,6	-0,2	0,1	0,4	0,3	0,3
Saldo di bilancio corretto per gli effetti del ciclo	-3,5	-2,3	-1,9	-1,7	-1,9	-1,9
Saldo strutturale di bilancio	-3,2	-2,2	-1,8	-1,7	-1,9	-1,9
Debito lordo	89,3	91,1	92,1	91,1	90,1	88,9
Per memoria: PIL in termini reali (variazione percentuale sui dodici mesi)	-0,8	-0,2	0,9	1,5	1,7	1,9

Fonti: Eurostat e proiezioni macroeconomiche di dicembre 2015 degli esperti dell'Eurosistema.

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

L'attesa riduzione del disavanzo è principalmente riconducibile ad andamenti ciclici favorevoli e a minori oneri per interessi.

In alcuni paesi anche il venir meno di fattori una tantum nel 2015, connessi tra l'altro al sostegno al settore finanziario, contribuirà al miglioramento dei conti pubblici. Questi fattori di riduzione del disavanzo sono parzialmente controbilanciati da pacchetti di stimolo fiscale, comprendenti significative riduzioni delle imposte nel 2016, che sono stati adottati in diversi paesi per favorire la crescita economica e l'occupazione. Ad esempio, nei Paesi Bassi il governo intende varare un pacchetto di stimoli che prevede riduzioni delle imposte dirette a carico delle famiglie. In Italia, il governo abolirà l'imposta immobiliare sulle abitazioni di proprietà dal 2016, ridurrà l'aliquota d'imposta sul reddito delle imprese e abbasserà temporaneamente i contributi sociali, misure in parte compensate da una riduzione dei consumi delle amministrazioni pubbliche. In Spagna, nel periodo 2015-2016 è prevista l'introduzione di riduzioni significative

delle imposte sul reddito delle persone fisiche e giuridiche. Tagli delle imposte dirette a carico delle famiglie sono previsti in Austria dal 2016, in seguito all'adozione di una riforma della tassazione che prevede anche aumenti dell'IVA. Anche in Belgio il governo procederà a riduzioni delle imposte sul reddito delle persone fisiche e dei contributi sociali dal 2016, le quali tuttavia saranno più che compensate da misure di consolidamento costituite da tagli della spesa e aumenti delle imposte indirette. In Irlanda, le misure fiscali espansive incluse nel disegno di legge di bilancio 2016 dovrebbero ridimensionare la riduzione del disavanzo a fronte di uno scenario macroeconomico molto favorevole.

L'afflusso di rifugiati dovrebbe incidere sulla posizione di bilancio di alcuni paesi. I costi immediati per le finanze pubbliche dell'afflusso di rifugiati dovrebbero essere rilevanti nei paesi maggiormente interessati, mentre in altri paesi dell'area dell'euro, attraverso i quali i profughi transitano verso la loro destinazione finale, l'impatto dovrebbe essere modesto. I costi per i conti pubblici derivano principalmente da trasferimenti in contanti ai rifugiati e dalla spesa per i consumi delle amministrazioni pubbliche, inclusi maggiori costi per salari e abitazioni. Le stime dei costi potenziali necessari sono state pubblicate per alcuni paesi nell'ambito dei documenti programmatici di bilancio per il 2016, ma sono soggette a elevata incertezza. Per il 2016 vanno dallo 0,35 per cento del PIL in Austria, allo 0,2 per cento in Italia e in Germania fino allo 0,1 per cento in Belgio e in Slovenia¹.

Il miglioramento del saldo strutturale dovrebbe arrestarsi. Nell'area dell'euro, l'orientamento della politica fiscale, misurato dalla variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo economico al netto del sostegno al settore finanziario, dovrebbe allentarsi nel 2016, per poi divenire complessivamente neutrale nel 2017. Stando alle proiezioni dell'Eurosistema del dicembre 2015, il disavanzo strutturale dell'area dell'euro aumenterà di 0,2 punti percentuali, all'1,9 per cento del PIL nel 2016, per effetto di riduzioni delle imposte e dei contributi sociali in diversi paesi e delle spese collegate all'afflusso di rifugiati, e rimarrà a questo livello nel 2017. Anche questo segnala un allentamento nel 2016 della politica di bilancio rispetto alle proiezioni del settembre 2015, nelle quali si prevedeva un orientamento della politica fiscale complessivamente neutrale.

Il debito pubblico medio nell'area dell'euro è in calo, pur restando elevato. Si prevede che il rapporto debito pubblico/PIL per l'area dell'euro calerà gradualmente dal livello massimo del 92,1 per cento del PIL nel 2014 per raggiungere l'88,9 per cento del PIL alla fine del 2017. La riduzione prevista del debito pubblico, lievemente superiore a quanto stimato nel settembre 2015, è sostenuta da andamenti favorevoli del differenziale tra tasso di interesse e tasso di crescita e dagli avanzi primari. Inoltre, il raccordo disavanzo-debito negativo, che riflette tra l'altro i proventi delle privatizzazioni e l'utilizzo di riserve di liquidità, contribuirà parimenti alle più favorevoli prospettive per il debito. In alcuni paesi, tuttavia, il livello del debito dovrebbe aumentare ulteriormente nell'orizzonte temporale della proiezione. Tenuto conto che il livello del debito resta elevato in molti paesi dell'area, sono necessarie ulteriori misure di risanamento per riportare stabilmente il rapporto debito pubblico/PIL su

¹ Si veda anche il riquadro intitolato *L'impatto dell'afflusso di rifugiati sull'economia dell'area dell'euro* nelle "Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2015".

un percorso discendente. Il contenimento dei rischi per la sostenibilità del debito è particolarmente importante alla luce delle fondamentali sfide di lungo periodo legate all'invecchiamento della popolazione e ai maggiori costi dell'assistenza sanitaria.

Considerato che gli interventi strutturali risulteranno, secondo le proiezioni, insufficienti, si prevede un ampliamento del divario rispetto ai requisiti del Patto di stabilità e crescita (PSC). I governi devono calibrare attentamente l'orientamento della propria politica fiscale per trovare un giusto equilibrio che permetta di ridurre l'alto indebitamento senza compromettere la ripresa, ma il rispetto degli obblighi del PSC deve essere assicurato. Ciò detto, i documenti programmatici di bilancio per il 2016 pubblicati il 18 novembre evidenziano un aggiustamento strutturale insufficiente in numerosi paesi dell'area dell'euro. È essenziale che gli strumenti preventivi e correttivi introdotti nel quadro rafforzato dei conti pubblici siano attuati pienamente e sistematicamente (cfr. riquadro 7). In particolare, i paesi con alti livelli di indebitamento dovrebbero compiere progressi verso i propri obiettivi di bilancio a medio termine.

La disciplina di bilancio va integrata con riforme strutturali che favoriscano la crescita. Riforme strutturali di ampia portata del mercato del lavoro e di quello dei prodotti sono necessarie per migliorare le prospettive di crescita potenziali delle economie dell'area dell'euro e per contribuire alla riduzione dell'indebitamento. Inoltre, in numerosi paesi dell'area è necessario rendere il sistema tributario più favorevole alla crescita. Ad esempio, la riduzione del cuneo fiscale può avere effetti positivi sulla crescita e sull'occupazione, specie nel breve termine. Tuttavia, non può sostituire completamente le riforme strutturali del mercato del lavoro. L'esortazione a ridurre la pressione fiscale sul reddito da lavoro e a riformare il mercato del lavoro ha fatto regolarmente parte delle raccomandazioni della Commissione europea ai singoli paesi, ma i progressi compiuti sinora sono stati piuttosto limitati.

Riquadro 1

Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 22 luglio al 27 ottobre 2015

Questo riquadro descrive le operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE durante il quinto e sesto periodo di mantenimento delle riserve dell'anno, ossia dal 22 luglio all'8 settembre e dal 9 settembre al 27 ottobre 2015 rispettivamente. Nel periodo in esame, i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale (ORP), rifinanziamento marginale (ORM) e depositi presso la banca centrale (DBC) sono rimasti invariati rispettivamente allo 0,05, 0,30 e -0,20 per cento¹. La quinta operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) è stata regolata il 30 settembre 2015 per un importo di 15,5 miliardi di euro, rispetto ai 73,8 miliardi di euro dell'operazione precedente nel mese di giugno. Ciò ha portato l'ammontare totale assegnato nelle prime cinque OMRLT a 399,6 miliardi di euro². In aggiunta, l'Eurosistema ha continuato ad acquistare titoli del settore pubblico, obbligazioni garantite e attività cartolarizzate come parte del programma ampliato di acquisto di attività (PAA), per un importo programmato di 60 miliardi di euro al mese³.

Fabbisogno di liquidità

Nel periodo in esame il fabbisogno giornaliero medio di liquidità del sistema bancario, definito come la somma di fattori autonomi e riserve obbligatorie, si è collocato a 646,5 miliardi di euro, aumentando di 38,4 miliardi rispetto al periodo di riferimento precedente (ovvero il terzo e quarto periodo di mantenimento dell'anno). Ciò è dovuto principalmente a una crescita dei fattori autonomi, aumentati di 36,7 miliardi di euro fino a 533,5 (cfr. tavola).

L'aumento dei fattori autonomi ha riflesso essenzialmente un calo dei fattori di immissione di liquidità, sia per le attività nette sull'estero sia per le attività nette denominate in euro. Le attività nette sull'estero hanno raggiunto in media 623,2 miliardi di euro, con una flessione di 26,5 miliardi rispetto al precedente periodo di riferimento. L'apprezzamento dell'euro sul dollaro nel periodo in esame

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

² Per ulteriori informazioni sugli importi aggiudicati nelle OMRLT si rimanda ai relativi riquadri nelle edizioni precedenti del Bollettino o al sito internet della BCE: www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/html/index.en.html.

³ Informazioni dettagliate sul PAA sono disponibili sul sito internet della BCE: www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omt/html/index.en.html.

Tavola

Situazione di liquidità dell'Eurosistema

	Dal 22 luglio al 27 ottobre 2015		Dal 22 aprile al 21 luglio 2015		Sesto periodo di mantenimento		Quinto periodo di mantenimento	
Passività – Fabbisogno di liquidità (valori medi in miliardi di euro)								
Fattori di liquidità autonomi	1.675,7	(-14,6)	1.690,3	1.692,8	(+34,2)	1.658,6	(-37,6)	
Banconote in circolazione	1.053,9	(+19,4)	1.034,5	1.052,4	(-2,9)	1.055,3	(+12,6)	
Depositi delle amministrazioni pubbliche	79,3	(-6,3)	85,6	95,2	(+31,8)	63,4	(-32,9)	
Altri fattori autonomi	542,5	(-27,7)	570,2	545,2	(+5,4)	539,8	(-17,3)	
Strumenti di politica monetaria								
Conti correnti	446,9	(+107,5)	339,4	465,3	(+36,9)	428,4	(+47,0)	
Riserve obbligatorie minime	113,0	(+0,9)	111,2	113,2	(+0,5)	112,7	(+0,5)	
Depositi presso la banca centrale	150,4	(+49,1)	101,3	152,8	(+4,7)	148,0	(+45,0)	
Operazioni di regolazione puntuale finalizzate all'assorbimento di liquidità	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
Attività – Offerta di liquidità (valori medi in miliardi di euro)								
Fattori di liquidità autonomi	1.142,5	(-51,3)	1.193,8	1.135,7	(-13,6)	1.149,3	(-33,9)	
Attività nette sull'estero	623,2	(-26,5)	649,8	619,1	(-8,3)	627,4	(-15,5)	
Attività nette denominate in euro	519,3	(-24,8)	544,1	516,7	(-5,2)	521,9	(-18,4)	
Strumenti di politica monetaria								
Operazioni di mercato aperto	1.130,4	(+193,2)	937,2	1.175,5	(+90,2)	1.085,3	(+87,8)	
Operazioni d'asta offerte	533,4	(+20,2)	513,2	532,3	(-2,2)	534,5	(+8,8)	
ORP	71,3	(-18,4)	89,7	70,2	(-2,2)	72,4	(-10,1)	
Operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
ORLT a tre mesi	73,6	(-16,9)	90,5	69,2	(-8,9)	384,1	(+24,6)	
ORLT a tre anni	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
ORLT mirate	388,5	(+55,5)	333,0	393,0	(+8,9)	78,1	(-5,7)	
Portafogli definitivi	597,0	(+173,0)	424,0	643,2	(+92,4)	550,8	(+79,0)	
Primo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	22,2	(-2,2)	24,4	21,9	(-0,6)	22,5	(-0,8)	
Secondo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	10,5	(-0,6)	11,1	10,4	(-0,3)	10,7	(-0,1)	
Terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	114,9	(+27,8)	87,1	122,3	(+14,8)	107,6	(+12,4)	
Programma per il mercato dei titoli finanziari	128,5	(-8,2)	136,6	127,1	(-2,7)	129,8	(-4,8)	
Programma per l'acquisto di attività cartolarizzate	11,9	(+4,4)	7,5	13,2	(+2,5)	10,7	(+1,9)	
Programma di acquisto del settore pubblico	308,9	(+151,6)	157,4	348,3	(+78,6)	269,6	(+70,5)	
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,4	(+0,2)	0,2	0,1	(-0,5)	0,6	(+0,3)	
Altre informazioni basate sulla liquidità (valori medi in miliardi di euro)								
Fabbisogno aggregato di liquidità	646,5	(+38,4)	608,0	670,7	(+48,5)	622,2	(-3,4)	
Fattori autonomi ¹⁾	533,5	(+36,7)	496,8	557,5	(+48,0)	509,5	(-3,8)	
Liquidità in eccesso	483,9	(+154,7)	329,2	504,8	(+41,6)	463,1	(+91,3)	
Andamento dei tassi di interesse (valori percentuali)								
ORP	0,05	(+0,00)	0,05	0,05	(+0,00)	0,05	(+0,00)	
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,30	(+0,00)	0,30	0,30	(+0,00)	0,30	(+0,00)	
Depositi presso la banca centrale	-0,20	(+0,00)	-0,20	-0,20	(+0,00)	-0,20	(+0,00)	
Media EONIA	-0,130	(-0,022)	-0,107	-0,139	(-0,018)	-0,121	(-0,022)	

Fonte: BCE.

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

¹⁾ Comprende "voci in via di definizione".

ha prodotto una svalutazione delle attività nette sull'estero. In aggiunta, le attività nette denominate in euro hanno subito un calo di 24,8 miliardi di euro rispetto al precedente periodo di riferimento, attestandosi in media a 519,3 miliardi. La flessione delle attività nette denominate in euro ha rispecchiato la svalutazione dei titoli detenuti dall'Eurosistema per fini non connessi alla politica monetaria, nonché l'aumento delle passività detenute dalle istituzioni estere presso le banche centrali nazionali. Sebbene in precedenza le stesse istituzioni estere avessero significativamente ridotto le proprie disponibilità liquide presso l'Eurosistema per evitare i tassi di interesse negativi, nel periodo in esame le disponibilità hanno ripreso a crescere, probabilmente anche in ragione del minor numero di alternative interessanti disponibili sul mercato.

I fattori di assorbimento di liquidità sono diminuiti nel periodo in esame, a causa di un calo di altri fattori autonomi che è stato solo in parte compensato dal normale aumento stagionale di circolazione delle banconote durante i

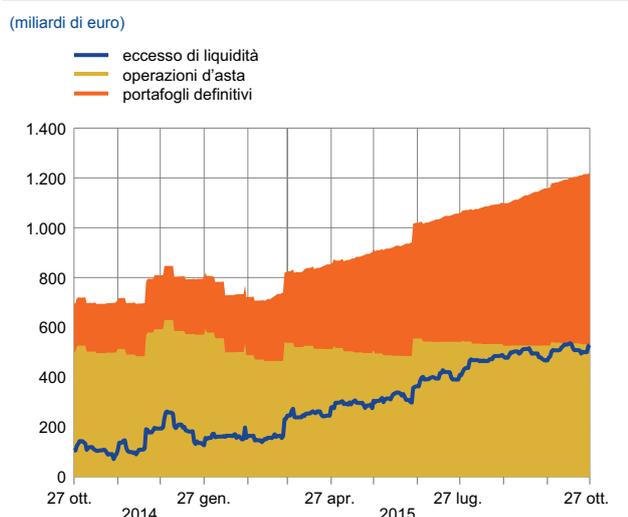
mesi estivi. Gli altri fattori autonomi hanno raggiunto, in media, 542,5 miliardi di euro, in calo di 27,7 miliardi rispetto al precedente periodo di riferimento, riflettendo principalmente una riduzione dei conti di rivalutazione. Inoltre, al calo del fabbisogno di liquidità hanno contribuito i depositi delle amministrazioni pubbliche diminuiti di 6,3 miliardi di euro fino a 79,3. Tale calo dei depositi delle amministrazioni pubbliche ha rispecchiato la generale tendenza al ribasso osservata da settembre 2014 (in corrispondenza della riduzione al -0,20 per cento del tasso sui depositi presso la banca centrale), compensando in parte l'aumento registrato nel precedente periodo di riferimento, quando le alternative di collocamento sul mercato della liquidità a disposizione delle tesorerie nazionali erano molto limitate. La flessione osservata nel periodo in esame è legata alla riduzione dei tassi di interesse che alcune tesorerie nazionali sono state disposte ad accettare collocando sul mercato il proprio eccesso di liquidità. D'altro canto, le banconote in circolazione, seguendo il consueto andamento stagionale, sono aumentate durante l'estate raggiungendo i 1.053,9 miliardi di euro, 19,4 in più rispetto alla media del precedente periodo di riferimento, compensando in parte la diminuzione degli altri fattori di assorbimento della liquidità.

La volatilità dei fattori autonomi è rimasta elevata durante il periodo in esame, riflettendo principalmente le forti fluttuazioni dei depositi delle amministrazioni pubbliche e la rivalutazione trimestrale delle attività nette sull'estero e delle attività nette denominate in euro. Tuttavia, tale volatilità è risultata di entità inferiore rispetto al precedente periodo di riferimento, mentre il livello dei fattori autonomi ha continuato a registrare una tendenza al rialzo.

L'errore assoluto medio nelle previsioni settimanali dei fattori autonomi è rimasto invariato a 6,4 miliardi di euro nel periodo in esame, principalmente in ragione degli errori di previsione per i depositi delle amministrazioni pubbliche che, seppure in calo, rimangono la principale fonte di errore, confermando la difficoltà

di formulare previsioni sulle attività di investimento delle tesorerie nazionali in presenza di tassi a breve termine del mercato monetario sempre più negativi e di alti livelli di liquidità in eccesso.

Figura
Andamento degli strumenti di politica monetaria ed eccesso di liquidità



Fonte: BCE.

Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

L'ammontare medio della liquidità offerta tramite operazioni di mercato aperto (operazioni d'asta e acquisti in via definitiva) è aumentato di 193,2 miliardi di euro, raggiungendo i 1.130,4 miliardi (cfr. figura). Gli acquisti in via definitiva, derivanti principalmente dal programma di acquisto di titoli del settore pubblico, hanno rappresentato il 90 per cento dell'aumento.

Il livello medio della liquidità offerta tramite operazioni d'asta è aumentato di 20,2 miliardi di euro, fino a 533,4 miliardi. Tale aumento è dovuto alle OMRLT.

Il livello medio della liquidità offerta tramite ORP e ORLT a tre mesi si è ridotto di 18,4 e 16,9 miliardi di euro rispettivamente. Tale riduzione è stata però più che compensata dal livello medio della liquidità offerta tramite OMRLT, aumentato di 55,5 miliardi di euro fino a 388,5 miliardi. Il quinto periodo di mantenimento è quello che ha contribuito maggiormente a tale incremento, poiché l'operazione in giugno ha registrato un ammontare aggiudicato significativamente più alto rispetto all'operazione in settembre.

Il livello medio della liquidità offerta tramite portafogli di attività detenute a titolo definitivo è aumentato di 173,0 miliardi di euro, fino a 597,0 miliardi, principalmente sulla scia del programma di acquisto di titoli del settore pubblico. Tale aumento, derivante dal programma di acquisto di titoli del settore pubblico, dal terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite e dal programma di acquisto di attività cartolarizzate (aumentati rispettivamente di 151,6, di 27,8 e di 4,4 miliardi di euro) ha più che compensato il rimborso di obbligazioni detenute dal programma per il mercato dei titoli finanziari e i due precedenti programmi di acquisto di obbligazioni garantite.

Liquidità in eccesso

A seguito degli andamenti sopra illustrati, nel periodo in esame la liquidità in eccesso media è aumentata di ulteriori 154,7 miliardi di euro, fino a 483,9 miliardi (cfr. figura). Tale aumento è stato registrato principalmente nel quinto periodo di mantenimento, quando la liquidità in eccesso media è cresciuta di 91,3 miliardi di euro a causa di fattori autonomi rimasti sostanzialmente invariati. Nel sesto periodo di mantenimento la liquidità in eccesso media ha registrato una tendenza al rialzo meno decisa, con un aumento di 41,6 miliardi di euro. La relativa debolezza di tale incremento ha riflesso principalmente l'aumento dei fattori autonomi, che hanno in parte assorbito l'aumento nel PAA - ulteriore prova dell'impatto della volatilità dei fattori autonomi sull'andamento della liquidità in eccesso.

La crescita della liquidità in eccesso ha avuto riscontro in una media più elevata delle disponibilità giornaliere di conto corrente, aumentata di 107,5 miliardi di euro fino a 446,9 miliardi. Questo aumento è stato equamente distribuito sui due periodi di mantenimento, con un livello medio di disponibilità cresciuto di 47,0 e 36,9 miliardi di euro, rispettivamente, nel quinto e sesto periodo di mantenimento. Anche il ricorso relativo ai depositi presso la banca centrale è aumentato, seppure in misura minore, fino a 150,4 miliardi di euro con un incremento di 49,1 miliardi.

Andamenti dei tassi di interesse

Analogamente al precedente periodo di riferimento, i tassi del mercato monetario hanno continuato a diminuire, riflettendo la prolungata crescita

dell'eccesso di liquidità e la crescente accettazione da parte degli attori di mercato di scambi a tassi negativi.

Nel segmento non garantito, il tasso Eonia si è collocato in media a -0,130 per cento, in calo rispetto al -0,107 per cento del precedente periodo di riferimento. La flessione è stata molto pronunciata nel sesto periodo di mantenimento, quando l'Eonia ha raggiunto una media di -0,139 per cento, ovvero 1,8 punti base in meno rispetto al periodo di mantenimento precedente. Nel segmento garantito, i tassi overnight sono scesi a livelli vicini al tasso sui depositi presso la banca centrale, mentre i tassi di alcuni titoli specifici utilizzati come garanzia⁴ sono scesi anche al di sotto di tale tasso. I tassi medi dei pronti contro termine overnight nel mercato GC Pooling⁵ sono scesi a -0,187 e -0,184 per cento, rispettivamente, per il paniere dei collaterali standard e ampliato, ovvero 0,7 e 1,4 punti base in meno rispetto al precedente periodo di riferimento.

⁴ Cfr., ad esempio, il tasso RFR (RepoFunds Rate): www.repofundsrate.com.

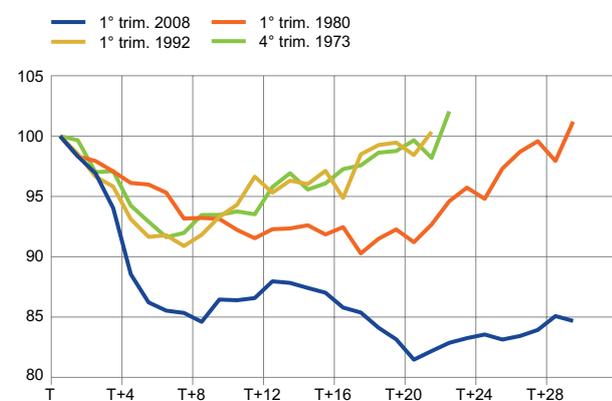
⁵ Il mercato GC pooling consente la negoziazione dei pronti contro termine sulla piattaforma Eurex a fronte di panieri di collaterali standardizzati.

Riquadro 2

I fattori alla base degli scarsi investimenti nell'area dell'euro: evidenze da un'indagine tra le grandi imprese

Figura A
Investimenti dell'area dell'euro in tempi di ripresa

(indice: picco pre-crisi = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: T si riferisce ai livelli di picco precedenti la crisi per ciascun periodo. I trimestri successivi riportati sull'asse delle ascisse indicano il numero di trimestri necessari, in prospettiva storica, per recuperare tali livelli.

Tavola A

Statistiche sintetiche di un'indagine ad hoc sugli investimenti

	Partecipanti		Quota dell'economia complessiva
	Numero	Quota nell'indagine	Quota del valore aggiunto
Occupazione (migliaia di unità)	3.770		2,5%
Investimenti (milioni di euro)	35.145		3,0%
Scomposizione settoriale			
Industria al netto delle costruzioni	31	42%	28%
Costruzioni ¹⁾	13	18%	23%
Servizi	30	41%	49%
<i>di cui:</i>			
alle imprese	11	15%	22%
ai consumatori	19	26%	27%

Fonti: indagine sugli investimenti, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati sul numero di dipendenti e sul budget per gli investimenti nel 2014 sono stati segnalati dai partecipanti all'indagine. La quota del valore aggiunto si riferisce al settore delle imprese non finanziarie ed esclude i comparti finanziario, pubblico e agricolo. L'industria al netto delle costruzioni comprende le imprese di trasformazione degli alimenti e i produttori agricoli.

1) Le costruzioni includono il settore immobiliare.

Malgrado la ripresa economica in atto nell'area dell'euro, gli investimenti restano contenuti rispetto ai livelli anteriori la crisi e mostrano una dinamica molto debole nel raffronto storico (cfr. figura A).

In qualche misura la lenta ripresa degli investimenti dell'area dell'euro riflette la natura della crisi, durata così a lungo che il prodotto non ha ancora recuperato il suo livello pre-crisi. Essa dipende tuttavia anche da altri fattori, che riguardano l'accesso al finanziamento, timori più generali delle imprese di riflesso alle condizioni della domanda, le prospettive di crescita e vincoli più ampi a livello di singole società. Tutti questi elementi riducono l'incentivo a investire e hanno contribuito, con intensità variabile e in periodi diversi, a limitare gli investimenti nell'area dell'euro. Il presente riquadro riassume i risultati di un'indagine ad hoc straordinaria condotta tra le maggiori imprese dell'area per approfondire lo stato degli investimenti e i relativi ostacoli.

La tavola A sintetizza la scomposizione e la rappresentatività delle 74 risposte ricevute¹.

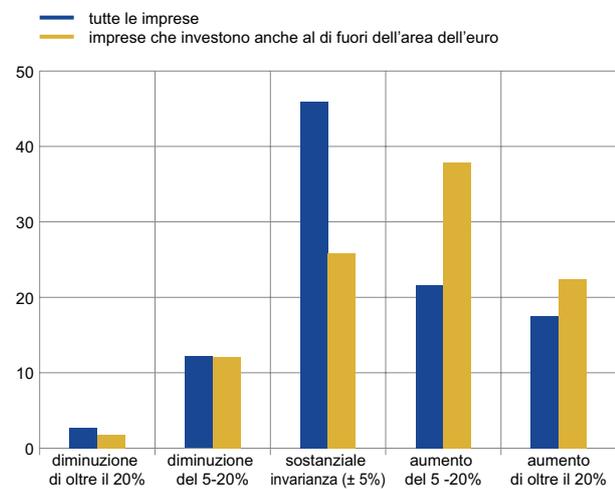
31 partecipanti appartengono al settore industriale in senso lato (incluse tre imprese di produzione o trasformazione dei beni agricoli), 13 operano nel comparto delle costruzioni o svolgono attività correlate e 30 sono attivi nel settore dei servizi (che comprende il commercio al dettaglio e i trasporti, i servizi alle imprese e quelli ai consumatori). Da un confronto con i dati di contabilità nazionale emerge che le 74 imprese interpellate rappresentano nell'insieme il 2,5 per cento circa dell'occupazione complessiva e il 3 per cento della spesa totale del settore privato per investimenti diversi da quelli immobiliari nel 2014.

¹ L'indagine sugli investimenti è stata inviata per e-mail direttamente ai CFO di un campione di grandi imprese dell'area dell'euro, con l'indicazione di rispondere in forma cartacea. Il questionario, che comprendeva domande a risposta chiusa e a risposta aperta, verteva sui seguenti aspetti: piani di investimento e relativa strategia per il 2015; piani di investimento attuali e futuri; indicazioni sugli ostacoli esistenti e sulle misure di politica economica che potrebbero contribuire a sostenere/incoraggiare ulteriori investimenti nell'area dell'euro nel più lungo termine.

Figura B

Piani di investimento delle grandi imprese:
confronto tra 2015 e 2014

(in percentuale delle imprese segnalanti)



Fonti: indagine sugli investimenti ed elaborazioni della BCE.

Tavola B

Scomposizione della spesa per investimenti
per categoria

(in percentuale delle imprese segnalanti)

	<30%	30%-60%	>60%
Investimenti in immobilizzazioni materiali	10%	19%	71%
Ricerca e sviluppo	72%	22%	7%
Altro (ad es. immobilizzazioni immateriali)	84%	12%	4%

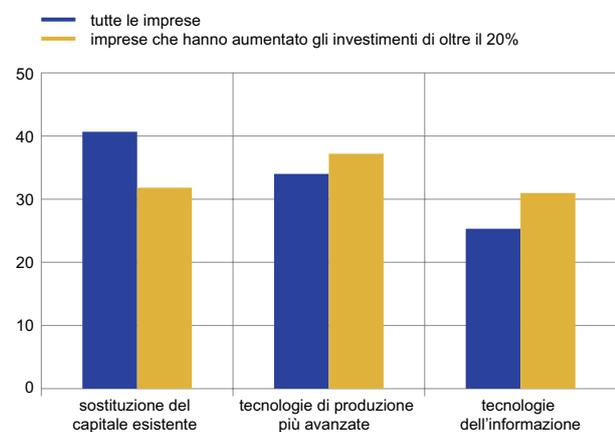
Fonti: indagine sugli investimenti ed elaborazioni della BCE.

Nota: eventuali mancate quadrature dei valori in ciascuna riga sono dovute ad arrotondamenti.

Figura C

Scomposizione degli investimenti in immobilizzazioni
materiali per tipologia

(quota media degli investimenti delle imprese segnalanti)



Fonti: indagine sugli investimenti ed elaborazioni della BCE.

Gli intervistati segnalano nel complesso un incremento dei budget per gli investimenti tra il 2014 e il 2015 (cfr. figura B). Tuttavia, di fronte al

protrarsi di una crescita modesta nell'area dell'euro, quasi la metà dei partecipanti all'indagine avrebbe mantenuto il proprio budget pressoché invariato. Per quanto concerne il sottoinsieme delle imprese che investono anche in paesi non appartenenti all'area dell'euro (pari a oltre due terzi), i tassi di investimento sono risultati tipicamente superiori al di fuori dell'area (cfr. le barre gialle nella figura B), specie nel caso di grandi società multinazionali attive nei settori manifatturiero e delle costruzioni. Quanto alle principali destinazioni degli investimenti verso l'esterno dell'area, le risposte citano in prevalenza le economie emergenti e i paesi avanzati non membri dell'UE, a indicare il perdurare di timori per i rendimenti potenziali nell'area dell'euro e più in generale nell'Unione.

La quota di gran lunga più consistente dei budget di investimento è stata assorbita dagli investimenti in immobilizzazioni materiali, mentre le voci ricerca e sviluppo (R&S) e immobilizzazioni immateriali hanno costituito una percentuale molto inferiore (cfr. tavola B). Interpellate sulla composizione della

spesa per investimenti, il 71 per cento delle imprese ha dichiarato di aver investito oltre il 60 delle risorse in immobilizzazioni materiali, a fronte dell'appena 7 che ha dato priorità a quelle immateriali o alle attività di R&S. Tipicamente, le imprese che hanno effettuato cospicui investimenti in R&S hanno tendenzialmente sviluppato nuove tecnologie in grado di migliorare la capacità produttiva, per rispondere a prescrizioni rigorose in materia regolamentare o di ambiente oppure per tutelare diritti di proprietà intellettuale.

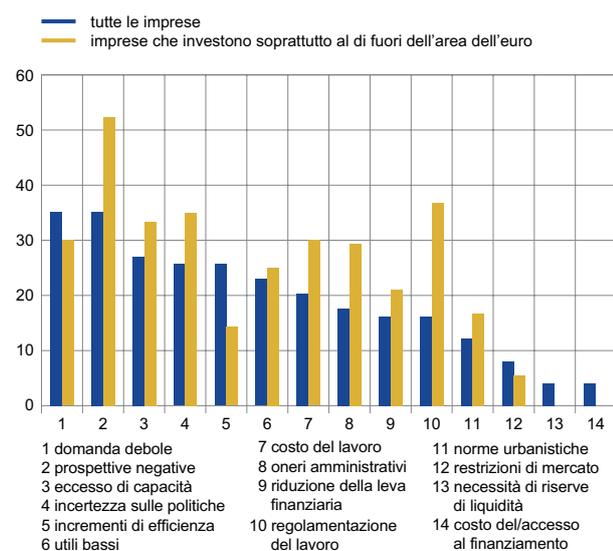
Gli investimenti in immobilizzazioni materiali erano generalmente finalizzati alla sostituzione del capitale, anziché all'adozione di tecnologie più avanzate (cfr. figura C). Come si evince dalla figura

C, circa il 41 per cento di tali investimenti sarebbe stato destinato alla sostituzione degli stock di capitale esistente, piuttosto che a novità o progressi tecnologici. Tra le imprese che effettuano investimenti rilevanti (vale a dire quante nel 2015 hanno aumentato il budget almeno del 20 per cento rispetto all'anno precedente, contrassegnate in giallo nella figura C), la quota degli investimenti in immobilizzazioni materiali utilizzata per "tecnologie più avanzate" e attrezzature informatiche

è risultata in genere leggermente superiore. Tuttavia, in molti casi l'incremento della spesa per tecnologie più avanzate perseguiva non l'obiettivo di migliorare i processi o personalizzare il prodotto, ma quello di conseguire risparmi di costo e una crescita della produttività più vigorosa.

Figura D
Ostacoli agli investimenti nell'area dell'euro

(in percentuale delle imprese segnalanti)



Fonti: indagine sugli investimenti ed elaborazioni della BCE.

I vincoli finanziari legati al costo del finanziamento o alla facilità ad accedervi sono stati raramente considerati ostacoli importanti (cfr. figura D)².

Nel complesso le risposte sono coerenti nell'indicare che, al momento, gli investimenti dell'area dell'euro risentirebbero soprattutto di fattori dal lato della domanda, connessi all'attuale debolezza di quest'ultima e alle sfavorevoli prospettive di crescita. Anche l'incertezza riguardo alle politiche strutturali e di bilancio in alcuni paesi dell'area eserciterebbe una significativa azione di freno sugli investimenti. Inoltre, gli intervistati hanno citato tra i fattori attualmente di ostacolo agli investimenti nell'area dell'euro rigidità strutturali e vincoli regolamentari, come l'elevato costo del lavoro, la regolamentazione dell'impiego, gli oneri burocratici, norme urbanistiche³ e le rigidità presenti nei mercati dei beni e servizi. Le imprese che investono prevalentemente al di fuori dell'area hanno spesso annoverato tra gli ostacoli più forti la regolamentazione dei mercati del lavoro, il costo del lavoro e la burocrazia, insieme alle deboli prospettive di crescita e all'incertezza sulle politiche.

Ai partecipanti è stato altresì chiesto di indicare i cambiamenti necessari sul piano delle politiche per incoraggiare un aumento degli investimenti nell'area dell'euro. Ne emerge che occorrerebbero soprattutto riforme dei mercati del lavoro e dei beni e servizi a livello nazionale, nonché una maggiore armonizzazione fiscale. Secondo gli interpellati, in un contesto di più marcata variabilità della domanda, si avvertirebbe sempre più l'esigenza di politiche che migliorino la flessibilità del lavoro e mitigino i rischi connessi alle assunzioni a tempo indeterminato, oltre che i relativi costi. Tre degli otto suggerimenti più frequenti vertevano su interventi nei mercati del lavoro, che mirino rispettivamente a migliorare la flessibilità dell'impiego, ridurre il costo del lavoro e porre maggiormente l'accento sulla riqualificazione. È stato sottolineato l'impatto negativo dell'elevato costo del lavoro sulla competitività nell'area dell'euro. Diversi partecipanti all'indagine hanno infatti invocato una riduzione degli oneri sociali e del costo degli esuberanti di personale, misure che contribuirebbero a ripristinare la competitività nell'area e incoraggiare

² Le imprese più piccole indicano da tempo le maggiori difficoltà di accesso al credito come un ostacolo agli investimenti. Nondimeno, dall'ultima edizione dell'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the access to finance of enterprises, SAFE) emerge una notevole riduzione di queste difficoltà nel corso del 2015. Cfr. *Survey on the access to finance of enterprises in the euro area – April to September 2015*, BCE, Francoforte sul Meno, dicembre 2015, disponibile all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu>.

³ Si tratta tipicamente di norme di pianificazione urbanistica che limitano il numero, le dimensioni o l'attività delle imprese operanti in una particolare area.

così una più solida attività di investimento. Inoltre, gli intervistati hanno spesso suggerito riforme dei mercati dei beni e servizi che accrescano la concorrenza all'interno dell'UE e consentano alle imprese di beneficiare di maggiori economie di scala e di scopo, aumentando così i rendimenti potenziali degli investimenti. Diversi hanno evidenziato la necessità di assicurare parità regolamentare per le imprese insediate all'esterno e all'interno dell'UE, di modo da non svantaggiare i fornitori e produttori interni. Infine, sarebbero di stimolo agli investimenti una semplificazione dei sistemi fiscali e un'armonizzazione delle relative norme, affinché le imprese produttive possano crescere più rapidamente e trarre giovamento dal recente ampliamento di alcuni mercati.

Riquadro 3

Il ruolo degli effetti base nelle proiezioni sull'inflazione al consumo

Gli effetti base avranno un forte impatto sulle proiezioni relative all'inflazione generale misurata sullo IAPC nel breve termine. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2015, segnalano un notevole incremento dell'inflazione al consumo alla fine dell'anno seguito da una temporanea moderazione fino alla metà del 2016¹. Questo andamento è sostanzialmente riconducibile all'incidenza degli effetti base sul tasso tendenziale di variazione dei prezzi dell'energia, la componente più volatile dell'inflazione armonizzata.

