



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# Bollettino economico

Numero 2 / 2016





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# Bollettino economico



Numero 2 / 2016



# Indice

## Andamenti economici e monetari

Quadro generale	4
1 Contesto esterno	8
2 Andamenti finanziari	14
3 Attività economica	18
4 Prezzi e costi	23
5 Moneta e credito	27
6 Andamento della finanza pubblica	32

## Riquadri

1 Il rallentamento della produttività del lavoro negli Stati Uniti: fatti stilizzati e implicazioni economiche	37
2 L'andamento attuale dei prezzi del petrolio	41
3 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 28 ottobre 2015 al 26 gennaio 2016	44
4 Fattori all'origine dell'attività relativamente intensa nel settore dei servizi dell'area dell'euro	49
5 L'impatto del calo dei prezzi del petrolio sull'avanzo del conto corrente dell'area dell'euro	53
6 Corsi petroliferi e prezzi al consumo dell'energia nell'area dell'euro	56
7 La relazione fra l'inflazione al consumo (IAPC) totale e quella al netto dei beni alimentari ed energetici	59
8 La procedura per gli squilibri macroeconomici del 2016 e l'attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese del 2015	62

## Articoli

1 Il ruolo delle catene produttive internazionali nella trasmissione di shock sull'attività economica	66
2 Investimenti pubblici in Europa	80

<b>Statistiche</b>	<b>S1</b>
--------------------	-----------



# Andamenti economici e monetari

## Quadro generale

**Nella riunione di politica monetaria del 10 marzo 2016, sulla base della consueta analisi economica e monetaria, il Consiglio direttivo ha condotto un riesame accurato dell'orientamento di politica monetaria, nel cui ambito ha tenuto conto anche delle nuove proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE con un orizzonte che si estende al 2018.** Il Consiglio direttivo ha quindi deciso una serie di misure, nel perseguimento del proprio obiettivo di stabilità dei prezzi. Questo insieme articolato di misure, che sfrutterà le sinergie tra i diversi strumenti, è stato calibrato per conseguire un ulteriore allentamento delle condizioni di finanziamento, stimolare l'offerta di nuovi crediti e quindi rafforzare il vigore della ripresa dell'area dell'euro e accelerare il ritorno dell'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento.

## Valutazione economica e monetaria al momento della riunione del Consiglio direttivo del 10 marzo 2016

**L'attività economica mondiale si è moderata al volgere dell'anno e dovrebbe continuare a espandersi a un ritmo modesto.** I bassi tassi di interesse, i miglioramenti nei mercati del lavoro e il clima di fiducia più positivo sostengono le prospettive per le economie avanzate. Il quadro a medio termine per i paesi emergenti rimane invece più incerto. La Cina dovrebbe continuare a registrare una decelerazione dell'attività, con ripercussioni negative nelle altre economie emergenti e in particolare in quelle dell'Asia, mentre i paesi esportatori di materie prime devono proseguire il processo di aggiustamento al calo dei prezzi di tali prodotti. In questo contesto, il tasso di cambio effettivo dell'euro si è notevolmente apprezzato negli ultimi mesi.

**I mercati finanziari hanno evidenziato una maggiore volatilità nei mesi recenti.** Inizialmente i timori per la crescita mondiale hanno contribuito a far scendere i prezzi delle attività finanziarie più rischiose tra i primi di dicembre 2015 e la metà di febbraio 2016. Tuttavia, nel periodo più recente questi cali sono stati in parte riassorbiti per il ridursi dei timori degli investitori in presenza di un aumento dei corsi petroliferi, di dati economici migliori del previsto negli Stati Uniti e di attese di un ulteriore stimolo monetario nell'area dell'euro. I rendimenti delle obbligazioni sovrane nei paesi con rating più elevato sono scesi ulteriormente negli ultimi tre mesi.

**La ripresa economica nell'area dell'euro sta proseguendo, anche se a ritmi inferiori a quelli attesi agli inizi dell'anno sulla scia dell'indebolimento del contesto esterno.** Nel quarto trimestre del 2015 la crescita del PIL in termini reali è stata pari allo 0,3 per cento sul periodo precedente, sostenuta dalla domanda interna, ma frenata dal contributo negativo delle esportazioni nette. I dati delle

indagini congiunturali più recenti indicano una dinamica della crescita più debole delle attese agli inizi dell'anno.

**In prospettiva, la ripresa economica dovrebbe procedere a un ritmo moderato.**

La domanda interna dovrebbe essere ulteriormente sorretta dalle misure di politica monetaria della BCE e dal loro impatto favorevole sulle condizioni finanziarie, nonché dal costante incremento dell'occupazione derivante dalle riforme strutturali attuate in precedenza. Inoltre, i bassi prezzi del petrolio dovrebbero fornire un sostegno ulteriore al reddito disponibile reale delle famiglie e ai consumi privati, oltre che alla redditività delle imprese e agli investimenti. In aggiunta, l'orientamento fiscale nell'area dell'euro è lievemente espansivo e questo riflette in parte le misure a sostegno dei profughi. La ripresa economica nell'area dell'euro continua tuttavia a essere frenata dalle prospettive di crescita contenuta nei paesi emergenti, dalla volatilità nei mercati finanziari, dai necessari aggiustamenti dei bilanci in diversi settori e dalla lenta attuazione delle riforme strutturali.

**Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate nel marzo 2016 dagli esperti della BCE prevedono una crescita annua del PIL in termini reali pari all'1,4 per cento nel 2016, all'1,7 nel 2017 e all'1,8 nel 2018.**

Rispetto all'esercizio condotto a dicembre 2015 dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'espansione del PIL in termini reali sono state riviste lievemente al ribasso per motivi principalmente ascrivibili alla più debole espansione anticipata per l'economia mondiale. Secondo la valutazione del Consiglio direttivo, i rischi per le prospettive di crescita dell'area dell'euro rimangono orientati verso il basso e sono connessi in particolare alle maggiori incertezze riguardo all'evoluzione dell'economia mondiale, oltre che a rischi geopolitici di più ampia portata.

**Secondo la stima rapida dell'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è portata al -0,2 per cento in febbraio, dallo 0,3 per cento di gennaio.**

A questo calo hanno contribuito tutte le componenti principali dell'indice. L'inflazione dovrebbe risalire nel prosieguo dell'anno e aumentare ulteriormente in seguito grazie alle misure di politica monetaria adottate dalla BCE e alla prevista ripresa dell'economia.

**Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro elaborate nel marzo 2016 dagli esperti della BCE prevedono un tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC dello 0,1 per cento nel 2016, dell'1,3 nel 2017 e dell'1,6 nel 2018.**

Rispetto all'esercizio di dicembre 2015 svolto dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'inflazione misurata sullo IAPC sono state riviste al ribasso riflettendo principalmente il calo dei corsi petroliferi osservato negli ultimi mesi. Il Consiglio direttivo seguirà da vicino le modalità di determinazione dei prezzi e gli andamenti salariali all'interno dell'area dell'euro, prestando particolare attenzione ad assicurare che l'attuale contesto di bassa inflazione non eserciti effetti pervasivi di secondo impatto sulla formazione dei salari e dei prezzi.

**Le misure di politica monetaria della BCE continuano a trasmettersi alle condizioni di prestito e a sostenere la dinamica dell'aggregato monetario ampio e del credito.**

La crescita della moneta rimane solida e quella dei prestiti ha continuato a seguire il profilo di graduale ripresa osservato dagli inizi del 2014. Le fonti

interne di creazione di moneta rimangono la determinante principale dell'espansione dell'aggregato monetario ampio. I bassi tassi di interesse, assieme agli effetti delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) della BCE e al programma ampliato di acquisto di attività (PAA), hanno contribuito a migliorare la dinamica della moneta e del credito. Il costo della provvista bancaria si è stabilizzato su livelli prossimi ai minimi storici. Nonostante una considerevole eterogeneità tra paesi, le banche hanno trasmesso le condizioni favorevoli di provvista alla clientela attraverso tassi sui prestiti più contenuti. Le migliori condizioni di credito hanno continuato a sostenere la ripresa della crescita dei prestiti. Si stima che il flusso complessivo annuale di finanziamento esterno alle società non finanziarie sia aumentato ulteriormente nel quarto trimestre del 2015, dopo essersi stabilizzato nei due trimestri precedenti. Nell'insieme, le misure di politica monetaria messe in atto da giugno 2014 hanno migliorato sostanzialmente le condizioni di prestito per famiglie e imprese.

## Decisioni di politica monetaria

**Nella valutazione del Consiglio direttivo, la verifica incrociata degli esiti dell'analisi economica con le indicazioni derivanti dall'analisi monetaria ha confermato la necessità di un ulteriore stimolo monetario per assicurare il ritorno dell'inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento senza indebito ritardo.** Le condizioni economiche e finanziarie si sono indebolite

ulteriormente dopo l'ultima riunione del Consiglio direttivo tenutasi in gennaio e i rischi per l'obiettivo di stabilità dei prezzi a medio termine sono chiaramente aumentati, come mostrano anche le revisioni al ribasso per l'inflazione e la crescita contenute nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE nel marzo 2016. Il Consiglio direttivo ha quindi deciso una serie di misure, nel perseguimento del proprio obiettivo di stabilità dei prezzi.

In primo luogo, per quanto riguarda i tassi di interesse di riferimento della BCE, il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema di 5 punti base, allo 0,00 per cento, e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 5 punti base, allo 0,25 per cento. Il tasso sui depositi presso la banca centrale è stato ridotto di 10 punti base, al -0,40 per cento.

In secondo luogo, il Consiglio direttivo ha deciso di ampliare gli acquisti mensili nel quadro del programma di acquisto di attività portandoli da 60 a 80 miliardi di euro. Secondo le intenzioni, gli acquisti saranno condotti sino alla fine di marzo 2017, o anche oltre se necessario, e in ogni caso finché il Consiglio direttivo non risconterà un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi, coerente con il proprio obiettivo di conseguire tassi di inflazione inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Per assicurare che prosegua l'ordinata conduzione degli acquisti di attività, il Consiglio direttivo ha altresì deciso di innalzare dal 33 al 50 per cento i limiti relativi ai singoli emittenti e alla quota-parte di un'emissione applicabili agli acquisti di titoli emessi da organizzazioni internazionali e banche multilaterali di sviluppo idonee.

In terzo luogo, il Consiglio direttivo ha deciso di includere obbligazioni investment grade denominate in euro emesse da società non bancarie situate nell'area dell'euro nell'elenco

delle attività ammissibili per gli acquisti regolari nel quadro di un nuovo programma di acquisto di attività del settore societario. Ciò rafforzerà ulteriormente la trasmissione degli acquisti dell'Eurosistema alle condizioni di finanziamento dell'economia reale. Gli acquisti nell'ambito del nuovo programma avranno inizio sul finire del secondo trimestre di quest'anno.

Come quarta misura il Consiglio direttivo ha deciso di introdurre, a partire da giugno 2016, una nuova serie di quattro operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT II), ciascuna con scadenza a quattro anni. Queste nuove operazioni rafforzeranno l'orientamento accomodante della politica monetaria della BCE e potenzieranno la trasmissione della politica stessa, incentivando ulteriormente l'erogazione di credito bancario all'economia reale. Le controparti potranno ottenere finanziamenti per un importo pari a fino il 30 per cento dello stock di prestiti idonei al 31 gennaio 2016. Nell'ambito delle OMRLT II il tasso di interesse sarà fissato per la durata di ciascuna operazione, applicando il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema in essere al momento dell'erogazione del finanziamento. Concedendo prestiti netti superiori a un valore di riferimento, nelle OMRLT II le banche beneficeranno di un tasso di interesse inferiore, che potrà essere ridotto fino a raggiungere un livello pari al tasso sui depositi presso la banca centrale al momento dell'erogazione del finanziamento. Non vi saranno obblighi di rimborso anticipato nell'ambito delle OMRLT II e saranno consentiti trasferimenti da OMRLT I a OMRLT II.

**In avvenire, tenendo conto delle attuali prospettive per la stabilità dei prezzi, il Consiglio direttivo si attende che i tassi di interesse di riferimento della BCE rimangano su livelli pari o inferiori a quelli attuali per un prolungato periodo di tempo, ben oltre l'orizzonte degli acquisti netti di attività.** In aggiunta alle misure varate da giugno 2014, attraverso l'insieme articolato di decisioni di politica monetaria assunte a marzo 2016, viene fornito un considerevole stimolo monetario al fine di contrastare i rischi più elevati per l'obiettivo di stabilità dei prezzi della BCE. Se da un lato tassi di inflazione molto bassi o persino negativi saranno inevitabili nei prossimi mesi, in conseguenza degli andamenti dei prezzi del greggio, dall'altro è cruciale evitare effetti di secondo impatto assicurando il ritorno dell'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento senza indebito ritardo. Il Consiglio direttivo continuerà a seguire con molta attenzione l'evoluzione delle prospettive per la stabilità dei prezzi nel prossimo periodo.

## 1 Contesto esterno

L'attività mondiale ha rallentato sul finire dell'anno, ma dovrebbe continuare a espandersi a un ritmo graduale. I bassi tassi di interesse, i miglioramenti nei mercati del lavoro e il clima di fiducia più positivo sostengono le prospettive per le economie avanzate. Il quadro a medio termine per le economie emergenti (EME) rimane invece più incerto. La crescita in Cina continua a diminuire, con ripercussioni negative nelle altre EME e in particolare in quelle dell'Asia, mentre i paesi esportatori di materie prime devono proseguire il processo di aggiustamento al calo dei prezzi di tali prodotti.

### Attività economica e commercio mondiale

**Gli andamenti sia nelle economie avanzate sia nelle EME a fine 2015 si sono rivelati più deboli delle attese.** La ripresa dovrebbe essere più graduale del previsto, a conferma del fatto che la crescita resta fragile. L'economia statunitense ha subito un pronunciato rallentamento nel quarto trimestre del 2015, dopo la robusta espansione del terzo. Anche quella giapponese ha perso vigore, tornando a contrarsi nell'ultimo trimestre dell'anno. Tra le principali economie avanzate, esclusa l'area dell'euro, solo il Regno Unito sembra avere mantenuto una crescita robusta e protratta nella seconda metà del 2015. Anche le EME hanno evidenziato un'ulteriore perdita di slancio nel quarto trimestre. I paesi emergenti dell'Asia costituiscono una determinante di questo andamento, riconducibile in parte al processo di riequilibrio in corso in Cina. L'attività in America latina ha rallentato verso la fine del 2015, principalmente a causa della profonda recessione in Brasile e, più in generale, degli effetti avversi dei bassi prezzi delle materie prime sui paesi della regione che le producono.

**Gli indicatori dell'attività mondiale confermano la moderazione della crescita globale sul finire dell'anno.** L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto (esclusa l'area

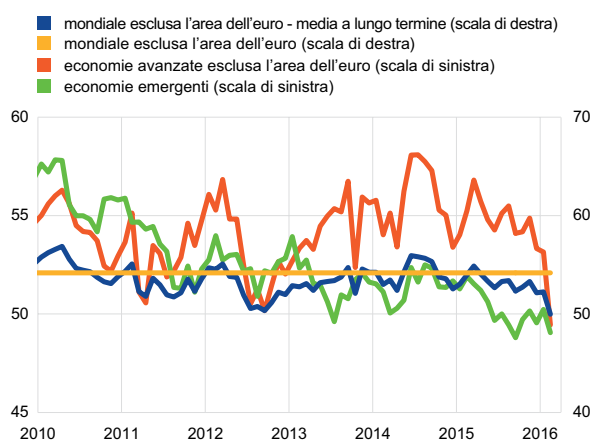
dell'euro) è sceso piuttosto bruscamente in febbraio, su livelli appena superiori alla soglia di espansione (cfr. grafico 1). Il calo, generalizzato nelle economie avanzate e nelle EME, è stato determinato non solo dagli andamenti ancora modesti dell'attività manifatturiera a livello internazionale ma anche da una flessione significativa nel settore dei servizi. Ciò potrebbe indicare che la perdurante debolezza nel settore manifatturiero su scala mondiale si sta trasmettendo a quello dei servizi, che finora ha evidenziato una tenuta maggiore. Al tempo stesso gli indicatori anticipatori compositi dell'OCSE segnalano che la crescita economica sta rallentando nell'insieme dell'area dell'OCSE.

**Tre fattori fondamentali hanno influenzato le prospettive mondiali: l'inasprimento delle condizioni finanziarie nelle EME; l'incertezza**

### Grafico 1

#### PMI composito del prodotto mondiale

(indice di diffusione)



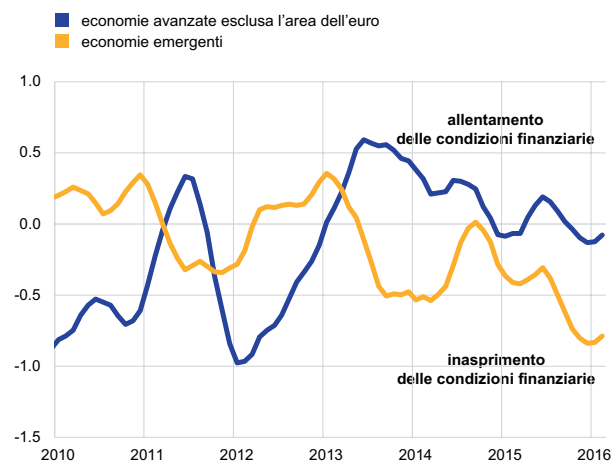
Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.

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

## Grafico 2

### Indici delle condizioni finanziarie

(deviazione standard, media zero; dati mensili)



Fonti: Haver Analytics ed elaborazioni della BCE.

Note: l'ultima osservazione si riferisce a febbraio 2016. Le economie emergenti comprendono Brasile, Cina, India, Russia e Turchia. Le economie avanzate comprendono Giappone, Stati Uniti e Regno Unito.

### riguardo alle prospettive per la Cina; la

### perdurante debolezza dei prezzi delle materie

### prime.

L'inasprimento delle condizioni finanziarie nelle EME (cfr. grafico 2) è evidente nell'aumento dei rendimenti sui titoli di Stato, nella sostanziale correzione al ribasso dei corsi azionari e nei deflussi netti di capitali da tali economie, in presenza di livelli elevati di volatilità nei mercati mondiali. Tale volatilità è stata in parte associata alla crescente incertezza riguardo alle prospettive economiche della Cina. Infine, la dinamica ancora fiacca dei prezzi delle materie prime e in particolare del petrolio è stata sempre più interpretata come un segnale di una debolezza di fondo dell'economia globale.

### In seguito all'aumento dei segnali di debolezza su scala mondiale, gli operatori hanno posticipato le aspettative di una normalizzazione della politica monetaria negli Stati Uniti e nel Regno Unito.

Negli

Stati Uniti, dopo l'innalzamento dei tassi di riferimento a dicembre 2015, la curva dei future sui tassi sui Federal Fund si è notevolmente abbassata, suggerendo attese di un ritardo nell'adozione di ulteriori misure di inasprimento monetario. In alcune EME la politica monetaria è stata resa più restrittiva come reazione all'innalzamento dei tassi statunitensi, specialmente nei paesi aventi stretti legami commerciali con gli Stati Uniti, come in America latina, e per quelli con valute agganciate al dollaro statunitense.

### Mentre il calo dei prezzi delle materie prime nel corso del 2015 è stato principalmente attribuito al forte aumento dell'offerta, le recenti spinte al ribasso sulle quotazioni petrolifere sono state spiegate riconoscendo un'importanza maggiore ai fattori dal lato della domanda.

A seconda della sua natura, uno shock petrolifero può avere implicazioni molto diverse per l'economia mondiale (cfr. anche il riquadro 2). La caduta dei corsi del petrolio tra la seconda metà del 2014 e gli inizi del 2015, dovuta in larga parte agli andamenti dell'offerta, ha esercitato un effetto netto positivo sul PIL globale principalmente attraverso due canali: 1) una redistribuzione del reddito dai paesi produttori a quelli consumatori di petrolio, con una più elevata propensione marginale alla spesa; 2) i guadagni di redditività derivanti dai minori costi degli input energetici, che hanno stimolato gli investimenti e quindi l'offerta totale nei paesi importatori netti di greggio. Tuttavia, il graduale aumento del ruolo svolto dai fattori dal lato della domanda nel calo delle quotazioni osservato nella seconda metà dello scorso anno raccomanda un'interpretazione più cauta. Anche se i bassi corsi petroliferi potrebbero ancora esercitare effetti positivi sui paesi importatori di materie prime come conseguenza dell'aumento del reddito reale, si prevede che l'impatto favorevole del calo delle quotazioni del petrolio sull'attività sia sostanzialmente compensato dall'indebolimento della domanda estera. Inoltre, gli effetti negativi dell'ulteriore flessione dei prezzi sui paesi esportatori di petrolio sono stati superiori alle attese. Per alcuni paesi la gestione dell'ampliamento degli squilibri fiscali per attutire l'impatto della caduta dei



corsi petroliferi potrebbe risultare difficile e determinare una riduzione della domanda interna ed estera maggiore di quella prevista.

**Guardando al futuro l'attività economica mondiale dovrebbe espandersi a un ritmo graduale, sorretta dalle perduranti prospettive di una tenuta della crescita nei maggiori paesi avanzati e dall'attesa moderazione delle gravi recessioni in alcune grandi EME.**

I tassi di interesse ancora bassi, i miglioramenti nei mercati del lavoro e il più positivo clima di fiducia dei consumatori sostengono le prospettive per le economie avanzate. Il quadro a medio termine per le EME resta invece più incerto. Il ritmo di crescita in Cina continua a diminuire, con ripercussioni negative nelle altre EME e in particolare in quelle dell'Asia, mentre i paesi esportatori di materie prime devono proseguire il processo di aggiustamento al calo dei prezzi di tali prodotti. Tuttavia, la graduale attenuazione della profonda recessione nelle EME, in particolare in Russia e in Brasile, dovrebbe sostenere la crescita globale.

**I fondamentali interni rimangono favorevoli negli Stati Uniti.** La crescita dovrebbe rafforzarsi mano a mano che la ripresa nel mercato del lavoro si traduce gradualmente in un aumento dei salari nominali che, assieme ai prezzi del petrolio ancora bassi, sostiene il reddito disponibile reale e i consumi. Una prosecuzione della ripresa nel mercato delle abitazioni e un orientamento fiscale lievemente espansivo dovrebbero altresì sostenere la domanda interna, che si prevede rimanga la determinante principale della crescita statunitense. Al tempo stesso le condizioni di credito e di finanziamento sono divenute lievemente più tese nonostante i bassi tassi di interesse, mentre i minori corsi petroliferi riducono leggermente lo slancio degli investimenti privati. Le esportazioni nette dovrebbero continuare a frenare l'attività sulla scia dell'apprezzamento del dollaro statunitense e della debole dinamica della domanda estera. In questo contesto, il riquadro 1 esamina le determinanti e le implicazioni economiche del rallentamento della produttività del lavoro negli Stati Uniti.

**L'attività economica nel Regno Unito continua a espandersi a un ritmo moderato.**

La crescita è trainata principalmente dai consumi, poiché i bassi prezzi dei beni energetici continuano a far aumentare il reddito disponibile reale. Il ritmo di variazione degli investimenti resta positivo, seppur inferiore rispetto agli anni passati, sorretto dall'allentamento delle condizioni del credito. La dinamica economica potrebbe tuttavia essere moderata dall'incertezza circa il referendum sull'appartenenza del Regno Unito all'Unione Europea di giugno 2016. Le esportazioni nette hanno agito da freno sulla crescita negli ultimi due trimestri del 2015.

**La ripresa dell'economia in Giappone è rimasta debole.** Dopo essere tornata a espandersi lievemente nel terzo trimestre del 2015, l'economia ha subito una nuova contrazione in quello successivo nel contesto della decelerazione della domanda mondiale e della dinamica fiacca dei consumi privati. In prospettiva la crescita dovrebbe tornare in territorio positivo nel 2016, poiché si prevede una ripresa dei consumi privati in presenza di un aumento dei redditi reali derivante dagli incrementi salariali e dal calo dei corsi petroliferi. Anche le esportazioni dovrebbero rafforzarsi sullo sfondo della graduale ripresa della domanda estera.

**Il riequilibrio dell'economia cinese si sta traducendo in una decelerazione graduale, poiché la flessione degli investimenti non è stata pienamente**

**compensata dal rafforzamento della spesa per consumi.** I bassi prezzi del petrolio e il vigore dei consumi dovrebbero sostenere in qualche misura l'economia nel breve termine. La recente correzione dei livelli eccessivi dei valori di borsa ha accresciuto l'incertezza, ma non si ritiene che questo abbia avuto importanti ripercussioni dirette sulle prospettive. Le recenti riduzioni dei tassi 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 in prospettiva influire positivamente sulla domanda. Nel medio termine, tuttavia, la crescente enfasi sulla riduzione dell'eccesso di capacità in alcuni comparti dell'industria pesante e la gestione dei connessi prestiti in sofferenza potrebbero far diminuire il ritmo di espansione, principalmente attraverso il canale degli investimenti.

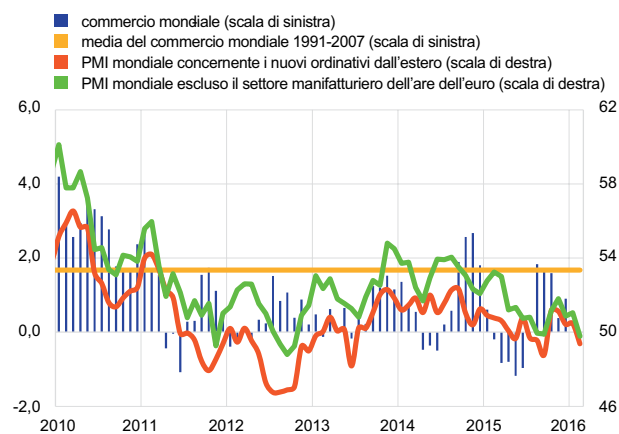
**Nell'Europa centrale e orientale la crescita dell'attività economica reale dovrebbe rimanere robusta, ancorché difforme nei vari paesi.** Le principali determinanti della crescita nella regione restano la dinamica vivace dei consumi privati, che beneficiano dell'aumento del reddito reale disponibile nel contesto di bassa inflazione, e la forte espansione degli investimenti sorretta dai fondi strutturali dell'UE.

**Per contro, i paesi esportatori di materie prime continuano ad affrontare le conseguenze del calo prolungato dei prezzi di tali prodotti.** In Russia, dove perdura una fase di profonda recessione, i costi di finanziamento restano elevati nonostante l'allentamento delle condizioni finanziarie intervenuto nel 2015. L'ulteriore calo dei corsi petroliferi ha acuito le spinte al ribasso sul rublo, con la possibile conseguenza di un aumento dell'inflazione. L'incertezza resta elevata e il livello di fiducia delle imprese basso, mentre i minori proventi petroliferi continuano a frenare la spesa pubblica. In America latina, il Brasile ha registrato una netta intensificazione del rallentamento economico. Sull'economia del paese gravano l'incertezza politica, il deterioramento delle ragioni di scambio nel contesto del calo dei prezzi delle materie prime e l'inasprimento della politica monetaria e delle condizioni finanziarie. In prospettiva, tuttavia, ci si aspetta che le profonde recessioni in Brasile e in Russia si attenuino, in un contesto di stabilizzazione delle rispettive valute e dei prezzi delle materie prime.

### Grafico 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 febbraio 2016 per l'indice PMI e a settembre 2015 per il commercio mondiale.