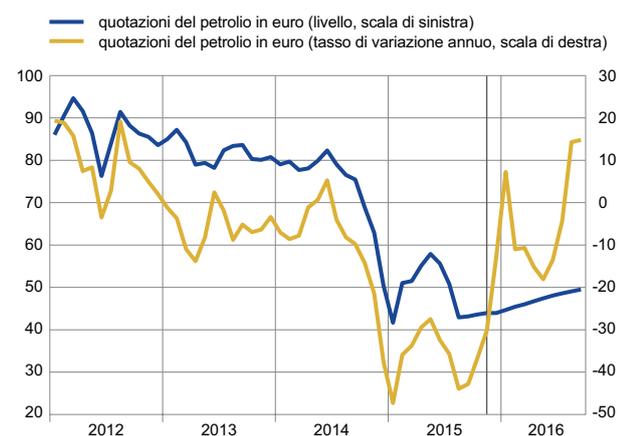
Le quotazioni del petrolio hanno subito forti oscillazioni dalla metà del 2014, che si rifletteranno nel tasso di variazione sui dodici mesi, se si ipotizza una dinamica regolare dei corsi petroliferi nel prossimo periodo. I corsi del greggio sono diminuiti dalla metà del 2014 fino a gennaio 2015 e, dopo un temporaneo rialzo tra febbraio e maggio 2015, hanno assunto di nuovo un profilo discendente a partire da giugno 2015 (cfr. figura A). In prospettiva, la curva dei prezzi dei contratti future sul petrolio risulta relativamente uniforme con una modesta inclinazione

verso l'alto². Questo implica che se i corsi petroliferi seguono il previsto andamento dei future, la traiettoria attesa dei tassi tendenziali dell'inflazione relativa ai beni energetici rispecchierà in prevalenza le passate oscillazioni delle quotazioni del greggio. L'evoluzione del tasso di crescita sui dodici mesi di questi corsi (e dell'energia) è dunque influenzata da effetti base, ossia variazioni mensili "atipiche" nell'indice dei prezzi dei prodotti energetici occorse 12 mesi prima. In assenza di netti movimenti a livello di imposte e di margini di raffinazione e distribuzione, l'andamento dei corsi petroliferi espressi in euro si traduce quasi interamente in andamenti corrispondenti dei prezzi al consumo dei combustibili (che costituiscono la maggior parte dei prezzi al consumo dell'energia), incidendo quindi sui prezzi dei beni energetici in generale (cfr. figura B).

Figura A

Quotazioni petrolifere e prezzi dei contratti future sul greggio

(variazioni percentuali annue; euro al barile)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Nota: la linea verticale separa i dati dai future e si riferisce al 12 novembre 2015, data di aggiornamento delle ipotesi delle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro* formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2015.

La quantificazione degli effetti base comporta un grado di incertezza. Non vi è un unico metodo

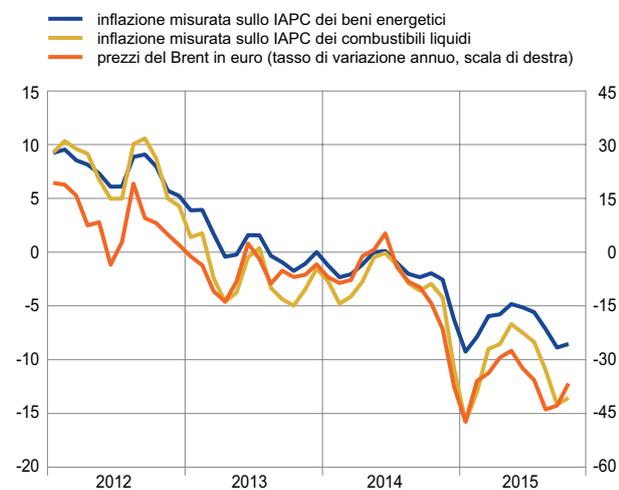
¹ Cfr. l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro* formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2015, pubblicato nel sito web della BCE il 3 dicembre 2015.

² Per la conversione dei prezzi dei contratti future sul petrolio in dollari USA, si assume che il livello medio del tasso di cambio dollaro/euro rimanga invariato al livello medio osservato nelle due settimane che terminano il 12 novembre (ovvero alla data di aggiornamento delle ipotesi tecniche alla base delle previsioni macroeconomiche formulate a dicembre 2015 dagli esperti dell'Eurosistema).

Figura B

Quotazioni petrolifere e inflazione dei beni energetici

(variazioni percentuali annue, dati mensili)

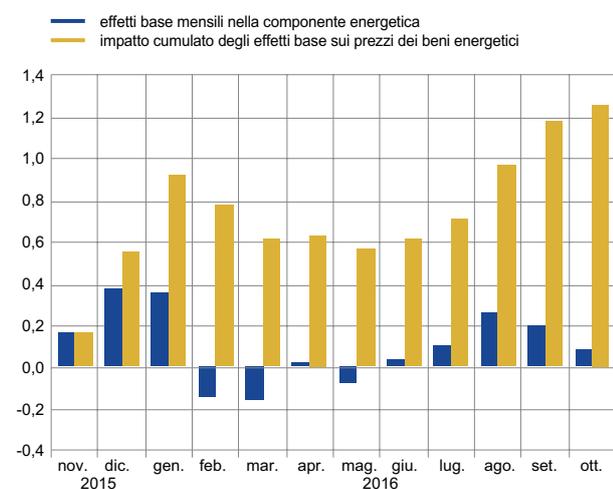


Fonti: Bloomberg, Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Figura C

Effetti base riconducibili ai prezzi dei beni energetici

(contributi in punti percentuali alla variazione dell'inflazione armonizzata complessiva)



Fonte: elaborazioni della BCE.

per quantificare l'impatto che una variazione mensile "atipica" di prezzo occorsa 12 mesi prima esercita sulla dinamica del tasso di inflazione sui dodici mesi. In precedenti analisi riportate nel Bollettino della BCE, questo impatto è stato calcolato per ogni mese sottraendo l'effettivo movimento mensile da un effetto stagionale stimato e un "trend", vale a dire la variazione mensile media osservata dalla metà degli anni '90³. Nel caso dell'inflazione dei beni energetici, dove la serie non mostra effetti stagionali stabili, ciò si riduce a un semplice confronto con il trend (che riflette l'incidenza del rincaro a lungo termine del petrolio). Le oscillazioni delle quotazioni del greggio dall'autunno del 2014 evidenziano ampi effetti base positivi alla fine dell'anno 2015/2016 seguiti da un'alternanza di effetti base negativi e positivi che daranno forma al profilo atteso dell'inflazione dei beni energetici e, pertanto, dell'inflazione al consumo nei prossimi 12 mesi (cfr. figura C), supponendo che le quotazioni petrolifere seguano la prevista traiettoria dei future. L'impatto cumulato che gli effetti base per l'inflazione dell'energia esercitano sull'inflazione generale armonizzata risulta pari a circa 1,3 punti percentuali nel periodo compreso tra novembre 2015 e ottobre 2016. La stima di questo impatto è in qualche misura più bassa quando si ipotizza l'assenza di un trend dei prezzi del petrolio (ossia 0,9 punti percentuali nei prossimi 12 mesi)⁴.

Nel complesso, la dinamica dell'inflazione generale al consumo in base alle proiezioni per i prossimi 12 mesi è in larga parte determinata da effetti base riconducibili alla componente energetica. Questi effetti base produrranno un forte incremento dell'inflazione fino a gennaio 2016 e un marginale calo temporaneo durante la prima metà del 2016, nell'ipotesi che le quotazioni petrolifere seguano realmente l'andamento previsto dai future.

³ Cfr., ad esempio, il riquadro *Effetti base delle componenti volatili dello IAPC e impatto sull'inflazione armonizzata nel 2014*, nel numero di febbraio 2014 del Bollettino mensile della BCE. Il trend è pari a circa 0,3 punti percentuali.

⁴ Come accadrebbe osservando la curva di solito piuttosto piatta dei prezzi dei contratti future sul petrolio.

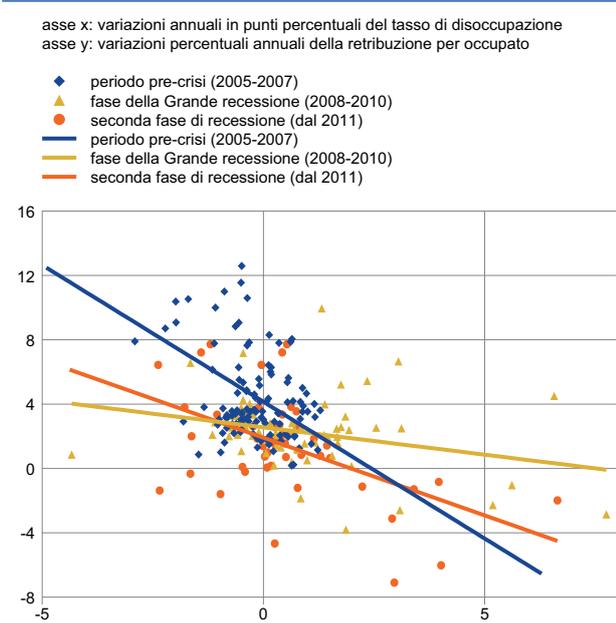
Riquadro 4

La rigidità al ribasso dei salari e il ruolo delle riforme strutturali nell'area dell'euro

Questo riquadro analizza il ruolo delle riforme strutturali e delle istituzioni del mercato del lavoro nell'adeguamento salariale nell'area dell'euro, con un'enfasi sulla rigidità al ribasso dei salari. Oltre alla possibilità che la produttività dei lavoratori possa risentire del calo dei salari, come sostenuto dalla teoria dei salari di efficienza, la rigidità al ribasso dei salari ha altre importanti conseguenze macroeconomiche. L'evidenza empirica sembra suffragare l'ipotesi che l'aggiustamento del fattore lavoro è più lento quando i salari sono rigidi e che le riforme strutturali possono facilitare il processo di aggiustamento.

Figura A

Variazioni della retribuzione per occupato e variazioni del tasso di disoccupazione nei paesi dell'area dell'euro.



Fonte: *Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets*, Figura 50 (aggiornata), Occasional Paper della BCE, n. 159, Francoforte sul Meno, febbraio 2015.

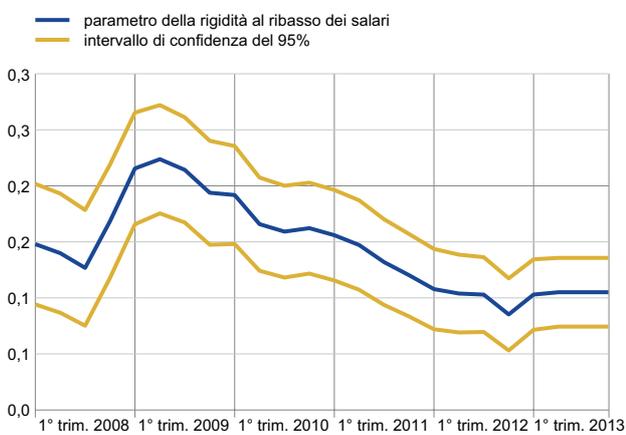
La risposta dei salari al tasso di disoccupazione nell'area dell'euro sembra variare significativamente tra diversi periodi. La figura A mostra che nella fase di crescita sostenuta del PIL antecedente alla crisi i salari avevano reagito in maniera relativamente significativa alle variazioni del tasso di disoccupazione. Invece, nella prima fase della crisi, la cosiddetta "Grande recessione", questa relazione si è notevolmente indebolita, forse a dimostrazione di una rigidità al ribasso dei salari. La risposta dei salari alla disoccupazione si è nuovamente rafforzata nella seconda fase della crisi (caratterizzata dalla recessione iniziata verso la fine del 2011), ma è rimasta nettamente più debole rispetto al periodo pre-crisi.

Reazioni diverse dei salari alla disoccupazione in fasi differenti del ciclo economico sembrano essere in parte riconducibili alle rigidità al ribasso dei salari che caratterizzano i vari paesi dell'area dell'euro. Le evidenze a livello micro dell'esistenza di rigidità salariali sono relativamente ben consolidate e supportano il fatto che ridurre i salari è difficile¹. Ciò è

¹ Cfr., ad esempio, Babecký, J., Du Caju, P., Kosma, T., Lawless, M., Messina, J. e Røðm, T., "Downward Nominal and Real Wage Rigidity: Survey Evidence from European Firms", *Scandinavian Journal of Economics*, Wiley Blackwell, vol. 112(4), pagg. 884-910, dicembre 2010. Cfr. anche Boeri, T. e Jimeno, J.F., "Unemployment in Europe: What does it take to bring it down?", maggio 2015 (disponibile all'indirizzo <http://economyinfo.com/wp-content/uploads/2015/05/Boeri.pdf>). I dati disponibili indicano che i congelamenti dei salari sembrano rappresentare un limite inferiore per la flessibilità dei salari. Ad esempio, l'edizione del dicembre 2014 del Bollettino economico del Banco de España rileva che nel 2008 il 5 per cento degli accordi salariali in Spagna è stato costituito da accordi di congelamento, mentre nel 2013 quasi un terzo dei salari è stato congelato nel settore privato.

Figura B**Profilo temporale del parametro della rigidità al ribasso dei salari per l'area dell'euro**

(regressioni mobili; punti percentuali)



Fonte: Anderton e Bonthuis (2015).

Note: il parametro indica la misura in cui la reazione della crescita dei salari nominali alle variazioni della disoccupazione si è attenuata nelle fasi di contrazione dell'economia (sulla base delle regressioni panel dei dati di tutti i paesi dell'area dell'euro). Quanto più positivo è il parametro, tanto più debole è la reazione dei salari alla disoccupazione nelle fasi di contrazione. Il profilo temporale del parametro è desunto dalle regressioni mobili.

confermato anche dai recenti risultati della terza tornata dell'indagine presso le imprese del Wage Dynamics Network. A livello macro, Heinz and Rusinova (2011)² dimostrano che i salari sembrano essere meno sensibili alla disoccupazione in presenza di un unemployment gap positivo. Questo è confermato da uno studio recente di Anderton and Bonthuis (2015)³, che mostra una minore sensibilità al ribasso dei salari a un aumento della disoccupazione nelle fasi di calo. La figura B illustra il profilo temporale del parametro della rigidità al ribasso dei salari stimato da Anderton e Bonthuis (2015), che sembra anche coerente con i dati della figura A: entrambe le figure indicano un indebolimento della rigidità al ribasso dei salari quando la crisi è diventata più duratura.

Le istituzioni del mercato del lavoro sembrano avere un ruolo importante nell'adeguamento dei salari.

La tavola fornisce una panoramica delle caratteristiche delle contrattazioni salariali nei mercati del lavoro dell'area dell'euro e conferma una significativa

Tavola**Caratteristiche delle contrattazioni salariali nei paesi dell'area dell'euro nel 2014 ed evoluzione dal 2007**

Paese	Tasso di sindacalizzazione	Coordinamento delle contrattazioni salariali	Il/i livello/i dominante/i a cui si svolgono le contrattazioni salariali	Fissazione del salario minimo
Belgio	55* ↗	5 ↔	5 ↔	3 ↔
Germania	18* ↘	4 ↔	3 ↔	1 ↔
Estonia	7** ↘	1 ↘	1 ↔	3 ↔
Irlanda	34* ↗	1 ↘	1 ↘	6* ↔
Grecia	22* ↘	2 ↘	2 ↘	8 ↗
Spagna	17* ↗	3 ↘	3 ↔	8 ↗
Francia	8* ↗	2 ↔	3 ↔	8 ↔
Italia	37* ↗	3 ↔	3 ↔	1 ↔
Cipro	45* ↘	2 ↔	2 ↔	7 ↔
Lettonia	13** ↘	1 ↔	1 ↔	8 ↗
Lituania	9** ↘	1 ↔	1 ↔	5 ↔
Lussemburgo	33** ↘	2 ↔	2 ↔	7 ↔
Malta	53** ↘	2 ↔	1 ↔	7 ↔
Paesi Bassi	18* ↘	4 ↔	3 ↔	7 ↔
Austria	27* ↘	4 ↔	3 ↔	2 ↗
Portogallo	19** ↘	2 ↔	3 ↔	8* ↔
Slovenia	21* ↘	3 ↘	3 ↘	7 ↔
Slovacchia	13* ↘	3 ↗	2 ↔	8 ↗
Finlandia	69* ↘	5 ↗	4 ↗	2 ↘

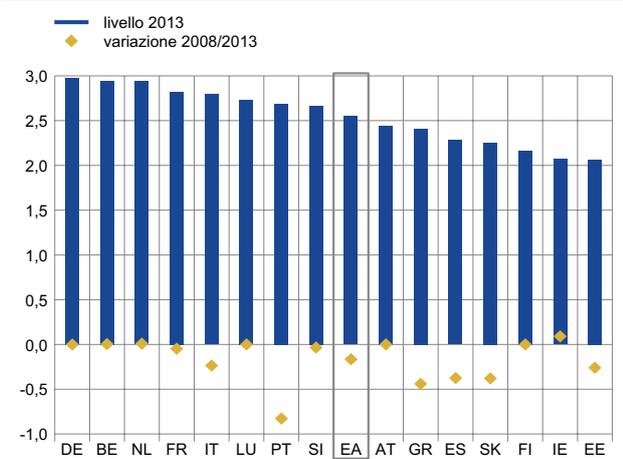
Fonti: Jelle Visser, ICTWSS: banca dati sulle caratteristiche istituzionali dei sindacati, sulla fissazione dei salari, sull'intervento pubblico e sui patti sociali in 51 paesi tra il 1960 e il 2014, versione 5.0, Amsterdam Institute for Advanced Labour Studies (AIAS), ottobre 2015; e calcoli BCE.

Note: i dati si riferiscono al 2014, salvo altrimenti indicato (i dati contrassegnati con * si riferiscono al 2013 e quelli contrassegnati con ** al 2012). Per ulteriori informazioni cfr. il libro codice all'indirizzo <http://www.uvaaias.net/208>. Le frecce indicano la direzione delle variazioni rispetto al 2007. Il tasso di sindacalizzazione rappresenta l'adesione netta ai sindacati in percentuale dei percettori di salari in attività.

Il coordinamento delle contrattazioni salariali va da 5 = contrattazione salariale centralizzata a 1 = contrattazione salariale frammentata, principalmente a livello di impresa. Il/i livello/i dominante/i a cui si svolgono le contrattazioni va/vanno da 5 = contrattazione centrale o a livello di settore a 1 = contrattazione locale o a livello di impresa. La fissazione del salario minimo va da 0 = nessun salario minimo obbligatorio, nessun accordo settoriale o nazionale a 8 = il salario minimo è fissato dal governo senza una regola predefinita.

² Heinz, F. F. e Rusinova, D., "How flexible are real wages in EU countries? A panel investigation", *Working Paper Series*, n. 1360, BCE, Francoforte sul Meno, luglio 2011.

³ Anderton, R. e Bonthuis, B., "Downward Wage Rigidities in the Euro Area", *GEP Research Paper Series*, n. 15/09, University of Nottingham, luglio 2015.

Figura C**Legislazione per la protezione dell'impiego**

Fonte: OCSE.

Note: i paesi sono ordinati in base alle classifiche 2013. I dati sono basati su indicatori sintetici della rigidità della regolamentazione dei mercati del lavoro (ad es. periodi di preavviso, indennità di fine rapporto e utilizzo di contratti temporanei). Sebbene l'indicatore non rilevi tutti i fattori che possono influenzare la regolamentazione, fornisce un'indicazione ragionevole delle rigidità che può essere confrontata tra paesi. Un livello più elevato denota una regolamentazione più rigida. La media dell'area dell'euro consiste di paesi che sono membri dell'OCSE e per cui sono disponibili dati.

eterogeneità tra i paesi dell'area a livello di istituzioni del mercato del lavoro. Alcuni paesi, come gli Stati baltici, sono generalmente definiti "flessibili", dato il loro sistema di contrattazione salariale decentralizzato e un tasso di sindacalizzazione relativamente basso. Molti altri paesi dell'area dell'euro, invece, sono caratterizzati da una forte presenza dei sindacati (ad es. Belgio, Malta e Finlandia), da un alto grado di coordinamento dei processi di contrattazione salariale (ad es. Belgio, Germania, Paesi Bassi, Austria e Finlandia) e dalla fissazione di un minimo salariale (ad es. Grecia, Spagna, Francia, Lettonia, Portogallo e Slovacchia). Unitamente a meccanismi di indicizzazione a livello di intera economia e a una rigida legislazione per la protezione dell'impiego (cfr. figura C), ciò potrebbe tradursi in rigidità al ribasso dei salari.

I paesi dell'area dell'euro, specie quelli più colpiti dalla crisi, hanno attuato ampi programmi di riforma strutturale. Ciò è confermato dagli interventi di modifica alla legislazione per la protezione dell'impiego (cfr. figura C), da cui si evince che le riforme del

mercato del lavoro sono state attuate soprattutto dai paesi in difficoltà. Tali riforme prevedevano la decentralizzazione delle contrattazioni salariali collettive a favore di maggiori contrattazioni a livello di impresa, riduzioni dei meccanismi di indicizzazione automatica dei salari, minori contratti collettivi, maggiore flessibilità degli orari di lavoro e una riduzione dei costi di licenziamento e di assunzione (cfr. anche articolo 1, riquadro 2).

Le riforme del mercato del lavoro sono in grado di accrescere la sensibilità dei salari alla capacità produttiva inutilizzata. Anderton e Bonthuis (2015), ad esempio, rilevano che in presenza di una rigida legislazione per la protezione dell'impiego e di un'elevata copertura sindacale, i salari possono essere meno sensibili alla disoccupazione. Pertanto, i cali di questi indicatori durante la crisi possono contribuire a spiegare in parte la riduzione della rigidità al ribasso dei salari nelle figure A e B⁴. Ad esempio, Font e al. (2015)⁵ spiegano che la sensibilità dei salari reali alla disoccupazione in Spagna sembra essere aumentata dopo l'attuazione delle riforme del mercato del lavoro nel 2012-13. Trovano anche che la pro-ciclicità dei salari è inferiore per gli individui con contratti a tempo indeterminato e con maggiore anzianità, che sono maggiormente protetti dagli adeguamenti salariali nelle fasi di contrazione

⁴ Le figure A e B mostrano un'apparente diminuzione del grado di rigidità al ribasso dei salari con il protrarsi della crisi. Ciò potrebbe essere in parte ascrivibile alle numerose riforme del mercato del lavoro realizzate in molti paesi dell'area dell'euro durante la crisi (talvolta associate a un allentamento della legislazione per la protezione dell'impiego, ecc.) che potrebbero aver accentuato le pressioni al ribasso sui salari. Tuttavia, anche altri fattori, come il risanamento dei conti pubblici, possono aver contribuito in tal senso.

⁵ Font, P., Izquierdo, M. e Puente, S., "Real wage responsiveness to unemployment in Spain: asymmetries along the business cycle", *IZA Journal of European Labor Studies*, Springer, 4:13, giugno 2015.

economica. Inoltre, Martin e Scarpetta (2012)⁶ forniscono evidenze secondo cui la regolamentazione del mercato del lavoro influenza altri canali di propagazione che incidono indirettamente sulla dinamica salariale, come la riallocazione delle forze di lavoro e persino la produttività (cfr. anche il riquadro 5).

Trovare forti evidenze empiriche sugli effetti di alcune tipologie di riforme non è facile, specie se si vuole guardare l'evoluzione dei dati aggregati sui salari. Sorgono difficoltà, ad esempio, nel distinguere l'impatto delle riforme sui salari dall'impatto determinato da cambiamenti nella composizione dell'occupazione e dal risanamento dei conti pubblici. Pertanto, sono necessarie ulteriori analisi per comprendere pienamente i fattori sottostanti l'adeguamento dei salari nell'area dell'euro nel periodo della crisi⁷.

Per rafforzare la capacità dell'economia di resistere agli shock, i salari devono riflettere adeguatamente le condizioni del mercato del lavoro e l'andamento della produttività, il che sottolinea l'importanza di riforme che conducano a una maggiore flessibilità dei salari e a una differenziazione tra lavoratori, imprese e settori. Oltre ai fattori già menzionati, politiche attive del lavoro più efficienti, così come una maggiore mobilità dei lavoratori tra i paesi dell'area dell'euro e all'interno degli stessi, contribuiranno a ridurre gli squilibri tra le qualifiche professionali richieste e quelle offerte e la disoccupazione strutturale, accrescendo in tal modo la sensibilità dei salari alla disoccupazione.

⁶ Martin, J.P. e Scarpetta, S., "Setting it Right: Employment Protection, Labour Reallocation and Productivity", *De Economist*, Springer, vol. 160(2), pagg. 89-116, giugno 2012.

⁷ Per un'analisi approfondita dei canali attraverso i quali le riforme del mercato del lavoro e di quello dei prodotti incidono sull'economia, si veda l'articolo intitolato *Progressi e possibile impatto delle riforme strutturali nell'area dell'euro*, nel numero 2/2015 di questo Bollettino.

Riquadro 5

Salari, produttività e competitività: un approccio granulare

I dati a livello di impresa, accessibili solo a partire da questi ultimi anni, hanno mostrato che un semplice confronto tra andamenti medi di produttività e salari può risultare insufficiente per un'analisi accurata della competitività di un paese¹. Dati granulari hanno infatti rivelato l'esistenza di un alto grado di eterogeneità tra le imprese in termini di produttività del lavoro, non solo da un settore all'altro ma anche tra imprese che operano nello stesso settore di attività. Di conseguenza, anche se la crescita salariale media annua in un paese è in linea con l'andamento medio della produttività, è comunque possibile che un numero elevato di imprese abbia minore crescita di produttività perdendo quindi di competitività. È pertanto importante determinare se la crescita salariale rifletta la dinamica della produttività per ciascuna singola impresa.

Usando microdati aggregati, questo riquadro mostra in primo luogo l'esistenza di un sostanziale disallineamento a livello di impresa tra la crescita della produttività e quella dei salari durante il periodo pre-crisi in alcune economie dell'area dell'euro, fattore che ne ha aggravato la perdita di competitività; in secondo luogo, si riscontra che l'entità del disallineamento è correlata ad alcuni aspetti peculiari delle istituzioni del mercato del lavoro che incidono sulla formazione dei salari.

Le dinamiche salariali e della produttività sono disallineate tra settori a livello specifico di divisione. La figura A mostra la correlazione tra crescita della produttività media annua e crescita del costo del lavoro per occupato in ciascuna divisione del settore manifatturiero per Germania, Spagna, Francia e Italia nell'arco del periodo pre-crisi 2001-2007². La figura B fornisce le stesse informazioni per quanto riguarda le divisioni del settore dei servizi³. Durante gli anni precedenti la crisi, la crescita salariale in Spagna e in Italia ha superato la crescita della produttività in quasi tutte le divisioni relative alle attività manifatturiere e di servizi (cfr. i valori al di sopra della linea a 45 gradi, nelle figure), un andamento coerente con la protratta perdita di competitività in entrambi i paesi. In Francia e, in misura minore, in Germania, lo scenario varia notevolmente in base al settore preso in esame. Nel settore manifatturiero, la crescita salariale è risultata generalmente in linea o persino

¹ In questo riquadro l'accezione di competitività è intesa in senso stretto, ossia come costo unitario del lavoro o come costo nominale del lavoro per unità di prodotto.

² I dati usati in questo riquadro provengono dalla rete di ricerca sulla competitività (CompNet), istituita dal Sistema europeo di banche centrali nel 2012 per analizzare l'andamento della competitività in una prospettiva completa e multidimensionale. Uno dei compiti principali della rete è la costruzione di una serie di microdati aggregati che comprendono vari indicatori relativi alla competitività per un ampio gruppo di Stati membri dell'UE/settori e anni. Per maggiori informazioni, cfr. Lopez-Garcia, P. e di Mauro, F., "Assessing European competitiveness: the new CompNet micro-based database", *Working Paper Series*, n. 1764, BCE, marzo 2015.

³ I dati riguardano settori di attività cosiddetti a due cifre in base al sistema di classificazione per settore NACE Rev. 2, livello che corrisponde a circa 20 divisioni di attività manifatturiere e circa 30 divisioni di attività di servizi.

inferiore alla crescita della produttività, mentre così non è stato per un cospicuo numero di divisioni nel settore dei servizi, specie in Francia.

Dato che le imprese risultano molto eterogenee anche all'interno dei singoli settori, gli andamenti salariali dovrebbero differire tra imprese che operano nello stesso settore nella misura in cui differiscono le loro dinamiche di produttività. Le figure A e B indicano un ampio margine di variazione nel rapporto tra crescita della produttività e crescita dei salari tra i vari settori, spesso celato da rilevazioni aggregate. Per valutare l'allineamento di salari e produttività tra paesi è dunque preferibile basarsi sulle dinamiche per settore anziché sulle medie per paese. L'aspetto realmente importante per la competitività, in ogni caso, è che crescita salariale e crescita della produttività siano allineate a livello di singola impresa. Le evidenze per settore potrebbero rivelarsi eccessivamente aggregate per determinare tale allineamento, dato l'alto grado di eterogeneità documentato persino a livello specifico di divisione settoriale. Per dare un'idea della misura di questa eterogeneità, secondo i dati CompNet, in un settore di attività manifatturiera a due cifre le imprese che rientrano nel 10 per cento più alto della distribuzione di produttività risultano da tre a quattro volte più produttive rispetto alle imprese che figurano nel 10 per cento più basso. Questa dispersione è ancora più elevata nei servizi, con imprese fino a cinque volte più produttive in alcuni paesi. Alla luce di questo alto grado di eterogeneità, è verosimile attendersi andamenti diversi della produttività e, di conseguenza, dinamiche salariali diverse in imprese appartenenti alla stessa divisione settoriale. Comunque, vi è evidenza del fatto che

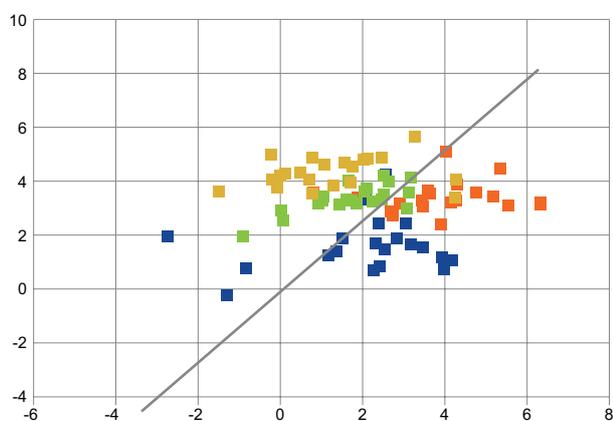
Figura A

Crescita di produttività e salari nei settori di attività manifatturiera a livello di due cifre in Germania, Spagna, Francia e Italia; 2001-2007

(variazioni percentuali medie annue)

asse delle ascisse: crescita annua della produttività
asse delle ordinate: crescita annua dei salari

— Germania
— Spagna
— Francia
— Italia



Fonti: dati CompNet ed elaborazioni dell'autore.

Note: il tasso di crescita dei salari a livello di settore è calcolato come crescita media ponderata del costo del lavoro per occupato per tutte le imprese con almeno 20 dipendenti che operano nella divisione settoriale corrispondente. La stessa procedura è utilizzata per il tasso di crescita della produttività a livello di settore. Al di sopra della linea a 45 gradi figurano le divisioni settoriali in cui la crescita salariale supera la crescita della produttività.

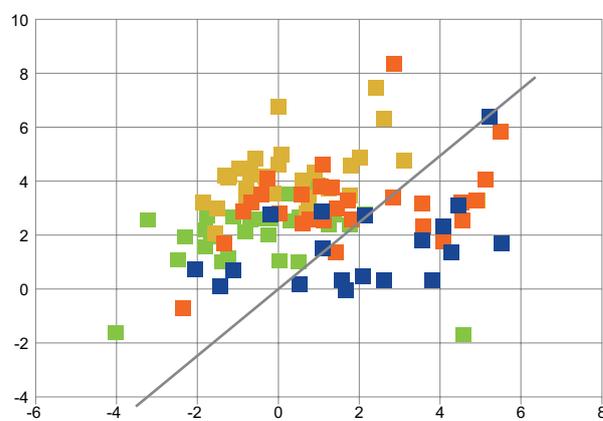
Figura B

Crescita di produttività e salari nei settori di attività di servizi a livello di due cifre in Germania, Spagna, Francia e Italia; 2001-2007

(variazioni percentuali medie annue)

asse delle ascisse: crescita annua della produttività
asse delle ordinate: crescita annua dei salari

— Germania
— Spagna
— Francia
— Italia



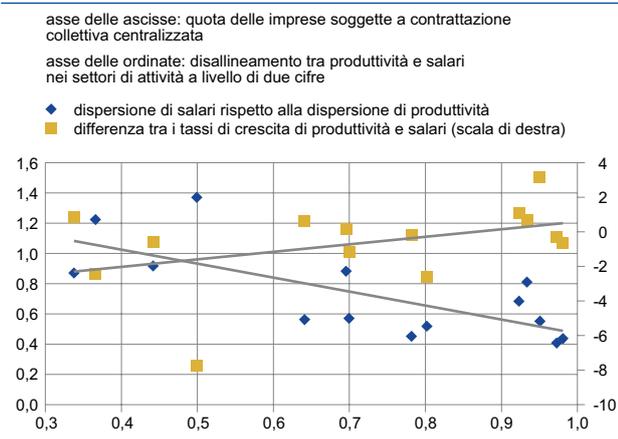
Fonti: dati CompNet ed elaborazioni dell'autore.

Note: il tasso di crescita dei salari a livello di settore è calcolato come crescita media ponderata del costo del lavoro per occupato per tutte le imprese con almeno 20 dipendenti che operano nella divisione settoriale corrispondente. La stessa procedura è utilizzata per il tasso di crescita della produttività a livello di settore. Al di sopra della linea a 45 gradi figurano le divisioni settoriali in cui la crescita salariale supera la crescita della produttività.

i disallineamenti siano imputabili alla presenza di rigidità nel mercato del lavoro dovute all'assetto delle istituzioni operanti sul mercato del lavoro stesso (cfr. anche riquadro 4).

Figura C

Disallineamento tra produttività e salari e contrattazione collettiva centralizzata per settori in generale; 2005-2007



Fonti: dati CompNet, indagine presso le imprese del 2007 della Wage Dynamics Network ed elaborazioni dell'autore.

Note: la dispersione è calcolata come differenza tra l'80° decile e il 20° decile della distribuzione della variabile in una determinata divisione settoriale. I dati sono forniti da CompNet e riguardano imprese con almeno un dipendente in quattro paesi dell'area dell'euro per cui è stato possibile il raffronto con i dati della Wage Dynamics Network, in particolare Spagna, Italia, Austria e Portogallo. Entrambe le misure del disallineamento riguardano il periodo 2005-2007. La quota di imprese soggette a contrattazione centralizzata si riferisce al 2007.

Il disegno delle istituzioni del mercato del lavoro potrebbe impedire l'allineamento a livello di impresa della crescita di produttività e salari.

Un esempio di tali istituzioni è costituito dai contratti collettivi sottoscritti a livello settoriale, regionale o nazionale, secondo i quali la crescita salariale è stabilita in funzione della crescita media della produttività in una regione o, al limite, in un settore, o persino in base alla crescita della produttività delle imprese più grandi (e di norma più produttive). Le imprese con una crescita inferiore della produttività devono comunque attenersi a tali contratti, che solitamente aprono la via a incrementi salariali. Di conseguenza, queste imprese perdono competitività in termini di costo. In mancanza di misure compensative per rafforzare la competitività di prezzo e/o non di prezzo, questo può indurre le imprese a operare un ridimensionamento per essere in grado di riallineare la produttività del lavoro ai salari. La figura C mostra la correlazione tra due misure di disallineamento della produttività e dei salari in un determinato paese e settore e la quota di imprese soggette a contrattazione collettiva centralizzata (a livello settoriale, regionale

o nazionale) nel paese e nel settore corrispondenti. Il disallineamento è calcolato in primo luogo come rapporto fra dispersione dei salari e dispersione della produttività nella divisione settoriale e, in secondo luogo come differenza tra la mediana del tasso di crescita dei salari e la mediana del tasso di crescita della produttività. Entrambi gli indicatori si riferiscono a imprese operanti in settori di attività manifatturiere e dei servizi a livello specifico di divisione⁴. Minore è il rapporto, maggiore è il disallineamento (poiché significherebbe che i salari sono simili nonostante differenze considerevoli di produttività per le imprese in questione) e maggiore è la differenza fra i tassi di crescita di produttività e salari. A prescindere da come è calcolato il disallineamento, la figura C fornisce lo stesso messaggio: nei paesi o nei settori in cui i salari non sono stabiliti dalle imprese, il disallineamento delle dinamiche di produttività e salari è maggiore, così come lo sarà anche la perdita di competitività in termini di costo.

In sintesi, considerato l'alto grado di eterogeneità tra imprese all'interno di una stessa divisione settoriale, ciò che realmente conta per la competitività di costo non è l'allineamento degli andamenti medi di produttività e salari bensì la coerenza della loro crescita a livello di impresa. Tale coerenza potrebbe essere tuttavia pregiudicata dal disegno di alcune istituzioni del mercato del lavoro che non tengono debitamente conto delle specificità delle singole imprese.

⁴ In entrambi i casi, il disallineamento è calcolato a livello specifico di settore di attività a due cifre e poi aggregato a livello di settori più ampi (attività manifatturiere, costruzioni, commercio all'ingrosso e al dettaglio e altre attività di servizi) usando pesi basati sul valore aggiunto per consentire il raffronto dei dati con quelli della Wage Dynamics Network.

Riquadro 6

La creazione dei comitati per la competitività nel quadro della realizzazione di un'autentica unione economica

Il 21 ottobre 2015 la Commissione europea ha adottato una comunicazione sul rafforzamento del quadro di governance dell'UE¹ per dar seguito alle proposte a breve termine delineate nella Relazione dei cinque presidenti². Questo riquadro si sofferma nello specifico sulle proposte riguardanti il consolidamento dell'unione economica. Obiettivo di quest'ultima è assicurare che le politiche economiche nazionali siano rivolte, attraverso l'attuazione delle necessarie misure strutturali, a potenziare la capacità di tenuta delle singole economie e a sostenere l'ordinato funzionamento dell'Unione economica e monetaria (UEM) nel suo complesso³. Nella comunicazione la Commissione ha annunciato misure tese a migliorare le modalità con cui si svolge il processo di coordinamento delle politiche nell'ambito del Semestre europeo. Ha altresì formulato una proposta di raccomandazione del Consiglio sull'istituzione dei comitati nazionali per la competitività in tutti i paesi dell'area dell'euro⁴.

La Commissione intende rendere più trasparenti le modalità di applicazione del Semestre europeo e rafforzare la dimensione "area dell'euro" del processo, con l'obiettivo di promuovere politiche che assicurino il regolare funzionamento dell'UEM. Nella pratica, sembra che ciò si tradurrà essenzialmente nel conferire maggiore peso alla raccomandazione per l'area dell'euro emessa dal Consiglio; insieme all'Analisi annuale della crescita, questa fornirà indicazioni utili ai fini delle raccomandazioni specifiche per paese, che saranno pubblicate a uno stadio successivo del processo. La Commissione ha altresì anticipato che suggerirà gradualmente di condurre analisi comparative nei diversi settori di intervento per promuovere la realizzazione di riforme strutturali a livello nazionale e favorire così la convergenza verso strutture economiche più robuste. Si adopererà inoltre per migliorare l'attuazione della procedura per gli squilibri macroeconomici, accrescendone la trasparenza e tenendo opportunamente sotto osservazione eventuali squilibri macroeconomici individuati. A questo proposito, la Commissione ha specificato che diffonderà un compendio nel quale saranno esposte in dettaglio le modalità di applicazione della procedura. Infine, l'attuazione delle riforme

¹ Cfr. la Comunicazione della Commissione europea sulle tappe verso il completamento dell'Unione economica e monetaria, adottata il 21 ottobre 2015.

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

³ Con riferimento all'unione finanziaria, di bilancio e politica, cfr. il riquadro *La creazione del Comitato europeo per le finanze pubbliche* nel numero 7/2015 di questo Bollettino.

⁴ Anche i paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro sono incoraggiati a creare organismi simili.

strutturali sarà promossa attraverso un migliore utilizzo dei Fondi strutturali dell'UE e dell'assistenza tecnica fornita dai servizi della Commissione. Il rinnovamento del Semestre europeo è già in corso e ha avuto inizio con la recente pubblicazione della raccomandazione per l'area dell'euro, come suggerito dalla Commissione, nonché della Relazione sul meccanismo di allerta e dell'Analisi annuale della crescita per il 2016. La proposta di raccomandazione del Consiglio sull'istituzione dei comitati per la competitività dovrà essere esaminata dal Consiglio stesso nei prossimi mesi, il che lascia un certo spazio di manovra per chiarirla e rafforzarla.

La proposta di raccomandazione del Consiglio risponde all'esigenza di imprimere nuovo impulso alle riforme, essenziali in un'unione monetaria per migliorare la tenuta delle economie e assicurare un'adeguata capacità di aggiustamento economico. La recente crisi ha dimostrato che un'evoluzione avversa della competitività e rigidità strutturali accrescono la vulnerabilità di un paese e ne limitano la capacità di adattarsi agli shock. D'altro canto, l'assetto di governance economica dell'UE non ha finora indotto ad attuare sufficienti riforme strutturali su scala nazionale. È con questa consapevolezza che la Relazione dei cinque presidenti ha invocato la creazione di comitati per la competitività in tutti i paesi dell'area dell'euro, proposta ora ripresa dalla Commissione.

I comitati possono contribuire a migliorare la titolarità nazionale delle riforme strutturali nel settore della competitività. A tal fine, la proposta di raccomandazione del Consiglio mira a potenziare le competenze indipendenti per la definizione delle politiche a livello nazionale e rafforzare il confronto su queste ultime tra l'UE e i paesi dell'area dell'euro. Per assicurare l'efficacia di tali misure, la Commissione suggerisce di conferire ai comitati indipendenza funzionale e un ampio mandato. Secondo la proposta di raccomandazione, i comitati dovrebbero applicare il concetto di competitività nel suo senso più ampio, concentrandosi sia sulle dinamiche di prezzi e costi sia su fattori diversi dai prezzi. Questi ultimi comprendono in particolare le determinanti della produttività e considerazioni connesse all'innovazione nonché, più in generale, all'esistenza di un contesto economico favorevole alle imprese⁵. Ai comitati per la competitività spetterebbe inoltre il compito di comunicare informazioni rilevanti ai soggetti coinvolti nel processo di fissazione dei salari a livello nazionale, senza però interferire con il processo stesso. Per quanto concerne l'assetto organizzativo, la proposta di raccomandazione del Consiglio riconosce ai comitati indipendenza dai governi. Ciascun comitato dovrebbe condurre le proprie attività su base continua, raccogliendo analisi e pareri in una relazione annuale. La proposta precisa inoltre che gli organismi nazionali esistenti possono assumere il ruolo di comitati per la competitività a condizione che soddisfino i requisiti relativi al mandato e alla struttura organizzativa.

La proposta di raccomandazione del Consiglio attribuisce alla Commissione il compito di coordinare le attività dei comitati, perseguendo obiettivi per l'intera area dell'euro. La Commissione terrebbe conto dei contributi forniti dal sistema dei comitati per la competitività, attraverso le rispettive relazioni annuali, nel decidere le iniziative da adottare entro il quadro di governance.

⁵ La raccomandazione non pone limitazioni alla gamma di dati da esaminare. A seconda del tipo di analisi, essi potrebbero riferirsi all'economia complessiva, a singoli settori o, se necessario, a singole imprese.

Per rafforzare ulteriormente la proposta di raccomandazione del Consiglio si potrebbero riesaminare alcuni aspetti. Come suggerito dalla Commissione, i comitati potrebbero effettivamente aiutare a comprendere meglio gli andamenti della competitività e dare nuovo slancio all'attuazione delle riforme strutturali, purché siano investiti di un ampio mandato e godano di piena indipendenza. La raccomandazione della Commissione sull'istituzione di questi organismi comprende diverse importanti disposizioni a presidio della loro indipendenza. Tuttavia, nella sua versione attuale non dota espressamente i comitati per la competitività di strumenti di comunicazione con i cittadini in aggiunta alla pubblicazione della relazione annuale, sebbene questo sia un aspetto essenziale della loro indipendenza e del loro impegno per la trasparenza. Occorrerà inoltre assicurare che i comitati godano di piena discrezionalità circa i destinatari, la tempistica e la frequenza delle loro comunicazioni, affinché possano reagire a sviluppi e iniziative su scala nazionale ed esercitare un'influenza sul dibattito nei singoli paesi. La base giuridica e l'esperienza formatesi con la creazione dei consigli nazionali per le finanze pubbliche offrono un fondamentale metro di paragone in tal senso.

Un altro aspetto riguarda l'idea di una rete dei comitati nazionali per la competitività nell'area dell'euro, che nella proposta di raccomandazione del Consiglio appare piuttosto vaga. Sarà necessario far sì che, come indicato nella Relazione dei cinque presidenti, tale rete promuova uno scambio di migliori prassi e formuli pareri indipendenti sulle misure da adottare nel contesto del quadro di governance macroeconomica dell'UE.

Nel complesso, i comitati per la competitività potrebbero impartire nuovo slancio alla realizzazione delle riforme strutturali nei paesi dell'area dell'euro; è però essenziale che poggino su un impianto adeguato, sia nei singoli Stati sia a livello dell'area. In aggiunta, per favorire un'autentica unione economica sarà cruciale varare misure di più ampia portata. Le proposte della Commissione segnano un primo passo verso l'ulteriore miglioramento del quadro di governance. Nondimeno, non vanno perse di vista le tappe a medio e a lungo termine del completamento dell'UEM. È opportuno avviare un nuovo processo di convergenza verso strutture economiche più robuste, al quale si accompagni una maggiore condivisione della sovranità delle politiche economiche e di bilancio. Parte di questa evoluzione è il graduale passaggio da un coordinamento basato sulle regole a un processo decisionale condiviso.

Riquadro 7

Valutazione dei documenti programmatici di bilancio per il 2016

Il 17 novembre 2015 la Commissione europea ha pubblicato i suoi pareri sui documenti programmatici di bilancio per il 2016 presentati dai paesi dell'area dell'euro non soggetti a un programma di assistenza finanziaria¹. Tali pareri comportano la valutazione della misura in cui i documenti elaborati dai governi adempiono le disposizioni del Patto di stabilità e crescita (PSC) e danno seguito alle indicazioni fornite dal Consiglio europeo nelle sue raccomandazioni specifiche per paese sulle politiche di bilancio nel quadro del Semestre europeo 2015, adottate dal Consiglio Economia e finanza il 14 luglio 2015².

La Commissione ha ritenuto pienamente conformi al PSC solo cinque su 16 documenti programmatici di bilancio. Nei suoi pareri la Commissione valuta “conformi” alle disposizioni del PSC i documenti di Germania, Estonia, Lussemburgo, Paesi Bassi e Slovacchia (tutti nell’ambito del braccio preventivo), notando tuttavia che i Paesi Bassi devieranno considerevolmente dal rispettivo obiettivo di bilancio a medio termine (OMT) nel 2015-2016 e che la Slovacchia compirà progressi marginali verso la riduzione del suo disavanzo strutturale ancora elevato. La Commissione reputa solo “sostanzialmente conformi”³ i documenti di sette paesi: Belgio, Irlanda, Lettonia, Malta, Slovenia e Finlandia, nel quadro del braccio preventivo, e Francia, soggetta alla procedura per i disavanzi eccessivi (PDE). I documenti programmatici di bilancio di quattro paesi, stando alla Commissione, sono a “rischio di non conformità” con il PSC; questo gruppo comprende la Spagna, tuttora sottoposta a una procedura per i disavanzi eccessivi in scadenza nel 2016, e, nell’ambito del braccio preventivo, Italia, Austria e Lituania, che sono uscite dalle rispettive procedure nel 2012 (Italia) e nel 2013 (Lituania e Austria). La Commissione esorta i paesi i cui documenti non risultano pienamente conformi ad attuare le misure necessarie per garantire che i loro bilanci rispettino le disposizioni del PSC. Sussistono rischi di non conformità anche per il Portogallo, che non ha presentato alcun documento programmatico di bilancio entro la scadenza di metà ottobre per via dell’assenza di un nuovo governo dopo le elezioni politiche. L’Eurogruppo ha sollecitato l’emanazione di norme sulle modalità di gestione nei casi di presentazione anticipata o tardiva dei documenti programmatici di bilancio.

¹ I documenti programmatici di bilancio sono stati trasmessi entro la metà di ottobre 2015 in conformità al Regolamento (UE) n. 473/2013 (rientrante nella cosiddetta normativa “two pack”). Il documento programmatico di bilancio della Spagna è stato presentato alla Commissione già l’11 settembre 2015.

² Cfr. il riquadro *Raccomandazioni specifiche per paese relative alle politiche di bilancio nell’ambito del Semestre europeo* nel numero 6/2015 di questo Bollettino.

³ I pareri della Commissione sui paesi “sostanzialmente conformi” al PSC non riflettono appieno i diversi gradi di conformità. In effetti, per tre paesi nel quadro del braccio preventivo, Belgio, Malta e Slovenia (che rientrerebbero nel meccanismo preventivo con la tempestiva revoca della PDE entro la scadenza del 2015), le previsioni della Commissione segnalano chiari rischi di non conformità, poiché il parametro di riferimento per la spesa pubblica indica una significativa deviazione dai requisiti e il pilastro del saldo strutturale mostra una deviazione di poco inferiore alla soglia di significatività.

La valutazione dei documenti programmatici di bilancio ha rivelato ancora una volta l'accresciuta complessità e mancanza di trasparenza del quadro di riferimento per la sorveglianza dei conti pubblici, che ha spinto l'Eurogruppo nella sua dichiarazione del 23 novembre 2015 a chiedere esplicitamente alla Commissione di rafforzare la trasparenza e la prevedibilità della procedura.

Tale complessità deriva dalla coesistenza di svariate norme. Nel quadro del braccio preventivo del PSC, la cosiddetta normativa "six pack" del 2011 ha introdotto, per valide ragioni, il "parametro di riferimento per la spesa" quale indicatore aggiuntivo dello sforzo di bilancio. Questo nuovo indicatore è stato elaborato per assicurare che le entrate straordinarie, favorevoli al saldo strutturale, non confluiscono nello sforzo di bilancio ma siano interamente utilizzate per la riduzione del debito pubblico. Se gli indicatori del saldo strutturale e del parametro per la spesa trasmettono segnali contrastanti sulla conformità ai requisiti di aggiustamento strutturale previsti dal PSC, la Commissione conduce una "valutazione globale" per determinare quale dei due indicatori sia più rilevante per il suo esame conclusivo. Tuttavia, le modalità di conduzione di questa valutazione globale non sono ancora pienamente trasparenti; risulta pertanto difficile stabilirne la coerenza di applicazione. Inoltre, la "sospensione" dei requisiti di aggiustamento basati su precedenti statistiche previsionali della Commissione potrebbe alterare l'analisi del livello di conformità al PSC delle politiche di bilancio⁴. Tale metodo, benché sia stato introdotto per ottenere indicazioni ex-ante attendibili per i governi, considerata la volatilità delle stime su output gap e saldo strutturale, può portare a incoerenze tra paesi e persino a una valutazione di piena conformità all'OMT e alla normativa per paesi che registrano invece ampie deviazioni dall'OMT (come il caso dei Paesi Bassi in questa serie di documenti programmatici; cfr. tavola).

Inoltre, la clausola sulle riforme strutturali e sugli investimenti, introdotta dalla Commissione in gennaio 2015, può ridurre in misura sostanziale i requisiti di aggiustamento strutturale anche per i paesi che non hanno raggiunto il rispettivo OMT e che presentano un rapporto debito pubblico/PIL molto elevato. Ad esempio, nella primavera del 2015 all'Italia è stata concessa un'attenuazione del requisito di aggiustamento per il 2016 tramite l'applicazione della clausola sulle riforme strutturali; il documento programmatico di bilancio prevede la richiesta di ampliamento del margine di manovra nell'ambito della clausola sulle riforme strutturali e sugli investimenti⁵. Per vari paesi esistono dunque crescenti discrepanze fra i requisiti di aggiustamento strutturale nel quadro del braccio preventivo e quelli previsti dalla regola del debito, con la Commissione che prevede significative deviazioni dai requisiti di tale regola per Belgio e Italia⁶.

In merito ai paesi soggetti alla procedura per i disavanzi eccessivi, emerge un'asimmetria riguardo al fatto che i loro documenti programmatici sono considerati "sostanzialmente conformi" al PSC se lo sforzo strutturale risulta

⁴ Di maggiore rilievo è il fatto che la metodologia di "sospensione" prevede che i requisiti per l'anno t siano stabiliti in base ai dati delle previsioni di primavera elaborate dalla Commissione in t-1. Tuttavia, i requisiti basati sulle statistiche previsionali più favorevoli a partire da t-1 prevalgono sui requisiti oggetto di sospensione laddove, ad esempio, emerge che il paese ha già raggiunto il rispettivo OMT.

⁵ La Commissione ha ritenuto il documento programmatico di bilancio presentato dall'Italia a rischio di non conformità con il PSC per via dello sforzo strutturale inferiore a quello richiesto dalla raccomandazione del Consiglio del luglio 2015 e valuterà l'ammissibilità dell'Italia ai fini della concessione di maggiore flessibilità nell'ambito del PSC durante la primavera del 2016.

⁶ Cfr. il riquadro *Flessibilità nell'ambito del Patto di stabilità e crescita* nel numero 1/2015 di questo Bollettino.

Tavola

Documenti programmatici di bilancio per il 2016

Parere della Commissione sulla conformità con il PSC del documento programmatico di bilancio 2016	Obiettivo di bilancio a medio termine (OMT)	Saldo strutturale 2016 (previsioni dell'autunno 2015 della CE)	Effettivo risanamento strutturale 2016 (previsioni dell'autunno 2015 della CE)	Impegno di risanamento strutturale 2016 nel quadro del PSC (in punti percentuali)
"Conforme"				
Estonia (braccio preventivo)	0,0	0,2	-0,1	all'OMT
Germania (braccio preventivo)	-0,5	0,7	-0,2	all'OMT
Lussemburgo (braccio preventivo)	0,5	0,9	0,2	all'OMT
Paesi Bassi (braccio preventivo)	-0,5	-1,4	-0,3	-0,2
Slovacchia (braccio preventivo)	-0,5	-2,0	0,0	0,25
"Sostanzialmente conforme"				
Belgio (braccio preventivo)	0,75	-2,1	0,4	0,6
Finlandia (braccio preventivo)	-0,5	-1,5	0,2	0,5
Lettonia (braccio preventivo)	-1,0	-1,9	0,2	0,3
Malta (braccio preventivo)	0,0	-1,7	0,4	0,6
Francia (scadenza PDE 2017)	-0,4	-2,4	0,3	0,8
Irlanda (scadenza PDE 2015)	0,0	-2,1	0,8	0,6
Slovenia (scadenza PDE 2015)	0,0	-2,5	0,2	0,6
"Rischio di non conformità"				
Austria (braccio preventivo)	-0,45	-1,0	-0,4	0,1
Italia (braccio preventivo)	0,0	-1,5	-0,5	0,1
Lituania (braccio preventivo)	-1,0	-1,4	-0,2	0,1
Spagna (scadenza PDE 2016)	0,0	-2,6	-0,1	1,2
Portogallo (scadenza PDE 2015) ¹⁾	-0,5	-2,3	-0,5	0,6

Fonti: Commissione europea e AMECO.

Note: per i paesi soggetti a PDE, la Commissione reputa i documenti programmatici di bilancio "sostanzialmente conformi" se prevede che gli obiettivi di disavanzo complessivo saranno soddisfatti ma riscontra interventi chiaramente insufficienti per il risanamento di bilancio rispetto allo sforzo raccomandato, che mettono a repentaglio la conformità con la raccomandazione della PDE. La Commissione ritiene che i paesi soggetti a PDE siano "a rischio di non conformità" se le sue previsioni per il 2016 (subordinate a conferma ex-post) potrebbero condurre a un rafforzamento della PDE laddove si preveda che né lo sforzo di bilancio raccomandato né l'obiettivo di bilancio complessivo raccomandato saranno conseguiti. Per quanto concerne i paesi nell'ambito del braccio preventivo del PSC, la Commissione valuta i documenti programmatici di bilancio "sostanzialmente conformi" se, stando alle sue previsioni, tali documenti possono comportare una certa deviazione dall'OMT o dal percorso di avvicinamento a esso ma l'insufficienza dell'intervento volto a conseguire l'obiettivo non rappresenterebbe una deviazione significativa dall'aggiustamento richiesto. Le deviazioni dagli obiettivi di bilancio nel quadro del braccio preventivo sono considerate "significative" se superano lo 0,5 per cento del PIL in un anno o, in media, lo 0,25 per cento del PIL in due anni consecutivi. Al contempo, l'intervento dei paesi membri è considerato conforme al parametro per la riduzione del debito "se del caso". Inoltre, nell'ambito del braccio preventivo, la Commissione reputa i documenti programmatici di bilancio "a rischio di non conformità con il PSC" se prevede per il 2016 una deviazione significativa dall'OMT, o dal percorso di avvicinamento a esso, e/o la non conformità al parametro per la riduzione del debito "se del caso".

1) Il Portogallo non ha presentato alcun documento programmatico di bilancio per il 2016.

inferiore a quello richiesto e, nonostante ciò, ci si attende che tali paesi rispettino gli obiettivi di disavanzo complessivo. Questi documenti di bilancio sono infatti a rischio poiché, se ex-post risultasse che il paese non ha raggiunto l'obiettivo annuo di disavanzo complessivo, come disposto dalla raccomandazione del Consiglio, la Commissione sarebbe costretta a chiedere un rafforzamento della PDE.

Nel complesso, i pareri della Commissione riflettono l'aspettativa che lo sforzo strutturale nel 2016 continuerà a essere probabilmente inadeguato in confronto agli impegni assunti nell'ambito del PSC per molti paesi dell'area dell'euro. Da un lato, ciò deriva dai mancati progressi verso l'OMT dei paesi nel braccio preventivo del PSC; dall'altro, riguarda l'insufficienza degli sforzi strutturali nel quadro del braccio correttivo, la procedura per i disavanzi eccessivi. In particolare, stando alle previsioni di autunno 2015 della Commissione, e come misura della variazione del saldo strutturale, i paesi nel braccio preventivo ritenuti non ancora in linea con il rispettivo OMT allenterebbero l'orientamento delle loro politiche di bilancio in media dello 0,2 per cento del PIL, sebbene il braccio preventivo richiederebbe un inasprimento dello 0,3 per cento del PIL⁷.

⁷ Per due paesi nel braccio preventivo (Belgio e Italia), i requisiti nell'ambito della regola del debito costituiscono attualmente limiti vincolanti. In base ai pareri della Commissione, la differenza in termini di conformità alla regola del debito nel 2016 corrisponde a 1,5 punti percentuali del PIL per il Belgio e a 3,7 punti percentuali del PIL per l'Italia, valori ben al di sopra dei rispettivi requisiti di aggiustamento strutturale per l'avvicinamento all'OMT. Per entrambi i paesi, la Commissione nella primavera del 2016 prenderà nuovamente in esame la necessità di avviare una PDE per violazione del criterio del debito.

Al tempo stesso, si prevede un consolidamento, in media, dello 0,2 per cento del PIL nei paesi soggetti a PDE, mentre i rispettivi impegni nell'ambito del PSC imporrebbero uno sforzo di bilancio pari allo 0,9 per cento del PIL. D'altro canto, i paesi che secondo la Commissione conseguiranno l'OMT all'inizio del 2016 stanno programmando di allentare leggermente la loro politica di bilancio nel 2016, in media di 0,2 punti percentuali del PIL. Questo, in una certa misura, rispecchia il fatto che la Germania sta utilizzando parte delle riserve accumulate per far fronte ai costi sulle finanze pubbliche del continuo afflusso di rifugiati⁸.

L'insufficienza degli sforzi strutturali è coerente con un orientamento generale delle politiche di bilancio per l'area dell'euro che diventerà lievemente espansivo il prossimo anno. Stando alle previsioni di autunno 2015 elaborate dalla Commissione, nel compensare l'impatto del ciclo economico e dei ridotti tassi di interesse, la variazione del saldo primario dell'area dell'euro corretto per gli effetti del ciclo passerebbe in territorio negativo, nell'ordine dello 0,3 per cento del PIL nel 2016.

Infine, la Commissione sottolinea che la composizione della spesa pubblica si mantiene non adeguatamente favorevole alla crescita. In particolare, anche se le recenti manovre volte a ridurre l'onere fiscale sul lavoro in vari paesi dell'area dell'euro stanno procedendo nella giusta direzione, le componenti della spesa mostrano progressi marginali verso un maggiore sostegno alla crescita, con l'aspettativa della spesa per investimenti ancora in calo in percentuale del PIL.

Il 23 novembre 2015 l'Eurogruppo ha esortato i paesi membri i cui documenti programmatici sono a rischio di non conformità con le norme del braccio preventivo ad adottare tempestivamente misure aggiuntive per fronteggiare i rischi connessi a una convergenza inadeguata verso i rispettivi OMT e a una violazione della regola del debito. I paesi nell'ambito del braccio correttivo del PSC, da parte loro, dovrebbero provvedere a una rapida correzione del disavanzo eccessivo e, successivamente, assicurare un'opportuna convergenza verso i rispettivi OMT, nonché il rispetto della regola del debito. A tale proposito, l'Eurogruppo ha ribadito l'importanza degli sforzi strutturali e delle misure di aggiustamento ("bottom-up") nel braccio correttivo, riconoscendo che "il mero conseguimento degli obiettivi di disavanzo complessivo potrebbe non essere sufficiente a garantire correzioni durevoli dei disavanzi eccessivi". In linea con queste indicazioni sulle politiche di bilancio, Italia, Austria e Lituania nel braccio preventivo e Spagna in quello correttivo si sono impegnate a compiere gli interventi necessari per colmare le lacune individuate dalla Commissione, assicurando in tal modo la conformità al PSC. Inoltre, l'Eurogruppo ha invitato i paesi membri con documenti programmatici solo sostanzialmente conformi alle disposizioni del PSC ad adempiere pienamente tali disposizioni nelle procedure di bilancio nazionali e ha accolto con favore il loro impegno ad attuare qualunque misura si renda opportuna.

L'Eurogruppo giudicherà gli interventi che hanno dato seguito alla valutazione dei documenti programmatici di bilancio e agli impegni

⁸ La Commissione prevede che questi costi saranno di gran lunga inferiori a quanto riportato nel documento programmatico di bilancio della Germania.

assunti dai paesi in aprile 2016, invitando altresì la Commissione a migliorare la trasparenza e la prevedibilità della procedura di valutazione. Ciò si rende necessario al fine di garantire che la valutazione dei documenti programmatici di bilancio costituisca un meccanismo di allerta efficace per individuare e far fronte a squilibri di bilancio nei paesi dell'area dell'euro.

Articoli

I fattori alla base del recente recupero dell'occupazione nell'area dell'euro

Il numero di occupati è aumentato di oltre 2,2 milioni di unità nell'area dell'euro dal punto di minimo toccato dopo la crisi a metà del 2013. Questo articolo analizza le cause e le caratteristiche di tale recupero, riscontrando che si è fortemente concentrato in alcuni dei mercati del lavoro più colpiti dalla crisi e, in misura considerevole, in settori a scarsa produttività. Se da un lato l'occupazione netta creata negli ultimi trimestri è composta soprattutto da manodopera altamente qualificata, a tempo pieno e con un rapporto di lavoro dipendente (anziché autonomo), dall'altro poco più della metà si basa su contratti temporanei. In diverse economie si osserva anche una notevole diffusione dell'impiego a tempo parziale. L'aumento ha riguardato in particolare le donne e i lavoratori più anziani, riflettendo tendenze di più lungo termine dell'andamento dell'occupazione nell'area dell'euro.

1 Introduzione

Dopo quasi cinque anni di diminuzione pressoché ininterrotta, che ha interessato più di 5,5 milioni di persone, l'occupazione dell'area dell'euro si è stabilizzata nel secondo trimestre del 2013 per poi salire di oltre 2,2 milioni di unità. Malgrado questo incremento, che pure ha fornito un necessario stimolo ai mercati del lavoro nell'area, l'occupazione permane su livelli inferiori di circa il 2 per cento a quelli registrati prima della recente crisi economica.

Il presente articolo analizza le cause dell'aumento dell'occupazione osservato nel complesso dell'area dell'euro dopo il minimo post-crisi di metà 2013, soffermandosi in particolare sugli andamenti nelle principali economie dell'area. In mancanza di dati aggiornati sui flussi di lavoro¹, si analizzano le caratteristiche del recente recupero dell'occupazione, al fine di ricavare indicazioni sul mutamento della composizione degli occupati. La sezione 2 traccia un quadro generale dell'evoluzione dell'occupazione nell'intera area dell'euro, commentando le determinanti dei recenti incrementi a livello nazionale. Il riquadro 1 raffronta gli andamenti osservati nell'area dell'euro dopo la crisi con quelli negli Stati Uniti. Il riquadro 2 esamina l'impatto esercitato dalle recenti riforme strutturali sulle dinamiche dell'occupazione in alcuni dei mercati del lavoro più colpiti dalla crisi economica. La sezione 3 verte sulla distribuzione settoriale del recupero dell'occupazione nell'area dell'euro, mentre la 4 approfondisce le caratteristiche dei posti di lavoro creati e dei lavoratori che ne hanno beneficiato. La sezione 5 conclude formulando raccomandazioni sul piano delle politiche.

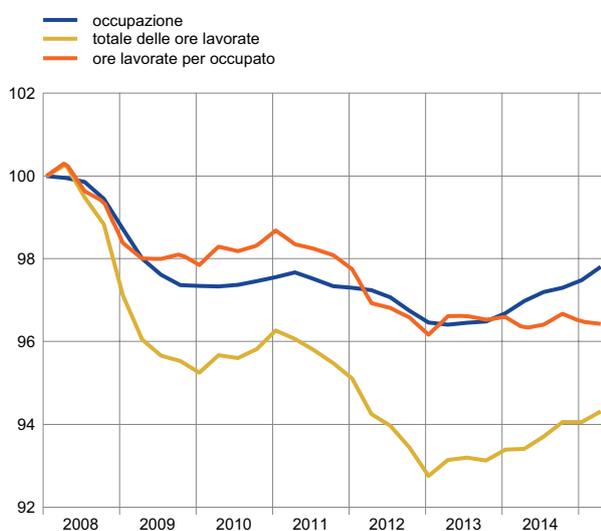
¹ L'ultima direttiva dell'UE in materia di statistiche impone la pubblicazione di questi dati entro la fine del 2017, sebbene alcuni Stati membri prevedano di anticipare il termine su base volontaria.

2 Andamenti recenti dell'occupazione dell'area dell'euro

Nel corso della crisi economica, dal secondo trimestre del 2008 al primo trimestre del 2013, l'occupazione dell'area dell'euro è scesa quasi del 4 per cento rispetto al picco raggiunto prima della crisi (cfr. figura 1), riflettendo un calo del numero di occupati di oltre 5,5 milioni di unità. Ancor più pronunciata, però, è la diminuzione del totale delle ore lavorate, che dopo oltre sette anni restano su livelli inferiori di circa il 6 per cento rispetto al picco pre-crisi a causa della

Figura 1
Occupazione e ore lavorate nell'area dell'euro dall'inizio della crisi economica

(indice: 1° trim. 2008 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

notevole riduzione dei posti di lavoro nonché della flessione marcata e persistente delle ore lavorate per occupato. La maggiore contrazione delle ore lavorate riflette in parte la mutata composizione settoriale dell'occupazione (cfr. sezione 3).

Dopo aver raggiunto un punto di minimo post-crisi nel secondo trimestre del 2013, l'occupazione dell'area dell'euro ha registrato di trimestre in trimestre continui aumenti, in seguito ai quali nell'estate del 2015 si contavano 2,2 milioni di occupati in più nell'intera area. Se la crescita dell'occupazione proseguirà con questo ritmo (a un tasso, cioè, di poco inferiore allo 0,2 per cento sul trimestre precedente dall'inizio del recupero), il numero di occupati nell'area potrebbe tornare sui livelli pre-crisi entro la metà del 2018. Tuttavia, il recupero dell'occupazione osservato nell'area dell'euro è stato finora molto più modesto che negli Stati Uniti, dove il numero di occupati è in netta espansione.

Riquadro 1

Una stessa crisi, sviluppi diversi: andamenti recenti dell'occupazione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

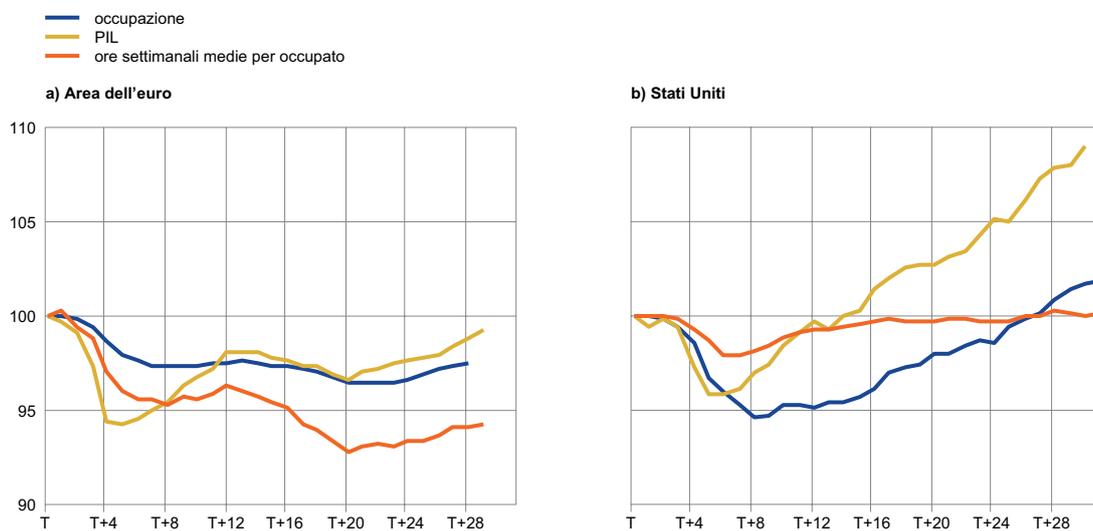
La crisi ha avuto pesanti ripercussioni sui livelli occupazionali sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. Nelle sue fasi più acute i posti di lavoro sono diminuiti di quasi 8 milioni di unità negli Stati Uniti (circa il 5,5 per cento del totale registrato prima della recessione) e di circa 5,5 milioni di unità nell'area dell'euro (quasi il 4 per cento del totale). Come emerge dalla figura A, dall'inizio della recessione del 2008-2009 (che si è manifestata negli Stati Uniti con un trimestre di anticipo rispetto all'area dell'euro) l'occupazione ha mostrato una dinamica congiunturale alquanto diversa nelle due aree economiche². Negli Stati Uniti il calo dell'occupazione è stato molto più repentino e consistente subito dopo la recessione, con un netto recupero a partire dall'inizio del 2011. Sono stati creati oltre 10 milioni di posti di lavoro, superando di quasi il 2 per cento i livelli occupazionali pre-crisi. Nell'area dell'euro, invece, il numero di occupati resta inferiore del 2 per cento rispetto ai valori osservati prima della crisi, nonostante l'aumento di 2,2 milioni di unità dal punto di minimo, toccato a metà del 2013. Questa evoluzione è riconducibile alla maggiore durata

² I dati sull'occupazione statunitense si riferiscono al numero complessivo di posti di lavoro occupati (che potrebbe comprendere una piccola quota di lavoratori con più di un impiego). I dati per l'area dell'euro riguardano il totale degli occupati.

Figura A

Andamento dell'occupazione e delle ore settimanali medie dall'inizio della recessione mondiale nel 2008

(picco pre-crisi del PIL = 100; trimestri dal picco del PIL (T))



Fonti: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il PIL dell'area dell'euro ha toccato il suo picco pre-crisi nel primo trimestre del 2008, quello statunitense nel quarto trimestre del 2007. Nel caso degli Stati Uniti le ore settimanali medie per occupato si riferiscono all'insieme dei settori privati.

della crisi, la quale ha compreso, oltre alla recessione mondiale, una seconda recessione dell'area dell'euro fra il quarto trimestre del 2011 e il primo trimestre del 2013.

La reazione più marcata del mercato del lavoro statunitense non dipende da un rallentamento ciclico più pronunciato.

In realtà, la crisi economica e finanziaria mondiale ha esercitato sul PIL in termini reali dell'area dell'euro effetti più marcati che su quello statunitense, con un calo del prodotto dal picco al minimo pari al 5,8 per cento nell'area dell'euro e al 4,2 per cento negli Stati Uniti. È probabile che la risposta più modesta del numero di occupati nell'area dell'euro, specie durante la recessione del 2008-2009, rifletta in parte un maggiore aggiustamento delle ore lavorate medie³. La figura A mostra che dopo l'inizio della recessione le ore settimanali medie per occupato sono diminuite più bruscamente nell'area dell'euro che negli Stati Uniti e restano tuttora molto inferiori ai livelli pre-crisi.

È probabile che i diversi andamenti dell'occupazione nelle due aree economiche siano riconducibili anche a dinamiche differenti del costo del lavoro (cfr. figura B). Nella prima fase della crisi il costo del lavoro nell'area dell'euro è aumentato considerevolmente sulla scia del calo della produttività, che rifletteva fenomeni di mantenimento di manodopera più forti che negli Stati Uniti. Nell'area dell'euro la crescita salariale (misurata dal tasso di variazione annuale dei redditi per occupato⁴) si è collocata in media intorno all'1,9 per cento dall'inizio della recessione

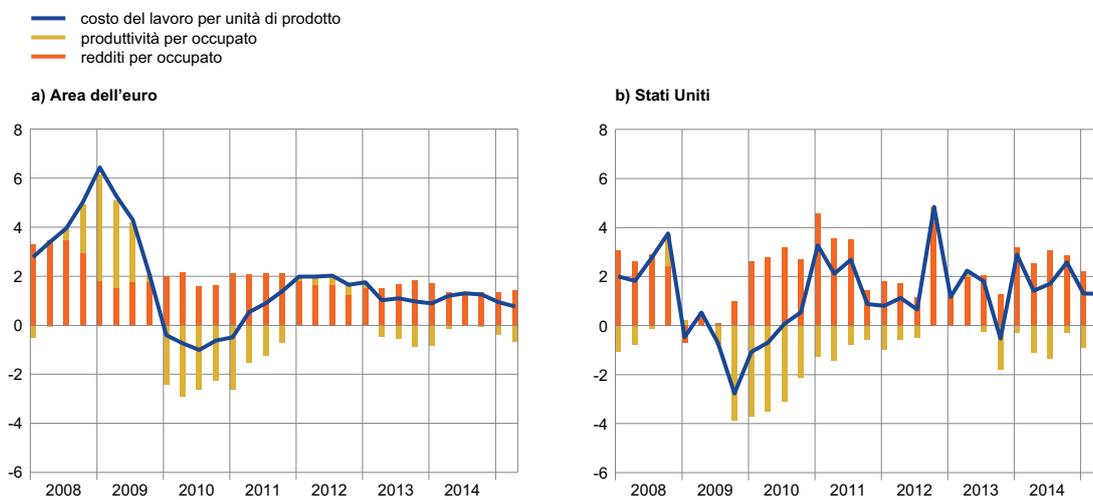
³ In entrambe le aree economiche le imprese hanno reagito alla recessione riducendo l'orario di lavoro medio. Tuttavia, negli Stati Uniti l'effetto è stato smorzato dall'impatto ben più forte esercitato sulla diminuzione delle ore lavorate complessive dalla soppressione di posti di lavoro, mentre nell'area dell'euro (e in particolare nel settore industriale) un contributo più consistente è provenuto dalla decurtazione dell'orario settimanale medio, spesso per effetto di interventi pubblici a sostegno dell'orario ridotto. Cfr. anche il riquadro intitolato *Andamenti del mercato del lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti dall'inizio della crisi finanziaria mondiale* nel numero di agosto 2013 del Bollettino mensile della BCE.

⁴ I profili sono simili indipendentemente che si usino il numero di occupati o le ore lavorate.

Figura B

Andamenti del costo del lavoro, della produttività e dei redditi da lavoro dall'inizio della recessione mondiale nel 2008

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati sulla produttività invertiti)



Fonti: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il PIL dell'area dell'euro ha toccato il suo picco pre-crisi nel primo trimestre del 2008, quello statunitense nel quarto trimestre del 2007. I dati sulla crescita della produttività sono invertiti, poiché una sua evoluzione positiva contribuisce a frenare l'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto.

mondiale – mostrando però un certo rallentamento dopo il manifestarsi della seconda recessione dell'area dell'euro nel quarto trimestre del 2011 – a fronte di un'espansione del 2,3 per cento negli Stati Uniti. Tale evoluzione, insieme all'avversa dinamica della produttività dovuta al cospicuo mantenimento di manodopera (specie all'inizio della crisi), contribuisce tuttavia a spiegare perché, dall'inizio della crisi, il costo del lavoro per unità di prodotto sia cresciuto a un ritmo complessivamente più sostenuto nell'area dell'euro. Esso ha infatti registrato in media incrementi sull'anno precedente dell'1,7 per cento circa, rispetto all'1,3 per cento degli Stati Uniti. Negli Stati Uniti, quindi, la maggiore crescita dei redditi per occupato è stata compensata più che nell'area dell'euro dal migliore andamento della produttività, che ha contribuito a frenare l'espansione del costo del lavoro per unità di prodotto.

Dietro il recupero marcatamente più sostenuto dell'occupazione statunitense dopo la

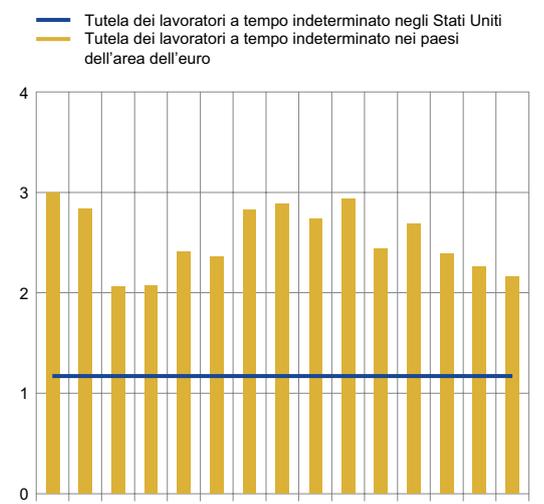
recessione mondiale si celano probabilmente anche fattori istituzionali. Oltre al tanto citato maggiore utilizzo dei contratti a orario ridotto nell'area dell'euro, sostenuto da politiche pubbliche, vi è il fatto che la legislazione a tutela dell'occupazione (employment protection legislation, EPL) è molto meno stringente negli Stati Uniti rispetto ai paesi dell'area dell'euro. Sulla base degli indicatori sintetici EPL dell'OCSE riguardanti i 15 paesi dell'area per cui i dati sono disponibili, la figura C mostra che i lavoratori a tempo indeterminato sono molto più tutelati nell'area dell'euro che negli Stati Uniti, persino in quei paesi dove l'ordinamento è meno restrittivo (Estonia, Irlanda e Finlandia). Le metriche EPL relative a questi tre paesi si distanziano dalla media sintetica per l'area dell'euro di una sola deviazione standard, mentre il distacco dagli Stati Uniti è pari a tre deviazioni standard⁵. È probabile che la legislazione a tutela del lavoro freni la risposta dell'occupazione nelle fasi di rallentamento temporaneo. Se, però, le norme ostacolano le

⁵ È possibile ottenere risultati simili usando la legislazione a tutela dell'occupazione per i lavoratori con contratti temporanei, malgrado una considerevole eterogeneità fra paesi e le decise misure di potenziamento della flessibilità del lavoro messe in campo negli ultimi anni in molti paesi dell'area dell'euro.