**L'interscambio mondiale avrebbe perso nuovamente slancio sul finire dell'anno, dopo essere tornato a registrare tassi di variazione positivi nella seconda metà del 2015.** Le importazioni mondiali di beni e servizi (esclusa l'area dell'euro) sono aumentate dello 0,7 per cento sul trimestre precedente nel terzo trimestre, dopo essere scese dello 0,9 per cento nel secondo (cfr. grafico 3). La ripresa riflette in parte una correzione dei bassi livelli registrati in alcuni casi sia nei paesi avanzati sia nelle EME (ad esempio nel Regno Unito, in Giappone e in Cina), associata principalmente alla volatilità dei dati. Al tempo stesso riflette la flessione lievemente meno pronunciata in Brasile e Russia, paesi nei quali il netto calo delle importazioni può essere in larga parte spiegato dalla caduta della domanda interna e dal deprezzamento

del cambio. Tuttavia, i primi dati sull'interscambio e le indagini riguardanti il quarto trimestre segnalano un nuovo rallentamento del commercio internazionale. La crescita delle importazioni mondiali di beni è scesa allo 0,7 per cento (sul precedente periodo di tre mesi) a novembre, dall'1,7 di ottobre. Il tasso di variazione delle importazioni è tornato negativo nelle EME alla luce della brusca flessione registrata in Asia (oltre che in Medio Oriente e in Africa). Nelle economie avanzate si è invece mantenuto più robusto, sebbene in lieve calo rispetto a ottobre. Inoltre l'indice mondiale relativo ai nuovi ordinativi dall'estero è sceso in febbraio a 49,4, da 50,4 nel mese precedente, a indicare una rinnovata debolezza della crescita del commercio internazionale al volgere dell'anno.

**Le prospettive per la crescita mondiale continuano nell'insieme a indicare una ripresa graduale e disomogenea.** Le proiezioni macroeconomiche formulate nel marzo 2016 dagli esperti della BCE prevedono un aumento solo molto graduale della crescita in termini reali del PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) dal 3,1 per cento del 2015 al 3,2 nel 2016 e al 3,8 e 3,9, rispettivamente, nel 2017 e nel 2018. La domanda estera dell'area dell'euro dovrebbe accelerare, dallo 0,4 per cento del 2015 al 2,2 nel 2016 e al 3,8 e 4,1, rispettivamente, nel 2017 e nel 2018. Rispetto all'esercizio di dicembre 2015 questi valori rappresentano una revisione al ribasso della crescita mondiale, che riflette prospettive più deboli delle attese sia nelle economie avanzate sia nelle EME. Le revisioni della domanda estera dell'area sono sostanzialmente in linea con quelle della crescita globale.

**I rischi per le prospettive dell'attività mondiale rimangono orientati verso il basso, specialmente per le EME.** Uno dei principali rischi al ribasso è un rallentamento più marcato nelle EME, Cina compresa. L'inasprimento delle condizioni finanziarie e le maggiori incertezze politiche possono esacerbare gli squilibri macroeconomici esistenti, indebolendo il clima di fiducia e frenando la crescita in misura superiore alle attese. Le incertezze sul piano delle politiche riguardo alla transizione economica in Cina possono far aumentare la volatilità finanziaria a livello mondiale. Le prospettive restano minate anche da rischi geopolitici. Infine, il livello

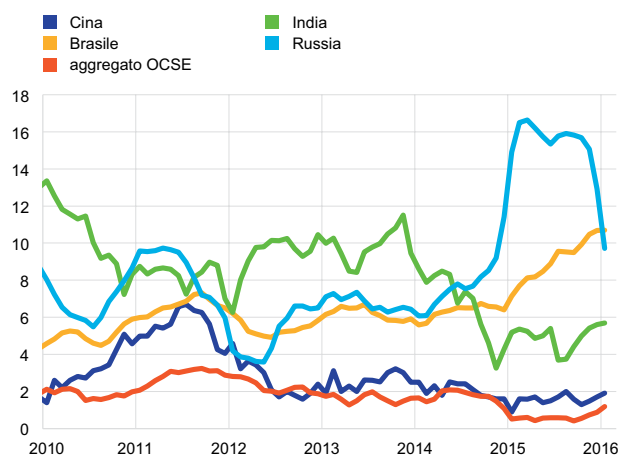
persistentemente basso dei corsi petroliferi aggrava gli squilibri di bilancio e pone problemi di stabilità finanziaria in alcuni importanti paesi esportatori di petrolio.

#### Andamenti dei prezzi a livello internazionale

**L'inflazione mondiale è aumentata negli ultimi mesi, ma rimane nell'insieme su livelli piuttosto bassi.** Nell'area dell'OCSE l'inflazione al consumo sui dodici mesi è salita ulteriormente in gennaio, portandosi all'1,2 per cento dallo 0,9 di dicembre, principalmente per effetto del contributo meno negativo dei prezzi dell'energia (cfr. grafico 4). Pur mantenendosi ancora bassa, con questo aumento l'inflazione si colloca significativamente al di sopra del livello medio osservato nell'ultimo trimestre del 2015 (0,7 per cento). Il tasso calcolato al netto della componente alimentare

**Figura 4**  
Inflazione al consumo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: statistiche nazionali e OCSE.

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

ed energetica è stato pari all'1,9 per cento, invariato rispetto al mese precedente e solo lievemente superiore alla media dell'ultimo trimestre del 2015 (1,8 per cento). I prezzi dell'energia sono diminuiti per il diciassettesimo mese consecutivo in gennaio, ma il calo (-5.3% sui dodici mesi) è stato inferiore, mentre l'inflazione degli alimentari è rimasta sostanzialmente invariata. Con riferimento ai singoli paesi l'inflazione complessiva è aumentata in Canada, Regno Unito e Stati Uniti, mentre è scesa in territorio negativo in Giappone. Quanto alle principali economie non appartenenti all'OCSE, essa ha registrato un aumento in Cina e un calo in India e Russia, mentre si è mantenuta invariata su livelli a due cifre in Brasile.

**Dopo essere scesi sui valori minimi da 12 anni a fine gennaio, i prezzi del petrolio hanno successivamente registrato un lieve recupero.** I corsi petroliferi hanno subito un nuovo calo tra la metà di ottobre 2015 e la fine di gennaio 2016, sullo sfondo dell'eccesso di offerta e dell'indebolimento della domanda di petrolio. Dal lato dell'offerta, la decisione di mantenere la produzione corrente su livelli record assunta dall'OPEC a dicembre e la tenuta delle forniture dei paesi non appartenenti all'organizzazione hanno alimentato la dinamica discendente. Più di recente, le discussioni in merito a un possibile accordo tra paesi OPEC e non OPEC volto a congelare la produzione sui livelli di gennaio e le interruzioni delle forniture in Iraq e Nigeria hanno contribuito a una lieve ripresa. In un contesto di maggiore volatilità, le quotazioni petrolifere sono aumentate a febbraio e agli inizi di marzo. A livello mondiale l'offerta rimane eccedentaria come conseguenza di: 1) una bassa probabilità di accordo su una riduzione concertata della produzione da parte dei produttori OPEC e non OPEC; 2) il ritorno dell'Iran sui mercati mondiali del petrolio; 3) l'indebolimento della domanda di greggio. La produzione resta prossima a livelli record nei paesi membri dell'OPEC ed elevata anche in quelli non appartenenti all'organizzazione, in un contesto in cui la Russia estrae petrolio a ritmi eccezionalmente elevati, sebbene la produzione di petrolio da scisti negli Stati Uniti evidenzia segnali di marcato calo. Le scorte di greggio dei paesi dell'OCSE sono aumentate ulteriormente e alla fine del quarto trimestre del 2015 si collocavano su livelli record. I corsi delle materie prime non petrolifere sono lievemente saliti dalla fine di gennaio sulla scia dell'aumento dei prezzi dei metalli.

**L'inflazione a livello mondiale dovrebbe rimanere moderata nel medio periodo.** Da un lato il basso livello dei prezzi del petrolio e delle altre materie prime dovrebbe attenuare ulteriormente le pressioni inflazionistiche a breve termine. Nel contempo il lento riassorbimento degli output gap nelle economie avanzate e il loro ampliamento in diverse EME segnalano il persistere di un ampio margine di capacità inutilizzata a livello globale, che nel medio termine seguirebbe a gravare sull'inflazione di fondo a livello mondiale. D'altro canto, l'inclinazione ascendente della curva dei contratti future sul petrolio implica un aumento significativo delle quotazioni petrolifere nel medio periodo.

*I mesi recenti sono stati caratterizzati da un'elevata volatilità nei mercati finanziari. I timori relativi alla crescita mondiale e il calo ulteriore delle quotazioni petrolifere hanno contribuito alla riduzione dei prezzi delle attività finanziarie più rischiose dall'inizio di dicembre 2015 sino a metà febbraio. In seguito, questa tendenza al ribasso si è in parte invertita, dato che un rialzo del prezzo del petrolio, dati economici statunitensi migliori delle attese e aspettative di un ulteriore stimolo di politica monetaria nell'area dell'euro hanno attenuato i timori degli investitori. I corsi azionari dell'area dell'euro hanno subito una flessione complessiva del 12 per cento circa nell'arco del periodo in rassegna (dal 2 dicembre 2015 al 9 marzo 2016), dopo essere scesi provvisoriamente di oltre il 20 per cento fino a metà febbraio. Allo stesso tempo, i rendimenti delle obbligazioni sovrane con rating più elevato sono diminuiti per via della ricerca di attività più sicure da parte degli investitori.*

**Da inizio dicembre 2015 a metà febbraio 2016, i timori relativi alla crescita mondiale e il calo ulteriore delle quotazioni del petrolio hanno contribuito al netto ribasso dei prezzi delle attività finanziarie rischiose, tendenza che in seguito si è parzialmente invertita.** I timori riguardo alla crescita globale si sono intensificati agli inizi del 2016 in presenza di una forte contrazione dei prezzi delle azioni cinesi e del petrolio; questi timori si sono acuiti anche per effetto di indicatori economici negativi nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, che hanno portato a una rivalutazione verso il basso delle attività finanziarie. Da metà febbraio ai primi di marzo, un incremento dei corsi petroliferi, indicatori economici statunitensi migliori delle attese e aspettative di un ulteriore stimolo di politica monetaria nell'area dell'euro hanno contribuito a un parziale rialzo dei prezzi delle attività più rischiose. Si sono riscontrate ampie fluttuazioni nei mercati azionari anche in termini di volatilità, che è cresciuta in modo marcato fino a metà febbraio per poi scendere di poco verso la fine del periodo in esame.

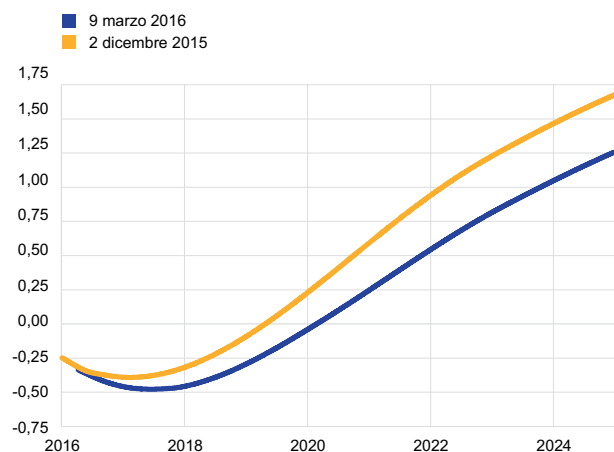
**Il tasso EONIA è diminuito durante il periodo considerato, a seguito della decisione assunta dal Consiglio direttivo di ridurre il tasso sui depositi presso la banca centrale dello 0,10 per cento, al -0,30 per cento, in dicembre 2015.** Dopo essersi collocato tra -13 e -15 punti base nella settimana che ha preceduto l'effettiva riduzione del tasso di dicembre 2015, l'EONIA è rimasto su valori compresi tra -22 e -25 punti base, con l'eccezione di un temporaneo incremento alla fine del 2015 attribuibile a una maggiore domanda di liquidità. Il calo dell'EONIA è avvenuto in un contesto di crescente liquidità in eccesso nell'ambito degli acquisti del programma ampliato di acquisto di attività. Il riquadro 3 fornisce informazioni più dettagliate sulle condizioni di liquidità e le operazioni di politica monetaria dell'area dell'euro.

**La curva a termine dell'EONIA si è notevolmente appiattita, dato che l'incertezza globale e le aspettative sulla politica monetaria hanno compresso i rendimenti lungo la curva.** I tassi a termine EONIA a più lunga scadenza sono scesi di circa 50 punti base nell'arco del periodo in rassegna, con

## Grafico 5

### Tassi EONIA a termine

(in percentuali annue)

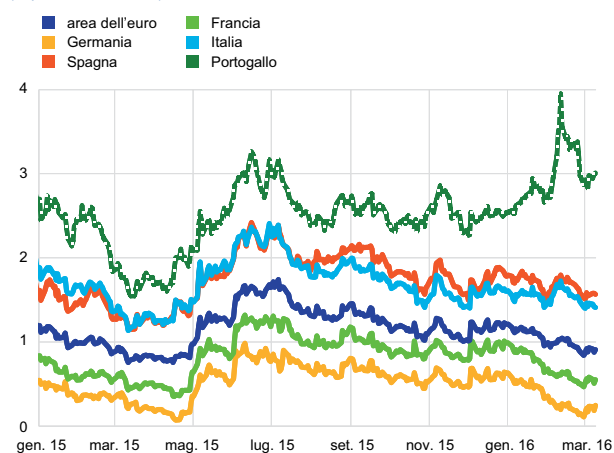


Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

## Grafico 6

### Rendimenti dei titoli di Stato decennali in alcuni paesi dell'area dell'euro

(in percentuali annue)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: la voce "area dell'euro" si riferisce ai rendimenti medi dei titoli di Stato decennali ponderati per il PIL. Le ultime osservazioni sono del 9 marzo 2016.

moderazioni di entità più esigua nel segmento a breve termine, portando a un ulteriore appiattimento della curva (cfr. grafico 5). Il 9 marzo il valore più basso è stato pari a circa -50 punti base, in ragione del fatto che gli operatori si attendevano nuove riduzioni del tasso sui depositi presso la banca centrale prima della riunione del Consiglio direttivo del 10 marzo. Il netto calo dei tassi a termine EONIA è in parte riconducibile alle aspettative di un ulteriore stimolo di politica monetaria della BCE, calo accentuato dall'aumento dell'incertezza a livello mondiale che ha provocato il ricorso ad attività più sicure, comprese quelle strettamente connesse ai tassi EONIA.

### I rendimenti medi dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro ponderati per il PIL sono scesi di 11 punti base tra i primi di dicembre e il 9 marzo (cfr. grafico 6).

I rendimenti delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro sono inizialmente saliti in seguito alla riunione del Consiglio direttivo della BCE di inizio dicembre. Dai primi di gennaio 2016 l'aumento dell'incertezza a livello mondiale e le crescenti aspettative degli operatori di ulteriore stimolo monetario nell'area dell'euro hanno esercitato pressioni al ribasso sui rendimenti dei titoli sovrani dell'area, che hanno più che compensato il rialzo osservato in dicembre. Nel complesso, la media ponderata per il PIL dei rendimenti delle obbligazioni sovrane decennali dell'area dell'euro è diminuita di 11 punti base tra inizio dicembre 2015 e inizio marzo, situandosi allo 0,9 per cento il 9 marzo.

### Sono emerse divergenze tra paesi riguardo ai rendimenti dei titoli di Stato, con le riduzioni più ampie registrate nei paesi con rating più elevati.

Per contro, i rendimenti in gran parte dei paesi con rating più bassi sono rimasti invariati o sono saliti

leggermente nel corso dello stesso periodo. In Portogallo i rendimenti dei titoli di Stato hanno subito forti fluttuazioni, riflettendo timori relativi al bilancio pubblico e al programma di riforme del governo neoeletto.

### L'ondata di vendite di attività rischiose sui mercati internazionali ha influito anche sulle obbligazioni societarie, con i differenziali dei titoli con rating più basso in maggiore crescita rispetto ai titoli con migliore qualità creditizia.

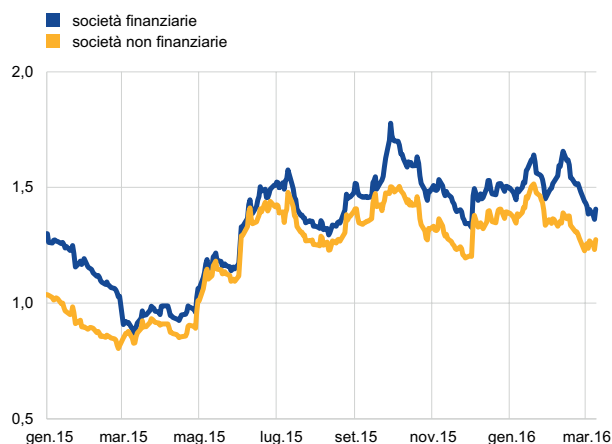
Mentre i differenziali delle obbligazioni societarie sono aumentati, i loro rendimenti sia per le società finanziarie sia per quelle non finanziarie, benché soggetti a volatilità, si sono mantenuti nel complesso pressoché immutati nell'arco del



## Grafico 7

### Rendimenti delle obbligazioni societarie nell'area dell'euro

(in percentuali annue)



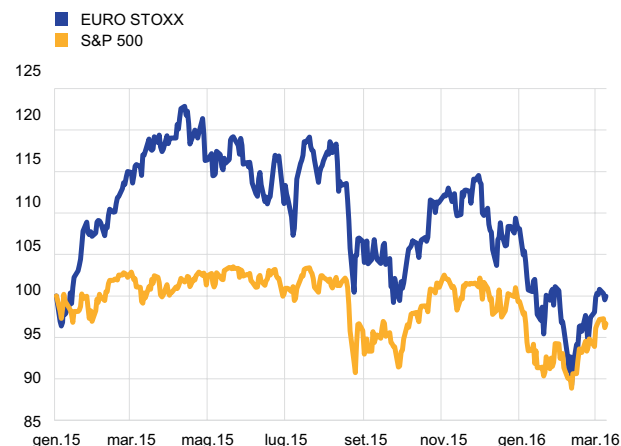
Fonti: iBoxx e BCE.

Nota: l'ultima osservazione è del 9 marzo 2016.

## Grafico 8

### Indici dei corsi azionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(1° gennaio 2015 = 100)



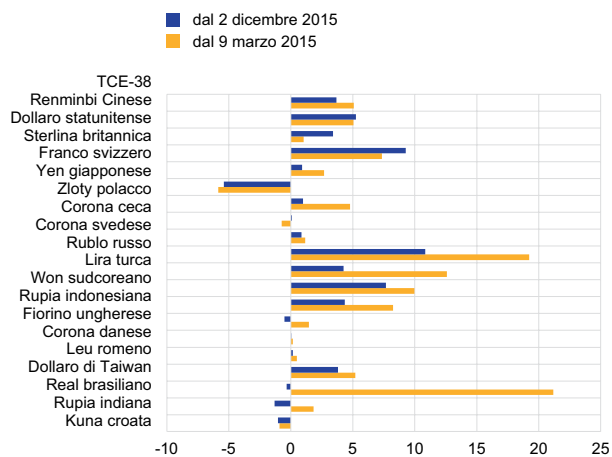
Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'ultima osservazione è del 9 marzo 2016.

## Grafico 9

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

Nota: variazioni percentuali relative al 9 marzo 2016. TCE-38 è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle valute di 38 dei principali partner commerciali dell'area dell'euro.

periodo in esame (cfr. grafico 7), dato che l'incremento dei differenziali creditizi è stato compensato, in media, dal calo dei tassi privi di rischio (risk free). I rendimenti delle obbligazioni societarie nel settore finanziario e in quello non finanziario permangono su livelli molto contenuti in un orizzonte di più lungo termine.

**I mercati azionari dell'area dell'euro si sono rafforzati verso le fine del periodo considerato, dopo essersi considerevolmente indeboliti tra i primi di dicembre e la metà di febbraio.** I corsi azionari dell'area dell'euro, misurati dall'indice generale EURO STOXX, hanno evidenziato una contrazione di circa il 21 per cento tra l'inizio di dicembre e l'11 febbraio (cfr. grafico 8) in concomitanza con l'acuirsi dell'incertezza a livello globale. Tra l'11 febbraio e il 9 marzo le quotazioni azionarie sono risalite, portando a una flessione complessiva del 12 per cento nell'arco del periodo in rassegna. Prima della ripresa dei corsi azionari, i titoli bancari dell'area dell'euro sono scesi in misura di gran

lunga superiore rispetto a quelli del mercato nel suo insieme, per effetto dell'insorgere di timori circa la redditività generale del settore bancario, nonché di eventi specifici a livello di paese e di singola banca. Più precisamente, l'indice dei prezzi azionari EURO STOXX per il settore bancario è diminuito del 35 per cento tra inizio dicembre e metà febbraio, per poi rafforzarsi leggermente verso la fine del periodo, portando a un calo complessivo di circa il 22 per cento. I mercati azionari statunitensi hanno subito simili fluttuazioni, seppure di minore entità, con l'indice S&P 500 che nell'insieme si è indebolito solo del 4 per cento.

**Il tasso di cambio effettivo dell'euro è cresciuto in misura marcata durante i tre mesi esaminati.** L'euro si è fortemente apprezzato in termini effettivi tra i primi di dicembre 2015 e la metà di febbraio 2016, a fronte dell'aumento di incertezza a livello globale; da allora, il tasso di cambio della moneta unica in termini effettivi e rispetto al dollaro statunitense si è di poco indebolito, in un contesto caratterizzato sia da un ampliamento dei differenziali sui rendimenti obbligazionari a lungo termine tra gli Stati Uniti e l'area dell'euro, sia da aspettative di ulteriore stimolo monetario da parte della BCE. Nel complesso, l'euro si è rafforzato del 3,7 per cento su base ponderata per l'interscambio commerciale nel corso del periodo in esame (cfr. grafico 9). In termini bilaterali, l'euro si è apprezzato del 3,4 per cento sul dollaro statunitense nello stesso periodo. L'acuirsi dell'incertezza riguardo al referendum nel Regno Unito sull'adesione all'UE ha pesato sulla sterlina britannica, causando un apprezzamento della moneta unica pari al 9,3 per cento. L'euro si è notevolmente rafforzato anche sul rublo russo, sul renminbi cinese e sulle divise delle economie emergenti e dei paesi esportatori di materie prime. La maggiore volatilità e l'attenuarsi della propensione al rischio hanno sostenuto lo yen giapponese, provocando un indebolimento della moneta unica del 5,4 per cento nei confronti della valuta nipponica.

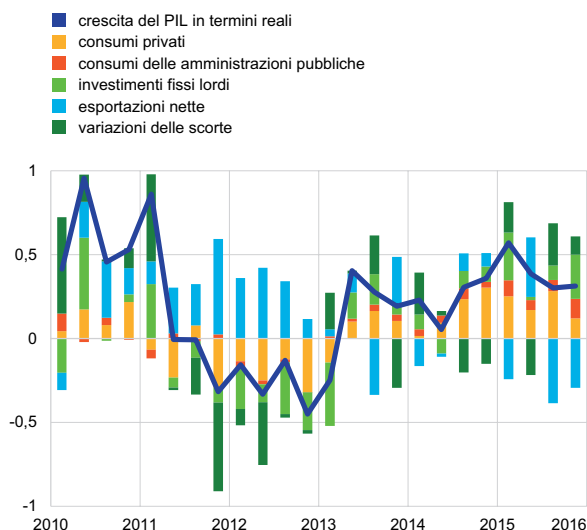
### 3 Attività economica

La ripresa economica nell'area dell'euro sta proseguendo, sebbene all'inizio dell'anno siano emersi segnali di un rallentamento della crescita a fronte di un indebolimento del contesto esterno. La crescita del PIL in termini reali è stata pari allo 0,3 per cento sul periodo precedente nel quarto trimestre del 2015, senza variazioni rispetto al trimestre precedente. I più recenti indicatori tratti dalle indagini congiunturali evidenziano per l'inizio di quest'anno una dinamica di espansione più debole rispetto alle attese. In prospettiva, si prevede che la ripresa economica prosegua a un ritmo moderato. La domanda interna dovrebbe essere ulteriormente sostenuta dalle misure di politica monetaria della BCE e dal loro impatto favorevole sulle condizioni finanziarie, dall'orientamento lievemente espansivo delle politiche di bilancio, nonché dall'impatto positivo sull'occupazione delle riforme strutturali attuate in passato. Il basso prezzo del petrolio dovrebbe sostenere ulteriormente il reddito disponibile reale delle famiglie e la redditività delle imprese, favorendo quindi i consumi privati e gli investimenti. Tuttavia, la ripresa economica risente ancora delle deboli prospettive di crescita nei mercati emergenti, di mercati finanziari volatili, dei necessari aggiustamenti di bilancio in diversi settori e della lenta attuazione delle riforme strutturali. Le proiezioni macroeconomiche di marzo 2016 formulate dagli esperti della BCE prevedono pertanto un tasso di crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro lievemente inferiore, pari all'1,4 per cento nel 2016 (rivisto al ribasso dall'1,7 per cento), all'1,7 per cento nel 2017 (rivisto al ribasso dall'1,9 per cento) e all'1,8 per cento nel 2018.

#### Grafico 10

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

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



Fonte: Eurostat.

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

#### La ripresa economica nell'area dell'euro sta proseguendo, ma gli andamenti mondiali stanno pesando sulle prospettive di breve termine.

Il PIL in termini reali è cresciuto dello 0,3 per cento sul periodo precedente nel quarto trimestre del 2015, senza variazioni rispetto al trimestre precedente, con contributi ancora positivi dei consumi privati, sebbene in misura minore rispetto ai tre mesi precedenti, con un incremento degli investimenti e un nuovo aumento della spesa pubblica (cfr. grafico 10)<sup>1</sup>. Di conseguenza, il prodotto si è mantenuto a un livello di circa il 3 per cento superiore al recente punto di minimo e inferiore di solo lo 0,2 per cento rispetto al massimo pre-crisi del primo trimestre 2008. Nell'insieme del 2015, il PIL in termini reali è cresciuto dell'1,6 per cento, segnando il maggior incremento dal 2011.

#### Il rallentamento nelle economie emergenti ha pesato sulla crescita delle esportazioni nell'area dell'euro durante tutto il 2015 e i fattori negativi hanno continuato a rafforzarsi nell'ultimo trimestre.

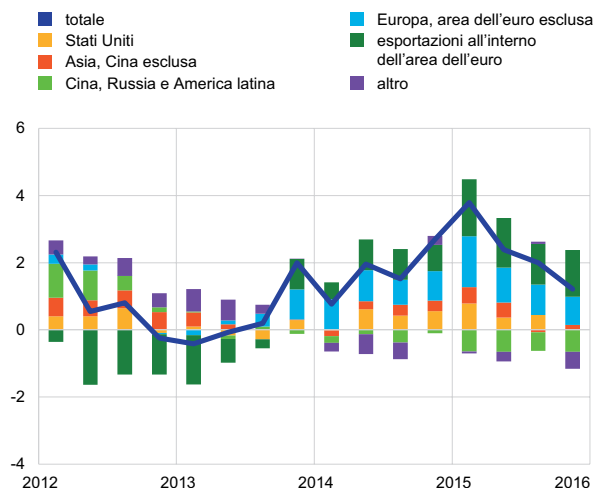
Il rallentamento della Cina, la debole domanda in

<sup>1</sup> Nella seconda stima dei dati di contabilità nazionale dell'area dell'euro pubblicata dall'Eurostat, la crescita del PIL reale è stata rivista al rialzo di 0,1 punti percentuali sia per il primo che per il secondo trimestre del 2015.

## Grafico 11

### Esportazioni totali di beni dell'area dell'euro

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



Fonte: Eurostat.