Figura C

Livello di tutela dell'occupazione

(scala di sei punti, 0 = meno restrittivo, 6 = più restrittivo)



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.

Note: gli indicatori sintetici di tutela dell'occupazione (EPL) provengono dall'aggiornamento 2013 dell'Employment Protection Database dell'OCSE e dell'IDB. I dati per la Slovenia si riferiscono al 2014. Cipro, Lettonia, Lituania e Malta non sono inclusi per mancanza di dati EPL. La voce "Tutela dei lavoratori a tempo indeterminato" riguarda il grado di tutela dal licenziamento individuale e collettivo assicurato ai lavoratori con contratti permanenti (a tempo indeterminato), nonché i relativi costi di licenziamento. Un quadro simile emerge se si esaminano le tutele dei lavoratori a tempo determinato, benché il differenziale sia ancora più ampio.

ristrutturazioni di impresa di fronte a variazioni più durevoli dell'attività economica oppure riducono gli incentivi all'assunzione (a causa di costi di aggiustamento potenzialmente elevati⁶), il periodo di correzione necessario potrebbe risultare più lungo e, di conseguenza, la ripresa dell'occupazione complessiva più lenta e moderata.

Nell'area dell'euro la maggiore tutela di lavoratori e il più ampio ricorso ai contratti a orario ridotto per salvare posti di lavoro hanno contribuito a mitigare la perdita di occupazione nei primi stadi della crisi.

Nondimeno, è anche possibile che l'alto livello di protezione e il protratto utilizzo del tempo ridotto in alcune economie abbiano rallentato l'aggiustamento dei mercati del lavoro nell'area dell'euro⁷, rendendo ancora più difficile la riallocazione strutturale di manodopera verso imprese e settori più in crescita durante la ripresa⁸.

Nel complesso, la maggiore flessibilità tipica del mercato statunitense ha contribuito a un aggiustamento dell'occupazione molto più rapido nel corso della crisi, nonché a un recupero più repentino della crescita degli occupati rispetto all'area dell'euro. La più rapida correzione osservata negli Stati Uniti dopo la crisi sembra riflettere una combinazione di fattori, vale a dire la ripresa più sostenuta e rapida dell'attività economica, gli aggiustamenti relativamente più contenuti delle ore lavorate per occupato, la minore tutela della manodopera e il maggiore contributo degli andamenti della produttività nel frenare la crescita del costo del lavoro. Di conseguenza, l'occupazione statunitense supera ora del 2 per cento i livelli pre-crisi, le ore settimanali per occupato hanno cominciato a risalire e l'espansione del costo del lavoro resta limitata.

Due grandi economie dell'area dell'euro, Germania e Spagna, hanno contribuito per quasi due terzi all'incremento complessivo del numero di occupati nell'area dal secondo trimestre del 2013 (cfr. figura 1 e tavola 1), con apporti pari rispettivamente a 592.000 e 724.000 unità. Questo risultato non dipende

⁶ Cfr. Blanchard, O. e Wolfers, J., "The Role of Shocks and Institutions in the Rise of European Unemployment: The Aggregate Evidence", *The Economic Journal*, vol. 110, n. 462, Conference Papers, 2000, pagg. C1-C33.

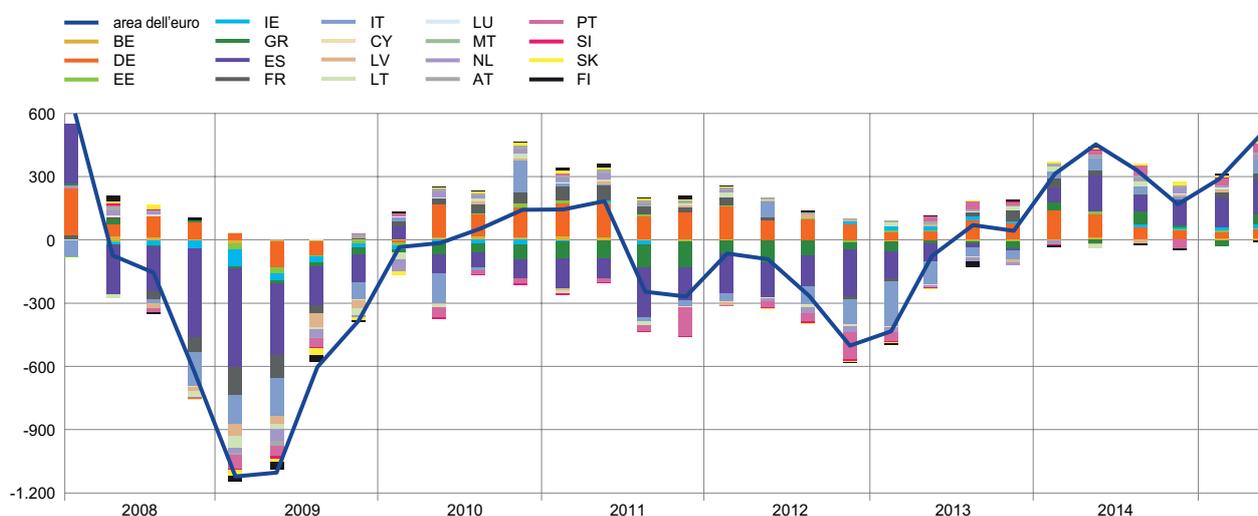
⁷ Come suggerito da Mario Draghi nell'intervento "La disoccupazione nell'area dell'euro", pronunciato il 22 agosto 2014 in occasione dell'Economic Policy Symposium organizzato dalla Federal Reserve Bank of Kansas City a Jackson Hole.

⁸ Cfr. ad esempio Bartelsman, E.J., Gautier, P.A. e de Wind, J., "Employment Protection, Technology Choice, and Worker Allocation", *De Nederlandsche Bank Working Paper*, n. 295, maggio 2011.

Figura 2

Evoluzione del numero di occupati nell'area dell'euro e contribuiti per paese dall'inizio della crisi economica

(variazioni sul trimestre precedente in migliaia di unità)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: la crisi ha avuto inizio dopo il picco del PIL dell'area dell'euro.

esclusivamente dalle dimensioni dei due paesi; si consideri che nello stesso periodo i livelli occupazionali di Francia e Italia sono aumentati, nell'ordine, di appena 190.000 e 127.000 unità, pari all'incirca al 15 per cento del rialzo per l'insieme dell'area dell'euro. Gli altri paesi hanno fornito un contributo totale di 252.000 unità, in seguito al netto recupero congiunturale dell'occupazione in molte delle economie più colpite dalla crisi.

Un aspetto degno di nota del recente recupero è il marcato incremento dell'occupazione in diverse delle economie precedentemente sottoposte a tensioni, i cui mercati del lavoro avevano risentito in maniera particolare della crisi. La Spagna sembra aver mostrato una ripresa particolarmente vigorosa, generando poco più di un terzo dell'aumento netto complessivo dell'occupazione osservato nell'area dell'euro tra il secondo trimestre del 2013 e il periodo corrispondente del 2015⁹; tuttavia questo incremento compensa meno di un quinto delle perdite occupazionali subite nel corso della crisi (cfr. figura 3)¹⁰.

Il recupero dell'occupazione nell'area dell'euro è stato trainato, oltre che dalla Spagna, dal marcato aumento del numero di occupati in Irlanda, Grecia e Portogallo. Nell'insieme, queste tre economie hanno esercitato un impatto del 15 per cento circa sulla crescita del numero di occupati nell'area dell'euro dal secondo trimestre del 2013. Il contributo è comparabile a quello complessivamente fornito nello stesso periodo da Francia e Italia, due economie di dimensioni ben più significative, benché i profili di crescita occupazionale osservati nel corso della crisi siano molto diversi.

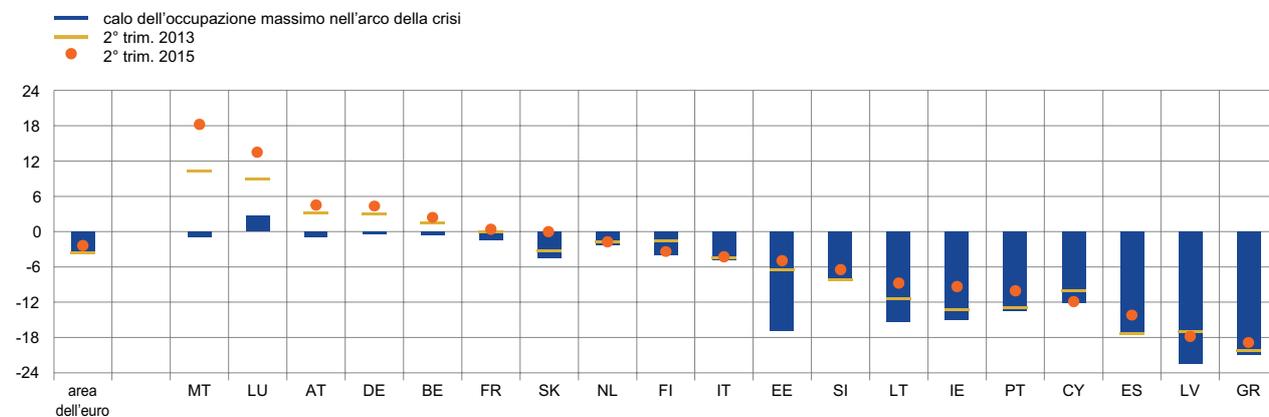
⁹ Di per sé, la recente espansione osservata in Spagna supera persino il consistente aumento netto registrato in Germania nello stesso periodo, sebbene i mercati del lavoro dei due paesi abbiano dimensioni notevolmente diverse. In Germania, infatti, la forza di lavoro e la popolazione in età lavorativa sono all'incirca doppie rispetto alla Spagna.

¹⁰ Cfr. ad esempio l'articolo *L'impatto della crisi economica sui mercati del lavoro nell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2014 del Bollettino mensile della BCE.

Figura 3

Deviazione dell'occupazione dal suo picco pre-crisi e variazioni dal secondo trimestre del 2013

(deviazione percentuale dal picco pre-crisi dell'occupazione; paesi ordinati per entità del recupero fino al 2° trim. 2015)



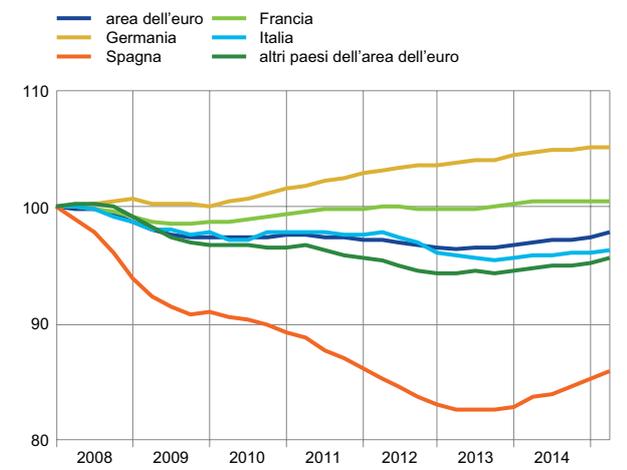
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i picchi pre-crisi variano da paese a paese e si collocano tra il primo trimestre del 2007 e il secondo trimestre del 2009, per tener conto dei casi in cui l'impatto della crisi si è avvertito con anticipo o con ritardo. Per il Lussemburgo, gli ultimi dati si riferiscono al primo trimestre del 2015.

Figura 4

Andamenti dell'occupazione in alcuni paesi dell'area dell'euro

(indice: 1° trim. 2008 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime rilevazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2015.

La figura 4 evidenzia che l'occupazione ha seguito profili distinti nelle quattro principali economie dell'area dell'euro dallo scoppio della crisi. Se

in Germania il numero di occupati è salito quasi ininterrottamente dall'inizio della recessione nel 2008, la Spagna ha registrato continue diminuzioni dei posti di lavoro fino al recente punto di svolta. Di conseguenza, la Germania mostra adesso un'occupazione superiore del 5 per cento ai livelli pre-crisi (seconda solo a Lussemburgo e Malta), mentre il dato per la Spagna resta inferiore del 15 per cento al picco toccato prima della crisi, nonostante la forte ripresa osservata di recente. In Francia il numero di occupati si è portato lievemente al di sopra dei valori pre-crisi, sostenuto in ampia misura dal considerevole aumento dei dipendenti pubblici (cfr. tavola 1). Quanto all'Italia, la crisi ha esercitato un impatto avverso ben più persistente sull'occupazione complessiva, che è rimasta pressoché invariata, in controtendenza rispetto all'insieme dell'area dell'euro e alle sue economie più piccole.

Riquadro 2

Le riforme del mercato del lavoro in Irlanda, Spagna e Portogallo

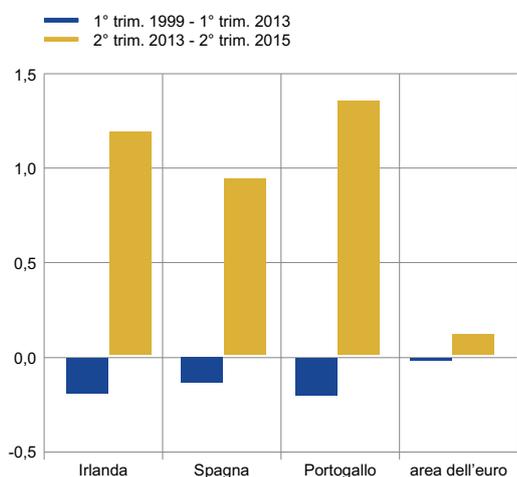
Il presente riquadro fa il punto sulle principali riforme del mercato del lavoro intraprese in Irlanda, Spagna e Portogallo fra il 2011 e il 2014. In tutti e tre i casi (in particolare in Spagna e Portogallo, caratterizzati da mercati del lavoro più rigidi rispetto all'Irlanda) gli interventi puntavano a migliorare il funzionamento del mercato del lavoro e ad accrescere l'occupabilità.

Benché non sia ancora possibile formulare conclusioni certe, tali riforme potrebbero essere collegate alla recente evoluzione positiva dei mercati del lavoro in questi paesi,

Figura

Residui dalla relazione fra le variazioni del tasso di occupazione e la crescita del PIL prima e dopo la crisi

(residui)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: sulla base di una relazione statica tra le variazioni del tasso di occupazione e le variazioni percentuali del PIL per il periodo compreso fra il primo trimestre del 1999 e il secondo trimestre del 2015.

come dimostra la rapida reazione di occupazione e disoccupazione alla crescita del PIL (cfr. figura). Nondimeno, alcuni dei problemi riscontrati prima della crisi persistono per gran parte in Spagna e in Portogallo; ne è un esempio la notevole segmentazione del mercato del lavoro, che si evince dalla maggiore incidenza dei contratti temporanei sull'occupazione creata. Al contempo, la disoccupazione permane su livelli elevati. Sebbene gli attuali segnali di recupero dell'occupazione siano incoraggianti, questi paesi devono varare ulteriori misure per contrastare le rigidità e le inefficienze ancora presenti.

Irlanda

L'azione di riforma messa in campo dall'Irlanda nel periodo considerato perseguiva due obiettivi principali: migliorare l'efficienza dei meccanismi di

fissazione dei salari e rafforzare le politiche attive del lavoro.

La riforma del sistema di contrattazione collettiva ha riguardato soprattutto la revisione delle norme che disciplinano la definizione dei salari minimi e delle condizioni di lavoro in alcuni settori attraverso le ordinanze di regolamentazione del lavoro (Employment Regulation Order, ERO) e gli accordi sindacali registrati (Registered Employment Agreement, REA). Le misure varate hanno razionalizzato il numero di salari minimi settoriali e ne hanno limitato l'ambito di applicazione, oltre ad aver reso più semplice l'adeguamento degli accordi al mutare delle condizioni economiche. Tali riforme sono state superate dagli sviluppi della giurisprudenza, che ha sancito l'incostituzionalità degli ERO e dei REA nel 2011 e nel 2013.

Al fine di promuovere l'attivazione dei disoccupati e accrescere l'occupabilità, sono state adottate politiche attive del lavoro; queste comprendevano fra l'altro una migliore profilazione dei disoccupati. Nel 2012 è stato creato uno sportello unico per tutte le questioni afferenti al sostegno dell'occupazione e del reddito. Si è proceduto, quindi, alla sua graduale introduzione negli anni successivi.

Rispetto all'Irlanda, l'azione di riforma attuata da Spagna e Portogallo abbraccia un ventaglio molto più ampio di politiche occupazionali, necessario a fronteggiare le inefficienze e rigidità ben più gravi dei rispettivi mercati del lavoro. Le riforme introdotte in questi due paesi miravano soprattutto a favorire le assunzioni con contratti a tempo indeterminato, aumentare l'efficienza del sistema di contrattazione collettiva e accrescere la flessibilità degli orari di lavoro, nonché a rafforzare le politiche attive del lavoro e a ridurre le distorsioni nei sussidi di disoccupazione.

Spagna

In Spagna sono state varate numerose politiche per sostenere le assunzioni con

contratti a tempo indeterminato: è stata precisata la definizione di giusto licenziamento per ragioni economiche ed è stato semplificato il procedimento per i licenziamenti collettivi, grazie all'eliminazione dell'autorizzazione amministrativa preventiva; sono diminuite le indennità di liquidazione spettanti ai lavoratori a tempo indeterminato; è stata ridotta la durata massima dei rapporti a tempo determinato ed è stata creata una nuova tipologia di contratto che prevede un periodo di prova di un anno. Per contrastare la segmentazione e aumentare le assunzioni a tempo indeterminato, sono state inoltre adottate misure fiscali temporanee. Nel 2014 il governo ha introdotto un contributo previdenziale fisso di 100 euro a carico del datore di lavoro per tutti i nuovi dipendenti con contratto permanente, a condizione che si registri una creazione netta di posti di lavoro. Nel 2015 il contributo fisso è stato sostituito da una nuova misura, che concede al datore di lavoro l'esenzione dai contributi previdenziali per i primi 500 euro corrisposti al dipendente.

Per aumentare la flessibilità degli orari lavorativi è stato abrogato l'obbligo di autorizzazione amministrativa per la riduzione oraria dovuta a ragioni tecniche, economiche e organizzative. Il legislatore ha altresì introdotto misure volte a consentire una distribuzione più flessibile delle ore di lavoro nell'arco dell'anno.

La riforma del sistema di contrattazione collettiva ha eliminato la clausola di maggior favore dai contratti collettivi di livello superiore, riconoscendo così agli accordi aziendali priorità su quelli settoriali o regionali. La riforma ha inoltre ampliato l'applicabilità delle clausole di non adesione ai contratti settoriali e ha abrogato l'ultrattività su base permanente dei contratti collettivi scaduti ma non rinnovati ("ultraactividad").

Per quanto concerne le politiche attive del lavoro, è stata rafforzata la condizionalità alla ricerca di un impiego e si è intervenuti per semplificare l'accesso ai contratti di apprendistato. Le agenzie di lavoro interinale sono state autorizzate a operare come agenzie di selezione e collocamento del personale. Si è deciso di incrementare l'assistenza finanziaria ai disoccupati di lungo periodo e potenziare le politiche di attivazione. Inoltre, sono state attuate misure a sostegno dell'occupazione a tempo indeterminato.

Portogallo

Per rendere meno stringente la legislazione a tutela del lavoro si è proceduto a ridimensionare le indennità di liquidazione e rendere meno rigorosa la definizione di licenziamento individuale, come pure quella di legittimo licenziamento per ragioni economiche e di competenza. Le indennità di liquidazione sono state ridotte ma si è deciso di tutelare i diritti già maturati per mitigare i potenziali effetti negativi della riforma nel corso della crisi.

Sono stati ridotti i sussidi di disoccupazione, ma ne è stata ampliata la copertura allo scopo di rinforzare le reti di sicurezza sociali.

La flessibilità degli orari di lavoro è stata potenziata, riducendo gli incentivi agli straordinari e introducendo la possibilità di concordare l'orario tra datore di lavoro e dipendente. Le ore di lavoro sono aumentate in seguito all'abolizione di quattro festività nazionali e di tre giorni di congedo annuale, che in precedenza era possibile accumulare in caso di poche assenze.

Nel 2012 e nel 2014 si è intervenuti nel settore della fissazione dei salari. Nel 2012 sono stati introdotti limiti all'estensione dei contratti collettivi, vincolandola al soddisfacimento di un criterio di rappresentatività. Nello stesso anno sono state varate anche altre misure per promuovere la contrattazione a livello aziendale, tra cui la possibilità di disciplinare nei contratti collettivi settoriali le condizioni di derogabilità a livello di impresa e l'ampliamento delle fattispecie in cui i sindacati possono delegare ai comitati aziendali la conclusione di accordi collettivi. Nel 2014 l'ultrattività dei contratti collettivi è stata ridotta e le misure sulla loro estensione parzialmente annullate.

Sono stati varati anche interventi volti a rinnovare il ruolo dei servizi pubblici per l'impiego e a migliorare l'efficacia delle politiche attive del lavoro. Si è proceduto a una razionalizzazione dei programmi di formazione per disoccupati che ha privilegiato i moduli di breve durata e ampliato la platea dei destinatari. Inoltre, sono stati creati incentivi all'assunzione e programmi di tirocinio a sostegno dell'occupazione giovanile.

Nel complesso queste misure dimostrano che i tre paesi esaminati, in particolare Spagna e Portogallo, hanno perseguito un'ampia azione di riforma. È probabile che al momento gli interventi attuati esercitino un impatto sul ritmo di creazione di posti di lavoro. Dalla figura emerge che il residuo di una semplice regressione del tasso di occupazione e del PIL è risultato, in media, ampiamente positivo fra il secondo trimestre del 2013 e il periodo corrispondente del 2015. Benché non sia possibile trarre conclusioni definitive da un'analisi parziale, il cospicuo residuo positivo potrebbe dipendere in certa misura dagli effetti delle riforme. Allo stadio attuale è importante che l'attuazione delle misure proceda con rapidità. Le riforme dei mercati del lavoro dovrebbero esercitare effetti significativi nel medio termine se si continueranno ad attuare in maniera credibile e irreversibile altre politiche, finalizzate nello specifico a contrastare la segmentazione e le distorsioni ancora presenti nei sistemi di fissazione dei salari.

3 Determinanti settoriali dell'aumento dell'occupazione

Il contributo di gran lunga più consistente all'incremento complessivo dell'occupazione nell'area dell'euro dal 2013 è provenuto dal settore dei servizi.

I soli servizi di mercato hanno apportato oltre 1,5 milioni di unità all'occupazione totale dell'area (cfr. tavola 1). L'importanza di tali servizi è evidente anche a livello nazionale, come dimostra il forte aumento degli occupati nel settore registrato dalle quattro principali economie dell'area. All'interno dei servizi di mercato, l'espansione si è concentrata soprattutto nei segmenti più grandi, "servizi alle imprese" e "commercio e trasporti", dove l'attività economica è tipicamente cresciuta con maggiore anticipo e intensità rispetto agli altri. Inoltre, a livello sottosettoriale sembrano emergere altre marcate differenze nei fattori di domanda alla base del recente marcato aumento dell'occupazione in Spagna rispetto a quello verificatosi in Germania e, in misura

Tavola 1

Scomposizione della creazione netta di occupazione per settore e per paese dal secondo trimestre del 2013 al secondo trimestre del 2015

(in migliaia di unità)

	area dell'euro	Germania	Spagna	Francia	Italia	altri paesi dell'area dell'euro
Variazione netta	2.158,0	592,0	724,0	190,0	127,0	525,0
<i>in percentuale dell'aumento nell'area dell'euro</i>	<i>100,0</i>	<i>27,4</i>	<i>33,5</i>	<i>8,8</i>	<i>5,9</i>	<i>24,3</i>
Industria al netto delle costruzioni	68,3	58,0	90,0	-71,6	-39,4	31,3
Costruzioni	-84,3	2,0	49,0	-81,3	-42,0	-12,0
Servizi di mercato	1.541,6	317,0	458,0	118,6	116,0	532,0
<i>di cui:</i>						
<i>commercio e trasporti</i>	<i>623,8</i>	<i>128,0</i>	<i>302,0</i>	<i>17,1</i>	<i>-50,8</i>	<i>227,5</i>
<i>servizi TIC</i>	<i>69,0</i>	<i>-13,0</i>	<i>8,0</i>	<i>6,0</i>	<i>12,7</i>	<i>55,3</i>
<i>finanza e assicurazioni</i>	<i>-63,1</i>	<i>-8,0</i>	<i>-11,0</i>	<i>8,3</i>	<i>-10,3</i>	<i>-42,1</i>
<i>servizi immobiliari</i>	<i>38,9</i>	<i>7,0</i>	<i>16,0</i>	<i>-4,1</i>	<i>7,7</i>	<i>12,3</i>
<i>servizi alle imprese</i>	<i>873,0</i>	<i>203,0</i>	<i>143,0</i>	<i>91,3</i>	<i>156,7</i>	<i>279,0</i>
Servizi non di mercato	441,9	206,0	102,0	190,2	-5,3	-51,0
Altri servizi	151,9	21,0	35,0	20,1	66,9	8,9

Fonti: Eurostat (dati di contabilità nazionale) ed elaborazioni della BCE.

inferiore, in Francia e in Italia. In Spagna la crescita interessa maggiormente il segmento del commercio e dei trasporti, per cui sono decisivi i comportamenti dei consumatori (lo stesso profilo si è osservato anche in Estonia, Grecia, Lettonia, Lituania e Portogallo durante il recente recupero); per contro, nelle altre grandi economie l'andamento sembra concentrarsi in prevalenza nei sottosettori dei servizi professionali, tecnici e di supporto, che si rivolgono alle imprese. Nel contempo, il comparto finanziario e assicurativo (particolarmente colpito dalla crisi) continua a esercitare un'azione di freno sulla crescita dell'occupazione nell'area dell'euro. La maggior parte delle economie, comprese tre delle quattro principali, ha registrato livelli occupazionali più contenuti in questo settore nel secondo trimestre del 2015 rispetto al periodo corrispondente del 2013, malgrado i marginali miglioramenti osservati in alcuni paesi negli ultimi trimestri.

Anche i settori dei servizi non di mercato e degli altri servizi aciclici hanno contribuito notevolmente alla recente espansione dell'occupazione dell'area dell'euro.

Gli aumenti nel comparto dei servizi non di mercato, costituiti perlopiù da servizi pubblici quali difesa, sanità, istruzione e altre attività del settore pubblico, rappresentano il 15 per cento circa del rialzo complessivo del numero di occupati rilevato nell'area da metà 2013 e risultano particolarmente consistenti in Germania e in Francia. La variazione è considerevolmente più modesta in Spagna e persino negativa in Italia (oltre che a Cipro, in Lettonia, nei Paesi Bassi, in Portogallo e in Finlandia), riflettendo una maggiore azione di risanamento dei bilanci e la riduzione del pubblico impiego in queste economie.

Nel settore industriale (al netto delle costruzioni) l'incremento del numero di occupati registrato negli ultimi trimestri segna una chiara inversione del calo a più lungo termine osservato prima della crisi. Per quanto concerne i singoli paesi, l'andamento riflette una netta crescita in Spagna, mentre persino i più limitati aumenti in Germania sono più che sufficienti a compensare il calo in atto in altre economie dell'area dell'euro (ad esempio in Francia e in Italia, ma in misura significativa anche in Belgio, Lettonia e Finlandia). Il recupero della Spagna va ricondotto a una ripresa

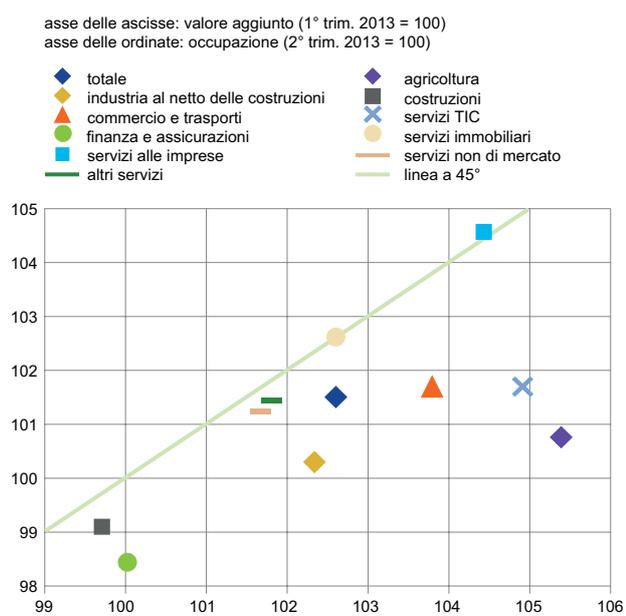
vigorosa (ma probabilmente effimera) delle assunzioni nel comparto industriale, dopo il pesante ridimensionamento dei segmenti manifatturieri nel corso della crisi.

Il continuo calo dell'occupazione nel settore delle costruzioni registrato per l'insieme dell'area dell'euro cela notevoli differenze fra paesi, imputabili in parte al venir meno di precedenti squilibri nei mercati immobiliari di alcune economie.

La recente evoluzione mostra in qualche misura una riduzione della notevole eterogeneità tra paesi nelle dinamiche dell'occupazione dall'inizio della recessione nel 2008. È probabile che la brusca crescita dell'occupazione osservata negli ultimi mesi nel settore delle costruzioni spagnolo dipenda in parte da una forte ripresa ciclica, dopo cinque anni di diminuzioni pressoché ininterrotte e una contrazione di quasi due terzi nel corso della crisi. Andamenti simili (ma meno pronunciati) si osservano nei settori delle costruzioni di Estonia, Irlanda, Lettonia e Lituania, che durante la crisi avevano registrato un calo dell'occupazione complessivamente più modesto. Per contro, in Germania l'occupazione nell'edilizia è cresciuta quasi senza interruzioni fino a poco tempo fa, con una sola breve riduzione nel 2008, per poi mostrare una stabilizzazione e collocarsi a metà del 2015 su livelli sostanzialmente invariati rispetto al 2013. Al tempo stesso, nell'insieme dell'area dell'euro, il calo dei posti di lavoro che ha interessato i settori delle costruzioni di alcune economie (in particolare Belgio, Francia e Paesi Bassi) ha più che compensato il recente recupero osservato in Spagna, benché l'effetto si sia affievolito negli ultimi trimestri.

Figura 5
Crescita cumulata del valore aggiunto e dell'occupazione nell'area dell'euro dal secondo trimestre del 2013 al secondo trimestre del 2015

(indice: valore aggiunto nel 1° trim. 2013 = 100; occupazione nel 2° trim. 2013 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

La composizione settoriale dell'aumento dell'occupazione riflette in parte la precedente e più sostenuta espansione dell'attività nei settori che hanno trainato il recupero.

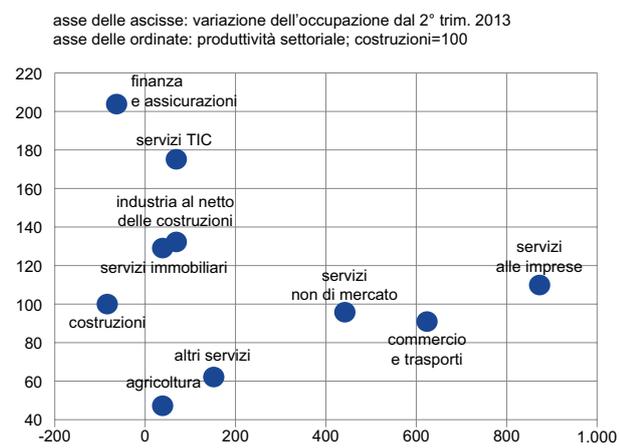
La figura 5 mostra la crescita cumulata dell'attività in ogni settore (misurata dall'incremento del valore aggiunto) tra il punto di minimo post-crisi toccato nel 2013 e il 2015, e la mette a confronto con l'espansione cumulata dell'occupazione nello stesso periodo. Le rilevazioni superiori a 100 lungo l'asse delle ascisse indicano i settori in cui l'occupazione è aumentata (in sostanza tutti tranne costruzioni e finanza e assicurazioni, mentre il comparto industriale ha registrato un incremento solo modesto). La forte concentrazione di rilevazioni al di sotto della linea a 45° è in parte riconducibile a una dinamica positiva della crescita della produttività, ma probabilmente dipende anche dai profili congiunturali che si osservano tipicamente subito dopo una recessione (secondo cui potrebbe occorrere del tempo perché le imprese adeguino le strategie di assunzione alla maggiore domanda di prodotto), nonché dall'esaurirsi di lunghe fasi di mantenimento di manodopera inutilizzata (c.d. labour hoarding).

In un'ottica più ampia, la crescita dell'occupazione osservata di recente nell'area dell'euro sembra essersi concentrata perlopiù nei settori caratterizzati

Figura 6

Variazioni dell'occupazione dell'area dell'euro per settore dal secondo trimestre del 2013 al secondo trimestre del 2015 e relativi livelli di produttività prima della crisi

(variazione dell'occupazione in migliaia di unità; indice di produttività settoriale basato sul settore delle costruzioni)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
 Nota: i livelli di produttività sono medie relative a ciascun settore per il periodo compreso tra il primo trimestre del 2000 e il primo trimestre del 2008, a seconda della disponibilità dei dati.

da una produttività relativamente scarsa (cfr. figura 6). La figura 6 mette a confronto l'espansione dell'occupazione per settore dal secondo trimestre del 2013 con i livelli medi di produttività rilevati prima della crisi (al fine di non considerare i livelli di produttività post-crisi artificialmente alti, a causa della considerevole soppressione di posti di lavoro in alcuni settori); ne emerge che il recente aumento dell'occupazione nell'area interessa in minima parte i settori più produttivi, come finanza e assicurazioni o servizi delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC). Andamenti analoghi sono riscontrabili nella maggioranza delle economie dell'area. Questo profilo, che per molti aspetti rispecchia la tendenza di lungo periodo verso un cambiamento strutturale (la maggiore occupazione nei settori dei servizi) comune a diverse economie industriali avanzate, suggerisce che probabilmente un'inversione della modesta crescita della produttività nell'area dell'euro non avverrà in tempi rapidi.

Anche i significativi mutamenti settoriali intervenuti durante la crisi concorrono in parte a spiegare

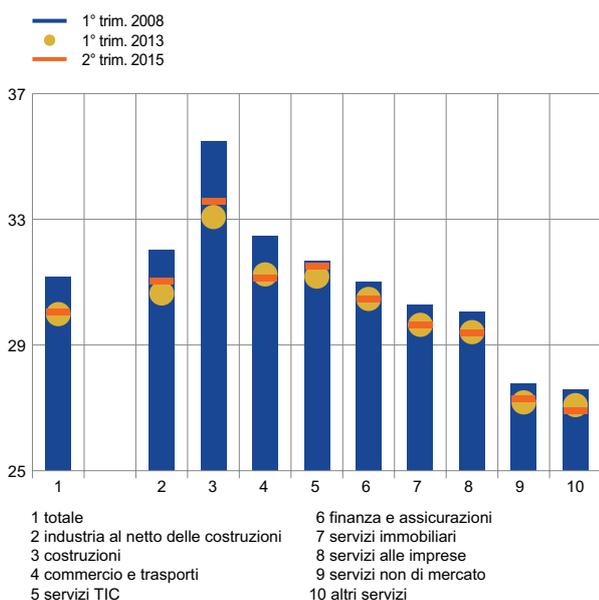
il forte calo delle ore lavorate complessive. Come si evince dalla figura 7, le ore settimanali medie lavorate si sono ridotte considerevolmente (del 4 per cento circa) nel corso della crisi e da allora non hanno quasi mostrato cenni di ripresa.

Figura 7

Variazione delle ore settimanali medie lavorate nel corso della crisi e nel periodo successivo

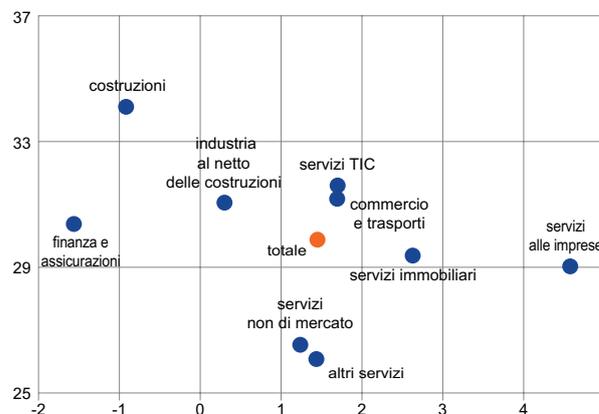
(ore settimanali medie per occupato)

a) Ore settimanali medie lavorate per settore



b) Variazione dell'occupazione e delle ore settimanali medie lavorate per settore

asse delle ascisse: variazione dell'occupazione dal 2° trim. 2008 (variazioni percentuali)
 asse delle ordinate: ore settimanali medie lavorate (2° trim. 2015)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
 Note: le ore settimanali medie lavorate sono mostrate al rispettivo picco pre-crisi nel primo trimestre del 2008 e al rispettivo punto di minimo nel primo trimestre del 2013. I dati per il settore agricolo non sono inclusi a causa della scarsa affidabilità.

Il calo è stato particolarmente consistente nelle costruzioni, nonché nel comparto industriale al netto delle costruzioni e nel settore del commercio e dei trasporti, dove la media delle ore settimanali lavorate è tipicamente superiore a quella di altri settori dell'economia (cfr. figura 7, riquadro a). Tuttavia, il recente recupero dell'occupazione è risultato tendenzialmente più vigoroso nei comparti che in genere registrano un numero di ore settimanali inferiore alla media (cfr. figura 7, riquadro b), dando luogo a una ripresa persistentemente debole del totale delle ore lavorate nell'intera economia (cfr. figura 1).

4 Caratteristiche della manodopera e dei posti di lavoro interessati dal recupero dell'occupazione

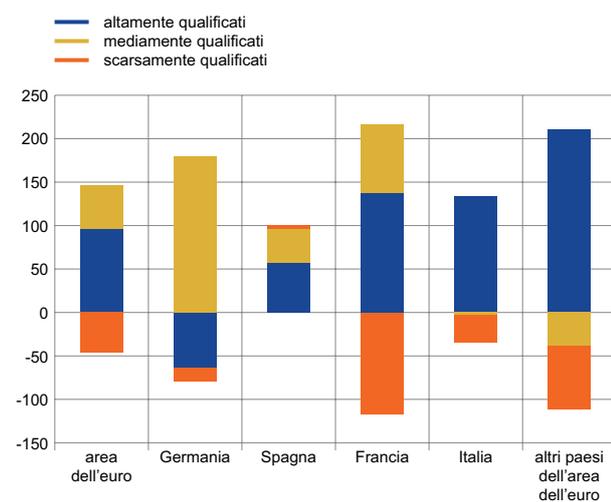
L'occupazione netta creata nell'area dell'euro negli ultimi due anni è costituita soprattutto da lavoratori altamente qualificati, con contratti a tempo pieno e in regime di lavoro dipendente (anziché autonomo); tra i nuovi contratti, quelli temporanei (a tempo determinato) hanno inoltre superato lievemente quelli permanenti (a tempo indeterminato), sebbene esista una notevole eterogeneità fra paesi (cfr. figure da 8 a 13). Il recente aumento dell'occupazione ha riguardato principalmente donne e lavoratori più anziani, in linea con le tendenze generali osservate anche prima della crisi. Dati recenti dell'indagine sulle forze di lavoro

dell'UE suggeriscono che negli ultimi due anni sono stati creati oltre 2 milioni di nuove posizioni per profili altamente qualificati¹¹. In termini netti, i nuovi impieghi a tempo pieno restano il doppio di quelli a tempo parziale. I contratti temporanei contribuiscono più di quelli permanenti alla crescita dell'occupazione nell'area dell'euro (con apporti pari rispettivamente al 52 e al 48 per cento dell'occupazione netta creata dal secondo trimestre del 2013), ma si osservano notevoli differenze fra un paese e l'altro. Inoltre, come spiegato più avanti, pur registrando una diminuzione nel complesso dell'area dell'euro, il lavoro autonomo è diventato un importante motore dell'aumento dell'occupazione in alcuni paesi dell'area.

In base all'ultima edizione dell'indagine sulle forze di lavoro dell'UE, l'occupazione netta creata nell'area dell'euro nei trimestri recenti ha riguardato soprattutto i lavoratori più qualificati e con titoli di istruzione terziaria, mentre si rileva un (ulteriore) marcato calo della manodopera poco qualificata o con un titolo scolastico di base (cfr. figura 8). Gli aumenti dell'occupazione si sono concentrati soprattutto tra la forza di lavoro più qualificata, spesso

Figura 8
Creazione netta di occupazione fra il secondo trimestre del 2013 e il secondo trimestre del 2015 per livello di qualificazione

(in percentuale dell'aumento netto complessivo dell'occupazione)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

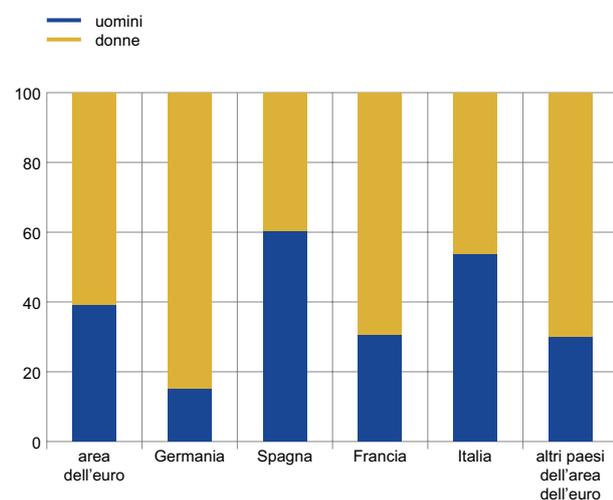
Note: i livelli di qualificazione (alta, media e scarsa) si riferiscono al titolo di studio più elevato conseguito dai lavoratori. La manodopera scarsamente qualificata è in possesso di un titolo scolastico di base o non ha alcun titolo; quella mediamente qualificata dispone di un titolo di scuola secondaria superiore (ottenuto tipicamente all'età di 18-19 anni); quella altamente qualificata ha un'istruzione terziaria (di livello universitario).

¹¹ Calcolati applicando la variazione delle quote di lavoratori altamente, mediamente e scarsamente qualificati fra il secondo trimestre del 2013 e il periodo corrispondente del 2015 ai dati di contabilità nazionale sulle variazioni dei livelli occupazionali.

Figura 9

Creazione netta di occupazione fra il secondo trimestre del 2013 e il secondo trimestre del 2015 per genere

(in percentuale dell'aumento netto complessivo dell'occupazione)

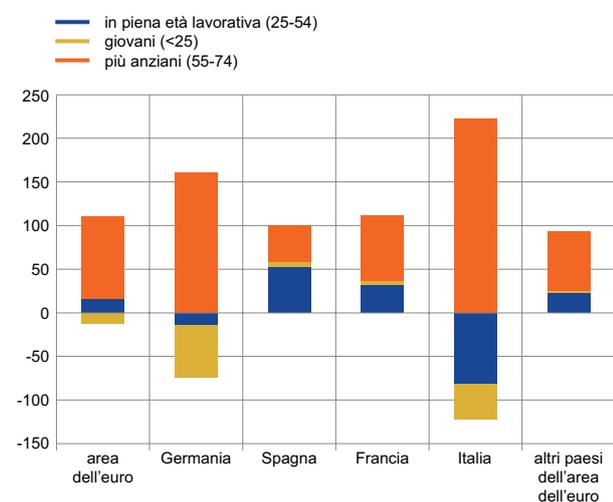


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 10

Creazione netta di occupazione fra il secondo trimestre del 2013 e il secondo trimestre del 2015 per fascia di età

(in percentuale dell'aumento netto complessivo dell'occupazione)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

a discapito di quella meno qualificata. Tale evoluzione può essere ricondotta a una serie di fattori, fra cui i cambiamenti strutturali in atto nella domanda di lavoro, che richiedono competenze sempre più elevate, nonché a probabili variazioni temporali nei metodi di selezione applicati dai datori di lavoro di riflesso alla maggiore preparazione dei candidati¹².

La Germania costituisce un'eccezione alla tendenza generale nell'area dell'euro, registrando una crescita dell'occupazione più sbilanciata verso i lavoratori mediamente qualificati.

I profili dell'occupazione osservati di recente nel paese sembrano quindi contraddire l'idea della graduale scomparsa ("hollowing out") dei posti di lavoro mediamente qualificati¹³. Nondimeno, è probabile che riflettano in parte la più forte specializzazione dell'economia tedesca nel manifatturiero (e dunque un ricorso tipicamente più elevato alle qualifiche di tecnico e di artigiano rispetto ai titoli di studio universitari), nonché la maggiore diffusione dell'istruzione e della formazione professionalizzante (tramite il sistema duale), che costituisce un percorso alternativo di ingresso a molte attività professionali in Germania¹⁴.

La recente crescita dell'occupazione ha interessato in misura significativa le donne e i lavoratori più anziani (cfr. figure 9 e 10), riflettendo in parte tendenze di più lungo termine osservate anche prima della crisi.

Il maggiore incremento dell'occupazione femminile registrato di recente a livello dell'area dell'euro riguarda in maniera generalizzata tutti i paesi, con l'eccezione di Spagna e Italia. Tale evoluzione va ampiamente ricondotta alla tendenza di lungo termine di un aumento della partecipazione femminile al mercato del lavoro, che non ha rallentato nel corso della crisi. Essa dipende anche dalla concentrazione della recente crescita dell'occupazione in settori che tipicamente registrano una maggiore quota di donne sul totale degli occupati.

¹² Cfr. ad esempio Modestino, A.S., Shoag, D. e Ballance, J., "Upskilling: Do Employers Demand Greater Skill When Skilled Workers Are Plentiful?", *Federal Reserve Bank of Boston Working Paper*, n. 14-17, 2015.

¹³ Cfr. ad esempio Acemoglu, D. e Autor, D., "Skills, Tasks and Technologies: Implications for Employment and Earnings," *Handbook of Labor Economics*, vol. 4, parte B, 2014, pagg. 1043-1171.

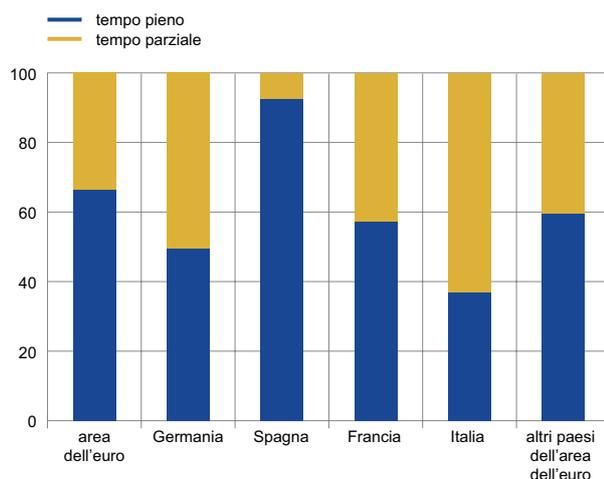
¹⁴ Cfr. Prais, S.J., *Productivity, education and skills: an international perspective*, Cambridge University Press, 1995, nonché Jarvis, V., O'Mahony, M. e Wessels, H., "Product Quality, Productivity and Competitiveness", *NIESR Occasional Paper Series*, n. 55, National Institute of Economic and Social Research, 2002.

Nell'arco della crisi si è evidenziato un incremento consistente e continuativo dell'occupazione dei lavoratori più anziani¹⁵. L'andamento è ascrivibile a diversi fattori sottostanti, tra cui precedenti riforme strutturali del sistema pensionistico e di quello dei sussidi al fine di posticipare l'età pensionabile, nonché a variazioni della composizione della fascia dei lavoratori più anziani; questi ultimi sono infatti caratterizzati da un maggior grado di istruzione a cui si accompagna un aumento dei rendimenti connessi a una vita lavorativa più lunga. L'evoluzione recente potrebbe inoltre dipendere dal maggior fabbisogno finanziario, determinato dal calo della ricchezza o dei redditi delle famiglie a seguito della crisi finanziaria. In aggiunta, pur essendo indubbio che la manodopera giovane sia stata fortemente penalizzata durante la crisi, non è chiaro se, e in quale misura, la recente modesta diminuzione dell'occupazione tra i lavoratori di età inferiore a 25 anni rifletta principalmente una generale tendenza della domanda di lavoro a privilegiare gli individui più qualificati, come già descritto, oppure tendenze di lungo periodo dal lato dell'offerta che vedono le coorti giovani studiare più a lungo¹⁶.

Figura 11

Creazione netta di occupazione fra il secondo trimestre del 2013 e il secondo trimestre del 2015: tempo pieno e tempo parziale

(in percentuale dell'aumento netto complessivo dell'occupazione)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Il 66 per cento della recente crescita dell'occupazione netta nell'area dell'euro è attribuibile a posti di lavoro a tempo pieno, benché si riscontrino sostanziali differenze tra paesi (cfr. figura 11).

Gli ultimi dati mostrano che tra il secondo trimestre del 2013 e il corrispondente periodo del 2015 l'occupazione a tempo pieno rappresentava poco meno del 50 per cento dell'incremento netto complessivo del numero di occupati in Germania e il 57 per cento in Francia. La quota per la Spagna sfiorava invece il 93 per cento, anche perché l'aumento si è concentrato, in proporzione, maggiormente nel settore industriale e nelle costruzioni. Nel caso dell'Italia, l'incremento del numero di occupati (più modesto) è dipeso per il 63 per cento da posizioni a tempo parziale. La quota è notevolmente più cospicua in alcuni paesi (soprattutto Estonia, Paesi Bassi e Austria) dove alla creazione di impieghi a tempo parziale si contrappone adesso un calo netto di quelli a tempo pieno.

L'eterogeneità fra paesi risulta particolarmente evidente se si esamina la scomposizione della crescita occupazionale in posizioni permanenti e temporanee. La figura 12 evidenzia che, mentre a livello dell'area dell'euro l'occupazione creata fino al secondo trimestre del 2015

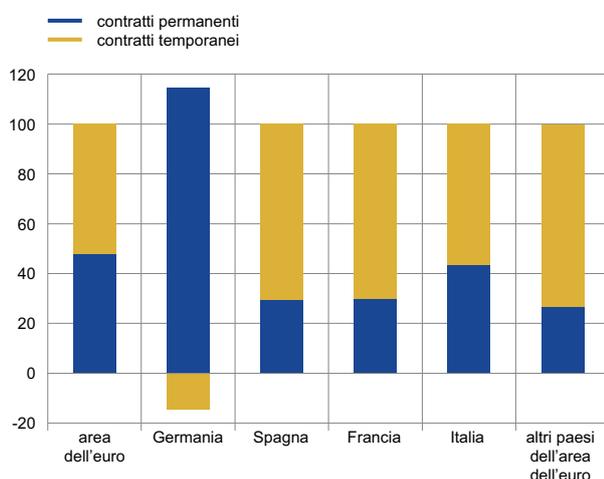
¹⁵ Cfr. ad esempio lo Structural Issues Report 2012, intitolato *Euro area labour markets and the crisis*, BCE, ottobre 2012, nonché "All in it together? The experience of different labour market groups following the crisis", in *OECD Employment Outlook 2013*, OCSE.

¹⁶ La figura 9 non permette di concludere che la scarsa creazione di occupazione tra i giovani riscontrata negli ultimi due anni rifletta un razionamento dei posti di lavoro a vantaggio della manodopera più anziana. Due recenti studi macroeconomici, condotti con grande precisione, indicano che in diversi mercati del lavoro l'occupazione giovanile si accompagna spesso al maggior impiego di forza di lavoro più anziana. Cfr. ad esempio il riquadro intitolato "The lump of labour fallacy: a reassessment for the euro area" in *Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets*, Occasional Paper Series, n. 159, BCE, febbraio 2015, nonché Böheim, R., "The effect of early retirement schemes on youth employment", *IZA World of Labor*, 2014: 70.

Figura 12

Creazione netta di occupazione fra il secondo trimestre del 2013 e il secondo trimestre del 2015 per tipologia contrattuale

(in percentuale dell'aumento netto complessivo dell'occupazione)

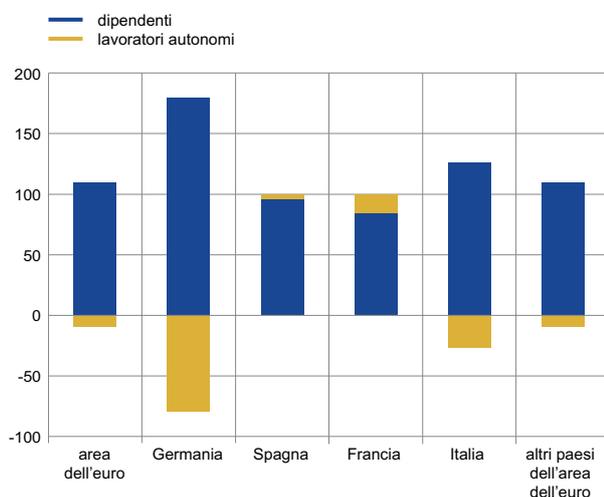


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 13

Creazione netta di occupazione fra il secondo trimestre del 2013 e il secondo trimestre del 2015: lavoro dipendente e lavoro autonomo

(in percentuale dell'aumento netto complessivo dell'occupazione)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

è composta in misura pressoché uguale da contratti permanenti e temporanei (rispettivamente per il 48 e il 52 per cento), in Francia e in Spagna circa il 70 per cento dell'aumento va ricondotto a contratti temporanei¹⁷. La quota di contratti a tempo determinato sui nuovi posti di lavoro è superiore alla media dell'area anche in Grecia e in Italia. Al tempo stesso, la Germania (insieme a Irlanda, Austria e, in misura inferiore, Lettonia e Lituania) ha registrato un marcato aumento degli occupati con contratti permanenti, oltre che una marginale diminuzione del numero complessivo dei contratti temporanei.

Secondo l'ultima indagine sulle forze di lavoro dell'UE, il lavoro autonomo ha sì fornito, in alcune economie dell'area dell'euro, un modesto contributo alla recente espansione dell'occupazione ma, nell'insieme dell'area, si è ridotto. Dall'inizio della recessione nel 2008, il lavoro autonomo ha mostrato tipicamente una lenta diminuzione, tale da vanificare in qualche misura la moderata crescita positiva osservata prima della crisi; nondimeno, ha esercitato un impatto positivo sulla recente espansione dell'occupazione in Francia – dove l'andamento è stato altrimenti relativamente debole – generando il 15 per cento circa della nuova occupazione netta dal secondo trimestre del 2013. La stessa dinamica si è osservata, in misura inferiore, in Spagna. In alcune economie, come Belgio, Estonia, Irlanda, Paesi Bassi e Slovenia, l'incidenza è superiore, anche a causa dei più ampi cambiamenti strutturali in atto nell'organizzazione delle imprese (esternalizzazione di attività, ricorso a liberi professionisti eccetera) e per il mutare delle tendenze e della demografia dei mercati del lavoro¹⁸. Se si considera però l'insieme dell'area dell'euro, l'opposta flessione del lavoro autonomo rilevata in altri paesi (specie in Germania e, in misura inferiore, in Italia) ha determinato nel complesso un calo nell'arco del recupero dell'occupazione.

¹⁷ In Slovacchia la quota è ancora più alta, al punto che la crescita netta dell'occupazione osservata da metà 2013 è imputabile esclusivamente a contratti temporanei. Sebbene i contratti a tempo determinato restino molto più diffusi in Spagna che in molti altri paesi dell'area dell'euro – incidendo per poco meno del 24 per cento sull'occupazione complessiva, a fronte di una media del 15 per cento circa per l'area – vi si fa ricorso molto meno che prima della crisi, quando tale tipologia contrattuale rappresentava circa un terzo dell'occupazione complessiva.

¹⁸ Tendenze simili sono state osservate nel Regno Unito, dove il lavoro autonomo ha mostrato una crescita particolarmente vigorosa negli ultimi anni, sia per fattori congiunturali sia a causa di tendenze demografiche (legate al fatto che i lavoratori più anziani desiderano restare nel mercato). Cfr. ad esempio Sodomir, T., "Self-employment: what can we learn from recent developments?", *Quarterly Bulletin*, Bank of England, 1° trimestre 2015.

In seguito al recupero del PIL dell'area dell'euro, sostenuto principalmente da andamenti interni, l'occupazione è aumentata di poco più di 2,2 milioni di unità nell'area. Benché l'incremento sia ancora insufficiente a compensare le gravi perdite registrate durante la lunga crisi economica, il divario rispetto ai livelli pre-crisi si è ridotto della metà e la crescita dell'occupazione è stata generalizzata, interessando anche molti dei paesi più colpiti dalla crisi.

A livello settoriale, la crescita netta dell'occupazione si è fortemente concentrata nel comparto dei servizi, in particolare nei segmenti del commercio e dei trasporti, nei servizi alle imprese e nei servizi non di mercato, dove tipicamente la crescita dell'attività si accompagna più che in altri settori a un aumento dei posti di lavoro. Questa caratterizzazione settoriale dell'espansione dell'occupazione netta contribuisce anche a spiegare la ripresa relativamente modesta del totale delle ore lavorate dai minimi toccati durante la crisi: le ore settimanali medie lavorate per occupato sono infatti tipicamente inferiori nei settori più interessati dalla crescita dell'occupazione durante il recupero.

Quanto alle caratteristiche della manodopera e dei posti di lavoro, l'occupazione netta creata ha riguardato soprattutto lavoratori più qualificati, assunti a tempo pieno e con un rapporto di lavoro dipendente (anziché autonomo), mentre una quota lievemente più elevata dei nuovi impieghi è retta da contratti temporanei, anziché permanenti. Le donne e i lavoratori più anziani hanno beneficiato dell'andamento più di altri gruppi, di riflesso a tendenze di più lungo termine della crescita dell'occupazione che si erano manifestate già prima della crisi.

Il prevalere dei contratti a tempo determinato in Spagna (e sempre più anche in Francia) mette in evidenza le chiare dualità che caratterizzano i mercati del lavoro dei due paesi. Alcuni sostengono che l'utilizzo diffuso dei contratti temporanei eserciti un'influenza negativa sul benessere dei lavoratori e scoraggi gli investimenti nel capitale umano, limitando le possibilità di acquisire competenze più elevate e comprimendo la crescita della produttività nel più lungo termine. Tuttavia, in un contesto caratterizzato da alti tassi di disoccupazione (tuttora superiori al 20 per cento in Spagna), i contratti a tempo determinato permettono di entrare nel mercato del lavoro e possono condurre a opportunità più stabili in una fase successiva.

Benché il numero di occupati sia aumentato considerevolmente nell'area dell'euro negli ultimi due anni, la sua crescita resta leggermente più debole rispetto agli Stati Uniti, dove l'occupazione è in vigorosa espansione. È probabile che questo dipenda in parte dalla maggiore flessibilità del mercato del lavoro statunitense, a cui va ricondotto anche l'aggiustamento ben più netto e rapido dell'occupazione durante la crisi. L'aumento più modesto nell'area dell'euro, come pure i maggiori tempi di aggiustamento, riflette verosimilmente il recupero più debole dell'attività economica (rispetto agli Stati Uniti) dai livelli pre-crisi, il maggior grado di tutela del lavoro e il più debole contributo degli andamenti della produttività al contenimento dell'espansione del costo del lavoro per unità di prodotto. Questa evoluzione ha ostacolato la ristrutturazione e la riallocazione del lavoro verso i settori e le imprese che crescevano più rapidamente. Di conseguenza, nell'area dell'euro i posti di lavoro si mantengono su livelli leggermente inferiori al picco pre-crisi, mentre negli Stati Uniti lo hanno ormai superato.

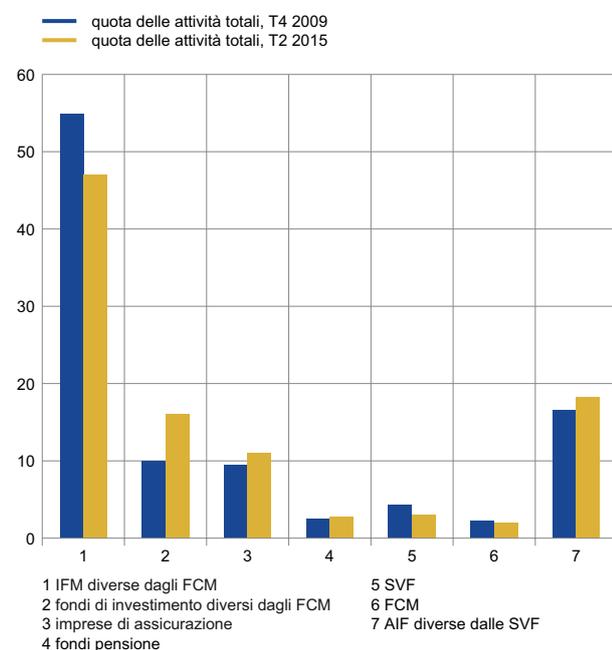
Nuove caratteristiche delle statistiche monetarie e finanziarie

La BCE ha pubblicato di recente statistiche monetarie e finanziarie sostanzialmente più esaurienti. Questo miglioramento si deve a due fattori principali: in primo luogo, dato che l'innovazione finanziaria ha prodotto un cambiamento del panorama finanziario europeo, i responsabili delle politiche hanno portato a richieste aggiuntive di informazioni; in secondo luogo, sono emersi nuovi requisiti in seguito all'adozione del Sistema europeo dei conti 2010 (SEC 2010), un aggiornamento dei principi statistici che costituiscono il quadro metodologico per i conti dei settori finanziario e non finanziario in Europa. Il presente articolo approfondisce queste nuove caratteristiche e fornisce alcuni esempi di rilevanza pratica riguardo al miglioramento delle statistiche.

1 Introduzione

Figura 1
Quota delle attività totali dei settori finanziari dell'area dell'euro

(in valori percentuali sulla base delle consistenze in essere)



Fonte: BCE.

Sin dalla sua istituzione, la BCE ha elaborato statistiche monetarie e finanziarie che rappresentano in modo accurato gli andamenti monetari e finanziari più recenti, nonché i mutamenti a livello di sistema finanziario.¹

Queste statistiche sono compilate per acquisire un quadro esaustivo e dettagliato dei settori finanziari dell'area dell'euro allo scopo di sostenere le funzioni macroprudenziali e di politica monetaria della BCE.

La struttura del sistema finanziario è in fase di evoluzione per effetto dell'innovazione finanziaria e della comparsa di nuovi partecipanti e prodotti, di conseguenza le definizioni e la raccolta di dati sono aggiornate regolarmente. La figura 1 mostra il cambiamento in termini di importanza relativa dei settori finanziari dell'area dell'euro. Nonostante la quota delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) sia lievemente diminuita, tali istituzioni alla fine di giugno 2015 costituivano ancora circa la metà del bilancio del settore finanziario dell'area. Anche il peso delle società veicolo finanziarie (SVF) si è ridotto, per via della minore attività nel mercato delle cartolarizzazioni. Per contro, i fondi

¹ In gran parte dei casi, la raccolta di dati per le statistiche monetarie e finanziarie è basata sui regolamenti della BCE vertenti sul settore finanziario, in particolare il Regolamento BCE/2013/33 (requisiti statistici per le voci di bilancio delle IFM), il Regolamento BCE/2013/34 (tassi di interesse delle IFM), il Regolamento BCE/2013/38 (fondi di investimento), il Regolamento BCE/2013/39 (uffici dei conti correnti postali) e il Regolamento BCE/2013/40 (società veicolo finanziarie).

di investimento si sono rafforzati a livello di importanza relativa, rappresentando un sesto del sistema finanziario.

La recente pubblicazione delle nuove statistiche monetarie e finanziarie basate sulle disposizioni del SEC 2010 ha segnato una tappa fondamentale in questo processo di aggiornamento. Il miglioramento delle statistiche, e soprattutto dei rispettivi schemi di segnalazione, è il risultato di un processo iniziato nel 2012 che ha coinvolto statistici, responsabili delle politiche, analisti e operatori finanziari. La stretta collaborazione di questi ultimi due gruppi ha mostrato che è stato possibile raggiungere un equilibrio tra i benefici di una solida analisi economica per ciascuna serie di dati e i costi per la segnalazione e la gestione di informazioni aggiuntive.

L'articolo è organizzato in base alle diverse tipologie di statistiche monetarie e finanziarie. Si esaminano i bilanci delle IFM (sezione 2), i tassi di interesse bancari (sezione 3), i fondi di investimento (sezione 4), le società veicolo finanziarie (sezione 5) e le emissioni di titoli (sezione 6). La sezione 7 conclude.

2 I bilanci delle IFM

Le statistiche relative al bilancio delle IFM contribuiscono in vari modi a sostenere l'analisi monetaria e della stabilità finanziaria. Gli andamenti mensili sono oggetto di un esame approfondito per via del rapporto che intercorre tra crescita monetaria e inflazione nel medio e lungo termine. Poiché le banche rappresentano la principale fonte di finanziamento per il settore privato non finanziario (comprese le società non finanziarie e le famiglie) nell'area dell'euro, i dati di bilancio delle IFM forniscono informazioni tempestive sui potenziali mutamenti in termini di finanziamento disponibile all'economia reale. Anche i dati di bilancio raccolti da banche e da altre istituzioni finanziarie (AIF) sono inclusi nei conti finanziari trimestrali dell'area dell'euro, offrendo un quadro generale su finanziamento, investimenti finanziari e situazione di bilancio per ciascun settore istituzionale.

Da luglio 2015 le statistiche sul bilancio delle IFM sono state migliorate tramite l'inserimento di nuove categorie di disaggregazione. Tutte queste categorie si riflettono nel bilancio aggregato del settore delle IFM dell'area dell'euro.

La disaggregazione delle voci di bilancio per settore di controparte è stata ampliata in modo da rendere i settori coerentemente distinti. Tali settori comprendono imprese di assicurazione, fondi pensione, fondi di investimento diversi dai fondi comuni monetari (FCM), banche centrali, altri istituti di deposito e altre istituzioni finanziarie; a loro volta, le quote e le partecipazioni emesse da fondi di investimento possono essere incluse tra le attività azionarie. Queste nuove categorie di disaggregazione sono pienamente in linea con le disposizioni del SEC 2010. Ulteriori categorie riguardano l'identificazione delle posizioni infra-gruppo delle IFM in depositi e prestiti, prestiti ad amministrazioni pubbliche e SVF distinti per scadenza originaria, consistenze di titoli di debito emessi da amministrazioni pubbliche con scadenza originaria fino a un anno e strumenti finanziari derivati e interessi maturati

Tavola 1

Nuove voci di bilancio delle IFM

Frequenza	Voce	Descrizione	Settore di controparte
Mensile	Depositi e prestiti	Disaggregazione delle controparti per sotto-settore delle IFM	Banca centrale Altri istituti di deposito
		Identificazione di posizioni infra-gruppo per altri istituti di deposito	Altri istituti di deposito
	Depositi, operazioni di pronti contro termine e prestiti	Identificazione di fondi di investimento diversi dagli FCM	Fondi di investimento diversi dagli FCM Altre istituzioni finanziarie
		Identificazione distinta di imprese di assicurazione e fondi pensione	Imprese di assicurazione Fondi pensione
	Prestiti alle amministrazioni pubbliche e alle SVF	Disaggregazione per scadenza originaria Fino a un anno Oltre un anno e fino a cinque anni Oltre cinque anni	Amministrazioni pubbliche SVF
	Consistenze di titoli di debito emessi da amministrazioni pubbliche per scadenza originaria	Identificazione di titoli di debito emessi da amministrazioni pubbliche con scadenza originaria fino a un anno	Amministrazioni pubbliche
	Consistenze di azioni e di quote e partecipazioni in fondi di investimento diversi dagli FCM	Categorie distinte comprese precedentemente alla voce "azioni e altre partecipazioni"	Fondi di investimento diversi dagli FCM IFM Soggetti diversi dalle IFM Soggetti non residenti nell'area dell'euro
Prestiti corretti per cessioni e cartolarizzazioni (nuovo metodo)	Consistenze in essere e operazioni finanziarie	Amministrazioni pubbliche Fondi di investimento diversi dagli FCM Imprese di assicurazione Fondi pensione Società non finanziarie Famiglie	
Trimestrale	Depositi e prestiti	Disaggregazione settoriale delle posizioni interne all'area dell'euro rispetto a ciascun paese dell'area	Amministrazioni pubbliche Fondi di investimento diversi dagli FCM Imprese di assicurazione Fondi pensione Altre istituzioni finanziarie Società non finanziarie Famiglie
		Identificazione di altre istituzioni finanziarie	Altre istituzioni finanziarie
	Consistenze di titoli di debito	Identificazione di imprese di assicurazione	Imprese di assicurazione
		Identificazione di altre istituzioni finanziarie	Altre istituzioni finanziarie
	Consistenze di azioni e altre partecipazioni	Identificazione di imprese di assicurazione e fondi pensione	Imprese di assicurazione Fondi pensione
	Strumenti finanziari derivati	Identificazione di posizioni, se registrate tra le altre attività/passività	-
Interessi maturati su prestiti/depositi	Identificazione di posizioni, se registrate tra le altre attività/passività	-	

su prestiti e depositi se registrati tra "altre attività" e "altre passività". La tavola 1 riporta una sintesi di questa nuova disaggregazione.

Un aspetto di primo piano delle nuove statistiche è il fatto di favorire una panoramica più esaustiva del credito all'economia reale proveniente dalle banche dell'area dell'euro. Nello specifico, questo comprende nuovi dati su posizioni e operazioni (ossia i rimborsi di prestiti da parte dei prenditori) per i prestiti cancellati dai bilanci delle IFM tramite cessioni o cartolarizzazioni. Tali dati sono stati utilizzati per migliorare le serie dei prestiti corretti per cessioni e cartolarizzazioni, al fine di aumentare la comparabilità dei tassi di crescita tra paesi.²

Un secondo aspetto degno di particolare nota riguarda l'inclusione delle quote in fondi di investimento (diversi dagli FCM) tra le attività delle IFM. Ciò significa che è possibile valutare la misura in cui le IFM hanno diversificato i loro portafogli in quote e partecipazioni in fondi. La figura 2 mostra gli acquisti da parte delle IFM delle quote in fondi di investimento residenti. Da dicembre 2014

² Cfr. il riquadro *Nuovi dati sui prestiti al settore privato corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni* nel numero 7/2015 di questo Bollettino.

Figura 2

Acquisti netti di quote in fondi di investimento dell'area dell'euro diversi dagli FCM da parte delle IFM (escluso l'Eurosistema)

(operazioni finanziarie; in miliardi di euro)

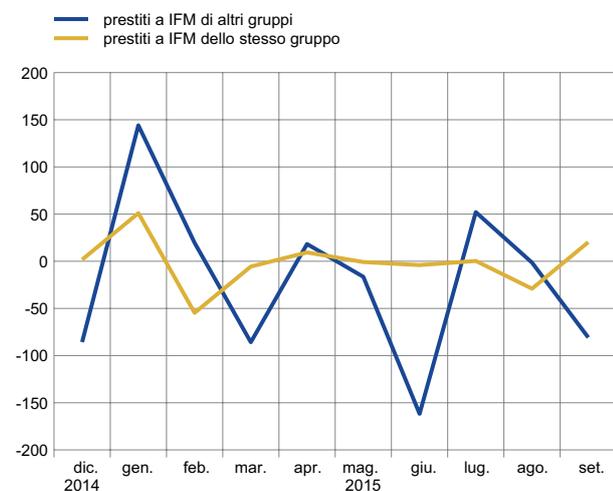


Fonte: BCE.

Figura 3

Prestiti delle IFM dell'area dell'euro ad altre IFM dell'area

(operazioni finanziarie; in miliardi di euro)



Fonte: BCE.

ad agosto 2015 le IFM hanno registrato acquisti netti sistematici di quote in fondi di investimento, effettuati in un contesto di tassi di interesse molto bassi. Questo può indicare che le IFM hanno diversificato i loro portafogli nel tentativo di conseguire maggiori rendimenti e può fornire evidenze di un riequilibrio dei portafogli riconducibile al programma di acquisto di attività (PAA) attuato dall'Eurosistema. Inoltre, questa disaggregazione permette di considerare distintamente i depositi dei fondi di investimento, i quali con ogni probabilità saranno influenzati in larga misura dal PAA.

Un terzo aspetto di rilievo delle nuove statistiche concerne le posizioni infra-gruppo delle IFM. Dalle attività/passività delle IFM (escluso l'Eurosistema), è ora possibile identificare posizioni in prestiti/depositi con IFM appartenenti allo stesso gruppo societario. Alla fine del 2014 le posizioni infra-gruppo rappresentavano all'incirca metà dei prestiti/depositi complessivi delle IFM rispetto ad altre IFM. Da dicembre 2014 a settembre 2015 le operazioni cumulate con IFM appartenenti allo stesso gruppo hanno procurato una flessione delle posizioni di 12 miliardi di euro, mentre le operazioni cumulate con IFM non appartenenti allo stesso gruppo hanno inciso sulle posizioni per 198 miliardi di euro (cfr. le operazioni mensili corrispondenti nella figura 3). Questa nuova disaggregazione permette di considerare distintamente le operazioni infra-gruppo e le operazioni con IFM di altri gruppi; ciò potrebbe mettere in evidenza dinamiche molto diverse, specialmente in periodi di tensione. Di conseguenza, è possibile analizzare il funzionamento dei mercati interbancari e la trasmissione della liquidità dell'Eurosistema all'interno di gruppi bancari.

3 I tassi di interesse bancari

Le statistiche relative ai tassi di interesse bancari offrono indicazioni essenziali all'analisi monetaria. Tali statistiche forniscono informazioni sui tassi di interesse applicati dalle banche a depositi e prestiti diretti a famiglie e società. In particolare, le statistiche sulle nuove operazioni comprendono informazioni sui tassi di interesse stabiliti nei nuovi contratti stipulati tra banca e cliente, che rispecchiano le condizioni di domanda e offerta nei mercati dei depositi e prestiti al momento della stipula. Tali statistiche consentono di valutare la trasmissione delle variazioni dei tassi di riferimento ai tassi sul credito e sui depositi applicati a famiglie e società; esse

Tavola 2

Nuovi indicatori per le statistiche sui tassi di interesse bancari

Voce	Settore di controparte	Disaggregazione per scadenza
Prestiti, tassi di interesse su consistenze in essere	- Famiglie - Società	Con una scadenza originaria di: - Oltre un anno - Oltre un anno e una vita residua fino a un anno - Oltre un anno, una vita residua di oltre un anno e un ricalcolo del tasso di interesse nei successivi 12 mesi - Oltre due anni - Oltre due anni e una vita residua fino a due anni - Oltre due anni, una vita residua di oltre due anni e un ricalcolo del tasso di interesse nei successivi 24 mesi

Voce	Settore di controparte	Disaggregazione per finalità
Prestiti rinegoziati, volumi di operazioni e tassi di interesse	- Famiglie - Società	- Qualsiasi (società) - Per consumi (famiglie) - Per l'acquisto di abitazioni (famiglie) - Per altre finalità (famiglie)

permettono altresì di individuare possibili frammentazioni nei mercati dei depositi e prestiti bancari, soprattutto durante periodi di crisi, affinché i responsabili delle politiche mettano in atto provvedimenti mirati per migliorare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Inoltre, le variazioni dei tassi di interesse bancari influiscono sul costo del capitale, che condiziona le decisioni di investimento di famiglie e società e la sostituzione tra consumi correnti e futuri. I tassi di interesse bancari sulle consistenze in essere integrano i dati raccolti nell'ambito del quadro sulle statistiche di bilancio delle IFM e sostengono l'esame degli effetti di reddito giacché le variazioni dei tassi di interesse bancari incidono sull'interesse versato o ricevuto da famiglie e società, ripercuotendosi sul loro reddito disponibile. Le statistiche sui tassi di interesse bancari permettono anche di monitorare il differenziale tra depositi e prestiti. Infine, tali statistiche forniscono informazioni sul grado di integrazione dei mercati finanziari europei, in modo che i consumatori possano operare un confronto tra paesi riguardo ai tassi applicati e corrisposti dalle banche.

A partire dal periodo di riferimento iniziato in dicembre 2014, l'apporto di informazioni aggiuntive sui prestiti rinegoziati ha consentito di colmare una lacuna importante sui tassi di interesse applicati alle nuove operazioni.³

Questo è stato possibile introducendo nuovi indicatori riferiti alla rinegoziazione dei prestiti alle famiglie (suddivisi in base alla finalità del prestito) e alle società. Questi dati, congiuntamente agli indicatori esistenti sulle nuove operazioni, permettono di formulare una stima del flusso lordo di nuovi prestiti diretti a famiglie e società.

Le statistiche sui tassi di interesse bancari relative alle consistenze in essere sono state rese più esaurienti per favorire una migliore analisi dell'impatto che i cambiamenti a livello delle politiche esercitano sul reddito da interessi delle banche e sui versamenti di interessi da parte di famiglie e società.

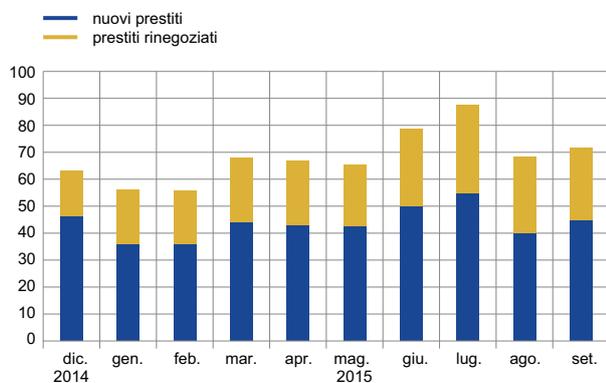
I nuovi indicatori forniscono informazioni dettagliate sui tassi di interesse dei prestiti, disaggregati per scadenza originaria e vita residua, e sul successivo ricalcolo dei tassi. Questi dati integrano quelli sull'ammontare dei prestiti corrispondenti raccolti

³ Ai fini delle statistiche sui tassi di interesse bancari, per "nuove operazioni" si intende qualsiasi nuovo contratto stipulato tra banca e cliente. I nuovi contratti comprendono tutti i contratti finanziari che specificano per la prima volta il tasso di interesse sul deposito o sul prestito e qualsiasi rinegoziazione di contratti di prestito o deposito già in essere, laddove la rinegoziazione preveda il coinvolgimento attivo del cliente nell'aggiustamento dei termini e delle condizioni di un contratto di prestito o deposito esistente. Ad esempio, l'aumento o il calo di un tasso di interesse variabile inteso come l'adeguamento automatico del tasso effettuato dalla banca non costituisce un nuovo contratto e non sarebbe pertanto da includere nelle statistiche sui tassi di interesse bancari relative alle nuove operazioni.