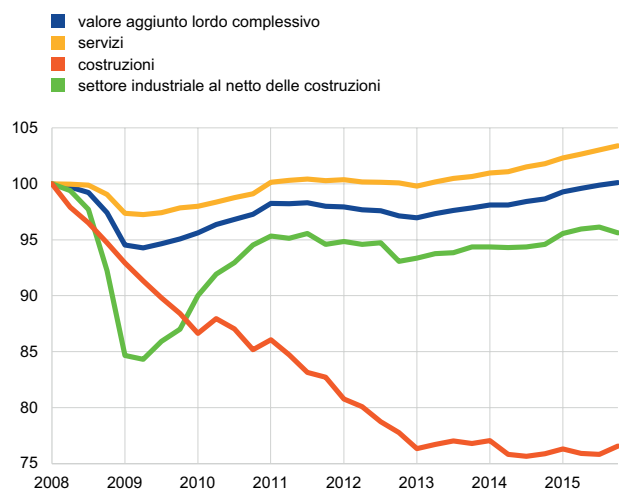
Nota: l'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2015. Per i paesi dell'UE il quarto trimestre si basa sui dati di ottobre e novembre.

dell'euro, traducendosi in guadagni significativi di quote di mercato per gli esportatori dell'area.

## Grafico 12

### Valore aggiunto lordo reale dell'area dell'euro per attività economica

(indice: 1° trim. 2008 = 100)



Fonte: Eurostat.

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

Russia e la recessione in Brasile hanno continuato a incidere negativamente sulle esportazioni di beni dell'area dell'euro (cfr. grafico 11). Ciò si è tradotto in un contributo netto negativo delle esportazioni di 0,3 punti percentuali alla crescita del PIL in termini reali nell'ultimo trimestre del 2015. Sebbene il rallentamento della domanda in alcune grandi economie emergenti come la Cina abbia avuto effetti negativi sull'attività nell'area dell'euro, l'impatto tramite il canale del commercio non dovrebbe essere così forte come farebbero normalmente prevedere i dati sul commercio lordo<sup>2</sup>. Il rallentamento della crescita nei mercati emergenti nel corso del 2015 è stato in parte controbilanciato dal vigore della domanda nell'area dell'euro, che ha favorito il commercio all'interno dell'area. Inoltre, la domanda di altre economie avanzate (in particolare quelle europee) è stata anch'essa relativamente sostenuta. Tale fattore, unitamente a un andamento favorevole del tasso di cambio dell'euro a partire dalla metà del 2014, ha alimentato la crescita delle esportazioni nell'area

**Tanto gli ordinativi dall'estero quanto gli indici di fiducia prefigurano un andamento alquanto modesto del commercio mondiale nel breve periodo.**

Inoltre, il tasso di cambio effettivo dell'euro si è apprezzato nei primi mesi del 2016, il che, in prospettiva, ridurrà l'impatto favorevole del precedente deprezzamento della valuta (nel 2014-15). Con il graduale recupero dell'attività globale, tuttavia, la crescita delle esportazioni dell'area dell'euro dovrebbe rafforzarsi e acquisire maggiore slancio in linea con la domanda estera.

**A livello settoriale, il valore aggiunto dei servizi ha superato il livello pre-crisi, mentre ciò non è ancora avvenuto per l'industria e per le costruzioni (cfr. grafico 12).**

La ripresa in atto è in gran parte ascrivibile ai consumi privati e ha quindi favorito il settore dei servizi, il cui valore aggiunto è adesso superiore del 3 per cento al massimo pre-crisi<sup>3</sup>. Per l'industria (al netto delle costruzioni), la crescita del valore aggiunto nel

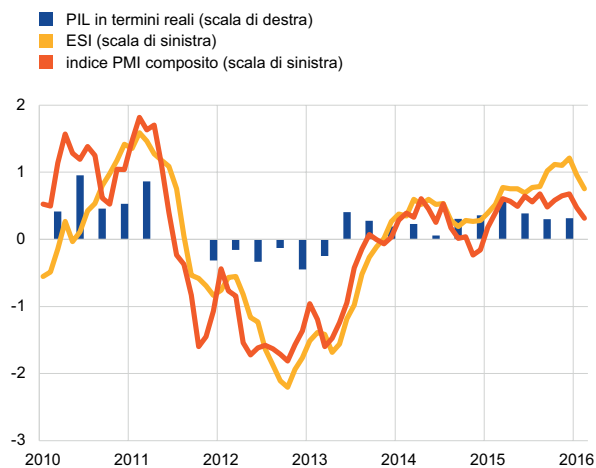
<sup>2</sup> Cfr. l'articolo intitolato *Il ruolo delle catene produttive internazionali nella trasmissione di shock sull'attività economica* in questo numero del Bollettino economico.

<sup>3</sup> Si veda anche il riquadro *Fattori all'origine dell'attività relativamente intensa nel settore dei servizi dell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino economico.

### Grafico 13

#### 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: tassi di crescita trimestrali)



Fonti: Markit, DG-ECFIN ed Eurostat.

Note: l'ultima rilevazione si riferisce al quarto trimestre 2015 per il PIL reale, al gennaio 2016 per l'ESI e al febbraio 2016 per il PMI. L'ESI e il PMI sono normalizzati.

2015 è stata frenata dal debole contesto esterno ed è attualmente inferiore al livello massimo precedente la crisi. Per le costruzioni, che hanno subito una pesante flessione a causa delle ampie correzioni del mercato immobiliare dopo la crisi del 2008-09 in diversi paesi, il valore aggiunto si è stabilizzato su livelli bassi. Nel quarto trimestre del 2015, la crescita del valore aggiunto ha continuato a rafforzarsi nel settore dei servizi e ha segnato un certo recupero in quello delle costruzioni, a seguito di condizioni climatiche relativamente miti che hanno favorito l'attività edilizia in alcuni paesi dell'area dell'euro. Al contempo, il valore aggiunto nell'industria (al netto delle costruzioni) è diminuito.

#### I dati delle indagini disponibili fino a febbraio indicano una crescita moderata all'inizio dell'anno.

Sia l'indice di fiducia della Commissione europea (Economic Sentiment Indicator, ESI) sia l'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) hanno segnato una flessione nei primi due mesi del 2016 (cfr. grafico 13) ma rimangono su livelli superiori alle rispettive medie di lungo periodo.

Il deterioramento della fiducia è stato piuttosto generalizzato tra le imprese di diversi settori e le famiglie ed è legato alle aspettative sulla domanda e sulla produzione, nonché ai giudizi delle famiglie sulla propria situazione economica attuale.

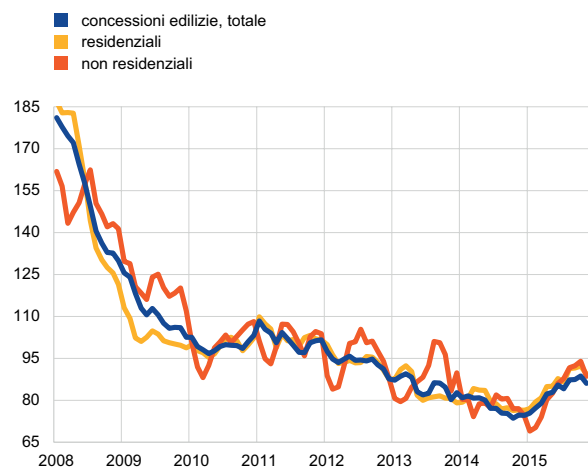
#### La crescita degli investimenti ha acquisito slancio nel quarto trimestre, molto probabilmente per effetto degli investimenti in attrezzature per le costruzioni e di altro tipo.

Dopo la debole crescita degli investimenti nel secondo e terzo trimestre del 2015, l'accelerazione della crescita degli investimenti nel quarto trimestre è stata piuttosto diffusa nell'insieme dei paesi dell'area dell'euro. In prospettiva, ci si attende una ripresa degli investimenti in settori diversi dalle costruzioni, sostenuta da un graduale rafforzamento della domanda, da margini di profitto in aumento e da un'ulteriore riduzione della capacità produttiva inutilizzata. Le condizioni di finanziamento stanno parimenti migliorando e le imprese dovrebbero disporre di ingenti riserve di liquidità per gli investimenti. Analogamente, 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 e favorire gli investimenti in costruzioni. In effetti, i segnali di rafforzamento dei mercati immobiliari e gli aumenti delle richieste di permessi di costruzione in alcuni paesi tendono a confermare questo quadro (cfr. grafico 14).

### Grafico 14

#### Concessioni edilizie

(indice, 2010 = 100, media mobile a 3 mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

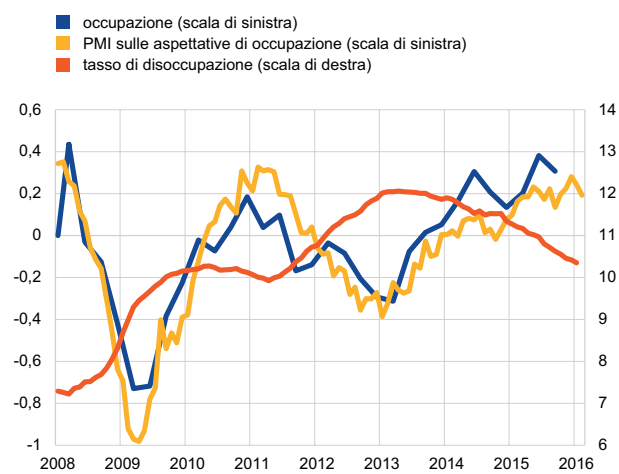
Nota: le serie sono destagionalizzate, fatte salvo le concessioni edilizie non residenziali, che non sono destagionalizzate.

Inoltre, gli indicatori ricavati dalle indagini relative alle costruzioni agli inizi del 2016 segnalano un rafforzamento della sottostante dinamica di crescita degli investimenti in costruzioni. Tuttavia, la necessità di un ulteriore ridimensionamento della leva finanziaria delle imprese in alcuni paesi, la recente volatilità dei mercati finanziari, l'indebolimento delle prospettive di crescita nelle economie emergenti e le ridotte aspettative di crescita a lungo termine da parte degli investitori, potrebbero rallentare la ripresa degli investimenti.

**I consumi privati, che hanno rappresentato la determinante principale della ripresa in corso, hanno rallentato alla fine del 2015.** Ciò ha in parte rispecchiato l'impatto negativo delle condizioni climatiche relativamente miti nonché degli attentati terroristici di novembre a Parigi sulle vendite stagionali di capi di abbigliamento e sul consumo di energia. I dati sul commercio al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture per gennaio indicano una ripresa della spesa per consumi e tendono a confermare che il rallentamento della crescita dei consumi privati dell'ultimo trimestre del 2015 è stato temporaneo. Più in generale, la spesa per consumi ha beneficiato dell'aumento del reddito disponibile delle famiglie, che riflette principalmente l'aumento dell'occupazione, il calo dei prezzi del petrolio e un tasso di risparmio piuttosto stabile. Inoltre, si sono gradualmente ridotti i vincoli sui bilanci delle famiglie e la fiducia dei consumatori è rimasta relativamente sostenuta sulla scia del calo dei tassi di disoccupazione.

**Grafico 15**  
Occupazione, aspettative di occupazione  
e tasso di disoccupazione

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; indice di diffusione; percentuale delle forze di lavoro)



Fonti: Eurostat, DG-ECFIN ed elaborazioni della BCE.  
Nota: l'ultima rilevazione si riferisce al terzo trimestre 2015 per l'occupazione, al gennaio 2016 per il tasso di disoccupazione e al febbraio 2016 per il PMI sulle aspettative di occupazione.

**Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro ha continuato a ridursi ma rimane elevato.** A gennaio 2016 il tasso di disoccupazione si è collocato al 10,3 per cento, il livello minimo dalla metà del 2011 (cfr. grafico 15). L'occupazione è costantemente aumentata dal 2013 e l'occupazione complessiva nell'area dell'euro è salita di oltre due milioni di unità nel terzo trimestre del 2015. Tuttavia, dalla crisi si è osservata una divergenza tra il numero di occupati e le ore lavorate totali, principalmente per effetto di una flessione ciclica delle ore lavorative degli occupati a tempo pieno e di un incremento nell'utilizzo di occupati part-time, principalmente nel settore dei servizi. Misure più ampie di eccesso di offerta di lavoro, che tengono conto anche di segmenti della popolazione che si trovano in condizioni di occupazione a tempo parziale di natura involontaria 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 involontario 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 presenta probabilmente un eccesso di offerta di lavoro superiore a quanto indicato dal solo tasso di disoccupazione.



**Si prevede un rafforzamento della ripresa economica, sebbene quest'ultima sia frenata da una domanda estera inferiore alle aspettative.**

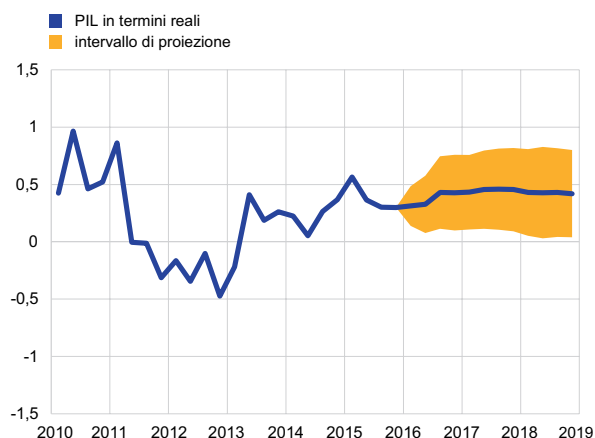
Fattori negativi quali un indebolimento della crescita nelle economie emergenti, un rafforzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro, un deterioramento del clima di fiducia e l'accentuarsi della volatilità sui mercati finanziari peseranno sull'attività dell'area dell'euro nel breve periodo. In futuro, la ripresa legata alla domanda interna dovrebbe continuare a beneficiare degli effetti delle misure di politica monetaria della BCE, che continuano a trasmettersi all'economia reale, come indicato dall'ulteriore allentamento delle condizioni di concessione del credito. La domanda interna dovrebbe continuare a beneficiare del miglioramento dei mercati del lavoro, del calo dei prezzi del petrolio, di un orientamento fiscale lievemente espansivo e di una eventuale ripresa della

domanda estera dell'area dell'euro. Al tempo stesso, la ripresa economica nell'area dell'euro risente ancora di una crescita che si prevede contenuta nelle economie dei mercati emergenti e della lenta attuazione delle riforme strutturali<sup>4</sup>.

## Grafico 16

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

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



Fonti: Eurostat e l'articolo intitolato *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel marzo 2016*, pubblicato sul sito Internet della BCE il 10 marzo 2016.

**Le proiezioni formulate in marzo dagli esperti della BCE prevedono una crescita annua del PIL reale dell'1,4 per cento nel 2016, dell'1,7 per cento nel 2017 e dell'1,8 per cento nel 2018 (cfr. grafico 16).** La revisione al ribasso della crescita del PIL reale rispetto alle proiezioni di dicembre riflette principalmente l'impatto avverso congiunto del calo della domanda estera dell'area dell'euro e dell'incremento del tasso di cambio effettivo dell'euro sulla crescita delle esportazioni, nonché l'effetto negativo dell'aumento della volatilità dei mercati finanziari e del deterioramento degli indicatori di fiducia. I rischi per le prospettive di crescita dell'area dell'euro restano orientati al ribasso, riflettendo soprattutto

l'acuirsi delle incertezze circa gli andamenti nelle economie emergenti e rischi geopolitici più in generale.

<sup>4</sup> Cfr. il riquadro intitolato *La procedura per gli squilibri macroeconomici del 2016 e l'attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese del 2015* in questo numero del Bollettino economico.

## 4 Prezzi e costi

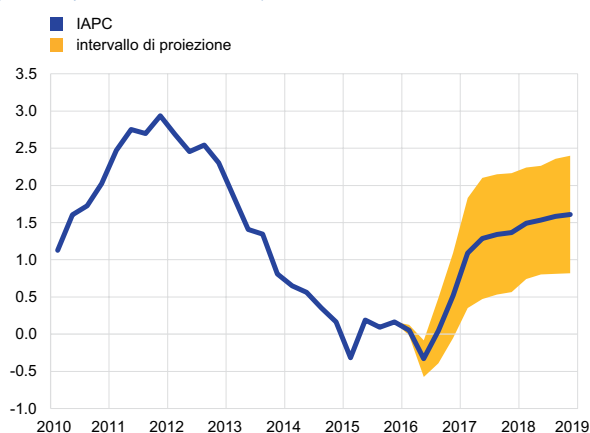
Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione sui dodici mesi misurata dallo IAPC nell'area dell'euro è diminuita allo 0,2% in febbraio 2016, dallo 0,3 in gennaio. Tutte le componenti hanno contribuito a questa riduzione. In prospettiva, sulla base dei prezzi correnti dei contratti future per l'energia, i tassi di inflazione si manterrebbero su livelli negativi nei prossimi mesi, per poi risalire nel prosieguo del 2016. Successivamente, l'inflazione dovrebbe continuare ad aumentare, sorretta dalle misure di politica monetaria della BCE e dalla ripresa economica. Tale andamento

si riflette sostanzialmente anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE in marzo, che anticipano un tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC dello 0,1 per cento nel 2016, dell'1,3 nel 2017 e dell'1,6 nel 2018. Rispetto all'esercizio di dicembre 2015, condotto dagli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro, le prospettive per l'inflazione armonizzata sono state riviste al ribasso, riflettendo principalmente la caduta dei corsi petroliferi negli ultimi mesi.

### Grafico 17

#### Inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

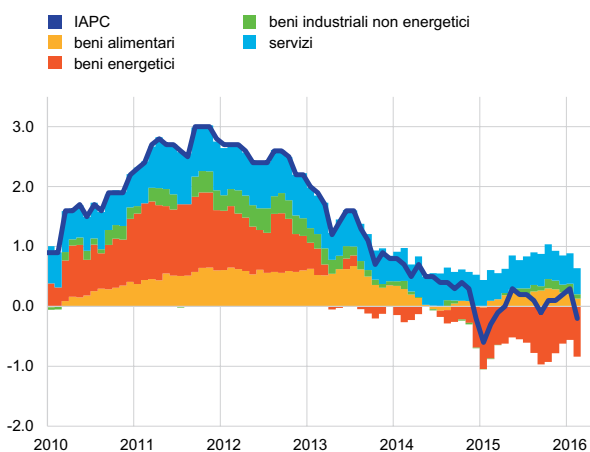


Fonti: Eurostat, proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel marzo 2016 ed elaborazioni della BCE.  
Nota: l'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2015 (dati effettivi) e al quarto trimestre del 2018 (proiezioni).

### Grafico 18

#### 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 a febbraio 2016 (stime rapide).

#### L'inflazione complessiva è tornata in territorio negativo in febbraio.

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, in febbraio l'inflazione complessiva è diminuita al -0,2 per cento dallo 0,3 in gennaio, riflettendo il contributo negativo di tutte le principali componenti (cfr. grafici 17 e 18). I recenti nuovi cali delle quotazioni del petrolio hanno ulteriormente ridotto l'inflazione già negativa dei beni energetici. Al contempo, si sono attenuati anche i moderati incrementi dell'inflazione dei beni alimentari e di quella misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici.

#### Il profilo dell'inflazione dei beni energetici continua ad incidere sull'andamento dell'inflazione complessiva.

Dopo un minimo al -8,9 per cento in settembre 2015, l'inflazione dei beni energetici è risalita al -5,4 per cento in gennaio 2016, principalmente a causa di effetti base al rialzo. Questo andamento è il fattore che ha contribuito maggiormente alla ripresa dell'inflazione complessiva dal -0,1 per cento in settembre 2015 allo 0,3 in gennaio 2016. Tuttavia, a seguito dei nuovi ribassi del petrolio nel dicembre 2015 e nel gennaio 2016, l'inflazione della componente energetica è diminuita nuovamente al -8,0 per cento in febbraio contribuendo per circa la metà al calo dell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC (cfr. grafico 18). L'impatto più consistente dell'andamento dei corsi petroliferi sull'inflazione dei beni energetici si manifesta nei prezzi dei carburanti (cfr. riquadro 6).

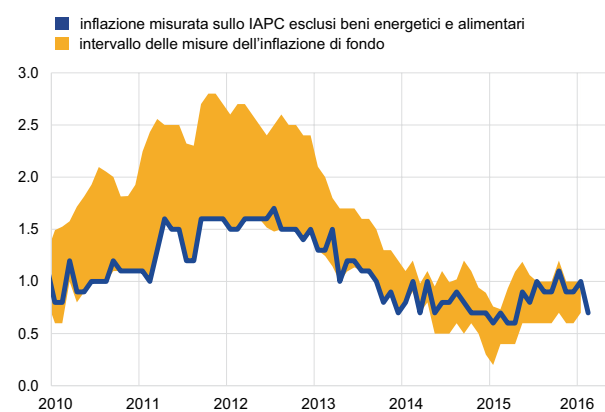
### Negli ultimi mesi i prezzi dei beni alimentari hanno continuato a rallentare.

Dopo la tendenza ascendente osservata per buona parte del 2015, il tasso di inflazione sui dodici mesi dei beni alimentari ha iniziato a diminuire nel terzo trimestre, dall'1,6 per cento in ottobre 2015 allo 0,7 in febbraio 2016, sulla base della stima rapida dell'Eurostat. Questa flessione è ascrivibile quasi per intero all'andamento dei prezzi dei beni alimentari freschi, in seguito al venir meno degli effetti al rialzo sui prezzi di verdure e beni alimentari, dovuti al clima insolitamente caldo della scorsa estate. Al contrario, nello stesso periodo l'inflazione dei beni alimentari trasformati ha continuato a salire. Nel complesso tuttavia, l'inflazione della componente alimentare permane relativamente contenuta nel confronto storico<sup>1</sup>.

## Grafico 19

### 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 esclusi beni energetici e alimentari non trasformati; lo IAPC esclusi beni energetici e alimentari; le medie troncate al 10 e al 30 per cento; la mediana dello IAPC e una misura basata su un modello fattoriale dinamico. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2016 (IAPC esclusi beni energetici e alimentari, stima preliminare) e a gennaio 2016 (tutte le altre misure).

### Le misure dell'inflazione di fondo non mostrano un chiaro andamento al rialzo.

Dopo un incremento nella prima metà del 2015, i tassi tendenziali dell'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari hanno oscillato fra lo 0,9 e l'1,1 per cento dal luglio 2015 al gennaio 2016, mantenendosi pertanto molto più stabili rispetto all'inflazione complessiva (cfr. riquadro 7). Anche altre misure dell'inflazione di fondo sono rimaste relativamente stabili nello stesso periodo (cfr. grafico 19). In febbraio l'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e alimentari è scesa allo 0,7 per cento, il livello minimo dall'aprile 2015. Questo calo è riconducibile alla dinamica più debole dei prezzi sia dei servizi (dall'1,2 per cento in gennaio all'1,0) sia dei beni industriali non energetici (dallo 0,7 per cento in gennaio allo 0,3). Nell'interpretare i dati più recenti relativi all'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari, occorre considerare che i tassi di crescita annuali dei prezzi di servizi e dei beni industriali non energetici possono essere estremamente volatili su base mensile. Questa volatilità

è imputabile, ad esempio, alla variabilità dei periodi e dell'entità dei saldi di fine stagione nei settori dell'abbigliamento e delle calzature, oppure a effetti di calendario per i prezzi dei prodotti relativi ai viaggi. Tuttavia, altri fattori fondamentali potrebbero influire sull'andamento dell'inflazione di fondo, come gli effetti indiretti al ribasso dei recenti ulteriori cali dei corsi petroliferi (specie sui prezzi di alcune attività connesse ai trasporti). Inoltre, il recente apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro potrebbe comportare che la ripresa attesa (in particolare dei prezzi dei beni durevoli), dopo il precedente deprezzamento, non si concretizzi per intero.

### La crescita dei prezzi all'importazione è stata più debole recentemente, ma resta la principale fonte delle spinte al rialzo.

Nel 2015 l'inflazione all'importazione dei beni di consumo al netto di energia e alimentari è stata sostenuta, raggiungendo il livello massimo del 5,6 per cento in aprile. A seguito del recente apprezzamento del cambio effettivo dell'euro e dell'impatto

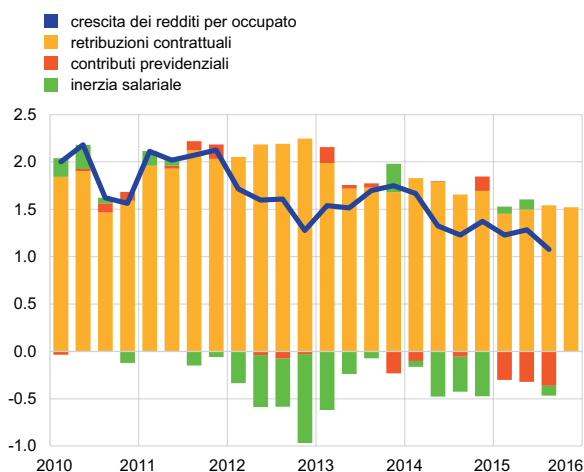
<sup>1</sup> Per un'esposizione più dettagliata, cfr. il riquadro *Andamenti recenti dei prezzi dei beni alimentari nell'area dell'euro* nel numero 6/2015 di questo Bollettino.

delle pressioni disinflazionistiche mondiali derivanti dai ribassi del petrolio, la variazione dei prezzi all'importazione è scesa fino all'1,6 per cento nel gennaio 2016. Tuttavia, essa è rimasta la principale fonte di spinte inflazionistiche, poiché quelle generate all'interno sono rimaste complessivamente più contenute. In particolare, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari venduti sul mercato interno, si è mantenuto stabile allo 0,2 per cento per sei mesi consecutivi fino al gennaio 2016. Anche i dati relativi alle indagini sui prezzi di input e output fino al febbraio 2016 segnalano la protratta debolezza delle spinte inflazionistiche interne a livello della produzione.

## Grafico 20

### Dinamica salariale nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2015 (retribuzioni contrattuali) e al terzo trimestre del 2015 (tutti gli altri indicatori).

### L'incremento delle retribuzioni continua a essere contenuto.

Il tasso di crescita annuale dei redditi per occupato si è collocato all'1,2 per cento in media nei primi tre trimestri del 2015, in calo rispetto a quello del 2014 (1,4 per cento). Tale flessione ha riflesso una crescita più debole delle retribuzioni contrattuali (dall'1,7 per cento nel 2014 all'1,5 nel 2015) e una riduzione dei contributi previdenziali, connessa principalmente a fattori specifici nazionali (cfr. grafico 20). È probabile che l'espansione dei salari sia stata contenuta da una serie di fattori, fra cui il perdurare di un considerevole margine di capacità inutilizzata nel mercato del lavoro, il basso livello dell'inflazione e il protrarsi degli effetti delle riforme del mercato del lavoro adottate negli scorsi anni in vari paesi dell'area dell'euro. La debole dinamica salariale riflette anche la scarsa crescita della produttività, in parte riconducibile al fatto che il forte incremento dell'occupazione osservato di recente è avvenuto soprattutto nel settore dei servizi, dove i livelli di

produttività e dei salari sono stati relativamente bassi.

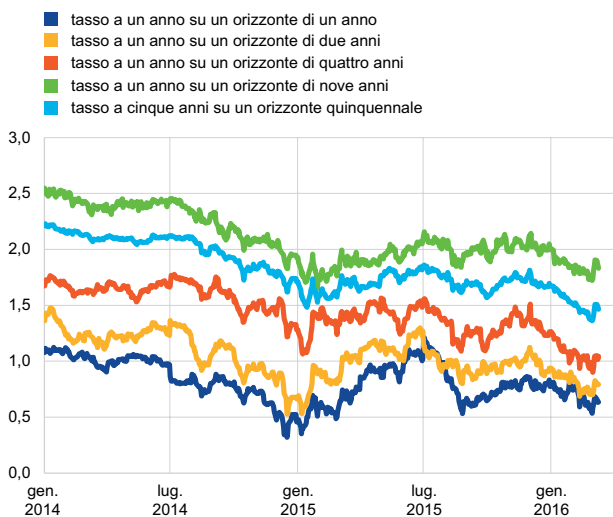
### Gli indicatori delle attese di inflazione a lungo termine desunti dai mercati sono diminuiti dalla metà di gennaio a fronte delle turbolenze dei mercati, mentre le misure basate sulle indagini sono rimaste più stabili.