Figura 4

Nuove operazioni di prestito alle famiglie dell'area dell'euro per l'acquisto di abitazioni

(volume delle nuove operazioni; in miliardi di euro)

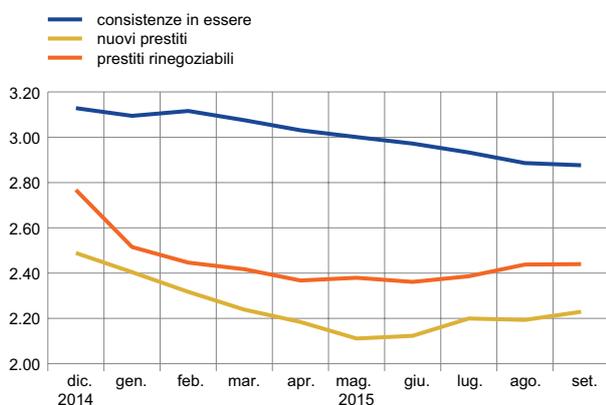


Fonte: BCE.

Figura 5

Tassi di interesse su consistenze in essere e nuove operazioni di prestito alle famiglie dell'area dell'euro per l'acquisto di abitazioni

(in percentuali annue al netto delle spese)



Fonte: BCE.

nell'ambito del quadro sulle statistiche di bilancio delle IFM, apportando informazioni utili a misurare l'effetto potenziale che le decisioni di politica monetaria possono produrre sul futuro reddito di famiglie e società, nonché sul livello di attività economica e inflazione.

Tra dicembre 2014 e settembre 2015 i tassi di interesse sui nuovi prestiti erano di poco inferiori a quelli sui prestiti rinegoziati.

L'identificazione distinta dei prestiti rinegoziati permette di escluderli dall'insieme delle nuove operazioni, traendo così indicazioni sull'ammontare dei nuovi prestiti concessi a famiglie e società nei paesi dell'area dell'euro; tale dato può essere a sua volta indicativo dell'andamento del nuovo credito all'economia reale. Ad esempio, nell'area dell'euro, durante il periodo compreso tra dicembre 2014 e settembre 2015, circa un terzo delle nuove operazioni di prestito alle famiglie per l'acquisto di abitazioni riguardava in realtà rinegoziazioni di prestiti esistenti (cfr. figura 4), mentre i restanti due terzi erano effettivamente nuovi prestiti, ossia nuovi prestiti concessi alle famiglie per l'acquisto di immobili residenziali. Il tasso di interesse sui nuovi prestiti concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni può essere ricavato applicando questo approccio alla media ponderata dei tassi di interesse sulle nuove operazioni. Tra dicembre 2014 e settembre 2015 i tassi di interesse sui nuovi prestiti effettivi erano leggermente inferiori a quelli sulle rinegoziazioni di prestiti esistenti (cfr. figura 5). Nell'area dell'euro i tassi di interesse sui prestiti sia nuovi sia rinegoziati erano di gran lunga più bassi, in media, rispetto ai tassi sui prestiti in essere per l'acquisto di immobili residenziali.

4

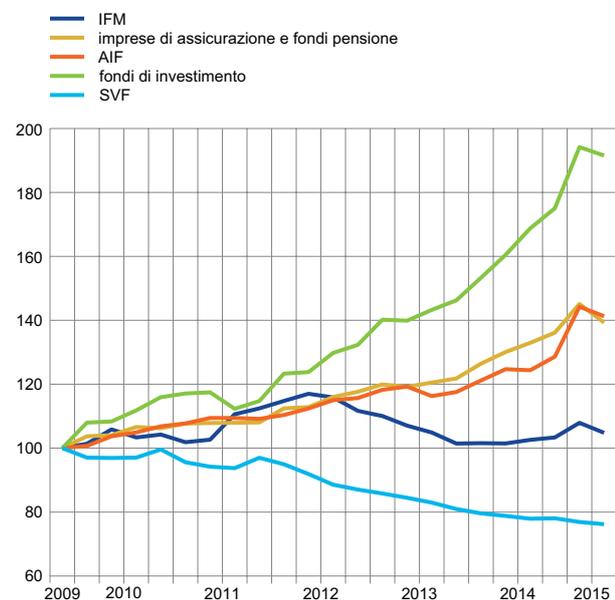
I fondi di investimento

Il settore dei fondi di investimento è in rapida crescita, così come la sua rilevanza per l'analisi economica. Con una quota di circa il 16 per cento nel secondo trimestre del 2015, i fondi di investimento rappresentano una parte consistente del sistema finanziario dell'area dell'euro. Le attività dei fondi di investimento domiciliati nell'area dell'euro sono quasi raddoppiate dal 2009, posizionandosi a oltre 10 mila miliardi di euro nei primi mesi del 2015 (cfr. figura 6). All'incirca un terzo di questo incremento si deve alle operazioni economiche, mentre il restante può essere ricondotto al notevole aumento dei prezzi delle attività negli anni recenti. Questo incremento e il ruolo svolto dai fondi di

Figura 6

Crescita delle consistenze in essere nei settori finanziari dell'area dell'euro dal quarto trimestre del 2009

(4° trim. 2009=100)



Fonte: BCE ed elaborazioni della BCE.

investimento nel processo di intermediazione finanziaria rendono necessario disporre tempestivamente di dati accurati per il settore. Quando i fondi di investimento acquistano titoli azionari e di debito emessi dall'economia reale, essi forniscono finanziamento alle imprese anche in periodi di difficoltà per le banche; ciò ne sottolinea l'importanza non solo per l'analisi monetaria ed economica della BCE ma anche per la valutazione della stabilità finanziaria dell'area dell'euro.

Il miglioramento della segnalazione dei dati relativi ai fondi di investimento tiene conto dell'innovazione finanziaria.

Per assicurare l'adeguatezza delle statistiche sui fondi di investimento, a partire dal 2015 i dati sono raccolti in conformità alle disposizioni del SEC 2010, come spiegato in precedenza; sono state altresì introdotte ulteriori categorie di disaggregazione specifiche per il settore dei fondi di investimento. Di maggiore rilevanza è il fatto che i dati sui fondi istituiti come exchange-traded funds (ETF) sono adesso raccolti in forma di sotto-voce di tutti i fondi. Inoltre, le informazioni sulle emissioni e i rimborsi di quote e

partecipazioni in fondi di investimento sono ora disponibili per tutti gli Stati membri. La tavola 3 riporta una sintesi dettagliata delle nuove categorie di disaggregazione.

Tavola 3

Nuova disaggregazione delle voci di bilancio dei fondi di investimento

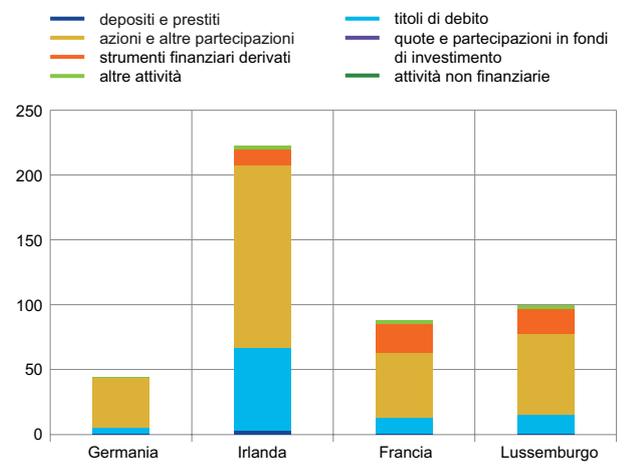
Frequenza	Voce	Descrizione	Settore di controparte
Mensile	ETF	Identificazione degli ETF come sotto-settore di tutti i fondi di investimento	Banca centrale Altri istituti di deposito
	Prestiti alle amministrazioni pubbliche e alle SVF	Disaggregazione per scadenza originaria: Fino a un anno Oltre un anno e fino a cinque anni Oltre cinque anni	Amministrazioni pubbliche SVF
	Quote e partecipazioni in fondi di investimento	Cessione e rimborso di quote e partecipazioni in fondi di investimento	Intera economia
Trimestrale	Consistenze di titoli di debito	Identificazione di settori di controparte	Fondi di investimento diversi dagli FCM Altre istituzioni finanziarie Imprese di assicurazione Fondi pensione
	Consistenze di azioni e altre partecipazioni	Identificazione di settori di controparte	IFM Amministrazioni pubbliche Fondi di investimento diversi dagli FCM
		Identificazione di azioni quotate	Altre istituzioni finanziarie Imprese di assicurazione Fondi pensione Società non finanziarie Famiglie
	Consistenze di quote e partecipazioni in fondi di investimento	Identificazione di titoli dati in prestito o venduti mediante operazioni di pronti contro termine	

Nel settore dei fondi di investimento, di recente gli ETF hanno attirato l'attenzione non solo degli investitori ma anche della autorità di

Figura 7

Attività totali degli ETF per paese, disaggregate per classe di attività

(in miliardi di euro; agosto 2015)



Fonte: BCE.

regolamentazione e di vigilanza.⁴ Questo sotto-settore ha assistito a una rapida crescita portando con sé innovazioni finanziarie, occorre quindi che l'andamento degli ETF sia tenuto sotto osservazione ai fini della stabilità finanziaria nell'area dell'euro. Come mostrano gli ultimi dati raccolti, gli ETF costituiscono attualmente il 4,6 per cento circa delle attività totali di tutti i fondi di investimento. Benché si tratti di una parte esigua, l'importanza assunta dagli ETF nell'ambito del settore dei fondi di investimento è continuamente aumentata negli anni recenti: i nuovi dati permettono di seguire l'andamento degli ETF e di valutarne tra l'altro la struttura di bilancio. La figura 7 mostra la struttura e la dimensione in termini assoluti delle attività totali degli ETF nei paesi dell'area dell'euro dove tali fondi sono presenti in misura significativa.

5 Le società veicolo finanziarie

Le SVF sono una componente importante del sistema finanziario per via del ruolo che svolgono nelle operazioni di cartolarizzazione, nonostante rappresentino solo il 3 per cento del settore finanziario dell'area dell'euro in termini di attività totali (cfr. figura 1). Le cartolarizzazioni comportano in genere il trasferimento a una SVF di attività illiquide (come i prestiti), o del rischio di credito relativo a un portafoglio di attività, al fine di garantirne l'emissione di titoli.

Sebbene le banche centrali e altre autorità abbiano di recente intrapreso una serie di iniziative volte a rilanciare le cartolarizzazioni come fonte di finanziamento bancario basata sul mercato, le attività di cartolarizzazione sono ancora caratterizzate in prevalenza da operazioni di autocartolarizzazione. Prima della crisi finanziaria, le cartolarizzazioni erano un'importante forma di finanziamento per le banche attraverso un modello di creazione e trasferimento ("originate to distribute") del rischio di credito: le banche concedevano prestiti e tramite le cartolarizzazioni potevano trasferire il rischio di credito agli investitori. Tuttavia, dopo l'inizio della crisi finanziaria, le attività cartolarizzate hanno principalmente rispecchiato l'esigenza delle banche di creare garanzie per le operazioni di rifinanziamento delle banche centrali: i titoli di debito emessi dalle SVF, invece di essere acquistati dagli investitori, sono stati trattenuti dalle banche cedenti. Nel secondo trimestre del 2015 le consistenze in essere dei titoli di debito emessi da SVF dell'area dell'euro erano pari a 1.400 miliardi di euro, mentre i titoli detenuti dalle banche dell'area ammontavano a 800 miliardi di euro.

⁴ Ad esempio, la crescente rilevanza degli ETF è stata discussa dal Consiglio per la stabilità finanziaria nella sua pubblicazione *Potential financial stability issues arising from recent trends in Exchange-Traded Funds (ETFs)* di aprile 2011.

Tavola 4

Nuove voci introdotte nelle statistiche sulle SVF

Voce	Nuova disaggregazione per settore di controparte
Depositi e crediti	- Soggetti bancari esterni all'area dell'euro - Soggetti non bancari esterni all'area dell'euro
Prestiti cartolarizzati (tutti)	- IFM - Amministrazioni pubbliche - Fondi di investimento diversi dagli FCM - Altre istituzioni finanziarie - Imprese di assicurazione e fondi pensione - Società non finanziarie - Famiglie - Soggetti non residenti nell'area dell'euro
Prestiti cartolarizzati (provenienti da IFM dell'area dell'euro)	- IFM - Fondi di investimento diversi dagli FCM - Altre istituzioni finanziarie
Voce	Nuova disaggregazione per scadenza
Depositi e crediti	- Fino a un anno - Oltre un anno
Crediti e depositi ricevuti	- Fino a un anno - Oltre un anno

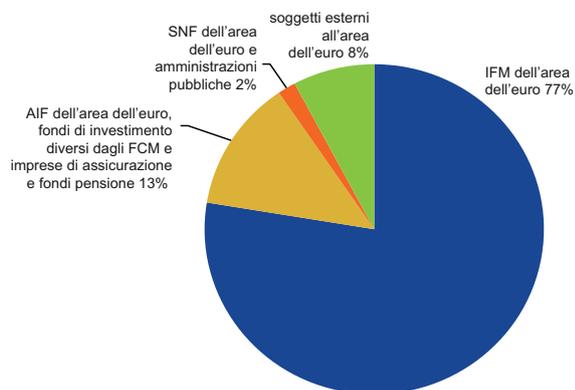
I nuovi dati raccolti in seguito all'aggiornamento del Regolamento BCE/2013/40 sulle società veicolo finanziarie hanno fornito maggiori indicazioni sulle attività non direttamente connesse alle banche dell'area dell'euro, compresi i prestiti provenienti da altri settori o da soggetti esterni all'area. Questo assume particolare rilevanza per quanto riguarda il sistema bancario ombra (attività collegate all'intermediazione creditizia eseguite al di fuori del sistema bancario regolamentato) e il ruolo che le cartolarizzazioni possono svolgere a sostegno del finanziamento diretto all'economia reale. Inoltre, la portata della raccolta di dati è stata ampliata per includere le operazioni che comportano trasferimenti di rischi di assicurazione diretta o riassicurazione dal settore assicurativo alle SVF.⁵ Due caratteristiche

principali sono state aggiunte alle statistiche sulle SVF, come riassume la tavola 4: (a) una nuova disaggregazione per settore di controparte, specie per i prestiti cartolarizzati trasferiti alle SVF; (b) una nuova disaggregazione in base alla scadenza per i depositi detenuti dalle SVF o per i prestiti concessi direttamente alle SVF, o ricevuti per loro tramite.

Figura 8

Prestiti cartolarizzati dalle SVF dell'area dell'euro nel secondo trimestre del 2015, disaggregati per settore di cedenti

(in valori percentuali)



Fonte: BCE.

La nuova disaggregazione per controparte dei prestiti cartolarizzati fornisce maggiori dettagli sul ruolo che le cartolarizzazioni svolgono a supporto del credito non bancario all'economia reale. In passato, la scomposizione per settore di prenditori era disponibile soltanto per i prestiti provenienti da IFM dell'area dell'euro. La figura 8 mostra che il 23 per cento (268 miliardi di euro) dei prestiti cartolarizzati complessivi detenuti dalle SVF provengono da soggetti diversi dalle IFM dell'area.

Quanto ai prestiti cartolarizzati non provenienti dalle IFM dell'area dell'euro, nel secondo trimestre del 2015 le SVF detenevano 91 e 64 miliardi di euro di prestiti erogati rispettivamente a famiglie e a società non finanziarie dell'area (cfr. figura 9).

Nonostante l'esiguo ammontare dei prestiti ai non residenti dell'area dell'euro provenienti da IFM dell'area, altri soggetti cedenti hanno cartolarizzato 72 miliardi

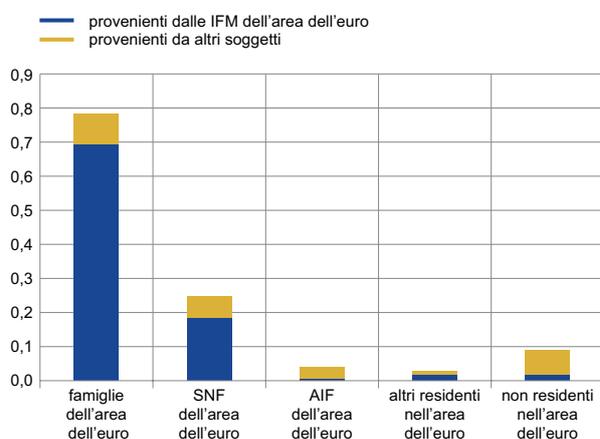
di euro per il tramite delle SVF dell'area. Tali soggetti sono ubicati soprattutto in giurisdizioni dove le SVF risultano connesse maggiormente ad attività internazionali che ad attività interne, cioè Irlanda, Lussemburgo e Paesi Bassi. Questi tre paesi costituiscono altresì una quota significativa dei depositi e crediti delle SVF dell'area

⁵ Questi volumi sono attualmente ridotti e non sono pubblicate categorie di disaggregazione distinte in riferimento alle SVF impegnate in cartolarizzazioni connesse al settore assicurativo.

Figura 9

Prestiti cartolarizzati dalle SVF dell'area dell'euro nel secondo trimestre del 2015, disaggregati per settore di prenditori

(in migliaia di miliardi di euro)



Fonte: BCE.

dell'euro verso soggetti bancari (23 miliardi di euro nel secondo trimestre del 2015) e non bancari (8 miliardi) esterni all'area.

La nuova disaggregazione per scadenza dei depositi detenuti dalle SVF e dei prestiti concessi direttamente alle SVF, o ricevuti per loro tramite, forniscono informazioni sulla liquidità e sul finanziamento delle IFM.

All'incirca metà dei depositi e dei crediti delle SVF rispetto ad altre controparti presenta scadenze fino a un anno e in prevalenza si concentra in depositi presso banche dell'area dell'euro; circa un terzo dei crediti e dei depositi ricevuti ha scadenza a breve termine.

6 Le emissioni di titoli

Le statistiche sulle emissioni di titoli offrono informazioni sui flussi di capitale in entrata e in uscita dai mercati finanziari.

I dati mensili sulle emissioni di titoli riguardano consistenze in essere, emissioni, rimborsi e tassi di crescita dei titoli di debito e delle azioni quotate. Tali serie sono disaggregate per paese di emissione, settore, tipo di strumento, scadenza originaria, tipo di cedola e valuta di denominazione. Questi dati, uniti ai dati sul bilancio delle IFM e sui tassi di interesse bancari, nonché ai dati sui prezzi nei mercati finanziari, consentono l'analisi della sostituzione tra il finanziamento tramite banca (canale dei prestiti bancari) e il finanziamento mediante ricorso al mercato (emissione di titoli).

Dati più esaurienti sulle emissioni di titoli sono stati raccolti per la prima volta in gennaio 2015 in riferimento a novembre 2014. Le informazioni raccolte prima di gennaio 2015 sono state conservate per produrre serie temporali prolungate.

L'aggiornamento introduce diversi nuovi settori istituzionali e riorganizza la classificazione di alcune unità in seno ai settori.^{6,7} La figura 10 mostra l'effetto di tali cambiamenti sulle consistenze in essere dei titoli di debito emessi dai principali settori inclusi nei dati pubblicati. Per questi nuovi settori, in linea con le disposizioni del SEC 2010, sono disponibili dati storici a partire da dicembre 2012.

L'aggiornamento permette altresì di armonizzare la segnalazione dei dati sulle obbligazioni a cedola zero. I requisiti giuridici tengono esplicitamente conto delle regole di valutazione che si applicano alle obbligazioni a cedola zero. Attualmente questi nuovi dati sono soggetti a un esame interno sulla qualità poiché si è reso necessario apportare svariate modifiche ai sistemi di segnalazione e di compilazione.

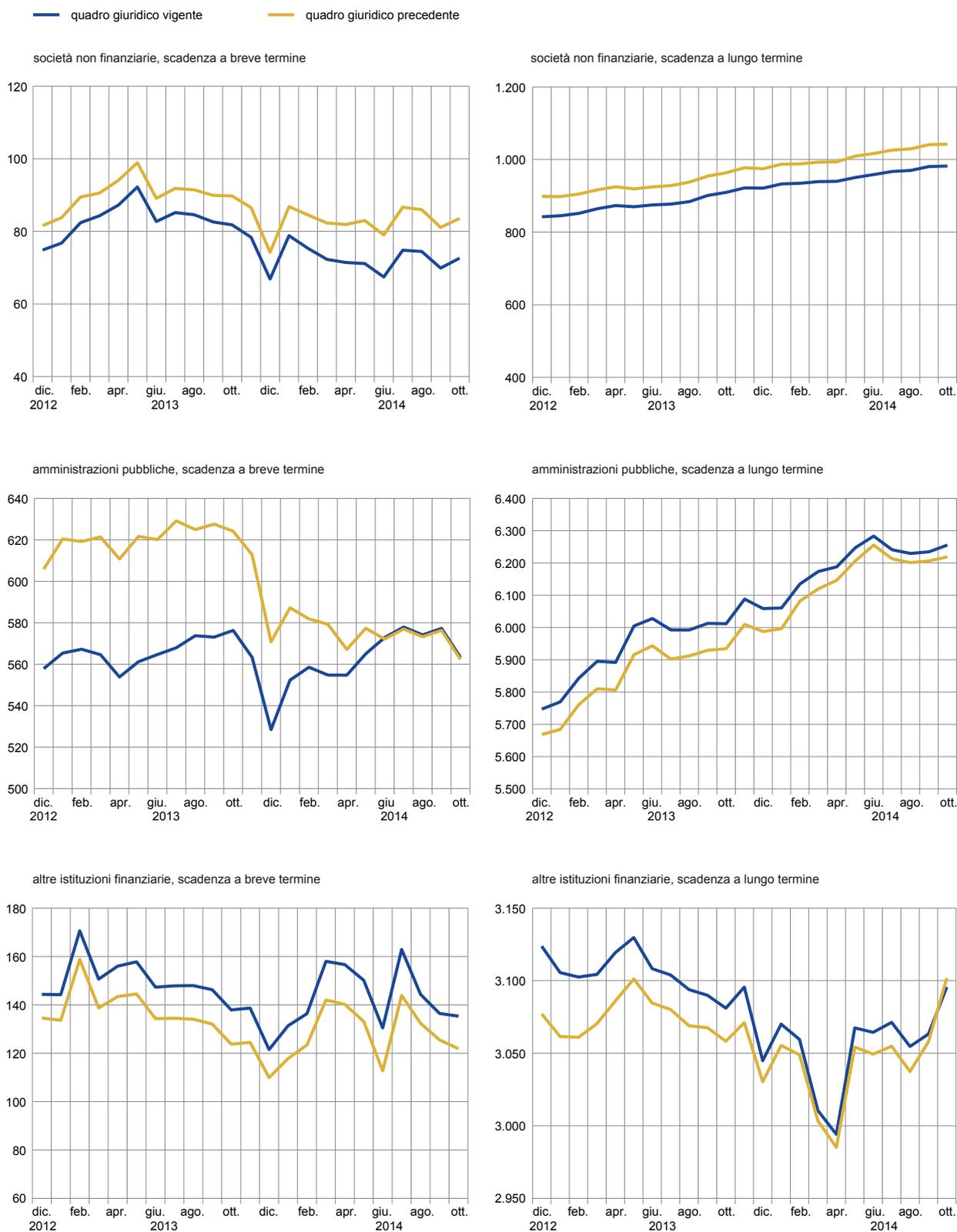
⁶ Per maggiori dettagli riguardanti le variazioni alle statistiche sulle emissioni di titoli, cfr. *User guide to the update of securities issues statistics under the amended Guideline ECB/2014/15*, disponibile all'indirizzo http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/users_guide_sec_issues_statistics_2014_15.pdf

⁷ Per ulteriori raggugli sull'aggiornamento dei principi statistici internazionali, cfr. l'articolo "Nuovi standard internazionali in ambito statistico: miglioramenti nella metodologia e nella disponibilità dei dati", *Bollettino mensile*, BCE, agosto 2014.

Figura 10

Consistenze in essere di titoli di debito determinate in base al quadro giuridico vigente e a quello precedente

(in miliardi di euro)



Fonte: BCE ed elaborazioni della BCE.

Le nuove serie sulle obbligazioni a cedola zero dovrebbero essere pubblicate nel corso del 2016.

Inoltre, i nuovi requisiti giuridici prevedono per la prima volta la raccolta di dati sui titoli emessi da SVF impegnate in operazioni di cartolarizzazione.

Non trattandosi di un sotto-settore ufficiale ai sensi del SEC 2010, i dati sui titoli emessi dalle SVF sono presentati come appartenenti al settore delle altre istituzioni finanziarie. Le nuove informazioni, di cui si attende la pubblicazione nel 2016, comprenderanno categorie di disaggregazione in base alla scadenza e al tipo di tasso di interesse.

7 Conclusioni

Nell'arco del 2015 la BCE ha reso disponibili numerose serie di dati più esaurienti sulle statistiche monetarie e finanziarie. Tali dati interessano voci di bilancio delle IFM, tassi di interesse bancari, fondi di investimento, SVF ed emissioni di titoli.

Per quanto riguarda le voci di bilancio delle IFM, sono ora possibili disaggregazioni più dettagliate per settore di controparte e strumento finanziario, in linea con le disposizioni del SEC 2010. Tali categorie comprendono posizioni infra-gruppo in depositi e prestiti, che possono rivelarsi di ausilio per l'analisi di episodi di tensione finanziaria. Inoltre, è stata migliorata la correzione per cessioni e cartolarizzazioni dei prestiti delle IFM al settore privato, al fine di tenere conto delle posizioni e dei rimborsi dei prestiti cancellati dal bilancio.

Le statistiche sui tassi di interesse bancari permettono di ricavare volumi e tassi del nuovo credito effettivo, mediante l'identificazione distinta dei prestiti rinegoziati alle famiglie (suddivisi in base alla finalità del prestito) e alle società. I nuovi dati riguardano altresì i tassi di interesse su prestiti, disaggregati per scadenza originaria e vita residua, e la data del successivo ricalcolo dei tassi, chiarendo ulteriormente l'effetto che le decisioni di politica monetaria esercitano sul reddito da interessi delle banche e sugli interessi versati da famiglie e società.

Le statistiche sui fondi di investimento hanno beneficiato di svariati miglioramenti. A partire dal 2015 i dati sono stati raccolti in conformità al quadro SEC 2010. Inoltre, le informazioni sui fondi istituiti come ETF sono adesso raccolte in forma di sotto-voce di tutti i fondi, mentre i dati sulle emissioni e sui rimborsi di quote e partecipazioni in fondi di investimento sono ora disponibili per tutti i paesi dell'area dell'euro.

Nuove caratteristiche sono state integrate alle statistiche sulle SVF. Ciò consente di rendere più esaustive le informazioni disponibili sui prestiti cartolarizzati non provenienti da banche dell'area dell'euro, sulle scadenze a breve e lungo termine dei depositi detenuti dalle SVF e sui prestiti concessi direttamente alle SVF o ricevuti per loro tramite.

Infine, in base al SEC 2010, diversi nuovi settori istituzionali, comprese le SVF, rientrano ora tra le statistiche sulle emissioni di titoli mentre la classificazione di alcune unità in seno ai settori è stata riallineata. Nuove serie armonizzate sulle obbligazioni a cedola zero dovrebbero essere di prossima pubblicazione.

In prospettiva, nel 2016 il quadro statistico della BCE sarà migliorato in due ambiti. In primo luogo, la BCE inizierà a raccogliere dati a cadenza giornaliera sulle operazioni di mercato monetario nei segmenti garantito, non garantito, degli swap in valuta e degli swap sul tasso overnight. Tali dati, che saranno ricavati per ciascuna operazione dalle maggiori IFM dell'area dell'euro, forniranno informazioni aggiuntive sul meccanismo di trasmissione delle decisioni di politica monetaria. In secondo luogo, le statistiche sulle imprese di assicurazione dell'area dell'euro saranno armonizzate attraverso il riutilizzo, in larga misura, delle segnalazioni di vigilanza a norma del regime "solvibilità II", nel tentativo di ridurre al minimo l'onere di segnalazione. La raccolta di informazioni statistiche sulle imprese di assicurazione contribuirà a rafforzare ulteriormente l'analisi monetaria e finanziaria.

Statistiche

Indice

1 Contesto esterno	S2
2 Andamenti finanziari	S3
3 Attività economica	S8
4 Prezzi e costi	S14
5 Moneta e credito	S18
6 Andamenti della finanza pubblica	S23

Ulteriori informazioni

È possibile consultare e scaricare le statistiche della BCE dallo Statistical Data Warehouse (SDW):	http://sdw.ecb.europa.eu/
I dati contenuti nella sezione statistica del Bollettino economico sono disponibili nell'SDW:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813
Un Bollettino statistico completo può essere consultato nell'SDW:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045
Le definizioni metodologiche sono consultabili nelle Note generali del Bollettino statistico:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports .
Informazioni di dettaglio sui calcoli si trovano nelle Note tecniche del Bollettino statistico:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022
La spiegazione dei termini e delle abbreviazioni è riportata nel glossario statistico della BCE:	http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Segni convenzionali nelle tavole

-	dati inesistenti / non applicabili
.	dati non ancora disponibili
...	zero o valore trascurabile
(p)	dati provvisori
dest.	dati destagionalizzati
non dest.	dati non destagionalizzati

1 Contesto esterno

1.1 Principali partner commerciali, PIL e CPI

	PIL ¹⁾ (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Memo item: area dell'euro	Paesi OCSE		Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro ²⁾ (IAPC)
							Totale	al netto di beni alimentari ed energetici					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	3,0	2,2	1,2	1,7	7,8	-0,8	2,3	1,8	2,1	2,8	0,0	2,6	2,5
2013	3,1	1,5	2,2	1,6	7,7	-0,3	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	3,3	2,4	2,9	-0,1	7,4	0,9	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2014 4° trim.	0,8	0,5	0,8	0,3	1,7	0,4	1,4	1,8	1,2	0,9	2,5	1,5	0,2
2015 1° trim.	0,7	0,2	0,4	1,1	1,3	0,5	0,6	1,7	-0,1	0,1	2,3	1,2	-0,3
2° trim.	0,7	1,0	0,7	-0,2	1,8	0,4	0,5	1,6	0,0	0,0	0,5	1,4	0,2
3° trim.	.	0,5	0,5	-0,2	1,8	0,3	0,5	1,7	0,1	0,0	0,2	1,7	0,1
2015 giu.	-	-	-	-	-	-	0,6	1,6	0,1	0,0	0,4	1,4	0,2
lug.	-	-	-	-	-	-	0,6	1,7	0,2	0,1	0,3	1,6	0,2
ago.	-	-	-	-	-	-	0,6	1,7	0,2	0,0	0,2	2,0	0,1
set.	-	-	-	-	-	-	0,4	1,8	0,0	-0,1	0,0	1,6	-0,1
ott.	-	-	-	-	-	-	0,6	1,8	0,2	-0,1	0,3	1,3	0,1
nov. ³⁾	-	-	-	-	-	-	0,1

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

1.2 Principali partner commerciali, Purchasing Managers' Index e commercio mondiale

	Purchasing Managers' Surveys (indici di diffusione; dest.)									Importazioni di beni ¹⁾		
	Purchasing Managers' Index composito						Purchasing Managers' Index mondiale ²⁾			Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale ²⁾	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Memo item: area dell'euro	Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	52,6	54,4	52,0	49,9	50,9	47,2	50,2	51,9	48,5	4,0	2,9	4,6
2013	53,3	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,3	52,7	50,7	3,0	-0,1	5,0
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,4	54,1	51,5	3,7	3,6	3,7
2014 4° trim.	53,3	55,6	56,3	50,9	51,4	51,5	52,3	53,6	50,4	1,9	2,2	1,7
2015 1° trim.	53,9	56,9	57,3	50,4	51,5	53,3	52,8	54,3	50,3	-2,2	1,4	-4,4
2° trim.	53,4	55,9	57,2	51,3	51,1	53,9	50,9	54,2	49,3	-1,0	-0,9	-1,0
3° trim.	53,1	55,4	55,0	51,9	49,0	53,9	50,3	54,0	48,7	1,5	1,2	1,8
2015 giu.	52,7	54,6	57,4	51,5	50,6	54,2	50,5	53,4	50,0	-1,0	-0,9	-1,0
lug.	53,4	55,7	56,7	51,5	50,2	53,9	50,9	54,2	49,1	-0,1	-1,3	0,8
ago.	53,5	55,7	55,2	52,9	48,8	54,3	50,0	54,6	48,8	2,1	-0,2	3,7
set.	52,4	55,0	53,3	51,2	48,0	53,6	50,1	53,2	48,1	1,5	1,2	1,8
ott.	53,1	55,0	55,4	52,3	49,9	53,9	51,1	53,6	50,5	.	.	.
nov.	.	56,1	.	.	.	54,4	51,6	.	50,2	.	.	.

Fonti: Eurostat; Markit (col. 1-9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis ed elaborazioni della BCE (col. 10-12).

1) Le economie mondiali e avanzate escludono l'area dell'euro. I dati annuali e trimestrali sono percentuali sul periodo corrispondente; i dati mensili variazioni sui tre mesi precedenti. Tutti i dati sono destagionalizzati.

2) Esclusa l'area dell'euro.

2 Andamenti finanziari

2.1 Tassi di interesse del mercato monetario

(valori percentuali in ragione d'anno; medie nel periodo)

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (EONIA)	Depositi a 1 mese (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (EURIBOR)	Depositi a 6 mesi (EURIBOR)	Depositi a 12 mesi (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2012	0,23	0,33	0,57	0,83	1,11	0,43	0,19
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015 mag.	-0,11	-0,05	-0,01	0,06	0,17	0,28	0,10
giu.	-0,12	-0,06	-0,01	0,05	0,16	0,28	0,10
lug.	-0,12	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,29	0,10
ago.	-0,12	-0,09	-0,03	0,04	0,16	0,32	0,09
set.	-0,14	-0,11	-0,04	0,04	0,15	0,33	0,08
ott.	-0,14	-0,12	-0,05	0,02	0,13	0,32	0,08
nov.	-0,13	-0,14	-0,09	-0,02	0,08	0,37	0,08

Fonte: BCE.

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

2.2 Curve dei rendimenti

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

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro ^{1), 2)}					Area dell'euro ^{1), 2)}	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro ^{1), 2)}			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni - anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,72	1,76	1,61	1,48	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015 mag.	-0,24	-0,25	-0,23	0,06	0,61	0,85	1,87	1,32	-0,25	-0,14	0,68	1,46
giu.	-0,27	-0,26	-0,23	0,19	0,95	1,21	2,09	1,52	-0,25	-0,10	1,08	2,09
lug.	-0,27	-0,29	-0,26	0,08	0,73	1,02	1,87	1,35	-0,29	-0,13	0,76	1,84
ago.	-0,25	-0,27	-0,22	0,14	0,82	1,09	1,84	1,46	-0,25	-0,07	0,86	1,97
set.	-0,36	-0,27	-0,24	0,04	0,70	0,97	1,73	1,24	-0,22	-0,17	0,73	1,76
ott.	-0,35	-0,33	-0,31	-0,03	0,63	0,96	1,82	1,40	-0,32	-0,25	0,66	1,69
nov.	-0,41	-0,40	-0,40	-0,13	0,58	0,98	1,73	1,34	-0,41	-0,36	0,58	1,77

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	
2012	239,7	2.411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1.379,4	9.102,6
2013	281,9	2.794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1.643,8	13.577,9
2014	318,7	3.145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1.931,4	15.460,4
2015 mag.	373,4	3.617,9	765,0	268,9	662,1	326,5	199,3	522,4	389,5	294,0	389,2	827,6	2.111,9	19.974,2
giu.	364,0	3.521,8	743,2	265,5	647,4	310,3	194,5	504,7	385,0	283,0	380,7	820,4	2.099,3	20.403,8
lug.	366,3	3.545,1	744,0	266,0	645,2	302,1	198,0	505,5	378,1	281,3	395,1	864,8	2.094,1	20.372,6
ago.	356,7	3.444,4	711,9	261,9	615,0	287,7	193,9	504,6	359,9	274,9	390,0	856,9	2.039,9	19.919,1
set.	330,9	3.165,5	649,6	250,9	566,4	267,2	178,5	469,7	339,5	250,8	362,6	817,4	1.944,4	17.944,2
ott.	342,2	3.275,5	658,6	261,3	598,9	290,0	183,4	478,7	360,4	263,5	362,3	823,9	2.024,8	18.374,1
nov.	358,2	3.439,6	703,0	269,0	640,1	297,3	187,0	507,4	394,1	270,3	385,3	850,1	2.080,6	19.581,8

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese indiv. duali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore compo. sito del finanzia. mento			
	A vista	Rimbor. sabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TVPA ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso			TVPA ³⁾	Indicatore compo. sito del finanzia. mento					
			fino a 1 anno	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno			tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 e 5 anni	oltre 5 e 10 anni	oltre 10 anni
2014 nov.	0,20	0,92	1,01	1,66	7,18	17,12	5,58	6,66	6,98	2,92	2,41	2,50	2,51	2,72	2,76	2,53		
dic.	0,20	0,89	0,96	1,56	7,14	17,10	5,07	6,21	6,53	2,75	2,41	2,51	2,50	2,67	2,75	2,48		
2015 gen.	0,19	0,86	1,01	1,95	7,18	17,12	5,25	6,42	6,73	2,76	2,31	2,55	2,45	2,44	2,69	2,40		
feb.	0,18	0,85	0,97	1,53	7,13	17,05	5,18	6,47	6,82	2,79	2,08	2,48	2,35	2,49	2,58	2,37		
mar.	0,17	0,83	0,89	1,24	7,13	17,05	5,16	6,17	6,50	2,72	2,10	2,43	2,24	2,40	2,53	2,29		
apr.	0,16	0,79	0,87	1,19	7,03	17,01	4,89	6,13	6,42	2,66	2,01	2,38	2,17	2,36	2,49	2,23		
mag.	0,16	0,82	0,84	1,13	6,98	17,08	5,04	6,29	6,60	2,67	2,05	2,33	2,10	2,30	2,45	2,17		
giu.	0,15	0,78	0,77	1,11	6,97	17,02	4,88	6,15	6,47	2,59	2,02	2,25	2,12	2,31	2,48	2,18		
lug.	0,15	0,74	0,67	1,14	6,83	17,08	5,10	6,20	6,53	2,61	2,05	2,25	2,21	2,36	2,56	2,22		
ago.	0,14	0,67	0,67	1,00	6,83	17,03	5,30	6,28	6,62	2,60	2,12	2,35	2,30	2,33	2,60	2,26		
set.	0,14	0,67	0,67	1,08	6,85	17,06	5,21	6,18	6,55	2,68	2,07	2,36	2,29	2,39	2,61	2,25		
ott. ^(p)	0,14	0,66	0,65	0,99	6,71	16,97	5,21	6,03	6,43	2,65	2,06	2,32	2,30	2,41	2,58	2,26		

Fonte: BCE.

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

2) Include istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

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

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore compo. sito del costo del finanzia. mento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0.25 milioni di euro			oltre 0.25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
2014 nov.	0,24	0,44	1,16	3,57	3,80	3,86	3,42	2,38	2,84	2,63	1,74	2,17	2,27	2,51
dic.	0,23	0,43	1,25	3,49	3,68	3,75	3,24	2,34	2,78	2,50	1,72	2,16	2,13	2,46
2015 gen.	0,23	0,44	1,19	3,49	3,78	3,85	3,00	2,31	2,82	2,05	1,66	2,03	2,20	2,46
feb.	0,21	0,35	1,04	3,43	3,57	3,72	3,14	2,24	2,71	2,39	1,51	1,98	2,15	2,37
mar.	0,21	0,32	0,97	3,39	3,46	3,65	3,10	2,16	2,65	2,32	1,61	2,12	2,00	2,36
apr.	0,19	0,30	0,89	3,34	3,46	3,58	2,97	2,18	2,64	2,26	1,61	1,93	2,03	2,33
mag.	0,18	0,30	0,91	3,28	3,37	3,51	2,97	2,15	2,46	2,23	1,56	1,85	2,04	2,27
giu.	0,18	0,31	1,09	3,25	3,19	3,48	2,88	2,09	2,32	2,23	1,59	1,91	2,04	2,26
lug.	0,17	0,32	0,86	3,19	3,27	3,60	2,87	2,07	2,36	2,20	1,50	1,73	2,05	2,19
ago.	0,17	0,24	0,92	3,16	3,24	3,57	2,91	2,07	2,32	2,22	1,39	1,53	2,03	2,14
set.	0,17	0,26	0,98	3,20	3,23	3,52	2,89	2,03	2,25	2,21	1,49	1,88	2,18	2,22
ott. ^(p)	0,16	0,26	0,80	3,09	3,18	3,42	2,89	2,04	2,27	2,20	1,43	1,69	2,03	2,15

Fonte: BCE.