Gli indicatori delle attese di inflazione sul breve e lungo periodo ricavati dai mercati sono rimasti su livelli molto contenuti e il tasso di inflazione a cinque anni su un orizzonte quinquennale ha raggiunto un nuovo minimo storico in febbraio. Questi livelli eccezionalmente bassi riflettono in parte una propensione relativamente debole nel mercato a detenere strumenti finanziari con flussi di cassa indicizzati all'inflazione. Ciò segnala che per gli operatori di mercato è estremamente improbabile che l'inflazione aumenti nel breve periodo. Allo stesso tempo, le misure delle attese di inflazione ricavate dai mercati potrebbero essere in qualche misura distorte in un contesto caratterizzato dalle rinnovate turbolenze sugli stessi e dalla fuga verso la liquidità. Più specificamente, il tasso swap indicizzato all'inflazione a cinque anni su un orizzonte quinquennale è sceso dall'1,58 all'1,46 per cento tra il 18 gennaio e il 9 marzo 2016 (cfr. grafico 21). Nonostante il calo dell'inflazione effettiva e degli indicatori di inflazione ricavati dai mercati,

## Grafico 21

### Misure delle attese di inflazione ricavate dal mercato

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 9 marzo 2016.

il rischio di deflazione valutato dal mercato è ancora molto limitato. A differenza degli indicatori basati sui mercati, le misure delle aspettative di inflazione a lungo termine desunte dalle indagini, come quelle incluse nella Survey of Professional Forecasters (SPF) e in Consensus Economics, hanno mostrato maggiore stabilità e tenuta alle correzioni al ribasso rispetto alle aspettative sul breve periodo. Secondo la più recente SPF della BCE, la previsione puntuale media per l'inflazione su un orizzonte a cinque anni si colloca all'1,8 per cento.

**In prospettiva, l'inflazione misurata sullo IAPC per l'area dell'euro si manterrebbe moderata nel 2016 per poi aumentare nel 2017 e nel 2018.** In base alle informazioni disponibili a metà marzo, le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE in marzo 2016 prevedono che l'inflazione rimanga molto contenuta, allo 0,1 per cento nel 2016, per poi salire all'1,3 nel 2017 e all'1,6 nel 2018 (cfr. grafico 17)<sup>2</sup>. Nell'orizzonte temporale della

proiezione, l'andamento dell'inflazione dei beni energetici dovrebbe svolgere un ruolo chiave nella definizione del profilo dell'inflazione armonizzata. Si prevede che l'inflazione dei beni energetici fornisca un contributo negativo nel 2016, ma positivo nel 2017 per via dei rialzi delle quotazioni petrolifere (in linea con le quotazioni dei contratti future sul petrolio) e dei forti effetti base al rialzo. L'inflazione di fondo (misurata, ad esempio, dallo IAPC al netto di energia e beni alimentari) dovrebbe salire gradualmente negli anni a venire, via via che il miglioramento delle condizioni sui mercati del lavoro e la riduzione della capacità produttiva inutilizzata si tradurranno in incrementi di salari e margini di profitto. L'aumento dell'inflazione sarà sostenuto dagli effetti delle misure di politica monetaria della BCE e dalla protratta trasmissione dei precedenti cali del tasso di cambio effettivo dell'euro. Rispetto all'esercizio di proiezione macroeconomica di dicembre 2015 condotto dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'inflazione misurata sullo IAPC sono state riviste al ribasso, riflettendo soprattutto i rincari dell'energia più contenuti.

<sup>2</sup> Cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel marzo 2016* pubblicate sul sito Internet della BCE il 10 marzo 2016.

## 5 Moneta e credito

La crescita monetaria rimane forte, mentre la crescita del credito si sta riprendendo solo gradualmente. Le fonti interne di creazione di moneta restano il principale fattore di crescita dell'aggregato monetario ampio. I bassi tassi d'interesse e gli effetti delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) e del programma ampliato di acquisto di attività (PAA) della BCE hanno contribuito al miglioramento delle dinamiche monetarie e del credito. I costi della provvista bancaria si sono stabilizzati intorno ai minimi storici. Pur se in presenza di una forte eterogeneità tra paesi, le banche hanno trasmesso il miglioramento delle loro condizioni di raccolta nella forma di minori tassi di interesse sui finanziamenti. Il miglioramento delle condizioni del credito ha continuato a sostenere la ripresa della crescita dei prestiti. Il flusso annuale totale di finanziamenti esterni alle società non finanziarie (SNF) è stato stimato in ulteriore crescita nel quarto trimestre del 2015, dopo essersi stabilizzato nei due trimestri precedenti.

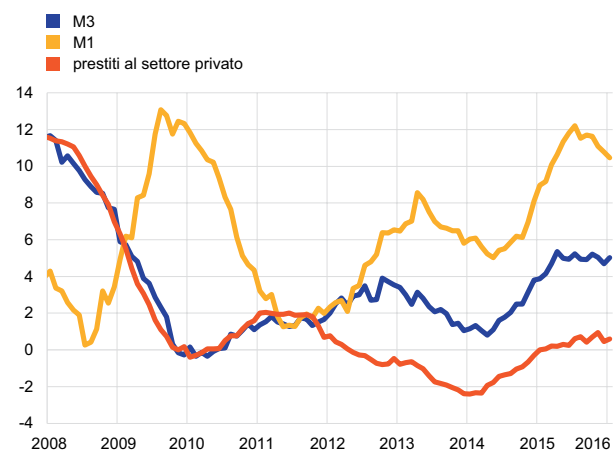
**La crescita dell'aggregato monetario ampio rimane forte.** In gennaio il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è rimasto elevato al 5,0 per cento, invariato rispetto al quarto trimestre del 2015 (cfr. grafico 22). La crescita monetaria si è concentrata ancora una volta sulle componenti più liquide dell'aggregato monetario ampio. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è diminuito a gennaio 2016, pur mantenendosi su livelli alti. Nel complesso, gli andamenti recenti dell'aggregato monetario ristretto indicano il proseguimento della ripresa dell'attività economica nell'area dell'euro.

**I depositi overnight, che rappresentano una quota rilevante di M1, continuano a stimolare la crescita di M3 (cfr. grafico 23).** Il contesto di tassi d'interesse molto bassi sta incentivando la detenzione delle componenti più liquide di M3. Questo andamento riflette inoltre i flussi in entrata relativi alla vendita di obbligazioni delle pubbliche amministrazioni, di obbligazioni bancarie garantite e dei titoli emessi a seguito di operazioni di cartolarizzazione dal settore detentore di moneta, nel quadro

**Grafico 22**

### M3, M1 e prestiti al settore privato

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



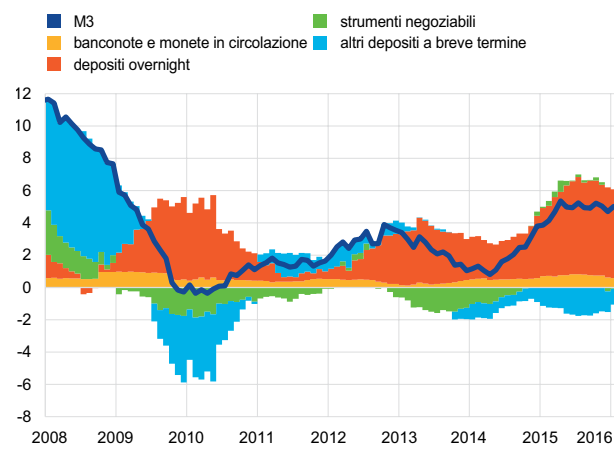
Fonte: BCE.

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

**Grafico 23**

### M3 e sue componenti

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



Fonte: BCE.

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

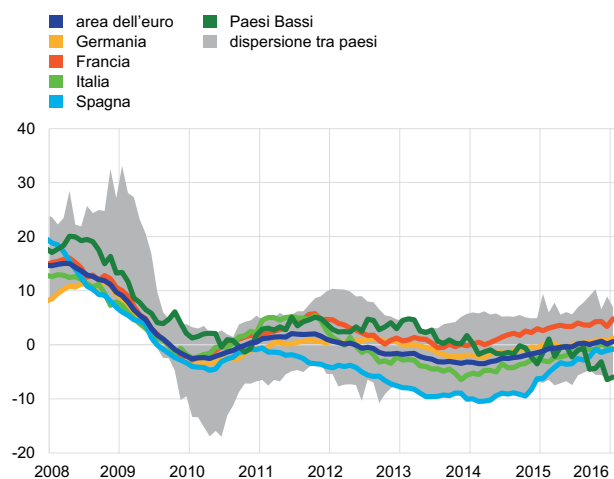


del PAA. Al contrario, i depositi a breve termine diversi da quelli overnight (ossia M2 meno M1) hanno continuato a contrarsi, seppure in misura minore rispetto ai mesi precedenti. Il tasso di crescita degli strumenti negoziabili (ossia M3 meno M2), che costituisce una piccola componente di M3, ha registrato valori negativi alla fine dello scorso anno, nonostante la ripresa delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari osservata dalla metà del 2014.

**Le fonti interne 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 punto di vista delle controparti, la principale fonte di creazione di moneta a gennaio 2016 è stata l'acquisto di obbligazioni da parte dell'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP), con un allontanamento dalle passività finanziarie a più lungo termine. Una percentuale significativa di tali attività è stata acquistata dalle IFM (ad esclusione dell'Eurosistema). Il tasso di crescita sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) rimane fortemente negativo, a -6,9 per cento nel mese di gennaio, sostanzialmente invariato rispetto al quarto trimestre del 2015. Ciò riflette da un lato l'andamento piatto della curva dei rendimenti, legato alle misure non convenzionali di politica monetaria adottate dalla BCE, che ha ridotto gli incentivi per gli investitori alla detenzione di attività bancarie a più lungo termine, dall'altro l'attrattiva delle OMRLT come alternativa alla raccolta bancaria a più lungo termine basata sul mercato. Inoltre, la creazione di moneta ha continuato a essere sostenuta dal credito erogato dalle IFM al settore privato

**Grafico 24**  
**Prestiti delle IFM alle SNF in alcuni paesi dell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

Note: corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni.

La dispersione tra paesi è calcolata in base ai valori minimi e massimi su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce a gennaio 2016.

nell'area dell'euro. Il contributo alla crescita di M3 sui dodici mesi da parte delle attività nette sull'estero del settore delle IFM è rimasto negativo. Tale andamento è attribuibile al deflusso di capitali dall'area dell'euro e al contestuale riequilibrio del portafoglio a favore di strumenti al di fuori dell'area (più precisamente di titoli governativi dell'area dell'euro venduti da non residenti nell'ambito del PSPP).

**Le dinamiche di prestito si sono riprese gradualmente, ma i prestiti bancari restano deboli.<sup>1</sup>**

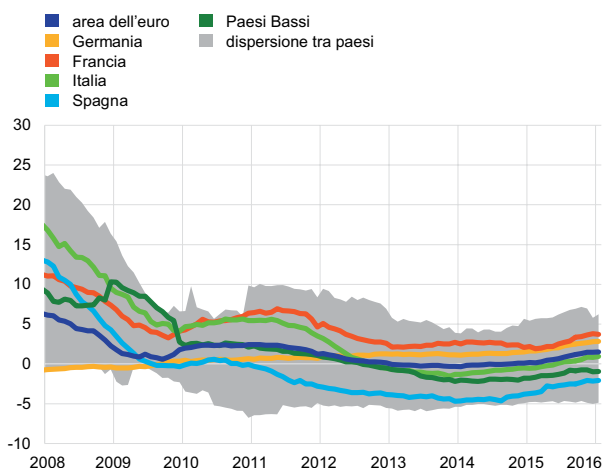
Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è rimasto sostanzialmente stabile nel quarto trimestre del 2015 e a gennaio 2016 (cfr. grafico 22). Pur rimanendo debole, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle SNF ha raggiunto un valore sensibilmente superiore rispetto al punto di minimo registrato nel primo trimestre del 2014 (cfr. grafico 24). Tale miglioramento è comune ai principali paesi, benchè i tassi di crescita dei prestiti restino negativi in alcuni di essi. Anche il tasso di crescita sui dodici

<sup>1</sup> Il 21 settembre 2015 la BCE ha pubblicato i nuovi dati sul credito corretti per cessioni e cartolarizzazioni sulla base di un metodo di correzione migliorato. Per ulteriori dettagli sull'argomento si rimanda al riquadro *Nuovi dati sui prestiti al settore privato corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni* nel numero 7/2015 di questo Bollettino.

## Grafico 25

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

Note: corretti per le cessazioni e le cartolarizzazioni.

La dispersione tra paesi è calcolata in base ai valori minimi e massimi su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce a gennaio 2016.

mesi dei prestiti alle famiglie (corretto per cessazioni e cartolarizzazioni) è migliorato leggermente nel quarto trimestre 2015 e a gennaio 2016 (cfr. grafico 25). Tali tendenze sono state supportate dalle considerevoli riduzioni dei tassi sui prestiti bancari che ha interessato l'intera area dell'euro dall'estate del 2014 (legate alle misure straordinarie di politica monetaria della BCE), nonché da miglioramenti sia dell'offerta sia della domanda dei prestiti bancari. Ciononostante, il consolidamento dei bilanci bancari e la presenza di livelli ancora molto elevati di prestiti in sofferenza in alcuni paesi continuano a ostacolare la crescita del credito.

#### I cambiamenti nei criteri di affidamento e nella domanda di prestiti continuano a sostenere l'accelerazione della crescita del credito.

L'indagine sul credito bancario dell'area dell'euro di gennaio 2016 ha individuato, come importanti fattori della crescente domanda di credito, il basso livello generale dei tassi d'interesse, l'aumentato fabbisogno finanziario per gli investimenti fissi e le prospettive del mercato

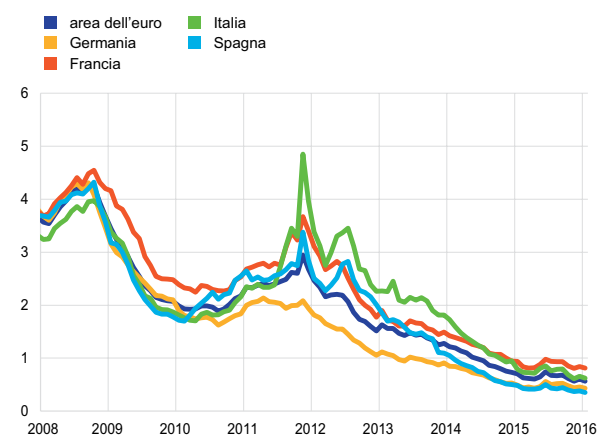
immobiliare (cfr. indagine su: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>). In tale contesto, il PAA ha avuto un effetto netto di allentamento dei criteri di concessione di credito, in particolare sui termini e sulle condizioni dei prestiti. Le banche hanno inoltre segnalato che la liquidità aggiuntiva proveniente dal PAA e dalle OMRLT è stata utilizzata per la concessione di prestiti, oltre che

per sostituire la raccolta proveniente da altre fonti. Nonostante tali andamenti positivi, la dinamica del credito rimane modesta, continuando a riflettere fattori quali le deboli condizioni economiche e il consolidamento dei bilanci degli istituti bancari. Inoltre, condizioni di prestito restrittive continuano a pesare negativamente sull'offerta di credito in alcuni paesi dell'area dell'euro.

## Grafico 26

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

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



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

Note: il costo composto dei depositi è calcolato come media dei tassi di interesse sulle nuove operazioni su depositi overnight, depositi con scadenza prestabilita e depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per i corrispondenti importi in essere. L'ultima osservazione si riferisce a gennaio 2016.

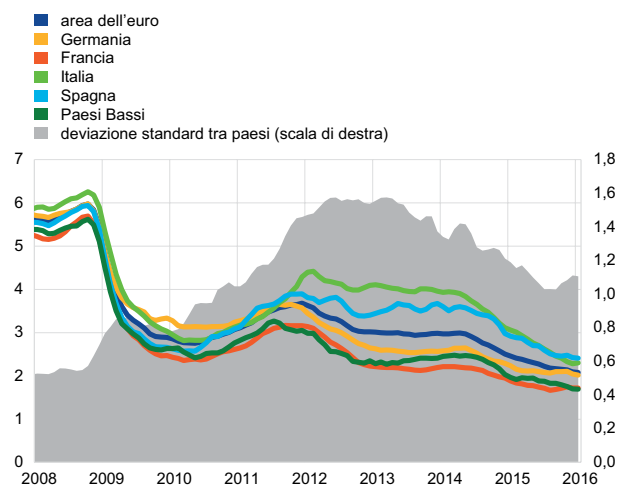
#### I costi della provvista bancaria rimangono vicini ai minimi storici, nonostante il riapprezzamento dei titoli obbligazionari all'inizio dell'anno.

Il costo composto del finanziamento bancario è risultato in calo per diversi anni (cfr. grafico 26) rispetto allo scenario di riscatto netto delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM. In generale, l'orientamento accomodante della politica monetaria della BCE, il rafforzamento dei bilanci e la sempre minore frammentazione dei mercati finanziari hanno sostenuto la diminuzione del costo composto della provvista bancaria. Contemporaneamente, per quanto riguarda l'accesso delle banche ai canali di finanziamento,

## Grafico 27

### Tassi compositi sui prestiti alle SNF

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



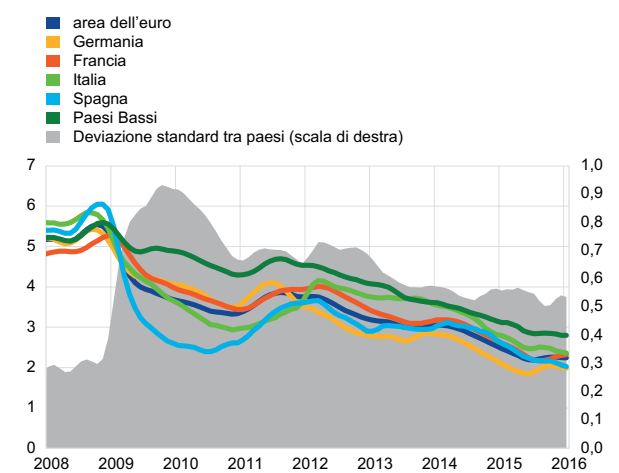
Fonte: BCE.

Note: L'indicatore per il costo totale dei prestiti bancari è calcolato aggregando i tassi a breve e a lungo termine mediante una media mobile di 24 mesi del volume delle nuove operazioni. La deviazione standard tra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce a gennaio 2016.

## Grafico 28

### Tassi compositi sui prestiti per l'acquisto di abitazioni

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



Fonte: BCE.

Note: L'indicatore del costo totale dei prestiti bancari è calcolato aggregando i tassi a breve e a lungo termine mediante una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. La deviazione standard tra paesi è calcolata per una composizione fissa di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce a gennaio 2016.

l'indagine sul credito bancario di gennaio 2016 evidenzia come, ad eccezione delle cartolarizzazioni, non vi sono stati altri miglioramenti rilevabili nel quarto trimestre del 2015 per gli altri principali strumenti di raccolta.

**I tassi bancari sui prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie sono rimasti sostanzialmente stabili a gennaio, ma sono diminuiti significativamente negli ultimi quattro anni (cfr. Grafici 27 e 28).** Nonostante i recenti

segnali di stabilizzazione, i tassi compositi sui prestiti bancari alle SNF e alle famiglie sono diminuiti in misura notevolmente maggiore rispetto ai tassi di riferimento del mercato a partire dal giugno 2014. Tale andamento è legato, fra l'altro, alla riduzione della frammentazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro e a una migliore trasmissione delle misure di politica monetaria ai tassi sui prestiti bancari. Inoltre, la diminuzione dei tassi compositi sui prestiti è stata indotta dal calo dei costi compositi della provvista bancaria. Da quando la BCE ha annunciato il proprio pacchetto di allentamento del credito a giugno 2014, le banche hanno progressivamente trasferito il calo dei costi della provvista sotto forma di tassi di prestito inferiori. Tra maggio 2014 e gennaio 2016 il tasso composito sui prestiti bancari alle società non finanziarie nell'area è diminuito di oltre 80 punti base, portandosi al 2,09 per cento. Nello stesso periodo, il tasso composito sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è diminuito di oltre 60 punti base, raggiungendo il 2,23 per cento a gennaio di quest'anno. Inoltre, il divario fra tassi di interessi applicati ai micro fidi (prestiti fino a 250 mila euro) e quelli applicati ai grandi fidi (prestiti oltre 1 milione di euro) nell'area dell'euro ha avuto un andamento decrescente a partire dall'introduzione delle misure di allentamento del credito; questo indica che le piccole e medie imprese stanno beneficiando maggiormente dei recenti andamenti dei tassi d'interesse rispetto alle grandi imprese.

**Il PAA e il pacchetto di allentamento del credito hanno contribuito a far diminuire in modo significativo la dispersione tra paesi dei costi dei prestiti alle SNF (misurata dalla deviazione standard).** Nei paesi vulnerabili dell'area dell'euro si sono osservate riduzioni particolarmente accentuate dei tassi sui prestiti bancari. Tuttavia, nonostante alcuni incoraggianti miglioramenti delle condizioni di offerta del credito a livello di area dell'euro, permangono differenze pronunciate nei criteri per la concessione del credito tra paesi e tra settori.

**Il flusso annuale totale di finanziamenti esterni alle SNF dell'area dell'euro è stimato in ulteriore crescita nel quarto trimestre del 2015, dopo essersi stabilizzato nei due trimestri precedenti.** I finanziamenti esterni alle SNF hanno raggiunto livelli simili a quelli registrati nell'autunno del 2011 (picco successivo alla crisi) e alla fine del 2004 (prima del periodo di eccessiva crescita del credito). La ripresa osservata nei finanziamenti esterni delle SNF a partire dall'inizio del 2014 è stata sostenuta dal rafforzamento dell'attività economica, dall'ulteriore riduzione del costo dei prestiti bancari, dall'allentamento delle condizioni di prestito e da un costo di mercato del debito ancora molto basso. Contemporaneamente, la liquidità detenuta dalle SNF nel quarto trimestre 2015 è aumentata ulteriormente fino a raggiungere nuovi massimi storici; un andamento, questo, legato ai bassi costi opportunità e a una maggiore incertezza dei mercati finanziari.

**L'emissione netta di titoli di debito da parte delle SNF è entrata in zona negativa a gennaio 2016.** Tale contrazione è verosimilmente riconducibile all'elevata volatilità del mercato e al rinvio delle operazioni di emissione programmate. Nel terzo trimestre dello scorso anno, gli utili non distribuiti hanno registrato un tasso di crescita sui dodici mesi nell'ordine delle due cifre: è molto probabile che il perdurare di tale forte crescita abbia inciso sull'emissione netta negli ultimi mesi. Da maggio 2015 l'emissione di titoli di debito è stata molto più debole che nei primi mesi dello stesso anno, quando era stata incentivata dall'annuncio e dall'attuazione del PAA. L'emissione netta di titoli quotati da parte delle SNF è anch'essa rimasta contenuta a partire dalla metà del 2015.

**Il costo nominale totale dei finanziamenti esterni alle SNF dell'area dell'euro è aumentato moderatamente a partire da dicembre 2015, dopo aver raggiunto i minimi storici lo scorso novembre.** Questa tendenza riflette principalmente il maggior costo del capitale proprio generato dalla diminuzione dei corsi azionari legata a una revisione al ribasso delle prospettive di crescita dell'economia mondiale e degli utili delle società. Al contempo, il costo del finanziamento del debito sul mercato è cresciuto solo leggermente.

## 6 Andamento della finanza pubblica

*Il disavanzo di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe mantenersi pressoché invariato nell'orizzonte temporale di previsione, poiché un orientamento delle politiche fiscali lievemente espansivo compenserebbe l'effetto di riduzione proveniente dal miglioramento del ciclo e dal calo degli interessi passivi. Benché l'attuale intonazione aggregata delle politiche di bilancio nell'area possa considerarsi sostanzialmente adeguata, l'orientamento di bilancio di diversi Stati membri desta timori per i rischi di inosservanza del Patto di stabilità e crescita (PSC). In particolare, i paesi con alti livelli di indebitamento devono compiere ulteriori sforzi di risanamento per condurre stabilmente il rapporto debito pubblico/PIL su un percorso discendente, rafforzando così la loro capacità di tenuta agli shock avversi.*

**Ci si attende che il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro rimanga sostanzialmente invariato nel periodo in esame, interrompendo la tendenza flettente iniziata nel 2011.** Secondo le proiezioni macroeconomiche di marzo 2016 degli esperti della BCE<sup>1</sup>, il rapporto fra disavanzo pubblico e PIL nell'area si dovrebbe mantenere al 2,1 per cento fino al 2017, per poi registrare una marginale riduzione di 0,1 punti percentuali nel 2018 (cfr. tavola 1). Rispetto all'esercizio del dicembre 2015, le prospettive per i conti pubblici hanno segnato un lieve peggioramento nell'arco temporale considerato, riflettendo fra l'altro effetti di trascinamento legati a una revisione al ribasso del PIL nominale per il 2015 e misure di bilancio leggermente più espansive.

**Tavola 1**

**Evoluzione della finanza pubblica nell'area dell'euro**

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

Fonti: Eurostat, BCE e proiezioni macroeconomiche di marzo 2016 degli esperti della BCE.

Note: i dati si riferiscono al settore aggregato delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro. Eventuali discrepanze sono dovute ad arrotondamenti.

**Secondo le attese, l'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro<sup>2</sup> risulterebbe lievemente espansivo nel periodo della proiezione.** Il leggero allentamento dell'intonazione aggregata delle politiche di bilancio può essere considerato sostanzialmente appropriato alla luce della ripresa ancora fragile. Esso deriva soprattutto da sgravi fiscali discrezionali, nonché da aumenti della spesa pubblica connessi all'afflusso di rifugiati che dovrebbero compensare del tutto il

<sup>1</sup> Cfr. le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel marzo 2016 (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201603.it.pdf>).

<sup>2</sup> L'orientamento delle politiche di bilancio è misurato dalla variazione del saldo di bilancio strutturale, ossia il saldo corretto per gli effetti del ciclo al netto di misure temporanee come l'assistenza pubblica a favore del settore finanziario.

contributo favorevole della componente ciclica e l'impatto positivo del calo degli interessi passivi sul disavanzo nominale. Secondo le proiezioni, l'allentamento dovrebbe essere particolarmente pronunciato in Germania, Italia e Paesi Bassi, mentre ulteriori sforzi di risanamento sono attesi in Irlanda e a Cipro.

**Il debito delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro diminuirà solo gradualmente dall'attuale livello elevato.** In base alle proiezioni, il rapporto tra debito e PIL nell'area dovrebbe scendere lentamente dal massimo del 92,1 per cento toccato nel 2014 per raggiungere l'89,2 per cento entro la fine del 2018. La prospettata riduzione del debito pubblico, più moderata di quanto atteso nelle proiezioni di dicembre 2015, sarebbe sostenuta da un'evoluzione favorevole del differenziale fra crescita e tassi di interesse, in considerazione del recupero previsto per l'economia e dei bassi tassi di interesse ipotizzati. In aggiunta, contribuiranno al miglioramento delle prospettive per i conti pubblici anche modesti avanzi primari e raccordi disavanzo-debito negativi, imputabili fra l'altro a introiti da privatizzazioni. In alcuni paesi, tuttavia, ci si attende un incremento del rapporto debito/PIL nell'orizzonte di proiezione. Nel 2018 una vasta maggioranza di paesi dell'area dell'euro continuerà a registrare un rapporto tra debito e PIL ben al di sopra del parametro del 60 per cento.

**Occorrono ulteriori sforzi di risanamento per condurre stabilmente il rapporto debito pubblico/PIL su un percorso discendente.** I paesi con alti livelli di indebitamento sono particolarmente vulnerabili a un rialzo dell'instabilità nei mercati finanziari, per il nesso ancora forte tra conti pubblici e settore finanziario. Inoltre, la loro capacità di adattamento a possibili shock avversi è piuttosto limitata. Nel recente *Fiscal Sustainability Report 2015*<sup>3</sup> (rapporto sulla sostenibilità delle finanze pubbliche del 2015) la Commissione europea ha rilevato che otto paesi dell'area dell'euro (Belgio, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Portogallo, Slovenia e Finlandia) sono esposti a rischi elevati per la sostenibilità del bilancio pubblico nel medio periodo, dovuti soprattutto agli alti livelli del debito e/o a cospicue passività implicite. Il documento indica che per affrontare i rischi individuati occorre dare piena attuazione ai requisiti di aggiustamento previsti dal PSC. Su questo sfondo, le conclusioni adottate dal Consiglio Ecofin l'8 marzo 2016<sup>4</sup> sottolineano la necessità per gli Stati membri di assicurare posizioni di bilancio sostenibili e rispettare le regole dell'UE in materia di finanza pubblica. In aggiunta, i paesi dovrebbero utilizzare i risparmi straordinari derivanti dall'attuale contesto di tassi di interesse modesti per costituire riserve e migliorare la capacità di tenuta a shock futuri.

**Per apportare un contributo più efficace e durevole alla crescita nel medio periodo, i paesi dovrebbero indirizzare i propri interventi di politica economica verso investimenti pubblici mirati, tenendo conto del margine di manovra offerto dai rispettivi bilanci.** Sebbene la quantificazione degli effetti macroeconomici sia soggetta a un alto grado di incertezza, ci si può attendere che gli investimenti pubblici esercitino un impatto positivo sulla domanda e incrementino il prodotto potenziale delle economie attraverso l'incremento dello stock di capitale

<sup>3</sup> Cfr. Commissione europea, *Fiscal Sustainability Report 2015* ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/eeip/pdf/ip018\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip018_en.pdf)).

<sup>4</sup> Cfr. [http://www.consilium.europa.eu/press-releases-pdf/2016/3/40802209647\\_en\\_635930313600000000.pdf](http://www.consilium.europa.eu/press-releases-pdf/2016/3/40802209647_en_635930313600000000.pdf).



pubblico (cfr. anche l'articolo *Gli investimenti pubblici in Europa* in questo numero del Bollettino economico).

**Se da un lato l'attuale orientamento aggregato delle politiche di bilancio nell'area dell'euro può essere ritenuto adeguato, dall'altro esso cela grandi differenze tra i singoli Stati membri, con crescenti rischi di inosservanza del PSC in alcuni dei paesi dove non vi è margine per interventi di bilancio.**

Nel tarare l'intonazione delle proprie politiche fiscali, i governi devono trovare un equilibrio fra la riduzione dell'alto livello del debito e l'esigenza di non ostacolare la ripresa, rispettando pienamente nel contempo i requisiti del PSC. I paesi che dispongono di margine di manovra nei conti pubblici fanno bene a utilizzarlo; un esempio è la Germania, che deve far fronte al consistente impatto di bilancio dell'afflusso di rifugiati. Per contro, i paesi dove tale margine è esaurito dovrebbero continuare ad attuare le misure necessarie alla piena conformità con il PSC, contrastando dunque i rischi per la sostenibilità delle finanze pubbliche e rafforzando la propria capacità di tenuta a shock futuri. Nella sua dichiarazione del 7 marzo 2016<sup>5</sup> l'Eurogruppo ha nuovamente evidenziato gli accresciuti rischi che i bilanci di previsione per il 2016 di alcuni paesi non ottemperino agli obblighi stabiliti dal PSC, ricordando inoltre che impegni assunti in precedenza non si sono ancora tradotti in azioni concrete. Rispetto all'esame dei progetti di documenti programmatici di bilancio condotto nel novembre 2015, il numero di Stati considerati a rischio di inosservanza è aumentato ulteriormente. In aggiunta ai quattro paesi dell'area dell'euro già individuati a novembre (Italia, Spagna, Austria e Lituania), l'Eurogruppo ravvisa adesso rischi di non conformità anche per il Portogallo, sulla base del nuovo progetto di documento programmatico presentato, nonché per Belgio e Slovenia, considerando in entrambi i casi una valutazione dei rischi più negativa che a novembre. Inoltre, sei Stati (Francia, Paesi Bassi, Lettonia, Malta, Finlandia e Irlanda) mostrerebbero almeno alcuni rischi di scostamento dai requisiti del PSC. Per quanto concerne la Francia, ci si attende che gli obiettivi per il disavanzo eccessivo siano raggiunti nel 2015 e nel 2016; tuttavia, si riscontrano lacune considerevoli nello sforzo strutturale per il periodo fino al 2017 (termine della procedura per i disavanzi eccessivi, PDE), che mettono a repentaglio la tempestiva correzione del disavanzo eccessivo. Nel caso dei Paesi Bassi, la spesa è considerata conforme al parametro di riferimento, ma per il biennio 2015-2016 è atteso un notevole peggioramento del disavanzo strutturale che darebbe luogo a una deviazione di 1,1 punti percentuali dall'obiettivo di medio termine (OMT)<sup>6</sup>. Nel complesso, è essenziale che gli strumenti di allerta precoce e di correzione introdotti nel quadro rafforzato per le finanze pubbliche trovino piena e coerente attuazione.

**Si riporta di seguito una breve panoramica dei setti paesi dell'area dell'euro valutati a rischio di inosservanza del PSC. L'analisi si concentra sulla posizione di bilancio attesa, sul seguito dato alla valutazione di novembre 2015 e, ove applicabile, sugli impegni assunti nella dichiarazione dell'Eurogruppo di marzo per ridurre i ritardi nell'azione di risanamento.**

<sup>5</sup> Cfr. [http://www.consilium.europa.eu/press-releases-pdf/2016/3/40802209632\\_en\\_635929785000000000.pdf](http://www.consilium.europa.eu/press-releases-pdf/2016/3/40802209632_en_635929785000000000.pdf).

<sup>6</sup> La Commissione ha considerato pienamente conformi al PSC i bilanci preventivi per il 2016 di quattro paesi (Germania, Estonia, Lussemburgo e Slovacchia).



Partendo dai paesi sottoposti al braccio correttivo, a marzo l'Eurogruppo ha rinnovato l'invito alla Spagna affinché attui misure aggiuntive per assicurare la correzione del disavanzo eccessivo nel 2016, tenuto conto che da novembre non sono stati varati interventi significativi. Secondo le previsioni di inverno della Commissione, la Spagna non assolverebbe gli impegni derivanti dalla PDE. L'obiettivo della PDE per il rapporto tra disavanzo complessivo e PIL nel 2016 verrebbe mancato dello 0,8 per cento; le stime indicano inoltre un divario molto ampio tra lo sforzo strutturale compiuto nell'arco di tempo della PDE (2013-2016) e quello richiesto. Il 9 marzo 2016 la Commissione ha pertanto emesso una raccomandazione autonoma in cui dichiara che rivaluterà in primavera, sulla base dei dati convalidati da Eurostat la cui pubblicazione è prevista per aprile, se passare allo stadio successivo della PDE.

Il Portogallo non avrebbe corretto il proprio disavanzo eccessivo entro la scadenza del 2015. Le previsioni di inverno della Commissione segnalano per l'anno scorso un disavanzo complessivo pari al 4,2 per cento del PIL, che includerebbe il cospicuo impatto sul bilancio pubblico dei costi di risoluzione di una banca. Alla luce degli ampi ritardi nello sforzo strutturale, non vi sono indicazioni di un seguito effettivo, che rappresenterebbe la condizione necessaria per prorogare la PDE senza passare alla fase successiva. La Commissione rivaluterà la situazione della PDE in primavera sulla scorta dei dati di bilancio del 2015 convalidati da Eurostat. Inoltre, con parere del 5 febbraio 2016 la Commissione ha giudicato a rischio di inosservanza del PSC il progetto di documento programmatico di bilancio per il 2016 che le autorità portoghesi avevano presentato a gennaio e modificato il 5 febbraio. Nelle dichiarazioni dell'11 febbraio e del 7 marzo l'Eurogruppo ha esortato le autorità del paese a predisporre ulteriori misure, volte ad assicurare che il bilancio di previsione del 2016 sia conforme al PSC.

Quanto ai paesi soggetti al braccio preventivo, le previsioni di inverno della Commissione indicano per l'Italia una differenza di 0,8 punti percentuali tra il PIL per il 2016 e il percorso di aggiustamento richiesto verso l'OMT. Rispetto alle previsioni dello scorso autunno, il divario si è ampliato a causa delle spese aggiuntive inserite nella legge di stabilità per il 2016, che hanno aumentato l'obiettivo di disavanzo di 0,2 punti percentuali al 2,4 per cento del PIL. Secondo le informazioni attualmente disponibili, quest'anno vi sarebbe il rischio di un significativo scostamento dai requisiti del braccio preventivo, anche qualora si decidesse in primavera di accordare maggiore flessibilità al paese. Inoltre, l'Italia non rispetterebbe la regola del debito né nel 2015 né nel 2016. Con queste premesse, l'Eurogruppo ha rinnovato l'invito a varare le misure necessarie affinché il bilancio di previsione per il 2016 osservi le regole del PSC. Il 9 marzo la Commissione ha comunicato le proprie riserve alle autorità italiane, dichiarando che valuterà in primavera se avviare una PDE per violazione del criterio del debito.

Secondo le previsioni di inverno della Commissione, neppure il Belgio dovrebbe rispettare la regola del debito nel 2015 e nel 2016. Le autorità del paese sono state quindi esortate sia dall'Eurogruppo, nella dichiarazione di marzo, sia dalla Commissione, con lettera del 9 marzo, ad adottare le misure strutturali necessarie ad assicurare la piena conformità con il PSC. In primavera la Commissione considererà l'opportunità di avviare una PDE sulla base del criterio del debito.

A marzo l'Eurogruppo ha valutato a rischio di inosservanza del PSC anche altri tre paesi sottoposti al braccio preventivo, ossia Slovenia, Austria e Lituania. Nel caso della Slovenia, le previsioni di inverno della Commissione indicano una correzione durevole del disavanzo eccessivo entro la scadenza del 2015, ma segnalano per il 2016 uno sforzo strutturale insufficiente rispetto ai requisiti del braccio preventivo. Quest'anno il saldo strutturale dell'Austria mostrerebbe uno scostamento dall'OMT pari a oltre lo 0,5 per cento del PIL, che potrebbe però essere considerato irrilevante alla luce dei costi legati ai rifugiati. La Lituania dovrebbe deviare in misura significativa dai requisiti di spesa del braccio preventivo.

## Riquadro 1

# Il rallentamento della produttività del lavoro negli Stati Uniti: fatti stilizzati e implicazioni economiche

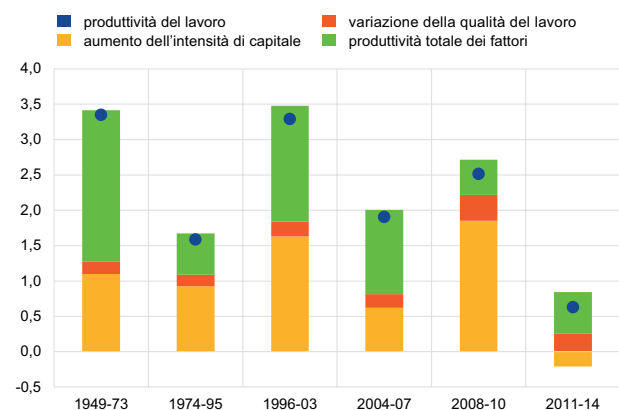
Le prospettive di crescita a lungo termine dell'economia statunitense sono importanti dal punto di vista degli andamenti economici dell'area dell'euro poiché gli Stati Uniti costituiscono un rilevante fattore trainante dell'attività mondiale. In tale paese il ritmo di incremento della produttività del lavoro, una determinante fondamentale delle prospettive di crescita a lungo termine, è stato sorprendentemente debole negli ultimi anni. Questo andamento è stato osservato anche in numerose economie avanzate ed emergenti<sup>1</sup>. Comprendere le ragioni del recente rallentamento è quindi importante al fine di valutare le prospettive di crescita economica negli Stati Uniti e, a sua volta, nell'area dell'euro.

### Fatti stilizzati e spiegazioni possibili

#### Grafico A

#### Scomposizione della crescita della produttività del lavoro

(contributi in punti percentuali alle variazioni percentuali medie sul periodo corrispondente)



Fonti: Bureau of Labor Statistics degli Stati Uniti.

Nota: la produttività del lavoro è definita come prodotto per ora lavorata.

Storicamente, la crescita della produttività del lavoro (definita come prodotto per ora lavorata) nel settore privato statunitense ha registrato notevoli variazioni (cfr. grafico A). Il tasso di incremento è stato elevato (3,3 per cento) nel periodo 1949-1973 e ha poi subito un netto calo (all'1,6 per cento) nei due decenni successivi.

La grande diffusione delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC) nel 1996-2003 ha dato origine al cosiddetto "miracolo della produttività", contraddistinto da un raddoppio del tasso di crescita della produttività del lavoro. Poiché i guadagni derivanti dalla forte espansione delle TIC erano stati in larga parte realizzati, il suddetto tasso è sceso all'1,9 per cento negli anni antecedenti la crisi (2004-2007). Se la Grande Recessione ha portato a una ripresa ciclica nel 2008-2010, nel periodo successivo la produttività del

lavoro ha evidenziato una dinamica deludente. Dal 2011 è aumentata in media di appena lo 0,5 per cento all'anno, contro un tasso di incremento di lungo periodo pari al 2,5 per cento.

<sup>1</sup> Cfr. *The future of productivity*, OCSE, 2015, e *Productivity Brief 2015*, The Conference Board, 2015.

**La scomposizione<sup>2</sup> della crescita della produttività del lavoro negli Stati Uniti suggerisce che il calo è riconducibile in gran parte al minore contributo dell'aumento dell'intensità di capitale e, in misura inferiore, alla dinamica più lenta della produttività totale dei fattori (PTF).** La PTF aveva già iniziato a rallentare prima della crisi finanziaria mondiale del 2008, per motivi parzialmente riconducibili al venir meno della precedente impennata indotta dalle TIC<sup>3</sup>, ma il rallentamento è stato intensificato dalla recessione successiva. Il contributo dell'aumento dell'intensità di capitale è invece inizialmente cresciuto durante la recessione, poiché il forte calo del numero totale di ore lavorate ha fatto salire nettamente lo stock di capitale per ora. Ciò è stato seguito da un calo pronunciato e una discesa in territorio negativo nel periodo 2011-2014. Negli ultimi anni il contributo della qualità del lavoro, la terza componente della produttività del lavoro, è aumentato rispetto ai decenni precedenti; tale andamento potrebbe essere dovuto al fatto che la recessione ha colpito in misura maggiore i lavoratori meno qualificati e ha quindi accresciuto l'efficienza aggregata di quanti hanno mantenuto il posto di lavoro.

**L'incremento dell'intensità di capitale è stato il più basso da oltre sessant'anni, per motivi principalmente riconducibili all'effetto congiunto del brusco rallentamento e, successivamente, della debole ripresa degli investimenti delle imprese e dell'aumento ciclico delle ore lavorate.** Il minor tasso di accumulo del capitale sembra principalmente dovuto alle prospettive modeste per l'attività economica e all'incertezza circa la possibilità che la crescita torni durevolmente sui livelli antecedenti la recessione. Anche errori di misurazione (soprattutto dei deflatori delle TIC) potrebbero spiegare in parte la debolezza degli investimenti durante l'espansione recente, determinando una sottostima del ritmo di incremento del PIL in termini reali e della produttività del lavoro<sup>4</sup>.

**La crescita della PTF è determinata da una moltitudine di fattori.** Tra questi figurano: le risorse spese per l'innovazione; le modalità con cui l'innovazione viene trasmessa al resto dell'economia e commercializzata al suo interno; il dinamismo delle imprese e del mercato del lavoro, che determina la rapidità di adozione delle innovazioni, i tempi di sopravvivenza delle imprese inefficienti e la facilità di spostamento del lavoro verso il suo utilizzo più produttivo; la possibile inefficienza

---

<sup>2</sup> Secondo il modello neoclassico di "growth accounting", la crescita della produttività del lavoro può essere scomposta nei contributi forniti dall'aumento dell'intensità di capitale, dalla qualità del lavoro e dalla PTF. L'aumento dell'intensità del capitale è definito come rapporto tra i servizi di capitale derivanti dallo stock di attività fisiche e di proprietà intellettuale e le ore lavorate. La qualità (o composizione) del lavoro misura l'effetto di variazioni nella composizione per età, livello di istruzione e genere delle forze di lavoro sull'efficienza delle ore lavorate. La crescita della PTF è misurata come residuo di Solow e rileva l'incremento di efficienza (in particolare l'aumento di efficienza e intensità degli input utilizzati nella produzione) dovuto a fattori diversi quali nuove tecnologie, processi operativi più efficienti e miglioramenti organizzativi.

<sup>3</sup> Cfr. Fernald, J., "Productivity and Potential Output before, during and after the Great Recession", Federal Reserve Bank of San Francisco, *Working Paper Series*, n. 2012-18, 2012.

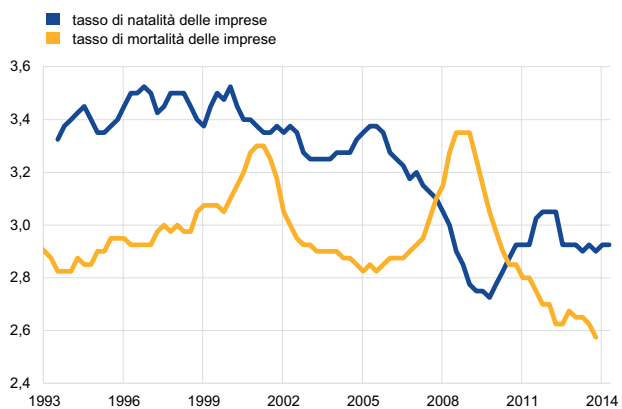
<sup>4</sup> Le cause principali di possibili errori di misurazione includono la riallocazione degli investimenti in computer dai prodotti fabbricati localmente a quelli importati, assieme alla minore efficacia degli sforzi per tener conto della crescente qualità dei prodotti nelle importazioni, oltre che l'impatto di una variazione della strategia di definizione del prezzo dei microprocessori da parte di Intel, che ha determinato distorsioni nella metodologia "matched model". Cfr. Byrne, D. e Pinto, E., "The recent slowdown in high-tech equipment price declines and some implications for business investment and labor productivity", FEDS Notes, 2015; Hatzius, J. e Dawsey, K., "Doing the Sums on Productivity Paradox 2.0.", Goldman Sachs US Economics Analyst, numero 15/30, 2015.

nell'allocazione delle risorse a causa di una crescita eccessiva delle attività e del credito.

## Grafico B

### Dinamismo economico misurato dai tassi di natalità e di mortalità delle imprese

(in percentuale del numero medio di imprese nell'anno precedente e corrente; medie mobili di quattro anni)



Fonti: Bureau of Labor Statistics degli Stati Uniti.

**Il rallentamento della PTF potrebbe essere collegato al minore dinamismo delle imprese, che potrebbe avere ridotto la velocità e la portata della trasmissione delle innovazioni all'interno dell'economia.**

Poiché la spesa per ricerca e sviluppo e il numero di domande di brevetto hanno evidenziato una buona tenuta negli ultimi anni, è improbabile che il calo delle risorse spese per l'innovazione costituisca una delle spiegazioni principali della minore crescita della PTF. Ciò è corroborato da un numero sempre maggiore di progressi tecnologici in ambiti scientifici quali la robotica e la stampa tridimensionale. Per contro, anche se l'economia statunitense è nota per il suo dinamismo in termini sia di facilità di avvio e chiusura di un'attività sia di flessibilità del mercato del lavoro, esistono evidenze di un indebolimento di tale dinamismo negli ultimi anni. In particolare, il tasso di costituzione di nuove imprese è diminuito nettamente durante l'ultima recessione e non ha ancora recuperato

(cfr. grafico B), il che potrebbe essere in parte connesso ai criteri più restrittivi di concessione del credito alle piccole imprese e alla minore propensione al rischio. Anche il tasso di fallimento delle imprese ha subito un calo. I minori tassi di natalità e di mortalità delle imprese possono segnalare l'esistenza di ostacoli allo spostamento delle risorse verso gli usi più produttivi.

**Inoltre, l'eccessivo accumulo di debito nel settore delle famiglie durante il boom immobiliare che ha preceduto la crisi finanziaria può avere pesato sulla crescita della PTF durante la fase di ripresa a causa di una distorta allocazione delle risorse.** Le famiglie hanno registrato livelli di debito eccessivi negli Stati Uniti per gran parte del periodo successivo al 2003 e questo ha determinato un periodo prolungato di ridimensionamento della loro leva finanziaria<sup>5</sup>. In questa fase di debito eccessivo delle famiglie, il settore delle abitazioni potrebbe avere richiamato un eccesso di risorse e abbassato la crescita della PTF.

## Implicazioni per la crescita del prodotto potenziale e dei salari

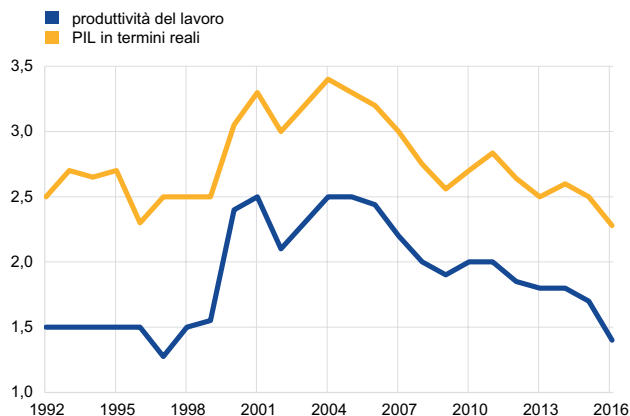
**Anche se gli analisti le hanno successivamente riviste al ribasso, le stime della crescita della produttività del lavoro a dieci anni sono superiori ai bassissimi livelli correnti, suggerendo una lieve ripresa.** Le previsioni mediane per la crescita a lungo termine del PIL in termini reali e della produttività del lavoro elaborate dal Survey of Professional Forecasters hanno subito una correzione verso il basso

<sup>5</sup> Cfr. Albuquerque, B., Baumann, U. e Krustev, G., "US household deleveraging following the Great Recession – a model-based estimate of equilibrium debt", The B.E. Journal of Macroeconomics, vol. 15, numero 1, 2014.

### Grafico C

#### Previsioni mediane della crescita della produttività del lavoro e del PIL in termini reali a dieci anni

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

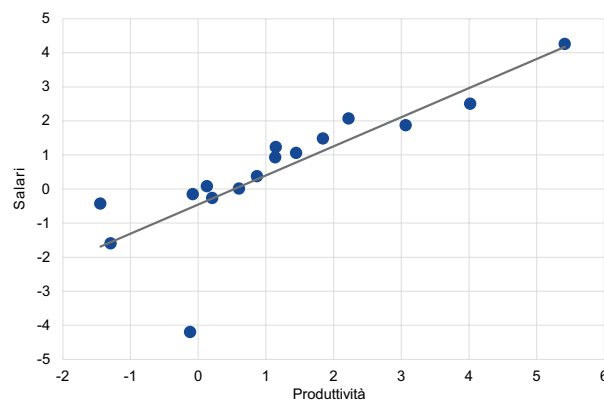


Fonte: Survey of Professional Forecasters e Federal Reserve Bank of Philadelphia.

### Grafico D

#### Crescita dei salari reali e della produttività nei diversi settori

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; media del periodo 1999-2014)



Fonti: Bureau of Economic Analysis degli Stati Uniti ed elaborazioni della BCE.  
Nota: il grafico copre 16 settori sulla base delle classificazioni NAICS. I salari reali sono calcolati utilizzando un deflatore del valore aggiunto.

dal 2004 e le stime più recenti si collocano rispettivamente al 2,3 e 1,4 per cento (cfr. grafico C), contro un tasso di incremento della produttività del lavoro pari allo 0,5 per cento dal 2011. Ciò è in linea con l'interpretazione secondo cui, se alcuni aspetti del rallentamento della produttività quali il dinamismo delle imprese possono dimostrarsi in una certa misura persistenti e recuperare solo gradualmente, i fattori ciclici - specie in relazione agli investimenti in beni di capitale - dovrebbero esaurirsi più rapidamente.

**In linea con l'atteso rallentamento della produttività rispetto alle medie storiche, anche i salari reali potrebbero registrare una crescita lievemente inferiore che in passato.** Nel lungo periodo, se non vi sono variazioni nell'incidenza del fattore lavoro, i salari reali dovrebbero aumentare in misura sostanzialmente in linea con la crescita della produttività del lavoro<sup>6</sup>. Nei diversi settori dell'economia statunitense è evidente una correlazione positiva tra la variazione dei salari reali per occupato e la crescita media della produttività del lavoro nel periodo 1999-2014 (cfr. grafico D), in un contesto in cui in gran parte dei settori i salari reali sono aumentati a un ritmo inferiore o simile a quello di incremento della produttività del lavoro. Nel periodo più recente (2011-2014) la crescita sia dei salari reali sia della produttività del lavoro è stata modesta.

<sup>6</sup> Cfr. anche Barro, L. e Faberman, J., "Wage Growth, Inflation and the Labor Share", Chicago Fed Letter, n. 349, 2015.

## Riquadro 2

# L'andamento attuale dei prezzi del petrolio

**Le quotazioni del petrolio sono scese del 70 per cento dal luglio del 2014.** In un'ottica di più lungo periodo, il calo dei prezzi del greggio può essere ricondotto agli ingenti investimenti effettuati in precedenza e alle innovazioni tecnologiche che hanno fatto aumentare notevolmente la produzione di petrolio in una fase di indebolimento della crescita. I progressi tecnologici hanno dato avvio alla rivoluzione del petrolio da scisti negli Stati Uniti e diversi anni di prezzi del greggio elevati, in un contesto di crescita sostenuta delle economie emergenti, hanno incoraggiato investimenti su larga scala nel petrolio. Dato il notevole disallineamento temporale tra gli investimenti e la produzione, l'offerta che ne è derivata è entrata nel mercato in un momento in cui la domanda di petrolio non era più in aumento. Sebbene l'offerta di petrolio da scisti abbia iniziato ad aumentare e la crescita della domanda globale abbia cominciato a rallentare già nel 2010 (ad esempio in Cina), le interruzioni dell'offerta in importanti paesi produttori di petrolio (Libia, Iran, Russia e Iraq) legate a tensioni geopolitiche hanno sostenuto i prezzi del greggio per diversi anni, prima del

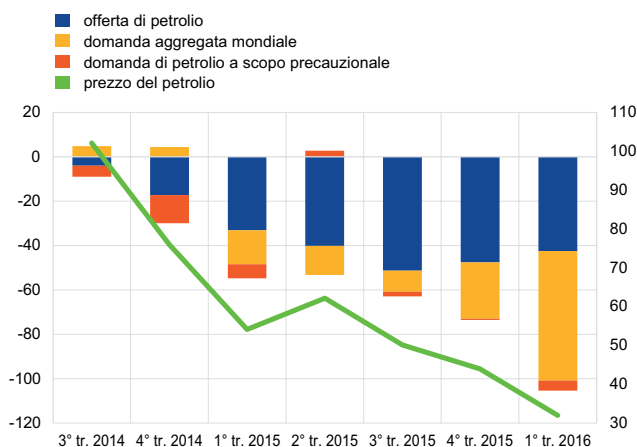
brusco calo osservato nell'estate del 2014. La decisione strategica dell'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) di non controbilanciare la flessione delle quotazioni con una riduzione della produzione, adottata alla riunione del novembre 2014, ha fatto diminuire ulteriormente i prezzi.