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

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

2 Andamenti finanziari

2.6 Titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro, per settore dell'emittente e scadenza all'emissione (miliardi di euro; transazioni durante il mese e consistenze a fine periodo; valori nominali)

	Consistenze							Emissioni lorde ¹⁾						
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche			
			Società finanziarie		Società non finanziarie	Ammini. strazione centrale			Altre ammini. strazioni pubbliche	Società finanziarie		Società non finanziarie	Ammini. strazione centrale	Altre ammini. strazioni pubbliche
			diverse dalle IFM	SVF						diverse dalle IFM	SVF			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A breve termine														
2012	1.426	581	146	.	75	558	66	703	491	37	.	52	103	21
2013	1.247	477	122	.	67	529	53	508	314	30	.	44	99	21
2014	1.309	544	119	.	59	538	50	409	219	33	.	39	93	25
2015 apr.	1.408	599	133	.	80	533	62	350	156	39	.	38	82	35
mag.	1.393	589	133	.	80	532	59	324	138	36	.	36	80	33
giu.	1.325	559	119	.	75	517	56	296	123	30	.	34	77	32
lug.	1.327	558	115	.	81	520	54	338	143	34	.	39	91	31
ago.	1.330	558	119	.	79	515	59	290	132	28	.	22	79	29
set.	1.312	545	113	.	75	520	59	341	161	29	.	29	93	30
A lungo termine														
2012	15.205	4.814	3.166	.	842	5.758	624	255	98	45	.	16	84	12
2013	15.108	4.405	3.086	.	921	6.069	627	222	70	39	.	16	89	9
2014	15.137	4.048	3.168	.	993	6.286	643	221	66	44	.	16	85	10
2015 apr.	15.293	3.999	3.233	.	1.031	6.389	641	226	70	38	.	21	87	10
mag.	15.373	3.981	3.256	.	1.034	6.462	640	190	50	44	.	6	85	4
giu.	15.353	3.937	3.268	.	1.028	6.485	634	207	69	34	.	13	87	5
lug.	15.312	3.915	3.288	.	1.036	6.437	636	224	79	42	.	10	83	10
ago.	15.255	3.893	3.246	.	1.035	6.444	637	112	42	19	.	4	84	4
set.	15.285	3.865	3.263	.	1.043	6.482	633	256	63	80	.	16	93	4

Fonte: BCE.

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

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

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazione centrale		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	
			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Ammini. strazione centrale					Altre ammini. strazioni pubbliche
			IFM	SVF							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Consistenze											
2012	16.631,3	5.395,6	3.311,9	.	917,3	6.316,2	690,3	4.598,1	404,7	615,6	3.577,9
2013	16.355,3	4.881,5	3.208,5	.	987,9	6.597,8	679,6	5.646,1	569,1	748,1	4.329,0
2014	16.446,9	4.591,7	3.287,0	.	1.051,6	6.823,7	692,9	5.957,2	591,1	785,8	4.580,3
2015 apr.	16.700,7	4.598,1	3.366,2	.	1.111,0	6.921,8	703,5	7.001,8	683,9	909,2	5.408,8
mag.	16.766,0	4.570,0	3.388,8	.	1.113,8	6.994,0	699,5	7.023,0	675,5	902,4	5.445,1
giu.	16.678,2	4.496,0	3.387,3	.	1.103,1	7.001,4	690,4	6.842,8	664,3	880,5	5.298,0
lug.	16.639,6	4.473,3	3.403,0	.	1.116,6	6.956,9	689,9	7.113,7	695,0	914,8	5.503,9
ago.	16.584,2	4.450,5	3.364,7	.	1.113,5	6.959,6	696,0	6.575,9	630,6	849,9	5.095,4
set.	16.596,7	4.409,9	3.375,3	.	1.117,6	7.001,9	692,0	6.273,0	582,5	806,4	4.884,0
Tasso di crescita											
2012	1,3	-1,8	-0,3	.	14,4	2,5	6,1	0,9	4,9	2,0	0,4
2013	-1,4	-8,9	-3,4	.	8,0	4,5	-1,1	0,9	7,2	0,0	0,3
2014	-0,6	-7,7	0,4	.	4,9	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8
2015 apr.	-0,2	-6,7	2,5	.	6,6	2,1	1,9	1,5	6,8	1,1	0,8
mag.	-0,6	-7,1	0,9	.	5,6	2,1	1,4	1,3	5,8	1,2	0,7
giu.	-1,0	-7,7	1,3	.	4,3	1,6	-0,8	1,0	4,1	0,6	0,7
lug.	-1,2	-7,5	0,5	.	4,0	1,5	-0,6	1,1	3,3	0,3	0,9
ago.	-1,0	-7,2	0,5	.	4,0	1,8	-0,2	1,1	3,3	0,5	0,9
set.	-0,5	-7,4	2,5	.	4,4	2,4	-1,8	1,0	3,3	0,5	0,7

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

2.8 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	TCE-19						TCE-38		
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUMP reale ²⁾	CLUPT reale	Nominale	IPC reale	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2012	97,6	95,0	93,3	88,2	100,3	95,8	107,0	92,5	
2013	101,2	98,2	96,7	91,4	102,9	98,9	111,9	95,6	
2014	101,8	97,9	96,7	91,6	103,3	100,4	114,7	96,1	
2014 4° trim.	99,0	94,9	94,3	89,2	100,5	97,7	112,3	93,5	
2015 1° trim.	93,0	89,2	89,4	84,0	94,0	92,2	106,4	88,3	
2° trim.	91,2	87,5	88,3	82,4	92,1	90,1	104,4	86,3	
3° trim.	92,7	88,7	89,6	,	,	,	107,6	88,6	
2015 giu.	92,3	88,5	89,2	-	-	-	106,0	87,6	
lug.	91,3	87,5	88,3	-	-	-	105,1	86,7	
ago.	93,0	89,0	89,8	-	-	-	108,1	89,1	
set.	93,8	89,6	90,7	-	-	-	109,6	90,2	
ott.	93,6	89,4	90,3	-	-	-	109,0	89,6	
nov.	91,1	87,0	87,8	-	-	-	106,0	86,9	
				<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2015 nov.	-2,7	-2,7	-2,8	-	-	-	-2,8	-3,0	
				<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2015 nov.	-7,9	-8,4	-6,8	-	-	-	-5,3	-6,9	

Fonte: BCE.

1) Per la definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali al Bollettino statistico.

2) Le serie deflazionate sulla base del CLUPM sono disponibili solo per il gruppo di partner commerciali del TCE-19.

2.9 Tassi di cambio bilaterali

(medie nel periodo indicato; unità di valuta nazionale per euro)

	Renminbi cinese	Kuna croata	Corona Ceca	Corona danese	Fiorino ungherese	Yen giapponese	Zloty polacco	Sterlina britannica	Leu romeno	Corona svedese	Franco svizzero	Dollaro statunitense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	8,105	7,522	25,149	7,444	289,249	102,492	4,185	0,811	4,4593	8,704	1,205	1,285
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2014 4° trim.	7,682	7,665	27,630	7,442	308,527	142,754	4,211	0,789	4,4336	9,272	1,205	1,250
2015 1° trim.	7,023	7,681	27,624	7,450	308,889	134,121	4,193	0,743	4,4516	9,380	1,072	1,126
2° trim.	6,857	7,574	27,379	7,462	306,100	134,289	4,088	0,721	4,4442	9,300	1,041	1,105
3° trim.	7,008	7,578	27,075	7,462	312,095	135,863	4,188	0,717	4,4290	9,429	1,072	1,112
2015 giu.	6,959	7,572	27,307	7,460	311,960	138,740	4,159	0,721	4,4671	9,272	1,045	1,121
lug.	6,827	7,586	27,094	7,462	311,531	135,681	4,152	0,707	4,4391	9,386	1,049	1,100
ago.	7,063	7,558	27,041	7,463	311,614	137,124	4,195	0,714	4,4235	9,515	1,078	1,114
set.	7,146	7,589	27,089	7,461	313,145	134,851	4,218	0,731	4,4236	9,392	1,091	1,122
ott.	7,135	7,621	27,105	7,460	311,272	134,839	4,251	0,733	4,4227	9,349	1,088	1,124
nov.	6,840	7,607	27,039	7,460	312,269	131,597	4,249	0,707	4,4453	9,313	1,083	1,074
							<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2015 nov.	-4,1	-0,2	-0,2	0,0	0,3	-2,4	0,0	-3,6	0,5	-0,4	-0,5	-4,4
							<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2015 nov.	-10,5	-0,8	-2,3	0,3	1,8	-9,3	0,9	-10,6	0,4	0,8	-9,9	-13,9

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

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

	Totale ¹⁾			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2014 3° trim.	19.133,3	20.292,0	-1.158,8	7.740,1	5.925,7	6.234,5	9.565,8	-54,8	4.616,4	4.800,5	597,0	11.849,1
4° trim.	19.871,7	20.989,4	-1.117,7	8.249,4	6.410,5	6.467,3	9.823,6	-43,1	4.585,7	4.755,3	612,3	12.038,7
2015 1° trim.	21.840,3	22.833,9	-993,6	8.952,8	6.623,5	7.225,1	11.054,9	-69,3	5.041,3	5.155,5	690,4	12.995,0
2° trim.	21.378,9	22.271,8	-892,9	8.804,9	6.673,7	7.102,3	10.627,9	-22,3	4.835,5	4.970,2	658,5	12.649,4
<i>consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2015 2° trim.	208,4	217,1	-8,7	85,8	65,1	69,2	103,6	-0,2	47,1	48,5	6,4	123,3
<i>Transazioni</i>												
2014 4° trim.	82,0	22,0	60,0	67,8	78,7	103,5	12,3	10,0	-102,1	-69,0	2,9	-
2015 1° trim.	548,9	511,4	37,6	195,7	88,2	137,1	250,7	22,6	187,8	172,5	5,7	-
2° trim.	33,0	8,7	24,3	84,5	125,0	122,9	-3,3	3,8	-175,7	-112,9	-2,5	-
3° trim.	10,9	-55,7	66,6	57,9	45,5	-0,2	-109,7	-4,6	-44,8	8,5	2,7	-
2015 apr.	101,3	157,1	-55,8	17,2	32,1	26,2	1,9	5,1	56,7	123,2	-3,9	-
mag.	1,6	-19,1	20,7	39,5	45,3	64,4	19,2	2,9	-103,4	-83,6	-1,8	-
giu.	-69,9	-129,2	59,4	27,9	47,7	32,3	-24,4	-4,3	-129,0	-152,5	3,2	-
lug.	63,5	12,7	50,8	27,9	-7,9	-3,2	-65,1	10,5	35,3	85,7	-7,0	-
ago.	-6,4	-10,7	4,3	0,3	-2,8	10,2	-21,4	-8,8	-9,5	13,5	1,4	-
set.	-46,2	-57,8	11,5	29,7	56,3	-7,2	-23,3	-6,4	-70,7	-90,8	8,3	-
<i>transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2015 set.	674,9	486,5	188,4	405,9	337,4	363,4	150,0	31,7	-134,9	-0,9	8,8	-
<i>transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2015 set.	6,6	4,7	1,8	4,0	3,3	3,5	1,5	0,3	-1,3	0,0	0,1	-

Fonte: BCE.

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

3 Attività economica

3.1 Pil e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

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

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

3 Attività economica

3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto e di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2012	8.854,7	148,7	1.733,6	466,7	1.674,8	410,7	441,3	1.016,3	929,8	1.719,3	313,4	994,4
2013	8.945,3	152,9	1.737,8	457,3	1.690,3	414,0	443,2	1.035,0	945,1	1.751,1	318,7	1.007,5
2014	9.090,7	146,6	1.761,7	458,2	1.716,5	418,3	455,0	1.055,9	968,1	1.785,4	324,9	1.036,2
2014 3° trim.	2.278,0	36,3	442,4	114,0	430,1	104,6	114,0	264,5	242,9	447,8	81,5	259,6
4° trim.	2.290,6	35,3	444,5	114,9	434,5	105,4	113,7	266,1	245,1	449,2	81,9	262,2
2015 1° trim.	2.316,4	35,9	450,6	116,4	439,7	106,1	115,7	267,4	248,1	453,9	82,5	259,5
2° trim.	2.328,2	36,3	453,9	115,8	443,1	106,7	115,5	269,2	250,4	454,3	82,9	265,6
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2014	100,0	1,6	19,4	5,0	18,9	4,6	5,0	11,6	10,6	19,6	3,6	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2014 3° trim.	0,3	1,2	0,2	-0,6	0,5	0,8	0,2	0,3	0,6	0,1	0,5	0,0
4° trim.	0,3	-2,0	0,1	0,5	0,6	0,5	0,2	0,3	0,5	0,2	0,2	1,2
2015 1° trim.	0,6	1,2	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,2	1,0	0,1	0,2	-0,1
2° trim.	0,3	0,0	0,4	-0,5	0,4	0,5	0,3	0,3	0,5	0,3	0,0	0,9
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2012	-0,6	-4,2	-0,9	-6,1	-0,2	2,5	-0,3	0,0	-0,6	0,1	-0,7	-2,6
2013	-0,2	3,5	-0,4	-3,2	-1,0	1,4	-1,2	1,2	0,1	0,3	-0,1	-1,2
2014	0,9	3,4	0,5	-0,9	1,3	2,0	-0,4	1,3	1,5	0,6	0,6	0,8
2014 3° trim.	0,8	4,5	0,6	-2,0	1,1	2,2	-0,5	1,3	1,4	0,5	0,5	0,5
4° trim.	0,8	0,0	0,2	-1,4	1,4	2,0	0,2	1,2	2,0	0,5	0,7	1,9
2015 1° trim.	1,2	0,4	0,9	-0,8	1,8	2,7	0,6	1,2	2,4	0,6	0,7	2,0
2° trim.	1,5	0,4	1,4	0,1	2,3	2,5	1,3	1,1	2,6	0,7	0,9	2,0
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2014 3° trim.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
4° trim.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
2015 1° trim.	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
2° trim.	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo precedente; punti percentuali</i>												
2012	-0,6	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-
2013	-0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2014	0,9	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2014 3° trim.	0,8	0,1	0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0	-
4° trim.	0,8	0,0	0,0	-0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2015 1° trim.	1,2	0,0	0,2	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
2° trim.	1,5	0,0	0,3	0,0	0,4	0,1	0,1	0,1	0,3	0,1	0,0	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

3 Attività economica

3.3 Occupazione ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

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

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

3 Attività economica

3.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forza lavoro, in milioni ¹⁾	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti ²⁾	
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni		in perc. delle forze di lavoro
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2013			100,0			81,3		18,7		53,6		46,4		
2012	159,111	4,0	18,188	11,4	5,2	14,632	10,1	3,556	23,6	9,755	11,3	8,433	11,5	1,6
2013	159,334	4,6	19,232	12,0	5,9	15,638	10,8	3,594	24,3	10,309	11,9	8,923	12,1	1,5
2014	160,308	4,6	18,631	11,6	6,1	15,219	10,4	3,413	23,7	9,928	11,5	8,704	11,8	1,7
2014 4°trim.	160,956	4,6	18,418	11,5	6,1	15,104	10,3	3,314	23,2	9,785	11,3	8,633	11,6	1,8
2015 1°trim.	160,089	4,7	17,948	11,2	5,9	14,719	10,1	3,229	22,7	9,513	11,0	8,435	11,4	1,7
2°trim.	160,446	4,6	17,711	11,0	5,7	14,521	9,9	3,190	22,5	9,418	10,9	8,292	11,2	1,7
3°trim.	.	.	17,343	10,8	.	14,224	9,7	3,118	22,1	9,237	10,7	8,106	11,0	.
2015 mag	-	-	17,696	11,0	-	14,519	9,9	3,177	22,4	9,439	10,9	8,257	11,1	-
giu.	-	-	17,689	11,0	-	14,503	9,9	3,187	22,5	9,408	10,9	8,281	11,2	-
lug.	-	-	17,417	10,9	-	14,312	9,8	3,105	22,1	9,274	10,7	8,143	11,0	-
ago.	-	-	17,358	10,8	-	14,231	9,7	3,127	22,2	9,233	10,7	8,125	11,0	-
set.	-	-	17,253	10,8	-	14,130	9,7	3,123	22,2	9,203	10,6	8,050	10,9	-
ott.	-	-	17,240	10,7	-	14,093	9,6	3,148	22,3	9,240	10,7	8,000	10,8	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni BCE.

1) Non destagionalizzati.

2) Il tasso di posti vacanti è pari al numero di posti vacanti diviso per la somma del numero di posti occupati e del numero dei posti vacanti, espresso in percentuale.

3.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Indicatore BCE riferito ai nuovi ordinativi industriali	Vendite al dettaglio				Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)	Raggruppamenti principali di industrie							Totale	Alimentari, bevande, tabacco	Non alimentari	Carburante	
		Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
Variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2012	-2,4	-2,6	-4,4	-1,0	-2,5	-0,1	-5,8	-3,7	-1,6	-1,3	-1,5	-5,0	-11,1
2013	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,8	-2,3	-0,1	-0,8	-0,9	-0,6	-0,9	-4,4
2014	0,8	1,7	1,2	1,8	2,6	-5,5	1,7	3,3	1,3	0,3	2,3	0,3	3,8
2014 4°trim.	0,3	0,9	-0,4	0,8	2,6	-3,2	-0,8	2,9	1,9	0,7	2,8	1,4	1,7
2015 1°trim.	1,6	1,1	-0,1	1,1	2,4	4,6	-1,5	1,2	2,1	1,0	3,1	2,1	9,0
2°trim.	1,3	1,6	0,9	2,7	0,8	-1,1	-0,6	5,5	2,2	1,3	3,2	2,5	6,9
3°trim.	1,9	2,2	1,0	2,5	2,6	0,3	-0,9	2,0	2,8	2,2	3,2	4,1	9,4
2015 mag.	1,7	2,3	2,1	3,9	0,3	-3,7	0,3	5,2	2,5	1,8	3,3	2,2	6,8
giu.	1,5	1,8	0,7	2,1	2,3	-0,2	-1,0	7,7	1,9	0,6	3,1	2,7	7,5
lug.	1,8	1,6	0,0	1,8	2,7	3,8	-0,3	3,2	3,2	2,3	3,6	3,0	9,9
ago.	2,2	2,7	1,1	4,0	2,8	-1,6	-1,4	3,4	2,2	2,6	2,0	4,1	8,3
set.	1,7	2,3	1,8	2,2	2,2	-1,4	1,8	-0,6	2,9	1,6	4,0	5,3	9,8
ott.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	5,8
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2015 mag.	-0,1	0,3	0,3	1,3	-0,5	-2,7	0,2	0,0	0,2	0,3	0,3	-0,5	-1,5
giu.	-0,3	-0,8	-0,3	-1,5	-0,5	2,9	-0,8	1,8	0,0	-0,4	0,3	0,4	1,6
lug.	0,7	0,8	-0,4	1,6	1,2	2,0	0,4	-1,5	0,6	0,5	0,6	0,3	2,2
ago.	-0,4	-0,2	0,3	-1,0	0,1	-3,0	0,5	-1,6	0,0	0,6	-0,5	1,6	-0,9
set.	-0,3	-0,5	0,0	-0,3	-1,3	1,2	-0,4	-2,6	-0,1	-0,6	0,1	0,0	0,8
ott.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,9

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

3 Attività economica

3.6 Indagini qualitative (dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali salvo diversa indicazione)								Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2013	100,2	-6,1	80,9	-12,7	-13,8	-8,7	6,6	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2012	90,5	-11,6	78,9	-21,9	-27,7	-15,0	-6,5	86,5	46,2	46,3	47,6	47,2
2013	93,8	-9,1	78,7	-18,5	-29,2	-12,2	-5,4	87,1	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,6	-3,9	80,4	-10,0	-27,4	-3,2	4,8	87,6	51,8	53,3	52,5	52,7
2014 4° trim.	100,9	-4,5	80,8	-11,2	-24,3	-5,1	5,3	87,9	50,4	51,2	51,7	51,5
2015 1° trim.	102,6	-4,0	81,1	-6,2	-24,9	-1,6	5,6	88,2	51,4	52,6	53,6	53,3
2° trim.	103,7	-3,2	81,1	-5,1	-24,9	-0,2	7,6	88,3	52,3	53,4	54,1	53,9
3° trim.	104,6	-3,0	81,3	-6,9	-23,2	2,9	10,5	88,4	52,3	53,6	54,0	53,9
2015 giu.	103,5	-3,4	-	-5,5	-24,2	-1,3	7,9	-	52,5	53,6	54,4	54,2
lug.	104,0	-2,9	81,1	-7,0	-23,8	1,1	8,9	88,1	52,4	53,6	54,0	53,9
ago.	104,1	-3,7	-	-6,7	-22,7	3,5	10,1	-	52,3	53,9	54,4	54,3
set.	105,6	-2,3	-	-7,0	-23,2	4,2	12,4	-	52,0	53,4	53,7	53,6
ott.	106,1	-2,0	81,5	-7,5	-20,7	6,4	12,3	88,7	52,3	53,6	54,1	53,9
nov.	106,1	-3,2	-	-5,9	-17,8	5,8	12,8	-	52,8	54,0	54,6	54,4

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

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo) ¹⁾	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto ²⁾	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto ³⁾	Tasso di risparmio (netto)	Tasso di indebitamento ⁴⁾	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto)	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto netto	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	12,5	97,8	-1,8	1,7	-5,1	0,6	-2,3	30,6	1,1	133,7	1,5	-6,7	1,2
2013	12,7	96,4	-0,4	1,3	-4,1	0,4	-2,2	32,0	3,0	132,2	2,3	-1,0	1,0
2014	12,7	95,7	0,7	1,9	1,0	2,6	0,8	32,5	3,9	132,9	1,8	3,5	1,0
2014 3° trim.	12,8	95,5	1,3	1,8	-0,9	2,8	0,4	32,0	3,3	132,1	1,7	3,0	0,8
4° trim.	12,7	95,7	0,8	1,9	1,0	2,6	0,8	32,5	3,9	133,3	1,8	2,1	1,0
2015 1° trim.	12,7	95,3	1,9	1,9	-0,3	3,6	1,2	32,6	4,1	135,3	2,7	2,1	1,4
2° trim.	12,8	95,0	2,0	1,9	-0,2	2,4	1,2	33,2	4,8	134,7	3,2	6,0	1,6

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

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

3 Attività economica

3.8 Bilancia dei pagamenti, conto corrente e conto capitale dell'area dell'euro (miliardi di euro; dati destagionalizzati salvo diversa indicazione; transazioni)

	Conto corrente											Conto Capitale ¹⁾	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti 12	Debiti 13
	Crediti 1	Debiti 2	Saldo 3	Crediti 4	Debiti 5	Crediti 6	Debiti 7	Crediti 8	Debiti 9	Crediti 10	Debiti 11		
2014 4° trim.	864,3	794,4	69,8	508,6	434,1	179,2	164,5	152,2	136,7	24,2	59,1	12,7	6,0
2015 1° trim.	875,6	794,4	81,1	512,0	436,0	184,2	169,0	153,8	130,0	25,6	59,4	8,7	7,5
2° trim.	891,1	812,1	79,0	525,0	442,6	186,8	171,0	152,7	138,2	26,7	60,3	9,6	37,2
3° trim.	875,1	801,6	73,5	511,7	432,1	185,9	173,1	152,0	138,6	25,5	57,8	9,2	4,5
2015 apr.	298,2	271,1	27,2	174,9	147,7	61,7	57,0	53,1	46,0	8,4	20,3	2,8	1,2
mag.	297,6	272,6	24,9	174,7	148,1	63,0	56,9	50,4	46,4	9,4	21,2	3,6	1,5
giu.	295,3	268,4	26,9	175,3	146,8	62,0	57,1	49,1	45,8	8,9	18,7	3,3	34,4
lug.	295,5	270,1	25,4	173,8	146,0	62,0	58,1	51,4	46,5	8,4	19,4	3,2	1,6
ago.	288,7	269,9	18,7	166,9	144,9	62,6	58,1	50,0	46,2	9,2	20,8	3,3	1,2
set.	291,0	261,6	29,4	171,0	141,2	61,4	56,8	50,7	45,9	7,9	17,7	2,7	1,7
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2015 set.	3.506,1	3.202,6	303,5	2.057,3	1.744,9	736,1	677,6	610,6	543,4	102,0	236,6	40,2	55,1
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2015 set.	34,2	31,2	3,0	20,1	17,0	7,2	6,6	6,0	5,3	1,0	2,3	0,4	0,5

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

3.9 Commercio di beni con l'estero dell'area dell'euro ¹⁾: in valore e in volume per categoria di prodotti ²⁾ (dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni 1	Importazioni 2	Totale			Per memoria: industria manifatturiera 7	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi 3	Beni di investimento 4	Beni di consumo 5		Beni intermedi 8	Beni di investimento 9	Beni di consumo 10	Industria manifatturiera 12	Settore petrolifero 13		
Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2014 4° trim.	4.1	0.1	499.2	237.4	103.0	145.7	408.9	437.0	261.6	64.2	104.1	294.7	66.1
2015 1° trim.	5.6	1.8	509.5	241.5	105.1	149.5	421.9	447.6	259.8	70.1	109.6	315.1	55.4
2° trim.	8.2	3.9	513.7	242.5	105.3	153.6	428.7	452.2	264.7	69.5	110.5	316.0	59.9
3° trim.	4.4	0.7	506.7	.	.	.	421.0	445.0	.	.	.	313.5	.
2015 apr.	9.1	5.1	171.3	81.5	35.3	51.0	143.2	151.2	88.8	23.9	36.3	106.4	19.7
mag.	2.8	0.0	170.4	80.4	34.4	50.9	141.9	148.8	87.3	22.5	36.6	102.8	20.6
giu.	12.7	6.5	172.0	80.6	35.6	51.7	143.6	152.1	88.6	23.1	37.6	106.7	19.6
lug.	7.0	0.7	172.7	79.7	35.2	52.5	143.4	150.1	86.3	23.1	37.6	105.8	18.2
ago.	5.5	2.8	166.1	77.2	34.2	50.8	137.7	147.1	83.6	22.8	37.6	103.3	16.9
set.	0.9	-1.0	167.9	.	.	.	139.9	147.8	.	.	.	104.4	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2014 4° trim.	2.9	2.3	118.0	113.9	120.6	122.0	117.4	102.7	102.7	100.3	104.1	104.8	97.7
2015 1° trim.	2.6	5.1	119.1	115.2	120.6	123.3	118.9	106.4	106.5	105.0	106.3	108.6	105.9
2° trim.	3.0	2.4	117.2	113.6	118.8	121.7	118.1	103.7	103.9	100.6	104.9	106.6	99.4
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 mar.	7.3	10.5	119.5	115.9	118.7	124.5	119.7	107.9	108.2	105.9	108.9	110.0	108.8
apr.	3.5	3.3	117.4	114.5	119.4	122.2	118.5	104.1	104.6	103.6	103.5	107.3	101.4
mag.	-2.6	-2.3	116.4	112.7	116.8	120.4	117.1	101.9	101.9	98.6	103.7	104.1	99.6
giu.	8.1	6.1	117.8	113.7	120.2	122.5	118.7	105.0	105.2	99.6	107.4	108.3	97.2
lug.	3.0	1.8	118.7	113.0	118.9	125.4	118.8	105.8	104.8	103.4	108.1	108.3	96.7
ago.	2.0	5.2	114.7	110.4	115.1	121.5	113.8	104.5	104.9	98.2	106.0	103.9	100.2

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Le differenze fra i dati della BCE relativi ai beni della b.d.p. (tavola 3.8) e i dati di Eurostat relativi al commercio in beni (tavola 3.9) sono essenzialmente riconducibili a differenze nelle definizioni utilizzate.

2) Le categorie dei prodotti seguono la classificazione per destinazione economica (Broad Economic Categories - BEC).

4 Prezzi e costi

4.1 Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) ¹⁾

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati		
	Indice: 2005 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni ener- getici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi ammini- strati	Prezzi ammini- strati
		Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
in perc. del totale nel 2015	100,0	100,0	69,7	56,5	43,5	100,0	12,2	7,5	26,3	10,6	43,5	87,1	12,9	
2012	115,6	2,5	1,5	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3	3,8	
2013	117,2	1,4	1,1	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1	
2014	117,7	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9	
2014 4° trim.	117,8	0,2	0,7	-0,6	1,2	-0,2	0,1	0,3	-0,1	-3,0	0,2	-0,1	1,7	
2015 1° trim.	116,8	-0,3	0,7	-1,4	1,1	-0,3	0,2	0,6	0,1	-4,2	0,3	-0,5	1,2	
2° trim.	118,4	0,2	0,8	-0,5	1,1	0,5	0,3	0,7	0,2	2,4	0,4	0,1	0,9	
3° trim.	117,8	0,1	0,9	-0,8	1,2	0,0	0,1	0,5	0,2	-2,5	0,4	0,0	0,8	
2015 giu.	118,5	0,2	0,8	-0,4	1,1	0,0	0,1	-0,1	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,9	
lug.	117,7	0,2	1,0	-0,5	1,2	0,0	0,0	-0,6	0,1	-0,7	0,2	0,1	0,9	
ago.	117,7	0,1	0,9	-0,7	1,2	-0,1	0,1	1,2	0,0	-2,2	0,1	0,0	0,9	
set.	118,0	-0,1	0,9	-1,1	1,2	-0,1	0,0	0,6	0,0	-1,7	0,0	-0,2	0,7	
ott.	118,2	0,1	1,1	-0,8	1,3	0,1	0,0	0,4	0,1	-0,5	0,1	0,0	0,7	
nov. ²⁾	118,0	0,1	0,9	.	1,1	0,0	0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	.	.	

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi	Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari	
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
in perc. del totale nel 2015	19,7	12,2	7,5	36,9	26,3	10,6	10,7	6,4	7,3	3,1	14,8	7,5
2012	3,1	3,1	3,0	3,0	1,2	7,6	1,8	1,5	2,9	-3,2	2,2	2,0
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,5	2,4	-4,2	2,2	0,7
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3
2014 4° trim.	0,3	0,7	-0,3	-1,1	-0,1	-3,6	1,6	1,4	1,6	-2,6	1,4	1,4
2015 1° trim.	0,3	0,5	0,1	-2,3	-0,1	-7,7	1,3	1,3	1,4	-1,9	1,3	1,2
2° trim.	1,1	0,7	1,8	-1,3	0,2	-5,3	1,2	1,2	1,2	-0,9	1,4	1,2
3° trim.	1,2	0,6	2,1	-1,8	0,4	-7,2	1,2	1,1	1,4	-0,4	1,6	1,0
2015 giu.	1,1	0,7	1,9	-1,3	0,3	-5,1	1,2	1,2	1,2	-0,8	1,3	1,1
lug.	0,9	0,6	1,4	-1,3	0,4	-5,6	1,2	1,1	1,5	-0,7	1,6	1,0
ago.	1,3	0,6	2,4	-1,8	0,4	-7,2	1,2	1,1	1,2	-0,4	1,7	1,0
set.	1,4	0,6	2,7	-2,4	0,3	-8,9	1,3	1,1	1,4	-0,1	1,6	1,1
ott.	1,6	0,6	3,2	-2,1	0,6	-8,5	1,2	1,1	1,4	-0,1	1,8	1,2
nov. ²⁾	1,5	0,7	2,6	.	0,5	-7,3	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

2) Stima basata su dati nazionali provvisori con copertura solitamente pari a circa il 95 per cento dell'area dell'euro, nonché su informazioni preliminari sui prezzi energetici.

4 Prezzi e costi

4.2 Prezzi dei prodotti industriali, delle costruzioni e degli immobili residenziali (variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni									Beni energetici	Prezzi delle costruzioni	Prezzi degli immobili residenziali ¹⁾	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ¹⁾
	Totale (indice: 2010 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia									
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2010	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9			
2012	108,7	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	3,5	0,9	6,6	1,5	-1,7	-0,1
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,3	-1,6	0,3	-2,0	-1,1
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,4	0,3	0,2	1,1
2014 4° trim.	106,0	-1,9	-1,6	-0,3	-0,7	0,6	-0,6	-1,2	0,2	-5,8	0,2	0,7	2,4
2015 1° trim.	104,5	-2,9	-2,6	-0,6	-1,5	0,7	-0,7	-1,3	0,2	-8,5	0,3	1,0	2,5
2° trim.	104,9	-2,1	-1,6	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,5	0,4	1,0	3,2
3° trim.	104,0	-2,6	-2,6	-0,5	-1,1	0,6	-0,6	-1,0	0,2	-8,2	.	.	.
2015 mag.	104,9	-2,0	-1,5	-0,3	-0,6	0,7	-0,8	-1,3	0,0	-6,2	-	-	-
giu.	104,9	-2,1	-1,7	-0,3	-0,6	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,8	-	-	-
lug.	104,7	-2,1	-2,0	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,3	0,1	-6,5	-	-	-
ago.	103,9	-2,6	-2,7	-0,5	-1,1	0,6	-0,7	-1,2	0,2	-8,2	-	-	-
set.	103,5	-3,2	-3,0	-0,6	-1,5	0,6	-0,4	-0,6	0,2	-10,0	-	-	-
ott.	103,2	-3,1	-2,8	-0,7	-1,9	0,6	-0,1	-0,2	0,2	-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 su base annua; salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL							Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)						
	Totale (dest.; indice: 2010 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ¹⁾		Importazioni ¹⁾	Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale									100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0	
2012	102,4	1,3	1,5	1,9	0,8	1,2	1,9	2,5	86,6	-7,2	0,2	-10,5	-3,1	5,8	-9,1
2013	103,7	1,3	1,0	1,1	1,2	0,5	-0,3	-1,3	81,7	-9,0	-13,4	-6,9	-8,3	-10,1	-6,9
2014	104,6	0,9	0,5	0,5	0,8	0,5	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,6	-12,1	-4,6	0,7	-8,7
2014 4° trim.	105,0	0,9	0,3	0,3	0,8	0,6	-0,4	-1,9	61,5	-5,5	6,2	-10,8	1,3	9,3	-4,7
2015 1° trim.	105,4	1,0	0,0	-0,2	0,7	0,6	-0,2	-2,6	49,0	-0,4	8,7	-4,9	5,6	11,6	0,7
2° trim.	105,7	1,2	0,4	0,3	0,7	0,9	0,9	-1,1	57,4	-0,5	2,1	-2,0	4,0	5,6	2,6
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	46,1	-6,5	6,5	-13,1	-3,3	5,8	-10,6
2015 giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,7	-0,1	3,1	-1,9	3,3	5,9	1,1
lug.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,7	-3,6	11,1	-11,0	0,5	9,8	-7,1
ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,0	-8,1	4,4	-14,4	-4,4	5,2	-12,1
set.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,3	-7,9	3,9	-13,8	-6,0	2,4	-12,6
ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,9	-8,3	3,8	-14,6	-6,9	0,8	-13,3
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	42,8	-8,0	5,8	-15,5	-8,8	-2,2	-14,5

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

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

2) Ponderati in base alle importazioni: sulla base della composizione media delle importazioni nel biennio 2004-2006; ponderati in base all'utilizzo: sulla base della composizione media della domanda interna nel periodo 2004-2006.