**Sebbene il calo dei corsi del petrolio dal 2014 sia ascrivibile sia a fattori di domanda che a fattori di offerta, i risultati basati su modelli mostrano che il calo iniziale può essere ricondotto prevalentemente a incrementi dell'offerta.** Più di recente, tuttavia, la domanda ha rappresentato il fattore dominante (cfr. grafico A). Stando ai calcoli degli esperti della BCE, circa il 60 per cento della flessione del 2014 è attribuibile a fattori di offerta. Dopo un recupero nei primi due trimestri del 2015, le quotazioni del petrolio sono tornate a scendere, con un'incidenza crescente di fattori di domanda. Ciò è perlopiù il riflesso del rallentamento della domanda aggregata, ma anche le aspettative di un calo dei prezzi legate alla crescita nei mercati emergenti e alla decisione dell'OPEC di non ridurre l'offerta (come evidenziato dallo shock della domanda a scopo precauzionale) hanno contribuito al recente calo. L'offerta dell'OPEC ha mostrato una tendenza al rialzo dalla metà del 2014, mentre la domanda di petrolio da parte dei

### Grafico A

#### Scomposizione del prezzo del petrolio basata su modelli

(asse di sinistra: contributi cumulati dei diversi shock petroliferi in punti percentuali, luglio 2014 = 0; asse di destra: prezzi nominali del petrolio in USD al barile)



Fonte: calcoli degli esperti della BCE.

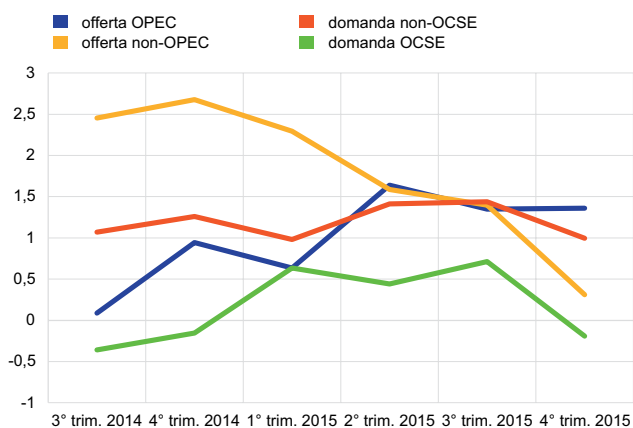
Note: l'ultima rilevazione risale al gennaio 2016. Le scomposizioni storiche sono state normalizzate per iniziare a zero nel luglio 2014, quando le quotazioni del greggio di qualità Brent hanno iniziato a diminuire. Un contributo in calo indica che uno specifico "shock petrolifero" ha concorso a far scendere i prezzi del petrolio e viceversa. Lo "shock petrolifero dal lato dell'offerta" riflette variazioni esogene della produzione di petrolio, lo "shock della domanda aggregata mondiale" esprime variazioni dei prezzi del petrolio che sono endogenamente causate dall'andamento della crescita economica mondiale e lo "shock della domanda di petrolio a scopo precauzionale" riflette i cambiamenti delle aspettative sull'equilibrio domanda/offerta di petrolio in futuro, come rispecchiato dalle scorte di petrolio. La scomposizione è basata su Kilian, L. e Murphy, D.P., "The role of inventories and speculative trading in the global market for crude oil", *Journal of Applied Econometrics*, 29(3), 2004, pagg. 454-78, e utilizza dati sulle quotazioni del petrolio, sulla produzione mondiale di petrolio e una proxy delle scorte globali di greggio e dell'attività economica mondiale.



## Grafico B

### Domanda e offerta mondiale di petrolio

(milioni di barili al giorno; variazioni sui dodici mesi)

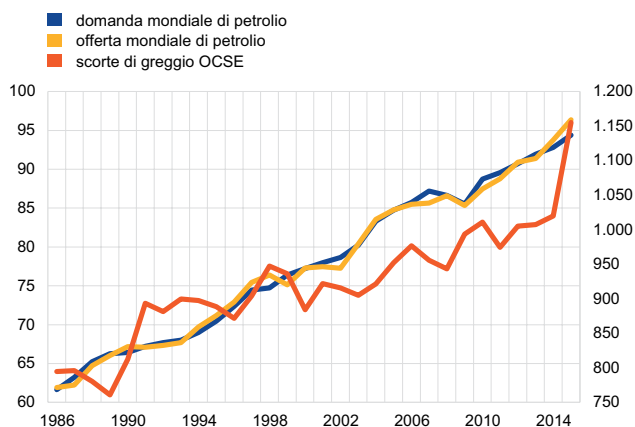


Fonte: Agenzia internazionale dell'energia.

## Grafico C

### Domanda, offerta e scorte di petrolio

(asse di sinistra: domanda e offerta mondiale di petrolio in milioni di barili al giorno - flusso variabile; asse di destra: scorte di greggio OCSE in milioni di barili - stock variabile)



Fonte: Agenzia internazionale dell'energia.

Nota: dati annuali; l'ultima rilevazione risale al 2015.

paesi non OCSE è rimasta sostenuta nel 2015. La domanda di greggio dei paesi OCSE è diminuita alla fine del 2015, principalmente per effetto di condizioni invernali miti negli Stati Uniti e in Europa, nonché di un indebolimento del clima economico nelle grandi economie emergenti (cfr. grafico B).

**Occorrerà tempo prima che l'attuale eccesso di offerta possa essere assorbito.** L'arrivo del petrolio da scisti statunitensi e, più in generale, le tecniche non convenzionali di esplorazione di petrolio rappresentano uno spostamento strutturale dal lato dell'offerta, che potrebbe far rimanere le quotazioni del petrolio più basse più a lungo. Un eccesso di offerta di quasi 1,4 milioni di barili in media nel 2014-15 ha spinto le scorte di greggio OCSE sui massimi storici (cfr. grafico C).<sup>1</sup>

**Un ribilanciamento dovrebbe comunque aver luogo nel corso del tempo.** Una soglia minima teorica per i prezzi del petrolio è legata al livello del costo marginale di produzione del petrolio da scisti statunitensi, che è stimato a circa 35 dollari al barile in media.<sup>2</sup>

**Tuttavia, diverse tipologie di produzione di petrolio, come il greggio da scisti statunitensi, hanno continuato a crescere nello scorso anno, nonostante il fatto che le quotazioni del petrolio siano inferiori ai rispettivi costi marginali stimati.** Infatti, oltre a questi costi marginali legati alla produzione, diversi altri fattori hanno un'incidenza. In primo luogo, i costi marginali differiscono sensibilmente a seconda della tipologia di petrolio e dello specifico giacimento, il che rende queste medie solo un indicatore approssimativo del momento in cui la produzione ne risentirebbe. In secondo luogo, è importante tenere conto della deflazione dei costi<sup>3</sup> e dell'incremento dell'efficienza produttiva, ossia i costi

marginali possono diminuire grazie a progressi sul fronte della produttività. Vi sono tuttavia già riscontri sul fatto che il numero di piattaforme petrolifere si è ridotto negli Stati Uniti, a indicazione di un calo dell'offerta nel corso del tempo.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> La domanda globale di petrolio nel 2014-15 è stata pari a circa 93,6 milioni di barili al giorno e l'offerta mondiale media è stata di 95 milioni di barile al giorno. L'eccesso di offerta è ammontato a circa l'1,5 per cento della domanda di petrolio globale giornaliera.

<sup>2</sup> Little, Arthur D., *Where now for oil?*, Viewpoint, 2015.

<sup>3</sup> La deflazione dei costi è un calo generale del costo di produzione del petrolio che, ad esempio, può derivare da un aumento dell'efficienza produttiva o da un calo dei costi dei servizi (come commissioni di servizio ridotte per i fornitori per scavare pozzi di petrolio o per sostenere attività quali l'ispezione, la cementazione, l'incamiciatura e il trattamento dei pozzi).

<sup>4</sup> Baker Hughes, 2016 (<http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=79687&p=irol-rigcountsoverview>).

**L'attuale curva dei future indica che i prezzi del petrolio dovrebbero rimanere entro un intervallo di 30-45 dollari al barile nei prossimi due anni.** Rispetto a tale proiezione, i rischi al ribasso per i prezzi del petrolio dal lato dell'offerta sono relativi a ulteriori incrementi della produzione mondiale di greggio per effetto di un recupero maggiore del previsto del petrolio iraniano e della persistente tenuta della produzione non OPEC, in particolare del petrolio da scisti statunitense. Dal lato della domanda, un rallentamento più marcato del previsto delle economie emergenti potrebbe incidere negativamente sulla domanda di petrolio. I principali rischi al rialzo sono costituiti da riduzioni più significative del previsto della produzione di petrolio dovute a tensioni geopolitiche e da un ridimensionamento più marcato dell'offerta se i prezzi del petrolio rimarranno persistentemente bassi. Dal 2017, anche se i principali rischi al ribasso continueranno a prevalere, i rischi saranno sempre più orientati al rialzo, in quanto, una volta che l'attività economica avrà iniziato a riprendersi, le significative riduzioni della spesa per investimenti potrebbero rendere più teso l'equilibrio tra domanda e offerta più rapidamente di quanto attualmente scontato dalla curva dei future.

# Riquadro 3

## Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 28 ottobre 2015 al 26 gennaio 2016

**Questo riquadro descrive le operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE durante il settimo e l'ottavo periodo di mantenimento delle riserve del 2015, ossia dal 28 ottobre all'8 dicembre 2015 e dal 9 dicembre 2015 al 26 gennaio 2016.** Nel periodo in esame i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale (ORP) e su quelle di rifinanziamento marginale (ORM) sono stati lasciati invariati, rispettivamente allo 0,05 e 0,30 per cento. Il tasso sui depositi presso la banca centrale è stato invece ridotto di 10 punti base, dal -0,20 per cento al -0,30 per cento, con effetto dal 9 dicembre 2015<sup>1</sup>. Il 16 dicembre è stata regolata la sesta operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT), per un importo di 18,3 miliardi di euro, rispetto ai 15,5 miliardi dell'operazione precedente nel mese di settembre. L'ammontare totale assegnato nelle prime sei OMRLT si è portato così a 417,9 miliardi di euro<sup>2</sup>. L'Eurosistema ha inoltre continuato ad acquistare titoli del settore pubblico, obbligazioni garantite e attività cartolarizzate nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività (PAA), per un importo programmato di 60 miliardi di euro al mese. Nel dicembre 2015 il Consiglio direttivo ha deciso di estendere l'orizzonte del PAA: secondo le intenzioni, gli acquisti mensili saranno ora condotti sino alla fine di marzo 2017 o fino a che non si risconterà un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi verso l'obiettivo di medio termine di un'inflazione inferiore ma prossima al 2 per cento. Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di reinvestire, sino a quando sarà necessario, il capitale rimborsato sui titoli acquistati nell'ambito del PAA<sup>3</sup>.

### 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 706,5 miliardi di euro, ossia a 60,1 miliardi in più rispetto al periodo di riferimento precedente (ovvero al quinto e sesto periodo di mantenimento dell'anno).** Il maggiore fabbisogno di liquidità è pressoché

<sup>1</sup> 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 posto 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.

<sup>2</sup> Per ulteriori informazioni sugli importi aggiudicati nelle OMRLT, cfr. gli analoghi riquadri nelle edizioni precedenti del Bollettino economico, o il sito Internet della BCE: [www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/html/index.en.html)

<sup>3</sup> Per informazioni dettagliate sul PAA, cfr. il sito Internet della BCE: [www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omt/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omt/html/index.en.html)

interamente ascrivibile a una crescita dei fattori autonomi, aumentati di 59,9 miliardi di euro, a 593,3 (cfr. tavola).

## Tavola

Situazione di liquidità dell'Eurosistema

	Dal 28 ottobre 2015 al 26 gennaio 2016	Dal 22 luglio al 27 ottobre 2015	Ottavo periodo di mantenimento	Settimo periodo di mantenimento
<b>Passività - Fabbisogno di liquidità (valori medi in miliardi di euro)</b>				
<b>Fattori di liquidità autonomi</b>	<b>1.715,8 (+40,1)</b>	<b>1.675,7</b>	<b>1.720,1 (+9,3)</b>	<b>1.710,8 (+18,0)</b>
Banconote in circolazione	1.065,3 (+11,4)	1.053,9	1.072,8 (+16,3)	1.056,5 (+4,1)
Depositi delle amministrazioni pubbliche	87,6 (+8,3)	79,3	82,5 (-11,1)	93,5 (-1,6)
Altri fattori autonomi	563,0 (+20,5)	542,5	564,8 (+4,0)	560,8 (+15,6)
<b>Strumenti di politica monetaria</b>				
Conti correnti	527,9 (+81,0)	446,9	557,1 (+63,3)	493,8 (+28,5)
Riserve obbligatorie minime	113,2 (+0,2)	113,0	113,3 (+0,2)	113,1 (-0,2)
Depositi presso la banca centrale	185,7 (+35,3)	150,4	196,6 (+23,5)	173,1 (+20,3)
Operazioni di regolazione puntuale finalizzate all'assorbimento di liquidità	0,0 (+0,0)	0,0	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)
<b>Attività - Offerta di liquidità (valori medi in miliardi di euro)</b>				
<b>Fattori di liquidità autonomi</b>	<b>1.122,9 (-19,6)</b>	<b>1.142,5</b>	<b>1.123,7 (+1,9)</b>	<b>1.121,9 (-13,9)</b>
Attività nette sull'estero	611,9 (-11,4)	623,2	611,6 (-0,6)	612,2 (-6,9)
Attività nette denominate in euro	511,0 (-8,3)	519,3	512,1 (+2,5)	509,7 (-7,0)
<b>Strumenti di politica monetaria</b>				
Operazioni di mercato aperto	1.306,9 (+176,5)	1.130,4	1.350,3 (+94,2)	1.256,1 (+80,6)
Operazioni d'asta offerte	532,5 (-0,9)	533,4	538,5 (+13,1)	525,4 (-6,9)
ORP	69,1 (-2,2)	71,3	71,6 (+5,5)	66,1 (-4,1)
ORLT a tre mesi	55,3 (-18,3)	73,6	51,6 (-8,0)	59,7 (-9,5)
ORLT mirate	408,1 (+19,6)	388,5	415,3 (+15,7)	399,6 (+6,7)
Portafogli definitivi	774,4 (+177,4)	597,0	811,8 (+81,0)	730,7 (+87,6)
Primo programma				
per l'acquisto di obbligazioni garantite	20,6 (-1,6)	22,2	20,5 (-0,3)	20,8 (-1,1)
Secondo programma				
per l'acquisto di obbligazioni garantite	9,8 (-0,8)	10,5	9,6 (-0,3)	9,9 (-0,4)
Terzo programma				
per l'acquisto di obbligazioni garantite	140,2 (+25,2)	114,9	144,4 (+9,2)	135,2 (+12,9)
Programma per il mercato dei titoli finanziari	123,1 (-5,4)	128,5	122,9 (-0,5)	123,3 (-3,8)
Programma per l'acquisto di attività cartolarizzate	15,2 (+3,3)	11,9	15,5 (+0,5)	15,0 (+1,8)
Programma di acquisto del settore pubblico	465,5 (+156,5)	308,9	498,8 (+72,3)	426,5 (+78,3)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,1 (-0,2)	0,4	0,2 (+0,1)	0,1 (-0,0)
<b>Altre informazioni basate sulla liquidità (valori medi in miliardi di euro)</b>				
Fabbisogno aggregato di liquidità	706,5 (+60,1)	646,5	710,1 (+7,7)	702,4 (+31,7)
Fattori autonomi*	593,3 (+59,9)	533,5	596,8 (+7,5)	589,3 (+31,8)
Liquidità in eccesso	600,3 (+116,4)	483,9	640,2 (+86,5)	553,7 (+49,0)
<b>Andamento dei tassi di interesse (valori percentuali)</b>				
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	-0,25 (-0,05)	-0,20	-0,30 (-0,10)	-0,20 (+0,00)
Media EONIA	-0,184 (-0,055)	-0,130	-0,227 (-0,091)	-0,135 (+0,003)

Fonte: BCE.

\* Il valore complessivo dei fattori autonomi comprende "voci in via di definizione".

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

### L'aumento dei fattori autonomi ha avuto origine principalmente dagli incrementi dei fattori di assorbimento della liquidità, ossia banconote in circolazione, depositi delle amministrazioni pubbliche e altri fattori autonomi.

Gli altri fattori autonomi si sono situati in media a 563 miliardi di euro, in crescita di 20,5 miliardi rispetto al periodo precedente, soprattutto per effetto di un aumento dei conti di rivalutazione trimestrali. Le banconote in circolazione sono aumentate in particolare durante le vacanze invernali, seguendo così il consueto profilo stagionale. Esse si sono collocate in media a 1.065,3 miliardi di euro, 11,4 miliardi in più rispetto al periodo precedente. Anche i depositi delle amministrazioni pubbliche hanno concorso alla crescita del fabbisogno di liquidità, registrando in media un incremento di 8,3 miliardi, a 87,6 miliardi. L'aumento contenuto dei depositi delle amministrazioni pubbliche indica che, sebbene alcune tesorerie siano disposte ad accettare tassi più

bassi nel mercato, la maggior parte di loro continua a disporre di poche alternative di collocamento. L'ulteriore riduzione del tasso sui depositi presso la banca centrale al -0,30 per cento ha accresciuto per le tesorerie il costo del deposito di fondi presso l'Eurosistema. D'altra parte, i maggiori livelli della liquidità in eccesso tendono ad avvicinare ancora di più i tassi del mercato monetario al tasso sui depositi presso la banca centrale.

**I fattori di immissione di liquidità sono diminuiti nel periodo in esame, sulla scia di un calo delle attività nette sull'estero e delle attività nette denominate in euro.** Il decremento di 11,4 miliardi di euro delle attività nette sull'estero è risultato principalmente da un effetto di svalutazione di fine trimestre relativo al terzo e al quarto trimestre del 2015. La svalutazione, a sua volta, è ascrivibile soprattutto al calo del valore dell'oro espresso in dollari USA, che è stato solo in parte controbilanciato da un deprezzamento dell'euro nel quarto trimestre. Le attività nette in euro, inoltre, si sono collocate in media a 511,0 miliardi di euro, in calo di 8,3 miliardi rispetto al periodo precedente. Questo calo è stato provocato da una diminuzione delle attività finanziarie detenute dall'Eurosistema a fini diversi dalla politica monetaria, nonché da un leggero aumento delle passività detenute dagli istituti esteri presso le banche centrali nazionali. Gli istituti esteri hanno accresciuto le proprie disponibilità malgrado l'ulteriore taglio del tasso sui depositi presso la banca centrale, che ha fatto aumentare il costo dei collocamenti presso le banche centrali nazionali. Tale scelta potrebbe pertanto rispecchiare una maggiore scarsità di alternative attraenti di investimento nel mercato.

**La volatilità dei fattori autonomi ha continuato a essere elevata nel periodo in esame,** in particolare di riflesso alle ampie oscillazioni dei depositi delle amministrazioni pubbliche e alla rivalutazione trimestrale delle attività nette sull'estero e delle attività nette denominate in euro. La volatilità è rimasta sostanzialmente invariata rispetto al periodo di riferimento precedente, mentre è proseguita la tendenza al rialzo del livello dei fattori autonomi.

**L'errore assoluto medio nelle previsioni settimanali dei fattori autonomi è aumentato di 0,8 miliardi di euro, a 7,2 miliardi, principalmente in ragione degli errori di previsione relativi ai depositi delle amministrazioni pubbliche.** Di fronte ai livelli crescenti della liquidità in eccesso e ai valori sempre più negativi dei tassi del mercato monetario a breve termine, è divenuto più difficile anticipare le attività di investimento delle tesorerie.

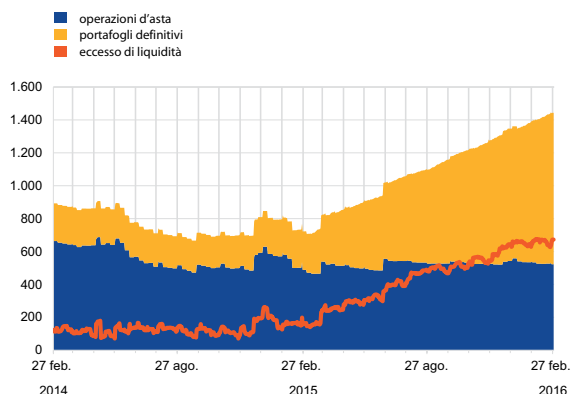
## Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

**L'ammontare medio della liquidità offerta tramite operazioni di mercato aperto (operazioni d'asta e acquisti in via definitiva) è aumentato di 176,5 miliardi di euro, raggiungendo 1.306,9 miliardi di euro (cfr. grafico).** Questo aumento è dovuto esclusivamente agli acquisti in via definitiva, soprattutto nell'ambito del programma di acquisto di titoli del settore pubblico, mentre le operazioni d'asta sono rimaste pressoché invariate.

## Grafico

Andamento degli strumenti di politica monetaria ed eccesso di liquidità

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

**Il livello medio della liquidità offerta tramite operazioni d'asta è diminuito di 0,9 miliardi di euro, a 532,5 miliardi. L'aumento della liquidità media offerta mediante le OMRLT è stato infatti più che compensato dal calo relativo alle operazioni ordinarie.** Più precisamente, le ORP e le ORLT a tre mesi sono diminuite di 2,2 e 18,3 miliardi di euro rispettivamente. L'ammontare in essere delle OMRLT è aumentato di 19,6 miliardi di euro, segnando l'aumento maggiore nell'ottavo periodo di mantenimento, con l'aggiudicazione dell'OMRLT del dicembre 2015.

**Il livello medio della liquidità offerta tramite portafogli di attività detenute a titolo definitivo è aumentato di 177,4 miliardi di euro, a 774,4 miliardi, soprattutto per effetto del programma di acquisto di titoli del settore pubblico.** La liquidità media

offerta mediante questo programma, tramite il terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite e il programma di acquisto di attività cartolarizzate è aumentata rispettivamente di 156,5, 25,2 e 3,3 miliardi di euro. Il rimborso delle obbligazioni detenute nell'ambito del programma per il mercato dei titoli finanziari e dei due precedenti programmi di acquisto di obbligazioni garantite si è elevato a 7,8 miliardi di euro.

## Liquidità in eccesso

**A seguito degli andamenti sopra illustrati, nel periodo in esame la liquidità in eccesso media è aumentata di 116,4 miliardi di euro, a 600,3 miliardi (cfr. grafico).** Gran parte dell'aumento ha avuto luogo nell'ottavo periodo di mantenimento, quando la liquidità in eccesso media è cresciuta di 86,5 miliardi di euro per effetto dei protratti acquisti e di un incremento solo modesto dei fattori autonomi. Nel settimo periodo di mantenimento la liquidità in eccesso media è salita più moderatamente, di 49,0 miliardi di euro. Questo aumento relativamente contenuto si deve principalmente all'incremento dei fattori autonomi, che ha in parte assorbito l'espansione del PAA.

**La crescita della liquidità in eccesso ha avuto riscontro in un aumento della media delle disponibilità di conto corrente, cresciuta di 81,0 miliardi di euro, fino a 527,9 miliardi.** L'aumento è stato meno pronunciato nel settimo periodo di mantenimento, ad un livello medio di 28,5 miliardi di euro, a fronte di 63,3 miliardi nel periodo di mantenimento successivo. Il ricorso ai depositi presso la banca centrale è anch'esso aumentato, sebbene in misura inferiore (35,3 miliardi di euro), collocandosi a 185,7 miliardi di euro.

## Andamenti dei tassi di interesse

**Nel periodo in esame i tassi del mercato monetario hanno continuato a diminuire sulla scia della riduzione al -0,30 per cento del tasso sui depositi presso la banca centrale.** Nel segmento non garantito, il tasso Eonia si è collocato

in media a -0,184 per cento, in calo rispetto al -0,130 per cento del precedente periodo di riferimento. Mentre nel settimo periodo di mantenimento l'Eonia è rimasto pressoché invariato, il taglio di 0,10 punti percentuali del tasso sui depositi presso la banca centrale, con effetto dall'ottavo periodo di mantenimento, si è trasmesso quasi interamente all'Eonia, facendolo diminuire di 0,091 punti percentuali. Nel contesto di protratto aumento della liquidità in eccesso, la trasmissione ai tassi di mercato è avvenuta ordinatamente. In aggiunta, i tassi overnight nel segmento garantito sono calati in linea con il tasso sui depositi presso la banca centrale, avvicinandovisi ulteriormente. I tassi medi dei pronti contro termine overnight nel mercato GC Pooling<sup>4</sup> sono scesi a -0,246 e -0,238 per cento, rispettivamente, per il paniere dei collateral standard e per quello ampliato, ovvero di 0,059 e 0,055 punti percentuali rispetto al periodo di riferimento precedente.

---

<sup>4</sup> Il mercato GC Pooling consente la negoziazione dei pronti contro termine sulla piattaforma Eurex a fronte di panieri standardizzati di collateral.



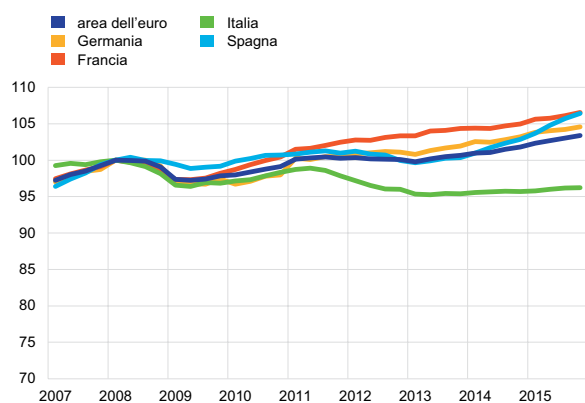
## Riquadro 4

### Fattori all'origine dell'attività relativamente intensa nel settore dei servizi dell'area dell'euro

#### Grafico A

Valore aggiunto dell'insieme dei servizi nell'area dell'euro e nei quattro paesi più grandi dell'area

(T1 2008=100; dati concatenati, destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)

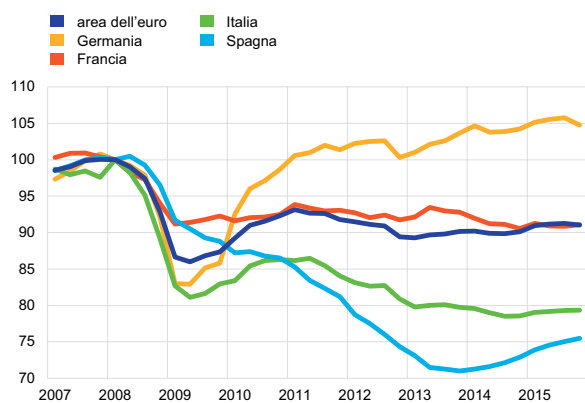


Fonte: Eurostat.

#### Grafico B

Valore aggiunto dell'industria nell'area dell'euro e nei quattro paesi più grandi dell'area

(T1 2008=100; dati concatenati, destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: Eurostat.

**Il settore dei servizi ha fornito un contributo determinante alla ripresa in atto nell'area dell'euro sin dal primo trimestre del 2013, ponendo la questione di individuare i fattori specifici all'origine dell'attività relativamente intensa osservata in questo settore.**<sup>1</sup> La totalità dei servizi (di mercato e non) rappresenta circa tre quarti del valore aggiunto complessivo nell'area dell'euro. Il valore aggiunto dell'insieme dei servizi è cresciuto continuamente in termini di volume dal livello minimo del primo trimestre del 2013 fino a raggiungere i massimi storici (cfr. grafico A). Dal primo trimestre del 2013 ai servizi di mercato si deve quasi il 90 per cento della crescita totale del valore aggiunto dei servizi nell'area dell'euro. Nel 2015, per contro, il valore aggiunto dell'industria (comprese le costruzioni) nell'area dell'euro era ancora inferiore di quasi il 10 per cento al picco raggiunto all'inizio del 2008 (cfr. grafico B). Guardando ai paesi più grandi dell'area, emerge un quadro analogo, con le principali eccezioni di un valore aggiunto relativamente debole per l'insieme dei servizi in Italia e di un valore aggiunto a livelli record per l'industria tedesca negli ultimi trimestri.

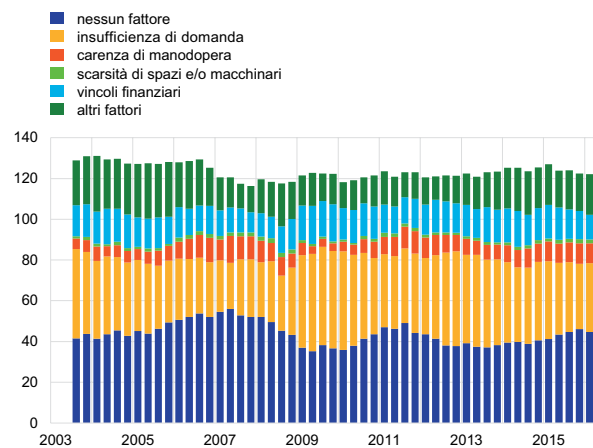
**L'indagine trimestrale della Commissione europea sul settore dei servizi dell'area dell'euro fornisce indicazioni sui fattori che ne stimolano o frenano l'attività nel comparto di mercato.** L'indagine chiede agli intervistati di segnalare i fattori principali che al momento dell'indagine limitano l'attività della loro impresa e propone la scelta di uno o più fattori tra insufficienza di domanda, carenza di manodopera, scarsità di spazi e/o macchinari, vincoli finanziari, altri fattori e nessun fattore, a seconda degli elementi che interessano o meno la singola impresa. Questi fattori sono riportati in percentuale del numero totale di intervistati.

<sup>1</sup> Per una descrizione più dettagliata degli andamenti tra settori a livello dell'area dell'euro, cfr. l'articolo *L'attività settoriale nell'area dell'euro dal 2008* nel numero di maggio 2014 del Bollettino mensile della BCE.

## Grafico C

### Fattori che limitano l'attività del settore dei servizi nell'area dell'euro

(in percentuale del totale degli intervistati)



Fonte: Commissione europea.

Nota: la somma supera il 100 per cento perché le imprese possono segnalare più di un fattore di ostacolo alla rispettiva attività.

**Benché si sia rafforzata, la domanda continua a essere segnalata come il fattore di maggiore ostacolo all'attività da parte delle imprese dell'area dell'euro operanti nei servizi di mercato, mentre si evidenzia un allentamento dei vincoli finanziari rispetto a quanto segnalato nello stesso periodo dell'anno scorso.**

Durante la ripresa in atto, quasi metà di tutte le imprese di servizi intervistate dichiarano di non aver riscontrato vincoli alla loro attività, come suggerisce l'indicatore sull'assenza di tali fattori, pari al 45 per cento a gennaio 2016 (cfr. grafico C). Nonostante ciò, il dato è aumentato stabilmente dal quarto trimestre del 2012; questo esito rispecchia l'evoluzione del grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore dei servizi, anch'esso cresciuto con continuità dal quarto trimestre del 2012. In gennaio 2016 un terzo delle imprese intervistate ha segnalato un'insufficienza di domanda; tale fattore si attesta quindi come l'impedimento singolo più importante all'attività dei servizi di mercato, sebbene la sua

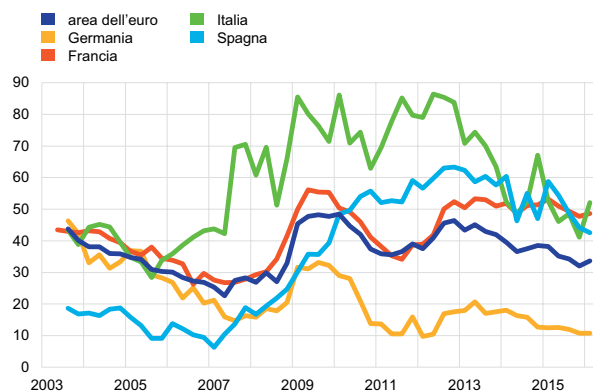
rilevanza sia diminuita nell'ultimo anno. Le risposte che non indicano alcun fattore di ostacolo all'attività o che lamentano un'insufficienza di domanda si sono rivelate le scelte di gran lunga più frequenti delle imprese operanti nei servizi (come accade di consueto, anche nel comparto manifatturiero e in quello delle costruzioni). Con il 20 per cento, la segnalazione di altri fattori è stata la terza risposta in ordine di scelta nel gennaio di quest'anno, con una maggiore frequenza rispetto al periodo recessivo 2011-13. Le imprese nel settore dei servizi hanno beneficiato del miglioramento delle condizioni finanziarie, visto che i vincoli finanziari sono stati indicati come uno dei fattori di ostacolo all'attività dal 12 per cento degli intervistati in gennaio, a fronte

del 16 per cento di un anno fa. Questo miglioramento di 4 punti percentuali è stato di entità analoga a quello dell'indicatore della domanda nell'arco dello stesso periodo. Per concludere il quadro, la carenza di manodopera è stata menzionata dal 10 per cento delle imprese di servizi, mentre il fattore relativo alla scarsità di spazi e/o macchinari è stato evidenziato solo dal 2 per cento circa.

## Grafico D

### Indicatore dell'insufficienza di domanda per il settore dei servizi nell'area dell'euro e nei quattro paesi più grandi dell'area

(in percentuale del totale degli intervistati)



Fonte: Commissione europea.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2016.

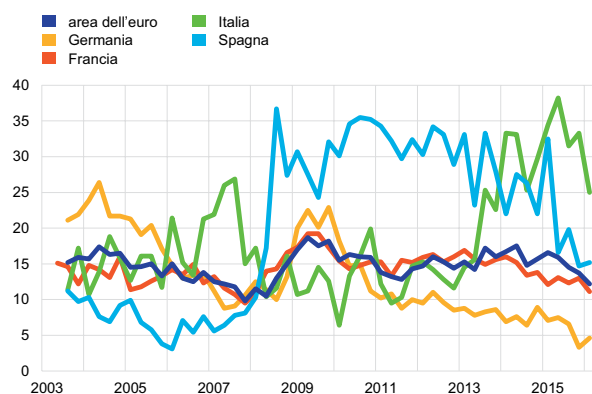
**Le limitazioni all'attività dei servizi per l'area dell'euro nel suo insieme emerse dall'indagine celano marcate differenze a livello di paese.**

Fra i quattro paesi più grandi dell'area, l'insufficienza di domanda riveste un ruolo molto marginale in Germania ma più significativo negli altri tre paesi, in cui la mancanza di domanda è stata segnalata da circa metà degli intervistati (cfr. grafico D). Anche i vincoli finanziari hanno assunto una rilevanza pressoché nulla in Germania nel gennaio di quest'anno, mentre un

## Grafico E

Indicatore relativo ai vincoli finanziari per il settore dei servizi nell'area dell'euro e nei quattro paesi più grandi dell'area

(in percentuale del totale degli intervistati)

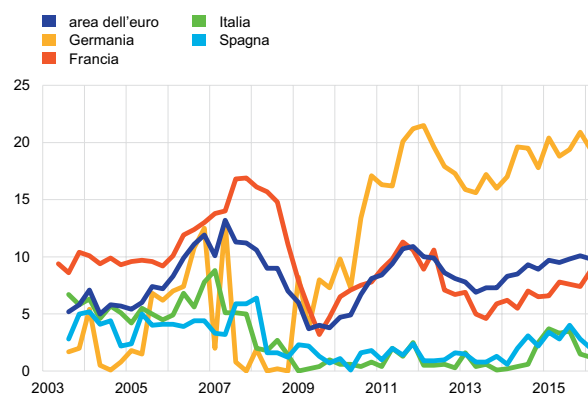


Fonte: Commissione europea.

## Grafico F

Indicatore relativo alla carenza di manodopera per il settore dei servizi nell'area dell'euro e nei quattro paesi più grandi dell'area

(in percentuale del totale degli intervistati)



Fonte: Commissione europea.

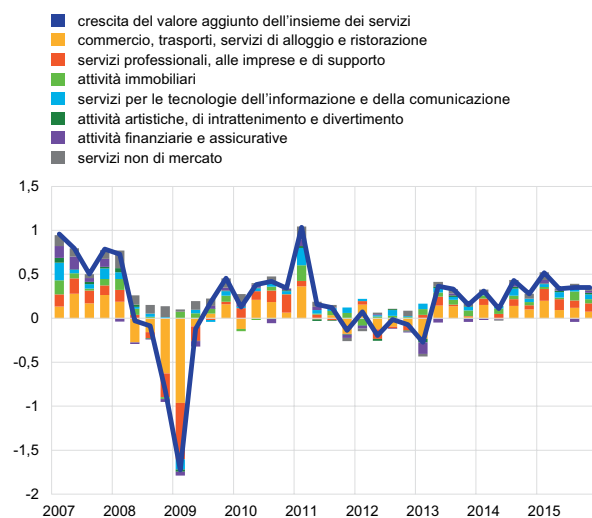
quarto delle imprese italiane operanti nei servizi ha dichiarato che i vincoli finanziari continuano a frenare l'attività (cfr. grafico E); l'importanza di questo indicatore è invece diminuita in Spagna a partire da gennaio 2015, quando si collocava su un livello analogo a quello riscontrato in Italia. Per contro, la carenza di manodopera è tra i fattori segnalati da un quinto delle imprese tedesche dei servizi, mentre questo indicatore permane su livelli bassi in Italia e in Spagna (cfr. grafico F).

**Sussistono inoltre nette differenze all'interno del settore dei servizi a livello più disaggregato.** Nei recenti trimestri, l'assenza di fattori frenanti l'attività è stata segnalata da circa la metà delle imprese impegnate in attività di magazzinaggio e

## Grafico G

Contributi alla crescita complessiva del valore aggiunto dei servizi nell'area dell'euro

(crescita percentuale sul trimestre precedente; contributi in punti percentuali)



Fonte: Eurostat.

di supporto ai trasporti, attività immobiliari e attività di programmazione, consulenza informatica e attività connesse, a suggerire che proprio questi servizi di mercato stanno sospingendo la ripresa in atto. Dal primo trimestre del 2013 un terzo della crescita complessiva del valore aggiunto dei servizi nell'area dell'euro è riconducibile infatti a commercio, trasporti, servizi di alloggio e ristorazione e, almeno un quarto, a servizi professionali, alle imprese e di supporto (cfr. grafico G). Le attività immobiliari e i servizi per le tecnologie dell'informazione e della comunicazione hanno entrambi contribuito con valori a due cifre alla crescita totale del valore aggiunto dei servizi nell'area dell'euro a partire dal primo trimestre del 2013. In gennaio i vincoli finanziari rappresentavano una questione particolarmente rilevante per le imprese di telecomunicazioni (una su cinque), mentre era la carenza di manodopera ad agire da freno per le imprese che svolgono attività di ricerca, selezione e fornitura di personale (nell'ordine del 40 per cento, il

livello massimo dall'inizio delle rilevazioni nel terzo trimestre del 2003; quest'ultima categoria di imprese comprende le attività di agenzie di collocamento e di agenzie di lavoro interinale, oltre ad altre attività di intermediazione nel mercato del lavoro).

**Nel complesso, l'insufficienza di domanda rimane il fattore singolo più importante di ostacolo all'attività del settore dei servizi nell'area dell'euro, tuttavia altri fattori assumono rilevanza a livello di paese e di sottosettore.** Ad esempio, i fattori segnalati con una certa frequenza dalle imprese operanti nei servizi di mercato sono i vincoli finanziari in Italia e la carenza di manodopera in Germania.

## Riquadro 5

# L'impatto del calo dei prezzi del petrolio sull'avanzo del conto corrente dell'area dell'euro

**Il presente riquadro descrive l'impatto del recente calo dei prezzi del petrolio sui saldi di conto corrente dell'area dell'euro e dei singoli paesi partecipanti<sup>1</sup>.**

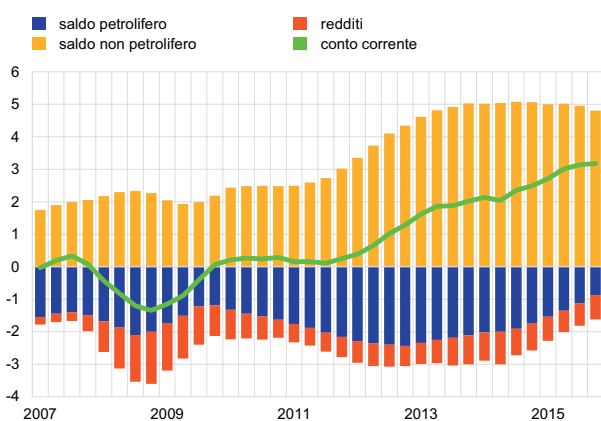
La caduta dei corsi petroliferi è iniziata gradualmente nel 2012 e ha poi subito una netta intensificazione nella seconda metà del 2014. Tra la metà del 2014 e la fine del 2015 le quotazioni del greggio in dollari e in euro sono scese rispettivamente di circa il 55 e il 45 per cento. Poiché l'area dell'euro è un importatore netto di petrolio, il calo dei prezzi di questa materia prima migliora le ragioni di scambio. Inoltre, dal momento che la domanda di greggio è relativamente inelastica al prezzo, un calo delle quotazioni è di norma associato a un miglioramento del saldo petrolifero e del saldo di conto corrente dell'area dell'euro. Lo stesso vale per i singoli paesi dell'area, che al momento sono tutti importatori netti di petrolio<sup>2</sup>. L'effetto diretto della caduta

dei corsi di questa materia prima sul conto corrente è di norma controbilanciato solo in parte da effetti indiretti quali la maggiore domanda di importazioni non petrolifere per il rafforzamento dell'attività economica interna e il calo delle esportazioni di beni e servizi dell'area dell'euro nei paesi esportatori di petrolio.

### Grafico A

#### Scomposizione del saldo di conto corrente dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL; medie di quattro trimestri; dati non stagionalizzati)



Fonti: Eurostat e BCE.

Note: la scomposizione delle esportazioni e delle importazioni nella componente petrolifera e non petrolifera si basa sulle statistiche di commercio estero pubblicate dall'Eurostat. La componente non petrolifera include i servizi. L'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2015.

**Il saldo petrolifero dell'area dell'euro è migliorato di quasi l'1 per cento del PIL dalla metà del 2014. Tale andamento spiega l'ampliamento dell'avanzo di conto corrente da circa il 2 a poco più del 3 per cento del PIL (cfr. grafico A).** La riduzione della spesa petrolifera è sostanzialmente in linea con l'effetto meccanico del calo dei prezzi del petrolio osservato a parità di volumi importati netti. Fra le altre componenti del conto corrente, il saldo complessivo dei redditi è migliorato solo lievemente in questo periodo e il saldo commerciale non petrolifero è rimasto relativamente stabile<sup>3</sup>. Per

<sup>1</sup> Per l'impatto del calo dei prezzi del petrolio sull'inflazione e l'attività economica, cfr. il riquadro "Il recente calo dei corsi petroliferi e le prospettive economiche nell'area dell'euro", *Bollettino economico*, numero 1, BCE, 2015.

<sup>2</sup> In questo riquadro il saldo petrolifero corrisponde all'interscambio netto ai sensi della categoria 33 della Classificazione tipo per il commercio internazionale (Standard International Trade Classification, SITC), vale a dire "petrolio, derivati del petrolio e materiali connessi". Alcuni paesi che ospitano raffinerie, quali la Grecia e i Paesi Bassi, registrano al tempo stesso considerevoli importazioni ed esportazioni lorde in questa categoria.

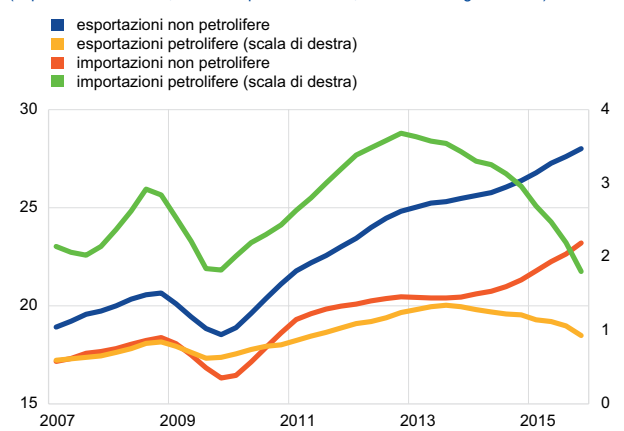
<sup>3</sup> Il saldo complessivo dei redditi include il saldo del conto dei redditi primari (principalmente redditi netti da capitale) e quello del conto dei redditi secondari (trasferimenti netti).

contro, i miglioramenti del conto corrente registrati negli anni precedenti hanno riflesso principalmente l'ampliamento del saldo non petrolifero risultante dal riequilibrio esterno nell'area dell'euro. In un'ottica di più lungo periodo, gran parte della correzione del conto corrente, pari a circa il 4,5 per cento del PIL osservata dal 2008, è riconducibile all'aumento delle esportazioni dell'area dell'euro dovuto al rafforzamento della domanda mondiale e ai guadagni di competitività, oltre che – nelle fasi iniziali – a una compressione delle importazioni.

## Grafico B

### Scomposizione delle importazioni e delle esportazioni dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL; medie di quattro trimestri; dati non destagionalizzati)



Fonti: Eurostat e BCE.

Note: la scomposizione delle esportazioni e delle importazioni nella componente petrolifera e non petrolifera si basa sulle statistiche di commercio estero pubblicate dall' Eurostat. La componente non petrolifera include i servizi. L'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2015

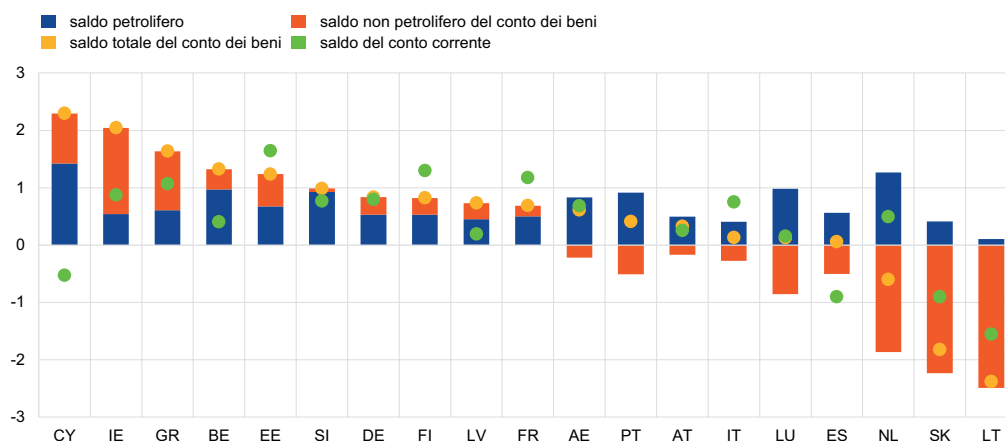
**Nell'anno trascorso le importazioni non petrolifere dell'area dell'euro hanno registrato una ripresa aumentando a un ritmo lievemente superiore rispetto a quello delle esportazioni non petrolifere (cfr. figura B).** L'aumento delle importazioni in valore di beni e servizi escluso il petrolio nell'area dell'euro è stato favorito dalla ripresa in atto della domanda interna.

**Il recente calo dei corsi petroliferi ha altresì determinato miglioramenti significativi del conto corrente di numerosi paesi appartenenti all'area dell'euro (cfr. grafico C).** Tra il 2014 e il 2015 il disavanzo petrolifero si è ridotto in tutti i paesi dell'area dell'euro, in misura compresa fra l'1,4 (Cipro) e lo 0,1 per cento del PIL (Lituania). Per molti paesi partecipanti il miglioramento del saldo petrolifero ha costituito il principale fattore alla base degli andamenti del conto corrente nel 2015. In particolare, l'ampliamento dell'avanzo corrente della Germania nel periodo considerato è anch'esso dovuto principalmente alla riduzione del disavanzo

## Grafico C

### Scomposizione delle variazioni del saldo del conto dei beni e del saldo del conto corrente tra il 2014 e il 2015

(in percentuale del PIL)



Fonti: Eurostat e BCE.

Note: il saldo del conto dei beni è ricavato dalle statistiche di commercio estero pubblicate dall'Eurostat. Per i paesi dell'area dell'euro, la variazione misurata è tra la media di quattro trimestri fino al terzo trimestre del 2015 e il dato annuo relativo al 2014. L'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2015 per i singoli paesi e al quarto trimestre del 2015 per l'area.

**In sintesi, il recente calo dei prezzi del petrolio ha determinato un ampliamento dell'avanzo del conto corrente dell'area dell'euro di quasi l'1 per cento del PIL.**

Il profilo dei prezzi impliciti nei contratti future segnala un graduale aumento dei corsi petroliferi nei prossimi anni<sup>4</sup>. I miglioramenti del conto corrente dell'area dell'euro connessi al saldo petrolifero potrebbero in parte venire meno nel medio periodo (cfr. il riquadro 2).

---

<sup>4</sup> Cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel marzo 2016*, disponibili all'indirizzo Internet: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201603.it.pdf?46af6f2ea2f4a6b6963a018a0b385a15>.



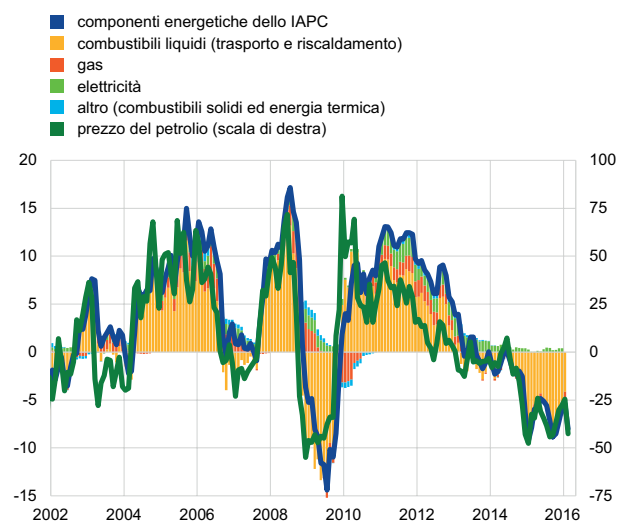
## Riquadro 6

# Corsi petroliferi e prezzi al consumo dell'energia nell'area dell'euro

### Grafico A

Prezzi del petrolio e delle componenti energetiche dello IAPC

(variazioni percentuali annue; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat, Bloomberg, BRI ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime elaborazioni si riferiscono a febbraio 2016 (stima preliminare per lo IAPC, nessuna scomposizione disponibile).

**L'effetto negativo che i prezzi dell'energia stanno avendo sull'inflazione complessiva misurata sullo IAPC riflette essenzialmente le variazioni delle quotazioni del petrolio in euro** (cfr. grafico A). Tuttavia, la relazione tra variazioni del prezzo del greggio e prezzi al consumo dei beni energetici, seppur stretta, non è perfetta. In particolare, la correlazione varia in termini d'intensità e tempi per le principali componenti energetiche.<sup>1</sup> Alla luce dei recenti bruschi cali dei prezzi del petrolio, questo riquadro prende in considerazione una serie di fattori rilevanti che possono influenzare la correlazione tra corsi petroliferi e prezzi al consumo dei beni energetici nell'area dell'euro in termini di grado di automaticità, ampiezza e tempi. Poiché questi fattori possono variare in base alle sottocomponenti del prezzo degli energetici, essi sono valutati separatamente per combustibili liquidi, gas ed elettricità.

**Le variazioni dei prezzi al consumo dei combustibili liquidi riflettono la trasmissione diretta, completa e veloce dei prezzi del greggio.**

Tale trasmissione può essere solitamente misurata in termini di qualche settimana.<sup>2</sup> Nel brevissimo periodo, i costi di raffinazione e distribuzione e i margini relativi tendono ad attenuare leggermente le variazioni dei corsi del greggio, a fronte di un'evoluzione più stabile e indipendente su orizzonti di più lungo periodo. Per esempio, a partire dalla seconda metà del 2015, i costi di raffinazione e distribuzione della benzina e i relativi margini sono lievemente aumentati ma tale aumento è stato però compensato dalle ampie variazioni delle quotazioni del greggio (cfr. grafico B). Le imposte indirette rappresentano una componente significativa del prezzo finale al consumo dei combustibili liquidi: le accise sono fissate nell'ordine di centesimi di euro al litro e non sono correlate ai corsi petroliferi; le imposte sul valore aggiunto sono calcolate come percentuale del

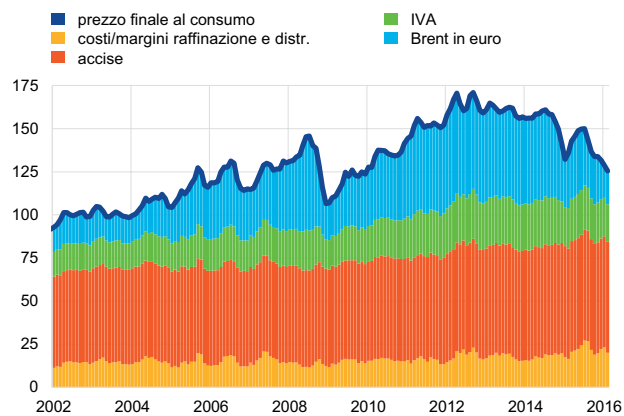
<sup>1</sup> Cfr. La relazione sui problemi strutturali *Structural Issues Report 2010* intitolata "Energy markets and the euro area macroeconomy" (pubblicata anche nella collana *ECB Occasional Paper Series*, numero 113). Cfr. in particolare Sezione 3.2, intitolata *Direct first-round effects*.

<sup>2</sup> Mediamente, nel complesso dell'area dell'euro, si ha una trasmissione di circa il 75 per cento nelle prime tre settimane e di circa il 90 per cento entro cinque settimane. Cfr. Meyler, A., "The pass through of oil prices into euro area consumer liquid fuel prices in an environment of high and volatile oil prices" (La trasmissione del prezzo del petrolio ai prezzi al consumo dei combustibili liquidi nell'area dell'euro in un clima di corsi petroliferi elevati e volatili), *Energy Economics*, volume 31, numero 6, novembre 2009, pagg. 867-881.