4 Prezzi e costi

4.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)					Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2013	4,8	-	-	-1,8	34,1	57,7	56,7	-	49,9
2012	2,7	8,1	2,1	-12,7	38,6	52,7	55,1	49,9	47,9
2013	-0,3	1,7	-1,2	-17,1	29,9	48,5	53,8	49,4	47,8
2014	-0,8	-1,4	1,2	-17,6	14,4	49,6	53,5	49,7	48,2
2014 4° trim.	-2,1	-4,4	2,8	-15,7	7,9	48,7	52,6	49,0	47,1
2015 1° trim.	-5,5	-0,7	1,4	-17,0	-2,4	45,8	52,5	48,8	47,6
2° trim.	-1,1	3,3	3,0	-15,4	-0,8	54,7	54,4	50,4	49,0
3° trim.	-1,8	1,1	2,4	-13,0	-0,1	49,5	53,6	49,9	49,9
2015 giu.	0,0	4,7	4,2	-14,9	0,1	55,7	54,1	51,0	48,9
lug.	-0,1	0,8	2,1	-14,0	0,9	54,4	54,3	50,4	49,5
ago.	-2,0	3,0	2,2	-13,0	0,3	49,6	53,1	50,5	49,9
set.	-3,3	-0,6	2,9	-12,1	-1,6	44,6	53,5	48,7	50,4
ott.	-2,3	2,1	4,8	-10,3	-2,3	44,3	54,0	48,6	49,9
nov.	-0,7	2,3	4,1	-9,3	-0,4	45,6	53,3	49,3	49,7

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

4.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2012 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ¹⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2012	100,0	2,1	2,1	2,1	2,4	1,3	2,2
2013	101,3	1,3	1,4	1,2	1,2	1,7	1,8
2014	102,6	1,4	1,3	1,3	1,3	1,4	1,7
2014 4° trim.	108,0	1,3	1,1	1,5	1,1	1,5	1,7
2015 1° trim.	97,5	1,9	2,0	1,4	1,9	1,9	1,4
2° trim.	108,0	1,6	1,9	0,4	1,6	1,4	1,5
3° trim.	.	.	.	.	.	.	1,6

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

4 Prezzi e costi

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

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

	Totale (indice: 2010 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manfatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicu- rative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2012	102,5	1,9	3,2	2,1	4,1	1,3	0,3	0,9	1,4	3,6	0,7	2,9
2013	103,7	1,2	-0,9	1,7	0,3	1,2	-0,5	2,1	-2,2	1,2	1,6	1,6
2014	105,0	1,2	-3,7	1,6	0,7	0,8	1,2	1,2	0,8	2,5	1,3	1,2
2014 3° trim.	105,2	1,3	-5,0	1,6	1,4	1,2	1,0	1,4	1,2	2,8	1,3	1,2
4° trim.	105,3	1,3	-0,8	2,3	1,1	0,6	1,4	1,2	1,2	2,3	1,4	1,4
2015 1° trim.	105,5	0,9	0,3	1,2	1,6	0,5	-0,3	0,1	3,1	2,1	1,3	0,5
2° trim.	105,6	0,8	1,2	0,8	1,5	0,0	1,0	-0,1	2,3	1,5	1,2	0,9
Redditi per occupato												
2012	103,6	1,5	0,1	1,9	2,4	1,7	1,6	1,0	1,1	2,1	0,8	1,8
2013	105,3	1,6	3,9	2,7	1,5	0,9	0,7	1,9	-0,1	1,0	1,8	1,1
2014	106,8	1,4	-1,2	2,2	1,6	1,3	2,3	2,0	1,4	1,9	1,2	1,0
2014 3° trim.	107,1	1,3	-1,0	1,9	0,6	1,2	2,0	1,9	1,8	2,1	1,1	0,8
4° trim.	107,5	1,3	-1,3	2,1	1,2	1,1	2,6	2,4	1,2	1,7	1,3	0,1
2015 1° trim.	108,1	1,4	0,9	1,8	0,6	1,1	2,1	1,4	2,9	2,0	1,4	0,6
2° trim.	108,2	1,4	1,3	1,9	0,7	1,4	2,8	1,2	1,3	1,7	1,4	0,7
Produttività del lavoro per occupato												
2012	101,1	-0,4	-3,0	-0,2	-1,7	0,4	1,3	0,1	-0,3	-1,5	0,1	-1,1
2013	101,5	0,4	4,8	1,0	1,2	-0,4	1,2	-0,1	2,1	-0,2	0,3	-0,5
2014	101,8	0,3	2,6	0,6	0,9	0,5	1,1	0,7	0,5	-0,5	-0,1	-0,2
2014 3° trim.	101,8	0,0	4,2	0,4	-0,8	0,0	1,0	0,5	0,7	-0,7	-0,2	-0,4
4° trim.	102,1	0,1	-0,6	-0,2	0,1	0,5	1,3	1,2	0,0	-0,6	-0,1	-1,3
2015 1° trim.	102,4	0,4	0,6	0,6	-0,9	0,6	2,3	1,3	-0,2	-0,2	0,1	0,1
2° trim.	102,5	0,7	0,1	1,2	-0,8	1,4	1,8	1,3	-1,0	0,2	0,3	-0,1
Redditi per ora lavorata												
2012	104,8	2,9	2,1	3,6	5,3	3,5	2,0	1,5	1,7	3,2	1,3	2,7
2013	107,2	2,2	3,9	2,9	2,9	1,6	1,1	2,5	1,1	2,0	2,2	2,1
2014	108,6	1,4	-0,5	1,8	1,4	1,3	2,0	2,2	1,6	1,8	1,0	1,4
2014 3° trim.	108,8	1,4	-0,4	1,8	0,7	1,3	1,7	1,9	1,7	1,7	1,2	1,5
4° trim.	109,0	1,2	-1,2	1,5	0,9	1,0	1,7	2,8	1,3	1,5	1,1	0,7
2015 1° trim.	109,8	1,4	0,5	1,7	0,5	1,4	1,1	1,9	2,9	2,1	1,6	0,2
2° trim.	109,9	1,3	0,6	1,6	-0,1	1,5	1,8	1,4	0,3	1,3	1,4	0,9
Produttività per ora lavorata												
2012	102,4	1,0	-2,0	1,4	1,1	1,9	1,8	0,8	0,8	-0,3	0,6	-0,1
2013	103,4	1,0	5,1	1,2	2,5	0,2	1,7	0,3	3,1	0,6	0,7	0,6
2014	103,7	0,3	3,0	0,1	0,7	0,6	1,0	1,1	1,2	-0,4	-0,3	0,3
2014 3° trim.	103,7	0,2	4,6	0,3	-0,2	0,2	1,1	0,7	1,7	-0,6	-0,1	0,3
4° trim.	103,7	-0,1	-1,4	-0,9	-0,4	0,6	0,6	1,7	0,2	-0,8	-0,3	-0,7
2015 1° trim.	104,2	0,5	-0,7	0,4	-0,7	1,1	2,1	1,7	-0,7	0,2	0,3	-0,1
2° trim.	104,3	0,6	-0,7	0,7	-1,4	1,7	1,2	1,4	-1,6	-0,1	0,2	0,0

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5 Moneta e credito

5.1 Aggregati monetari 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)

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		3	M2-M1		6	7	8	9	10	11	
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista		Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi								Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
Consistenze												
2012	864,1	4.233,3	5.097,4	1.798,6	2.099,6	3.898,2	8.995,6	126,0	483,3	181,0	790,4	9.786,0
2013	909,7	4.476,3	5.386,1	1.683,3	2.142,8	3.826,1	9.212,1	121,4	418,1	86,5	626,0	9.838,1
2014	968,5	4.952,5	5.921,1	1.598,4	2.149,2	3.747,6	9.668,7	123,9	427,7	104,4	656,0	10.324,7
2014 4° trim.	968,5	4.952,5	5.921,1	1.598,4	2.149,2	3.747,6	9.668,7	123,9	427,7	104,4	656,0	10.324,7
2015 1° trim.	993,5	5.155,4	6.148,9	1.529,2	2.150,0	3.679,1	9.828,0	125,8	437,5	96,4	659,7	10.487,6
2° trim.	1.014,0	5.298,8	6.312,8	1.480,0	2.160,7	3.640,7	9.953,5	90,3	441,1	98,6	629,9	10.583,4
3° trim.	1.028,2	5.425,3	6.453,5	1.449,1	2.164,6	3.613,7	10.067,2	98,4	457,6	73,2	629,1	10.696,3
2015 mag.	1.006,4	5.258,0	6.264,3	1.489,7	2.156,9	3.646,6	9.911,0	110,1	444,0	94,9	649,1	10.560,0
giu.	1.014,0	5.298,8	6.312,8	1.480,0	2.160,7	3.640,7	9.953,5	90,3	441,1	98,6	629,9	10.583,4
lug.	1.020,2	5.364,7	6.384,9	1.471,3	2.161,8	3.633,2	10.018,1	105,0	456,2	86,5	647,6	10.665,7
ago.	1.025,0	5.383,8	6.408,8	1.460,3	2.164,0	3.624,3	10.033,1	102,4	446,2	80,4	629,0	10.662,1
set.	1.028,2	5.425,3	6.453,5	1.449,1	2.164,6	3.613,7	10.067,2	98,4	457,6	73,2	629,1	10.696,3
ott. ^(p)	1.029,9	5.487,6	6.517,5	1.438,1	2.164,4	3.602,5	10.120,0	106,8	473,9	78,2	658,8	10.778,8
Transazioni												
2012	20,4	294,0	314,4	-38,5	115,5	77,0	391,4	-16,9	-20,2	-18,3	-55,4	335,9
2013	45,6	250,3	295,9	-114,4	45,5	-68,9	227,0	-11,6	-48,7	-63,3	-123,6	103,4
2014	58,2	379,6	437,8	-91,0	3,6	-87,3	350,5	1,0	10,8	12,5	24,3	374,8
2014 4° trim.	20,0	147,3	167,3	-47,4	-5,5	-52,9	114,5	-3,1	10,1	19,1	26,1	140,6
2015 1° trim.	23,8	166,9	190,7	-56,7	1,6	-55,2	135,5	0,6	5,6	-9,3	-3,0	132,5
2° trim.	20,5	151,6	172,0	-47,8	11,0	-36,7	135,3	-35,2	3,6	3,9	-27,7	107,6
3° trim.	14,3	129,0	143,3	-35,4	3,1	-32,3	111,0	8,2	18,7	-18,6	8,3	119,3
2015 mag.	4,4	62,4	66,8	-27,8	4,3	-23,5	43,3	-18,4	-6,0	-12,6	-37,0	6,3
giu.	7,6	45,5	53,1	-8,8	3,8	-5,0	48,1	-19,7	-3,0	4,8	-17,9	30,2
lug.	6,3	61,9	68,2	-13,8	1,2	-12,6	55,6	14,5	15,1	-12,0	17,7	73,3
ago.	4,7	24,5	29,2	-9,4	2,3	-7,1	22,1	-2,3	2,2	-2,6	-2,6	19,5
set.	3,2	42,6	45,9	-12,2	-0,4	-12,6	33,3	-4,1	1,3	-4,0	-6,7	26,5
ott. ^(p)	1,7	58,1	59,8	-12,4	-0,2	-12,6	47,2	8,2	16,4	5,8	30,4	77,6
Variazioni percentuali												
2012	2,4	7,4	6,5	-2,1	5,9	2,0	4,5	-11,4	-3,9	-9,7	-6,5	3,5
2013	5,3	5,9	5,8	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-9,2	-10,4	-38,0	-16,1	1,0
2014	6,4	8,5	8,1	-5,4	0,2	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,3	3,9	3,8
2014 4° trim.	6,4	8,5	8,1	-5,4	0,2	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,3	3,9	3,8
2015 1° trim.	7,3	10,6	10,1	-7,6	0,1	-3,3	4,6	5,1	5,3	11,3	5,6	4,7
2° trim.	8,8	12,4	11,8	-10,7	0,5	-4,4	5,2	-30,9	6,9	23,3	0,5	4,9
3° trim.	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-1,6	0,7	4,9
2015 mag.	8,3	12,0	11,4	-10,2	0,4	-4,2	5,0	-9,5	7,7	14,6	4,7	5,0
giu.	8,8	12,4	11,8	-10,7	0,5	-4,4	5,2	-30,9	6,9	23,3	0,5	4,9
lug.	8,9	12,9	12,2	-11,4	0,5	-4,7	5,4	-19,2	8,0	17,2	2,7	5,2
ago.	8,6	12,1	11,5	-11,3	0,6	-4,6	5,1	-21,1	9,5	7,8	2,4	4,9
set.	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-1,6	0,7	4,9
ott. ^(p)	8,1	12,5	11,8	-10,9	0,6	-4,3	5,4	-18,8	10,2	8,4	3,4	5,3

Fonte: BCE.

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

5 Moneta e credito

5.2 Depositi di M3¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ²⁾	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche ⁴⁾
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2012	1.618,4	1.101,2	404,8	101,9	10,5	5.309,1	2.358,9	976,4	1.962,8	10,9	812,7	210,3	307,0
2013	1.710,5	1.186,7	397,8	109,8	16,2	5.413,6	2.539,7	874,7	1.994,5	4,7	804,8	194,9	300,1
2014	1.814,9	1.318,6	365,7	111,4	19,2	5.557,2	2.751,2	809,5	1.993,5	3,0	896,1	222,7	333,1
2014 4° trim.	1.814,9	1.318,6	365,7	111,4	19,2	5.557,2	2.751,2	809,5	1.993,5	3,0	896,1	222,7	333,1
2015 1° trim.	1.848,1	1.381,7	340,2	111,4	14,9	5.598,2	2.839,3	762,8	1.992,3	3,8	948,2	225,7	340,2
2° trim.	1.858,0	1.410,7	322,7	112,4	12,2	5.647,1	2.910,6	735,0	1.998,7	2,8	955,7	228,1	340,9
3° trim.	1.900,8	1.451,1	324,2	115,3	10,1	5.695,2	2.987,2	707,3	1.997,6	3,0	967,3	218,0	356,2
2015 mag.	1.855,1	1.404,5	326,4	112,1	12,2	5.624,4	2.878,5	745,8	1.996,3	3,9	960,0	229,1	346,1
giu.	1.858,0	1.410,7	322,7	112,4	12,2	5.647,1	2.910,6	735,0	1.998,7	2,8	955,7	228,1	340,9
lug.	1.889,2	1.438,2	325,1	113,4	12,6	5.664,6	2.942,4	722,4	1.996,7	3,2	968,9	232,1	348,0
ago.	1.889,1	1.441,8	325,2	114,0	8,2	5.674,5	2.959,9	714,7	1.996,8	3,1	968,1	224,7	354,2
set.	1.900,8	1.451,1	324,2	115,3	10,1	5.695,2	2.987,2	707,3	1.997,6	3,0	967,3	218,0	356,2
ott. ^(p)	1.937,8	1.493,9	316,9	116,9	10,1	5.706,1	3.002,8	705,5	1.994,3	3,5	964,8	222,2	365,9
Transazioni													
2012	71,7	99,5	-33,9	10,2	-4,1	222,7	99,7	35,3	100,4	-12,7	18,7	15,2	25,7
2013	98,2	90,1	-6,9	9,1	5,9	107,9	182,4	-100,1	31,9	-6,2	-15,1	-13,3	-7,8
2014	69,3	91,2	-25,6	1,2	2,4	141,1	209,7	-65,8	-1,1	-1,7	53,7	7,5	21,7
2014 4° trim.	6,8	19,6	-15,3	-1,8	4,4	30,0	68,5	-33,5	-3,1	-1,9	62,1	-5,3	-2,2
2015 1° trim.	29,3	48,9	-14,9	-0,1	-4,6	38,8	79,2	-41,1	-0,1	0,8	35,3	1,5	7,5
2° trim.	13,5	31,8	-16,6	1,0	-2,6	50,8	73,2	-28,0	6,6	-1,0	11,7	2,8	0,9
3° trim.	42,2	40,8	0,3	3,1	-2,1	48,4	77,8	-27,7	-1,9	0,2	11,1	-10,2	13,4
2015 mag.	6,9	14,4	-7,6	-0,6	0,8	11,5	18,9	-10,8	3,1	0,4	-0,3	0,5	1,9
giu.	4,8	7,7	-3,2	0,3	0,1	23,6	33,1	-10,8	2,4	-1,1	-1,7	-0,8	-5,1
lug.	27,3	25,8	0,1	1,1	0,4	16,6	31,2	-13,0	-1,9	0,4	11,0	3,6	5,2
ago.	2,7	5,6	0,7	0,7	-4,4	11,1	18,4	-7,4	0,2	-0,1	2,3	-7,2	6,2
set.	12,2	9,4	-0,5	1,3	2,0	20,7	28,2	-7,3	-0,2	-0,1	-2,2	-6,6	1,9
ott. ^(p)	34,9	41,2	-7,8	1,6	0,0	10,1	15,0	-2,1	-3,4	0,5	-4,9	4,3	9,4
Variazioni percentuali													
2012	4,7	9,8	-7,7	13,6	-26,5	4,4	4,4	3,7	5,4	-53,8	2,3	7,9	9,3
2013	6,1	8,2	-1,7	8,9	56,4	2,0	7,7	-10,3	1,6	-56,7	-1,9	-6,4	-2,5
2014	4,0	7,6	-6,4	1,1	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,3	4,0	7,3
2014 4° trim.	4,0	7,6	-6,4	1,1	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,3	4,0	7,3
2015 1° trim.	4,7	9,9	-9,8	0,5	-5,4	2,8	9,7	-11,2	0,0	-31,2	14,7	-0,5	5,2
2° trim.	4,3	10,6	-13,9	0,9	-23,5	3,0	10,8	-13,9	0,1	-37,8	13,7	-1,1	5,3
3° trim.	5,1	10,8	-12,3	1,9	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,1	-37,7	14,3	-4,9	5,8
2015 mag.	4,4	10,8	-13,7	0,7	-23,6	2,9	10,2	-12,7	0,2	-25,1	13,8	1,5	8,4
giu.	4,3	10,6	-13,9	0,9	-23,5	3,0	10,8	-13,9	0,1	-37,8	13,7	-1,1	5,3
lug.	5,5	12,1	-14,0	1,0	-10,7	3,1	11,2	-15,0	0,1	-35,4	14,4	-1,9	5,6
ago.	4,8	11,2	-13,3	1,2	-48,2	2,9	10,9	-15,3	0,1	-36,9	14,5	-5,6	6,1
set.	5,1	10,8	-12,3	1,9	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,1	-37,7	14,3	-4,9	5,8
ott. ^(p)	7,1	12,9	-11,4	2,4	-26,4	3,1	11,0	-14,8	0,0	-26,0	10,9	-3,8	9,7

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito		
					Corretto per cessazioni e cartolarizzazioni ²⁾	A società non finanziarie ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾	A imprese di assicurazione e fondi pensione			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
2012	3.408,9	1.169,7	2.239,3	13.070,2	10.858,3	11.263,1	4.543,9	5.244,0	981,1	89,3	1.437,9	774,1
2013	3.405,0	1.096,7	2.308,2	12.708,9	10.544,2	10.929,3	4.353,4	5.222,8	869,2	98,7	1.364,8	799,9
2014	3.606,3	1.132,1	2.474,1	12.563,2	10.511,0	10.918,5	4.278,8	5.200,4	903,0	128,9	1.277,6	774,7
2014 4° trim.	3.606,3	1.132,1	2.474,1	12.563,2	10.511,0	10.918,5	4.278,8	5.200,4	903,0	128,9	1.277,6	774,7
2015 1° trim.	3.671,9	1.148,5	2.523,5	12.673,8	10.611,7	11.009,0	4.308,0	5.234,0	935,1	134,7	1.274,0	788,1
2° trim.	3.680,7	1.137,4	2.543,3	12.635,4	10.592,2	10.987,0	4.291,3	5.258,6	906,8	135,5	1.253,8	789,4
3° trim.	3.816,1	1.127,1	2.689,1	12.651,4	10.563,9	10.962,2	4.275,0	5.276,8	890,9	121,2	1.310,2	777,3
2015 mag.	3.694,6	1.143,3	2.551,3	12.661,3	10.605,7	11.003,7	4.300,7	5.242,3	921,6	141,1	1.263,6	792,0
giu.	3.680,7	1.137,4	2.543,3	12.635,4	10.592,2	10.987,0	4.291,3	5.258,6	906,8	135,5	1.253,8	789,4
lug.	3.729,4	1.132,3	2.597,1	12.711,9	10.606,0	11.005,5	4.297,5	5.261,5	915,4	131,6	1.302,8	803,0
ago.	3.767,1	1.132,3	2.634,8	12.696,6	10.599,0	11.001,2	4.290,9	5.268,8	910,8	128,6	1.305,9	791,7
set.	3.816,1	1.127,1	2.689,1	12.651,4	10.563,9	10.962,2	4.275,0	5.276,8	890,9	121,2	1.310,2	777,3
ott. ⁶⁾	3.835,1	1.119,0	2.716,2	12.692,8	10.605,9	11.001,6	4.290,6	5.301,1	890,2	124,0	1.295,3	791,6
Transazioni												
2012	184,2	-4,0	188,2	-99,8	-69,8	-54,1	-108,0	25,5	14,5	-1,9	-68,7	38,7
2013	-25,0	-73,5	48,6	-305,7	-247,8	-268,5	-132,8	-3,9	-120,9	9,7	-72,7	14,9
2014	72,7	16,3	56,4	-105,1	-49,4	-31,3	-58,7	-15,2	12,8	11,7	-90,1	34,4
2014 4° trim.	44,8	10,4	34,4	2,3	19,7	15,2	2,1	7,2	5,1	5,4	-33,9	16,4
2015 1° trim.	39,8	16,2	23,6	33,4	44,9	31,1	7,6	19,2	12,8	5,3	-4,2	-7,3
2° trim.	57,9	-10,7	68,6	0,3	8,0	2,0	-1,2	30,7	-22,6	1,0	-15,1	7,3
3° trim.	112,1	-10,2	122,3	54,8	-8,7	-3,0	-5,7	23,8	-12,4	-14,4	65,1	-1,6
2015 mag.	11,7	-7,0	18,6	4,8	0,1	1,6	-1,9	7,3	-10,1	4,8	-2,4	7,2
giu.	11,5	-5,5	17,0	-3,2	0,6	-9,1	-1,0	18,1	-11,0	-5,6	-6,7	3,0
lug.	30,2	-4,0	34,1	70,3	14,2	21,0	5,3	4,1	8,9	-4,0	47,7	8,4
ago.	47,0	-0,1	47,1	14,6	3,6	4,2	-1,1	9,1	-1,5	-3,0	11,8	-0,7
set.	35,0	-6,1	41,1	-30,2	-26,5	-28,3	-9,9	10,6	-19,7	-7,4	5,6	-9,3
ott. ⁶⁾	9,7	-8,2	17,9	23,5	35,9	34,9	16,5	15,0	1,7	2,7	-19,9	7,6
Variazioni percentuali												
2012	5,8	-0,3	9,4	-0,7	-0,6	-0,5	-2,3	0,5	1,5	-2,1	-4,5	5,3
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,3	10,9	-5,1	1,9
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,3	-0,3	1,3	11,9	-6,6	4,3
2014 4° trim.	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,3	-0,3	1,3	11,9	-6,6	4,3
2015 1° trim.	2,8	1,9	3,2	-0,2	0,1	0,2	-0,6	0,0	2,3	14,1	-4,9	2,9
2° trim.	5,1	1,6	6,7	0,1	0,6	0,3	-0,2	1,2	-1,0	17,8	-5,4	2,9
3° trim.	7,2	0,5	10,2	0,7	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,1	-1,4	0,9	1,8
2015 mag.	3,9	0,9	5,3	0,2	0,6	0,3	-0,2	1,0	-1,1	26,7	-4,9	4,0
giu.	5,1	1,6	6,7	0,1	0,6	0,3	-0,2	1,2	-1,0	17,8	-5,4	2,9
lug.	5,5	0,8	7,7	0,7	0,9	0,6	0,2	1,3	0,8	10,1	-2,0	3,1
ago.	6,3	1,0	8,8	1,0	1,0	0,7	0,2	1,4	0,5	12,4	-0,4	3,1
set.	7,2	0,5	10,2	0,7	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,1	-1,4	0,9	1,8
ott. ⁶⁾	6,9	0,2	9,9	0,9	1,0	0,8	0,5	1,7	-1,6	1,7	-0,1	2,3

Fonte: BCE.

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

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

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

Nelle statistiche sui bilanci dell'IFM tali società rientrano tra le società finanziarie diverse dalle IFM, dalle imprese di assicurazione e dai fondi pensione.

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

5 Moneta e credito

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

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
		Corretto per cessioni e cartolarizzazioni ⁴⁾					Corretto per cessioni e cartolarizzazioni ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2012	4.543,9	4.604,6	1.128,1	795,6	2.620,2	5.244,0	5.579,9	602,1	3.825,1	816,8
2013	4.353,4	4.407,5	1.066,0	740,7	2.546,7	5.222,8	5.546,6	573,7	3.852,7	796,4
2014	4.278,8	4.334,6	1.081,5	724,8	2.472,5	5.200,4	5.545,1	563,4	3.861,0	776,0
2014 4° trim.	4.278,8	4.334,6	1.081,5	724,8	2.472,5	5.200,4	5.545,1	563,4	3.861,0	776,0
2015 1° trim.	4.308,0	4.363,8	1.089,9	738,6	2.479,5	5.234,0	5.570,9	567,8	3.890,9	775,3
2° trim.	4.291,3	4.347,6	1.080,9	743,1	2.467,3	5.258,6	5.589,8	578,7	3.908,9	771,0
3° trim.	4.275,0	4.333,9	1.058,3	746,2	2.470,6	5.276,8	5.610,5	582,4	3.925,8	768,5
2015 mag.	4.300,7	4.357,0	1.086,2	742,6	2.471,8	5.242,3	5.578,8	568,5	3.900,5	773,4
giu.	4.291,3	4.347,6	1.080,9	743,1	2.467,3	5.258,6	5.589,8	578,7	3.908,9	771,0
lug.	4.297,5	4.355,6	1.082,2	744,2	2.471,2	5.261,5	5.597,3	579,6	3.911,9	770,1
ago.	4.290,9	4.349,9	1.083,7	743,0	2.464,2	5.268,8	5.605,9	581,6	3.917,2	770,0
set.	4.275,0	4.333,9	1.058,3	746,2	2.470,6	5.276,8	5.610,5	582,4	3.925,8	768,5
ott. ⁶⁾	4.290,6	4.351,0	1.062,3	756,3	2.472,1	5.301,1	5.628,8	594,7	3.939,1	767,3
Transazioni										
2012	-108,0	-74,2	6,1	-51,4	-62,7	25,5	8,0	-17,7	48,3	-5,1
2013	-132,8	-145,0	-44,4	-44,5	-43,9	-3,9	-14,8	-18,1	27,3	-13,1
2014	-58,7	-62,3	-13,7	1,4	-46,4	-15,2	6,2	-3,0	-3,4	-8,9
2014 4° trim.	2,1	-1,1	-4,9	7,4	-0,4	7,2	3,9	-1,7	10,7	-1,9
2015 1° trim.	7,6	4,8	-1,1	7,3	1,4	19,2	11,1	2,0	17,4	-0,2
2° trim.	-1,2	0,0	-3,7	7,0	-4,4	30,7	21,1	9,3	22,5	-1,1
3° trim.	-5,7	-0,5	-19,2	4,3	9,1	23,8	25,0	5,2	19,1	-0,5
2015 mag.	-1,9	-0,4	-4,0	3,9	-1,8	7,3	4,6	1,4	6,8	-1,0
giu.	-1,0	-2,4	-2,2	1,7	-0,5	18,1	8,3	8,2	10,3	-0,4
lug.	5,3	8,9	0,7	0,5	4,0	4,1	8,8	1,5	3,3	-0,6
ago.	-1,1	0,0	3,9	-0,1	-4,9	9,1	8,0	2,4	6,4	0,3
set.	-9,9	-9,4	-23,8	3,9	10,0	10,6	8,2	1,3	9,5	-0,2
ott. ⁶⁾	16,5	19,3	3,2	10,7	2,6	15,0	9,1	3,0	12,9	-0,9
Variazioni percentuali										
2012	-2,3	-1,6	0,5	-6,0	-2,3	0,5	0,1	-2,8	1,3	-0,6
2013	-2,9	-3,2	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,3	-1,4	-1,3	0,2	-1,8	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2014 4° trim.	-1,3	-1,4	-1,3	0,2	-1,8	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015 1° trim.	-0,6	-0,6	-0,7	2,1	-1,3	0,0	0,3	-0,1	0,1	-0,7
2° trim.	-0,2	-0,4	-1,2	2,3	-0,5	1,2	0,6	1,8	1,6	-0,8
3° trim.	0,1	0,1	-2,7	3,6	0,2	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,5
2015 mag.	-0,2	-0,3	0,4	2,4	-1,2	1,0	0,5	0,5	1,4	-0,7
giu.	-0,2	-0,4	-1,2	2,3	-0,5	1,2	0,6	1,8	1,6	-0,8
lug.	0,2	0,1	-0,6	2,5	-0,2	1,3	0,8	2,0	1,6	-0,7
ago.	0,2	0,2	0,0	2,5	-0,4	1,4	1,0	2,7	1,6	-0,5
set.	0,1	0,1	-2,7	3,6	0,2	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,5
ott. ⁶⁾	0,5	0,6	-2,3	5,1	0,4	1,7	1,2	2,8	2,0	-0,5

Fonte: BCE.

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

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

Nelle statistiche sui bilanci delle IMF tali società rientrano tra le società finanziarie diverse dalle IMF, dalle imprese di assicurazione e dai fondi pensione.

3) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

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

5 Moneta e credito

5.5 Contropartite di M3 diverse dal credito a residenti nell'area dell'euro¹⁾

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

	Passività delle IFM					Attività delle IFM				
	Detenuti dalle amministrazioni centrali ²⁾	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro				Attività nette sull'estero	Altre			
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni		Capitali e riserve	Totale		
1	2	3	4	5	6	7	8	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali ³⁾	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali ³⁾	10
Consistenze in essere										
2012	305,7	7.577,2	2.394,1	105,9	2.681,7	2.395,5	1.019,5	170,3	260,8	201,2
2013	261,7	7.310,9	2.371,1	91,5	2.507,2	2.341,0	1.146,5	150,3	183,8	122,1
2014	264,6	7.184,0	2.250,6	92,0	2.384,4	2.457,0	1.385,8	217,9	184,5	139,8
2014 4° trim.	264,6	7.184,0	2.250,6	92,0	2.384,4	2.457,0	1.385,8	217,9	184,5	139,8
2015 1° trim.	283,2	7.312,3	2.258,6	90,4	2.396,4	2.566,8	1.505,4	232,1	234,8	159,1
2° trim.	265,2	7.160,9	2.222,4	86,5	2.330,8	2.521,2	1.458,8	234,7	224,6	143,7
3° trim.	287,6	7.094,2	2.224,1	83,5	2.264,5	2.522,1	1.361,8	248,8	213,6	140,8
2015 mag.	272,4	7.224,2	2.235,3	87,6	2.347,3	2.554,0	1.464,7	236,0	222,9	140,7
giu.	265,2	7.160,9	2.222,4	86,5	2.330,8	2.521,2	1.458,8	234,7	224,6	143,7
lug.	253,6	7.152,1	2.229,5	85,6	2.316,5	2.520,4	1.395,1	235,1	202,4	137,4
ago.	274,5	7.118,3	2.225,1	84,2	2.289,8	2.519,2	1.355,3	235,8	207,0	128,4
set.	287,6	7.094,2	2.224,1	83,5	2.264,5	2.522,1	1.361,8	248,8	213,6	140,8
ott. ^(p)	345,3	7.108,6	2.207,8	82,1	2.256,2	2.562,4	1.395,4	309,4	196,4	144,8
Transazioni										
2012	-3,9	-112,9	-156,5	-10,2	-106,8	160,6	92,3	42,5	9,4	41,5
2013	-44,9	-90,0	-19,0	-14,3	-137,5	80,8	362,0	-62,8	32,2	43,9
2014	-5,7	-150,9	-121,0	1,8	-141,3	109,6	240,8	9,8	0,7	17,7
2014 4° trim.	10,3	-77,5	-27,1	1,0	-60,5	9,1	26,4	-0,2	20,9	18,1
2015 1° trim.	15,5	-41,6	-29,4	-2,6	-55,0	45,3	0,4	32,8	50,2	19,3
2° trim.	-18,0	-86,9	-35,6	-3,9	-50,7	3,3	-0,3	-55,2	-10,2	-15,4
3° trim.	22,0	-36,6	7,1	-3,1	-58,6	17,9	-63,8	1,6	-11,0	-2,9
2015 mag.	5,4	-19,0	-6,2	-1,3	-21,2	9,7	-1,3	-22,4	13,6	8,6
giu.	-7,2	-33,1	-13,4	-1,0	-10,3	-8,3	21,9	-40,2	1,6	3,1
lug.	-11,7	-4,0	10,8	-0,9	-20,3	6,5	-51,8	9,0	-22,2	-6,4
ago.	20,8	-14,3	-2,7	-1,4	-13,3	3,1	-19,4	-16,2	4,6	-9,0
set.	12,8	-18,4	-1,0	-0,7	-25,0	8,3	7,3	8,9	6,6	12,4
ott. ^(p)	57,6	-33,3	-23,3	-1,3	-18,4	9,8	10,1	58,6	-17,2	4,0
Variazioni percentuali										
2012	-1,2	-1,5	-6,1	-8,8	-3,8	7,1	-	-	2,5	26,1
2013	-14,7	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,4	-	-	10,3	23,5
2014	-2,2	-2,0	-5,1	2,0	-5,6	4,6	-	-	0,4	14,5
2014 4° trim.	-2,2	-2,0	-5,1	2,0	-5,6	4,6	-	-	0,4	14,5
2015 1° trim.	5,5	-2,6	-5,9	-0,3	-6,5	4,6	-	-	32,5	36,3
2° trim.	-6,0	-2,9	-5,3	-3,6	-7,9	4,3	-	-	31,0	20,7
3° trim.	11,8	-3,3	-3,7	-9,3	-9,1	3,0	-	-	30,5	15,7
2015 mag.	-2,7	-2,9	-5,3	-3,8	-8,2	4,7	-	-	51,4	51,4
giu.	-6,0	-2,9	-5,3	-3,6	-7,9	4,3	-	-	31,0	20,7
lug.	-12,4	-2,9	-4,4	-5,1	-8,3	3,9	-	-	19,2	13,6
ago.	-1,4	-3,1	-4,3	-8,0	-8,5	3,6	-	-	20,3	9,8
set.	11,8	-3,3	-3,7	-9,3	-9,1	3,0	-	-	30,5	15,7
ott. ^(p)	29,5	-3,4	-4,2	-10,1	-8,8	3,1	-	-	7,2	19,5

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

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

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

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

6.2 Entrate e spese

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

	Entrate						Spese						
	Totale	Entrate correnti			Entrate in conto capitale	Totale	Spese correnti				Spese in conto capitale		
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali netti			Reddito da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Prestazioni sociali			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2011	44,9	44,5	11,6	12,6	15,1	0,4	49,1	44,8	10,4	5,3	3,0	22,2	4,3
2012	46,1	45,6	12,2	12,9	15,3	0,4	49,7	45,2	10,4	5,4	3,0	22,6	4,5
2013	46,6	46,1	12,5	12,9	15,5	0,5	49,6	45,5	10,4	5,4	2,8	22,9	4,1
2014	46,8	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,4	45,4	10,3	5,3	2,7	23,1	3,9
2014 3° trim.	46,6	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,2	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	3,9
4° trim.	46,7	46,2	12,4	13,1	15,5	0,5	49,3	45,3	10,3	5,3	2,6	23,1	3,9
2015 1° trim.	46,6	46,1	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,2	10,3	5,3	2,5	23,1	3,9
2° trim.	46,5	46,1	12,5	13,1	15,4	0,5	48,9	45,1	10,2	5,3	2,5	23,1	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
2011	86,0	2,9	15,5	67,5	42,9	24,4	43,1	12,2	73,8	20,4	30,0	35,6	84,2	1,8
2012	89,3	3,0	17,4	68,9	45,5	26,2	43,8	11,4	78,0	19,7	31,7	37,9	87,2	2,2
2013	91,1	2,7	17,2	71,2	46,0	26,2	45,1	10,4	80,7	19,4	32,2	39,4	89,1	2,0
2014	92,1	2,7	17,0	72,4	45,3	26,0	46,8	10,1	82,0	19,0	32,1	41,0	90,1	2,0
2014 3° trim.	92,1	2,6	16,8	72,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	91,9	2,7	17,0	72,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 1° trim.	92,7	2,7	16,8	73,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	92,2	2,7	16,2	73,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

6.4 Variazione annuale del rapporto debito pubblico/PIL e fattori sottostanti ¹⁾

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

	Variazione del rapporto debito/PIL ²⁾	Disavanzo (+) / avanzo (-) primario	Raccordo disavanzo/debito								Differenziale crescita del PIL - onere medio del debito	Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie					Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Azioni e quote di fondi di investimento				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011	2,1	1,2	0,2	-0,4	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,4	0,2	0,8	3,9
2012	3,4	0,6	0,0	1,0	0,3	0,3	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,7	5,0
2013	1,7	0,2	-0,3	-0,6	-0,5	-0,4	-0,1	0,3	-0,1	0,4	1,9	2,7
2014	1,0	-0,1	0,0	-0,1	0,3	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,1	1,1	2,6
2014 3° trim.	1,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,3	0,3	1,2	2,8
4° trim.	1,0	-0,1	0,0	-0,1	0,3	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	0,2	1,1	2,7
2015 1° trim.	0,9	-0,1	0,0	0,0	0,3	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,9	2,6
2° trim.	-0,5	-0,1	-0,9	-0,9	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,1	0,5	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.

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

6.5 Titoli del debito pubblico ¹⁾

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno ²⁾					Vita residua media ³⁾	Rendimento nominale medio ⁴⁾						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere					Transazioni	
		Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso		Emissioni	Rimborsi
	Scadenze fino a 1 anno												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	16,2	14,1	4,9	2,1	0,5	6,3	3,8	1,7	1,1	4,0	3,1	1,6	2,2
2013	16,5	14,4	5,0	2,1	0,5	6,3	3,5	1,7	1,3	3,7	2,8	1,2	1,8
2014	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2014 3° trim.	17,3	15,2	5,7	2,1	0,5	6,4	3,2	1,5	0,5	3,5	2,8	0,9	1,6
4° trim.	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2015 1° trim.	15,4	13,4	4,6	2,0	0,5	6,5	3,1	1,3	0,3	3,5	2,9	0,6	1,7
2° trim.	15,4	13,4	4,9	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,5
2015 mag.	15,9	13,9	5,0	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,6
giu.	15,4	13,4	4,9	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,5
lug.	15,3	13,3	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,3	0,1	3,4	2,9	0,4	1,6
ago.	15,3	13,3	4,4	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,4	2,9	0,4	1,5
set.	15,5	13,5	4,4	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
ott.	15,9	13,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,8	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio 1	Germania 2	Estonia 3	Irlanda 4	Grecia 5	Spagna 6	Francia 7	Italia 8	Cipro 9	
Disavanzo (-)/avanzo(+) pubblico										
2011	-4,1	-1,0	1,2	-12,5	-10,2	-9,5	-5,1	-3,5	-5,7	
2012	-4,1	-0,1	-0,3	-8,0	-8,8	-10,4	-4,8	-3,0	-5,8	
2013	-2,9	-0,1	-0,1	-5,7	-12,4	-6,9	-4,1	-2,9	-4,9	
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,9	-3,6	-5,9	-3,9	-3,0	-8,9	
2014 3° trim.	-3,0	0,1	-0,1	-4,6	-2,3	-5,8	-4,0	-2,7	-10,2	
4° trim.	-3,1	0,3	0,7	-3,9	-3,5	-5,9	-3,9	-3,0	-8,8	
2015 1° trim.	-3,3	0,4	0,5	-3,6	-4,3	-5,9	-3,9	-3,0	-0,2	
2° trim.	-3,1	0,6	0,6	-3,0	-4,5	-5,4	-4,1	-2,9	-0,4	
Debito pubblico										
2011	102,2	78,4	5,9	109,3	172,0	69,5	85,2	116,4	65,8	
2012	104,1	79,7	9,5	120,2	159,4	85,4	89,6	123,2	79,3	
2013	105,1	77,4	9,9	120,0	177,0	93,7	92,3	128,8	102,5	
2014	106,7	74,9	10,4	107,5	178,6	99,3	95,6	132,3	108,2	
2014 3° trim.	108,8	75,4	10,3	112,6	175,8	98,4	95,7	132,3	104,7	
4° trim.	106,7	74,9	10,4	107,5	177,1	99,3	95,6	132,3	107,5	
2015 1° trim.	110,9	74,3	10,0	104,7	168,6	99,8	97,5	135,3	106,8	
2° trim.	109,3	72,5	9,9	102,0	167,8	99,5	97,7	136,0	109,7	
	Lettonia 10	Lituania 11	Lussemburgo 12	Malta 13	Paesi Bassi 14	Austria 15	Portogallo 16	Slovenia 17	Slovacchia 18	Finlandia 19
Disavanzo (-)/avanzo(+) pubblico										
2011	-3,4	-8,9	0,5	-2,6	-4,3	-2,6	-7,4	-6,6	-4,1	-1,0
2012	-0,8	-3,1	0,2	-3,6	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,2	-2,1
2013	-0,9	-2,6	0,7	-2,6	-2,4	-1,3	-4,8	-15,0	-2,6	-2,5
2014	-1,5	-0,7	1,4	-2,1	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,8	-3,3
2014 3° trim.	-1,0	-0,7	1,3	-2,8	-2,8	-1,1	-7,4	-12,8	-2,9	-3,0
4° trim.	-1,6	-0,7	1,4	-2,1	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,8	-3,3
2015 1° trim.	-1,8	-0,8	1,0	-2,5	-2,0	-2,2	-7,1	-4,8	-2,8	-3,3
2° trim.	-1,9	0,3	0,8	-2,2	-1,9	-2,2	-6,4	-4,7	-2,9	-2,8
Debito pubblico										
2011	42,8	37,2	19,2	69,8	61,7	82,2	111,4	46,4	43,3	48,5
2012	41,4	39,8	22,1	67,6	66,4	81,6	126,2	53,7	51,9	52,9
2013	39,1	38,8	23,4	69,6	67,9	80,8	129,0	70,8	54,6	55,6
2014	40,6	40,7	23,0	68,3	68,2	84,2	130,2	80,8	53,5	59,3
2014 3° trim.	41,2	38,0	23,0	72,1	68,3	80,7	132,3	77,9	55,6	57,9
4° trim.	40,8	40,7	23,0	68,3	68,2	84,2	130,2	80,8	53,7	59,3
2015 1° trim.	35,7	38,0	22,3	70,0	69,2	85,0	130,4	81,8	54,2	60,3
2° trim.	36,0	37,6	21,9	68,9	67,1	86,4	128,7	80,8	54,5	62,4

Fonte: Eurostat.

© European Central Bank / © European Systemic Risk Board

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

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 2 dicembre 2015.

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

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-15-008-IT-E (epub)
Numero di catalogo dell'UE QB-BP-15-008-IT-N (online)

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