## Grafico B

### Scomposizione dei prezzi al consumo della benzina

(centesimi di euro per litro)

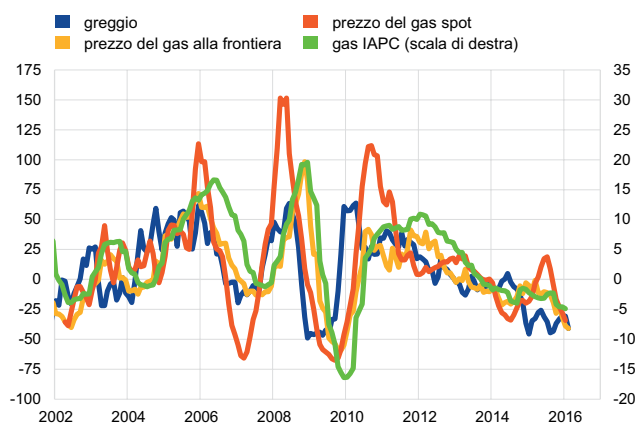


Fonti: BRI, Bloomberg, European Commission Oil Bulletin ed elaborazioni della BCE.

## Grafico C

### Prezzi del greggio e del gas all'ingrosso e al consumo

(variazioni percentuali annue)



Fonti: Eurostat, Bloomberg, BRI, Haver Analytics ed elaborazioni della BCE.

prezzo, al lordo delle accise, e variano al variare dei corsi del greggio. Nel complesso, il prezzo al consumo dei combustibili liquidi nell'area dell'euro è diminuito di circa il 25 per cento da luglio 2014, riflettendo il trasferimento più o meno completo della pronunciata contrazione (oltre il 60 per cento) del prezzo del greggio espresso in euro.<sup>3</sup>

**I prezzi al consumo del gas sono ampiamente determinati da quelli all'ingrosso che non necessariamente variano riflettendo l'andamento dei prezzi del petrolio.** Tradizionalmente in Europa i prezzi all'ingrosso del gas, in particolare quelli

contrattati alla frontiera, sono sempre stati legati ai corsi petroliferi da contratti a lungo termine con un ritardo di circa 3-6 mesi. Tuttavia, con lo sviluppo di mercati spot in Europa, questo legame sta venendo meno, con un conseguente indebolimento della connessione tra andamento dei prezzi al consumo del gas e prezzi del greggio. Nella composizione del prezzo all'ingrosso del gas la quota legata al prezzo del petrolio è diminuita dall'80 al 30 per cento tra il 2005 e il 2014.<sup>4</sup> Nonostante tale scissione, i prezzi all'ingrosso del gas sono diminuiti di pari passo con l'andamento dei corsi petroliferi negli ultimi anni (cfr. grafico C). Ciò è dovuto però più all'equilibrio tra offerta e domanda del gas in Europa, che a un legame automatico con le variazioni del prezzo del petrolio.<sup>5</sup> I costi di rete e di distribuzione del gas e i relativi margini, nonché le imposte, creano un divario tra prezzi al consumo e all'ingrosso, come nel caso dei prezzi del combustibile liquido.<sup>6</sup>

Le variazioni dei prezzi all'ingrosso del gas sono generalmente trasmesse con un leggero ritardo di

3-6 mesi. Quest'ultimo indica anche che i costi di distribuzione e i relativi margini inizialmente tendono a ridursi all'aumentare dei prezzi all'ingrosso, e viceversa, per poi invertire la tendenza. A partire da luglio 2014 i prezzi all'ingrosso del gas

<sup>3</sup> L'ampia quota di accise nella composizione del prezzo fa sì che l'elasticità dei prezzi al consumo per quanto riguarda i prezzi del petrolio (ad es. variazione percentuale del prezzo al consumo in relazione a una data variazione percentuale del prezzo del petrolio) sia relativamente bassa/alta con prezzi del petrolio bassi/alti.

<sup>4</sup> Cfr. L'indagine *Wholesale Gas Price Survey* della International Gas Union – Edizione 2015. Cfr. anche Commissione Europea, *Relazione trimestrale sui mercati europei del gas*, volume 8, numero 3; terzo trimestre del 2015.

<sup>5</sup> A causa dei costi di trasporto via nave del gas (che richiede impianti di liquefazione e rigassificazione), le opportunità di arbitraggio internazionale (ad es. con il gas statunitense) sono relativamente poche e redditizie solo in caso di ampie differenze di prezzo.

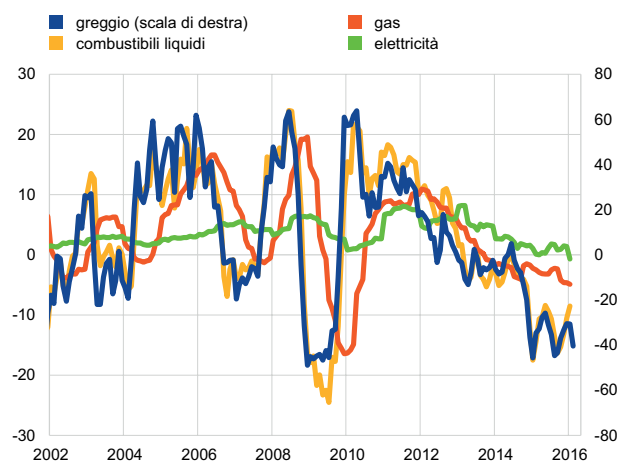
<sup>6</sup> In media nel 2014 e nel 2015, i prezzi all'ingrosso del gas hanno rappresentato circa il 40 per cento del prezzo al consumo, i costi di distribuzione e relativi margini circa il 33 per cento, e imposte e tasse oltre il 25 per cento, secondo le elaborazioni della BCE calcolate in base ai dati Eurostat e Haver Analytics.

nell'area dell'euro sono diminuiti del 33 per cento, a fronte di un calo dei prezzi al consumo di circa il 5 per cento.<sup>7</sup>

## Grafico D

### Prezzi del greggio e componenti del prezzo al consumo dell'energia

(variazioni percentuali annue)



Fonti: Eurostat, Bloomberg, BRI ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2016 (greggio) e gennaio 2016 (componenti energetiche dello IAPC).

**I prezzi al consumo dell'energia elettrica hanno un legame pressoché nullo con l'andamento dei corsi petroliferi, riflettendo la varietà dei metodi di produzione dell'elettricità.** L'energia elettrica nell'area dell'euro è generata principalmente dall'utilizzo di combustibili fossili (gas o carbone/lignite), dallo sfruttamento di fonti di energia rinnovabile (energia idroelettrica, solare o eolica) e dalla fissione nucleare. Il petrolio è usato raramente per la produzione di energia elettrica; tuttavia, a causa della correlazione tra gas e petrolio, si è comunque osservata una simmetria con i prezzi dell'energia elettrica, sebbene molto più debole e con un maggiore ritardo rispetto ai combustibili liquidi o al gas (cfr. grafico D). Inoltre, ciò è riscontrabile principalmente nei paesi in cui il gas rappresenta una quota relativamente ampia nella produzione di energia elettrica. Nei paesi dell'area, nel 2014 (l'ultimo anno per cui sono disponibili dati Eurostat), il prezzo al consumo dell'elettricità era composto per circa il 40 per cento dai costi dell'energia e di fornitura, per il 25 per cento da

costi di rete e per il restante 33 per cento da imposte e tasse. Da luglio 2014 i prezzi al consumo dell'energia elettrica nell'area sono aumentati (di circa l'1 per cento) a fronte di una riduzione marginale su base annua all'inizio di quest'anno.

**Nel complesso, l'attuale inflazione negativa dei prezzi al consumo dei beni energetici riflette l'effetto della flessione dei corsi petroliferi, principalmente attraverso i prezzi al consumo dei combustibili liquidi** (per trasporto e riscaldamento) che, rappresentando circa la metà della componente energetica, sono quelli con la correlazione più forte, diretta e rapida con i prezzi del petrolio. I prezzi al consumo del gas e soprattutto dell'energia elettrica, tendono ad avere una correlazione meno diretta e più debole e a rispondere con un maggiore ritardo. In base ai prezzi di petrolio, gas ed energia elettrica, nonché ai mercati future, i prezzi al consumo dei beni energetici, non solo per i combustibili liquidi ma anche per il gas, continueranno verosimilmente a influire negativamente sull'inflazione nel 2016, mentre i prezzi al consumo dell'elettricità probabilmente resteranno moderati.

<sup>7</sup> La diminuzione dei prezzi al consumo del gas ha interessato tutti i paesi dell'area dell'euro, seppure con diversa entità, riflettendo in parte le modifiche normative specifiche di ogni Stato membro.

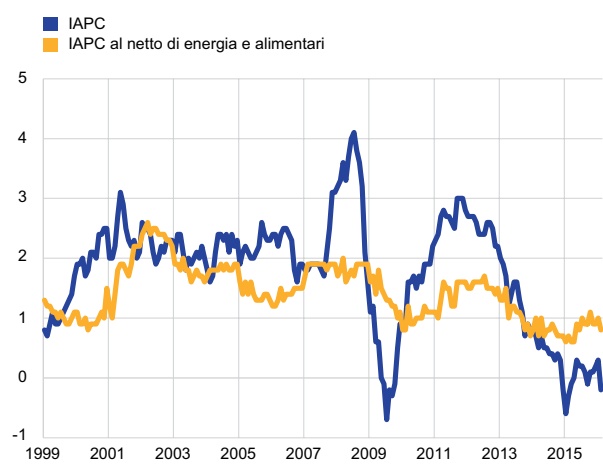
## Riquadro 7

# La relazione fra l'inflazione al consumo (IAPC) totale e quella al netto dei beni alimentari ed energetici

### Grafico A

Inflazione al consumo (IAPC) totale e al netto dei beni alimentari ed energetici

(variazioni percentuali annue)



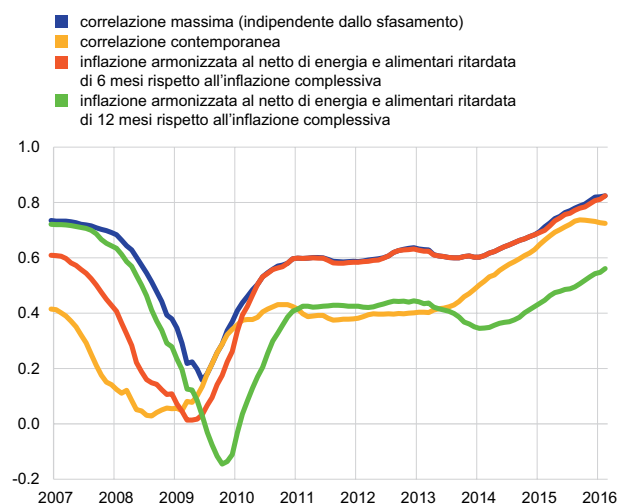
Fonte: Eurostat.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al febbraio 2016.

### Grafico B

Correlazioni e struttura dello sfasamento temporale fra l'inflazione complessiva e l'inflazione armonizzata al netto di energia e alimentari

(coefficiente di correlazione)



Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

Nota: le correlazioni sono calcolate su una finestra mobile di otto anni; si ottengono risultati qualitativamente simili utilizzando orizzonti diversi, ad esempio una finestra mobile di cinque anni.

**Dalla fine del 2014 l'inflazione complessiva (IAPC) nell'area dell'euro è risultata molto bassa o addirittura negativa, mentre quella misurata sullo IAPC al netto di energia e alimentari si è collocata su livelli prossimi all'1 per cento (cfr. figura A).** Non

è la prima volta che si registra un'ampia differenza fra l'inflazione totale e quella al netto di energia e alimentari, ma in passato tale differenza è stata più spesso di segno inverso (era cioè l'inflazione totale a essere più elevata). Il calo dell'inflazione complessiva al di sotto di quella misurata sullo IAPC al netto di energia e alimentari ha ridestato l'interesse per la relazione fra queste due misure dell'inflazione e per il ruolo che l'inflazione armonizzata al consumo al netto di energia e alimentari ha nell'analisi economica sottostante la strategia di politica monetaria della BCE.

**Di norma, il comovimento fra l'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e alimentari e l'inflazione totale è piuttosto stretto e l'andamento della prima segue quello della seconda.** Lo

sfasamento temporale (lag) con cui l'inflazione armonizzata al consumo al netto di energia e alimentari risulta maggiormente correlata con quella complessiva, si è ridotto dopo la crisi finanziaria. A illustrazione di ciò, il grafico B mostra come dopo la crisi il comovimento con un lag di sei mesi (linea rossa) sia divenuto più pronunciato del comovimento con un lag di 12 mesi (linea verde). Il lag con cui l'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e alimentari segue l'inflazione totale nel breve periodo è connesso soprattutto alle diverse velocità di trasmissione degli shock dei prezzi delle materie prime alle varie componenti dello IAPC. Ad esempio, uno shock dei prezzi petroliferi si trasmette pressoché immediatamente alla componente energetica e quindi all'inflazione al consumo armonizzata, mentre la sua trasmissione alle altre componenti avviene con un certo ritardo, attraverso effetti indiretti e, talvolta, anche di secondo impatto. La minore durata dello sfasamento con cui si è osservata la correlazione massima negli ultimi anni potrebbe

essere indicativa di una trasmissione leggermente più rapida, ma potrebbe altresì riflettere semplicemente la simultaneità nei tempi e la stessa direzione degli shock dei prezzi petroliferi e di altri shock che interessano le componenti non energetiche dello IAPC.

**L'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e alimentari non si presta a prevedere gli andamenti dell'inflazione totale su orizzonti brevi, ma può risultare più informativa di quest'ultima per quanto riguarda le tendenze inflative di medio periodo.** La minore valenza predittiva dell'inflazione armonizzata al consumo al netto di energia e alimentari nel breve termine si deve al fatto che i suoi andamenti seguono quelli dell'inflazione totale. La tavola riporta la radice dell'errore quadratico medio (REQM) relativo alle previsioni dell'inflazione generale a 3, 6, 12 e 24 mesi ricavate a partire sia dall'inflazione complessiva sia dall'inflazione armonizzata al netto di energia e alimentari. Sugli orizzonti più brevi, come quelli a 3 e a 6 mesi, la prima fornisce previsioni più accurate della seconda, ma sugli orizzonti di 12 e 24 mesi si verifica l'opposto. Tale configurazione è compatibile con una situazione in cui i singoli shock provocati da una variazione dei corsi delle materie prime influiscono sul tasso di inflazione totale soltanto nei 12 mesi successivi, ma non su orizzonti più lunghi. L'osservazione statistica secondo cui l'inflazione armonizzata al consumo al netto di energia e alimentari presenta una maggiore valenza predittiva relativamente alle pressioni inflative a medio termine, deriva dal fatto che tale misura dell'inflazione produce meno "rumore" di quella generale come confermato da tutti gli indicatori di volatilità presentati nella tavola. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e alimentari risulta pertanto utile per guardare oltre gli shock di breve periodo.

### Tavola

Media, volatilità e valenza predittiva dell'inflazione complessiva, gennaio 1999-febbraio 2016

	Media Tasso di inflazione medio	Volatilità			Valenza predittiva dell'inflazione generale su vari orizzonti temporanei			
		Deviazione standard	Coefficiente di variazione	Variazione assoluta media	REQM 3 mesi	REQM 6 mesi	REQM 12 mesi	REQM 24 mesi
Inflazione complessiva	1,79	0,95	0,53	0,18	0,50	0,75	1,18	1,36
Inflazione armonizzata al netto di energia e alimentari	1,43	0,46	0,32	0,11	0,91	0,95	1,02	1,14

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il coefficiente di variazione corrisponde alla deviazione standard divisa per la media. La variazione assoluta media corrisponde alla media del valore assoluto della differenza prima mensile di ciascuna misura dell'inflazione. La REQM è la radice quadrata della differenza quadratica media rispetto al tasso di inflazione complessiva futuro a 3, 6, 12 e 24 mesi. Le statistiche sono calcolate sulla base dei tassi di crescita annui.

**L'inflazione armonizzata al consumo al netto di energia e alimentari non costituisce una misura "ideale" dell'inflazione di fondo<sup>1</sup>.** Per quanto non esista una definizione comunemente accettata di inflazione di fondo, si può affermare che una misura dell'inflazione di fondo dovrebbe rilevare le componenti più persistenti dell'inflazione e permettere quindi di monitorare le tendenze inflative. Tuttavia, la dinamica dello IAPC al netto di energia e alimentari potrebbe risentire

<sup>1</sup> Per una trattazione più approfondita dell'argomento, cfr. il riquadro "I sottoindici dello IAPC misurano l'inflazione di fondo?", Bollettino mensile, BCE, dicembre 2013.

di fattori temporanei che non hanno implicazioni per il medio termine (ad esempio effetti indiretti delle variazioni dei prezzi delle materie prime, variazioni dei prezzi amministrati, imposte indirette o effetti di calendario). Inoltre, le componenti alimentare ed energetica potrebbero esse stesse presentare dinamiche più persistenti, dovute ad esempio alle tendenze dei prezzi delle materie prime, come osservato agli inizi degli anni duemila. Tali dinamiche potrebbero avere implicazioni per l'inflazione a medio termine e dovrebbero pertanto essere rilevate da una misura dell'inflazione di fondo. La possibilità che i prezzi dell'energia e degli alimentari abbiano una componente persistente si riflette nel fatto che l'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e alimentari costituisce un indicatore distorto dell'inflazione totale a medio termine, dal momento che la sua media di lungo periodo risulta inferiore a quella dell'inflazione complessiva. I prezzi dell'energia sono cresciuti a un tasso medio annuale leggermente inferiore al 4 per cento dal 1999, producendo uno scostamento fra l'inflazione complessiva media e l'inflazione armonizzata al consumo media al netto di energia e alimentari.

**La BCE ha formulato il proprio obiettivo di stabilità dei prezzi con riferimento all'inflazione complessiva soprattutto in ragione della rilevanza di quest'ultima per misurare il potere d'acquisto dei consumatori.** Ciò che conta per i

consumatori è preservare il potere d'acquisto della moneta misurato dall'indice dei prezzi più rappresentativo, comprendente energia e alimentari (che costituiscono circa il 30 per cento del paniere dei consumi). Inoltre, una misura dell'inflazione che escluda alcune voci del paniere è soggetta ad arbitrarietà, il che potrebbe compromettere la credibilità dell'obiettivo di politica monetaria.

**L'orientamento di medio periodo della politica monetaria della BCE garantisce che non venga posta eccessiva enfasi sugli andamenti di breve termine dell'inflazione.** Il controllo assai imperfetto che la banca centrale può esercitare su

una qualunque misura dell'inflazione nel breve periodo è uno dei motivi fondamentali per cui la strategia di politica monetaria della BCE è stata articolata in termini di stabilizzazione dell'inflazione nel medio periodo. L'orientamento di medio periodo della politica monetaria rende possibile guardare oltre gli andamenti transitori per concentrarsi sulle tendenze di fondo dell'inflazione. Sebbene in determinate circostanze la banca centrale possa estendere l'orizzonte di medio termine nell'arco del quale si impegna a riportare l'inflazione in linea con l'obiettivo, tale orizzonte non può essere esteso al punto da impedire ai cittadini di poter verificare adeguatamente se l'obiettivo della banca centrale sia stato centrato.

**In linea con queste considerazioni, tutte le banche centrali nelle maggiori economie industrializzate formulano i propri obiettivi di stabilità dei prezzi con riferimento all'inflazione complessiva.** Per valutare le tendenze dell'inflazione, tuttavia, molte banche centrali, inclusa la BCE, tengono sotto osservazione un'ampia gamma di misure dell'inflazione di fondo, che astraggono dalla volatilità a breve termine. Oltre all'inflazione al netto di energia e alimentari, la BCE monitora altre misure di inflazione al netto di diverse componenti o basate su modelli, nonché gli andamenti delle aspettative di inflazione a lungo termine<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Cfr. il riquadro "L'inflazione di fondo ha raggiunto un punto di svolta?", *Bollettino economico*, BCE, luglio 2015 e l'articolo "Le attese di inflazione nell'area dell'euro: rassegna degli andamenti recenti", *Bollettino mensile*, BCE, febbraio 2011.



## Riquadro 8

# La procedura per gli squilibri macroeconomici del 2016 e l'attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese del 2015

**La procedura per gli squilibri macroeconomici (PSM), strumento di sorveglianza macroeconomica creato nel novembre 2011, giunge quest'anno al suo quinto ciclo di applicazione.** La procedura mira a prevenire l'emergere di pericolosi squilibri macroeconomici nei paesi dell'UE, nonché a correggerli ove questi risultino eccessivi. Dopo l'analisi iniziale condotta in autunno sulla base di un insieme di indicatori, la Commissione europea seleziona gli Stati da sottoporre a un esame approfondito (nell'ambito dei rapporti annuali sui singoli paesi) per valutare la gravità di eventuali squilibri. Qualora si accerti la presenza di squilibri, lo Stato membro interessato riceve dal Consiglio dell'UE raccomandazioni strategiche fondate su raccomandazioni della Commissione nel quadro del braccio preventivo della procedura. Se però gli squilibri sono ritenuti eccessivi, si dovrebbe avviare, su raccomandazione della Commissione, la corrispondente procedura per gli squilibri eccessivi<sup>1</sup>; nell'ambito di questo meccanismo correttivo, bisogna presentare un piano di azione che illustri le misure di contrasto previste. Qualora un paese dell'area dell'euro ometta ripetutamente di sottoporre un piano adeguato o non si attenga a un piano approvato, il Consiglio può disporre sanzioni finanziarie a suo carico.

### Esito della valutazione della Commissione Europea nell'ambito della PSM del 2016

**L'8 marzo la Commissione europea ha riscontrato squilibri eccessivi per cinque paesi (Bulgaria, Francia, Croazia, Italia e Portogallo; cfr. tavola A),** tutti interessati da squilibri eccessivi anche lo scorso anno. La Commissione ha altresì individuato squilibri in Germania, Irlanda, Spagna, Paesi Bassi, Slovenia, Finlandia e Svezia. Per questi paesi non è possibile istituire un confronto diretto con la valutazione della Commissione del 2015, poiché tre delle categorie utilizzate lo scorso anno sono ora riunite in una stessa categoria<sup>2</sup> che comprende tutti gli squilibri non sufficientemente gravi da essere definiti "eccessivi". Un'altra novità riguarda la decisione della Commissione di condurre un "monitoraggio specifico" di tutti gli Stati inclusi nella nuova categoria, anziché dei soli paesi con squilibri più seri come accaduto lo scorso anno. Nondimeno, il processo di monitoraggio varierà da uno Stato all'altro a seconda della gravità della situazione. La Commissione ha inoltre

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

<sup>2</sup> Tre delle categorie precedentemente in uso ("squilibri che richiedono un'azione politica e un monitoraggio", "squilibri che richiedono un'azione politica risolta e un monitoraggio" e "squilibri che richiedono un'azione politica risolta e un monitoraggio specifico") sono ora riunite nella categoria "squilibri".



## Tavola A

### Conclusioni della Commissione europea sulla procedura per gli squilibri macroeconomici del 2016

(1) Nessuno squilibrio		(2) Squilibri				(3) Squilibri eccessivi		(4) Squilibri eccessivi e applicazione del braccio correttivo (procedura per gli squilibri eccessivi)	
2015	2016	2015		2016		2015	2016	2015	2016
		(a) azioni politiche	(b) azioni politiche risolte	(c) azioni politiche risolte e monitoraggio specifico	(d) monitoraggio specifico di diversa intensità	monitoraggio specifico			
CZ	BE*	BE	DE	IE	DE	BG	BG		
DK	CZ	NL	HU	ES	IE	FR**	FR		
EE	DK	RO		SI	ES	HR**	HR**		
LV	EE*	FI			NL	IT	IT		
LT	LV	SE			SI	PT	PT**		
LU	LT	UK			FI				
MT	LU				SE				
AT	HU*								
PL	MT								
SK	AT*								
	PL								
	RO*								
	SK								
	UK*								

Fonte: Commissione europea.

Note: Nel 2015 i paesi con squilibri erano stati ripartiti fra le tre categorie seguenti: a) squilibri che richiedono un'azione politica e un monitoraggio; b) squilibri che richiedono un'azione politica risolta e un monitoraggio; c) squilibri che richiedono un'azione politica risolta e un monitoraggio specifico. Nel 2016 le tre categorie sono state riunite in una sola. La Commissione prevede adesso un monitoraggio specifico (di diversa intensità) per tutti i paesi interessati da squilibri e squilibri eccessivi. \* Paesi sottoposti a esame approfondito nel 2016. Gli altri paesi riportati nella colonna erano stati valutati come privi di squilibri nella relazione sul meccanismo di allerta, prima fase della PSM. \*\* Per Croazia e Portogallo la Commissione condurrà un esame mirato dei rispettivi programmi nazionali di riforma, volto ad assicurare che contengano misure sufficientemente ambiziose. In caso di esito negativo, chiederà l'applicazione del braccio correttivo. La stessa procedura è stata adottata per Francia e Croazia nel 2015.

chiuso le procedure applicate a Belgio, Ungheria, Romania e Regno Unito, avendo rilevato che gli squilibri identificati l'anno scorso sono stati superati. Anche Estonia e Austria, tra i paesi selezionati quest'anno per l'esame approfondito, sono state valutate come prive di squilibri. Nel complesso, il numero di paesi non interessati da squilibri è quindi aumentato rispetto allo scorso anno. Tuttavia, ciò sembra dipendere più dalla maggiore attenzione riservata agli Stati con squilibri più gravi che dall'adozione di efficaci interventi sul piano delle politiche, se si considera che l'attuazione delle riforme è stata nell'insieme piuttosto limitata (cfr. tavola B).

## Tavola B

### Valutazione della Commissione europea sul grado di attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese emanate nel 2015

	BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	ES	FR	HR	IT	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE	UK	
Raccomandazione 1																											non valutato
Raccomandazione 2																											piena attuazione
Raccomandazione 3																											notevoli progressi
Raccomandazione 4																											alcuni progressi
Raccomandazione 5																											progressi limitati
Raccomandazione 6																											nessun progresso
<b>Categoria nella PSM del 2016</b>	(1)	(3)	(1)	(1)	(2)	(1)	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)	(1)	(1)	(3)	(1)	(2)	(1)	(2)	(2)	(1)	

Fonte: Commissione europea.

Note: "nessun progresso" significa che lo Stato membro non ha annunciato né adottato alcuna misura per dare seguito alle raccomandazioni ricevute. Questo si applica anche agli Stati membri che abbiano affidato a un gruppo di studio il compito di valutare le possibili misure da adottare. "Progressi limitati" implica che lo Stato membro ha annunciato alcune misure in risposta alle raccomandazioni ricevute, ma le misure sarebbero insufficienti e/o l'adozione/attuazione a rischio. "Alcuni progressi" indica che lo Stato membro ha annunciato e adottato alcune misure per dare attuazione alle raccomandazioni. Le misure appaiono promettenti, ma non tutte sono state già attuate e l'attuazione non è certa in tutti i casi. "Notevoli progressi" significa che lo Stato membro ha adottato delle misure, la maggior parte delle quali è stata realizzata, e che tali misure sono efficaci nel dare applicazione alle raccomandazioni specifiche per paese. "Piena attuazione" indica che lo Stato membro ha adottato e attuato misure che danno applicazione in modo adeguato alle raccomandazioni specifiche per paese. "Non valutato" si riferisce ai casi in cui la Raccomandazione 1 riguarda in maniera prevalente o esclusiva la conformità con il Patto di stabilità e crescita, che la Commissione esaminerà nella primavera del 2016. Per le categorie utilizzate nella PSM del 2016 cfr. la tavola A.

**Pur avendo identificato squilibri eccessivi in cinque paesi, la Commissione al momento non propone di attivare la procedura per gli squilibri eccessivi (braccio correttivo della PSM)**, scegliendo ancora una volta di non sfruttare appieno tutte le misure a sua disposizione. Nondimeno, ha chiesto ai paesi coinvolti di formulare proposte ambiziose nei rispettivi programmi nazionali di riforma, che vanno presentati entro aprile. Nel caso di Croazia e Portogallo, la Commissione ha specificamente indicato che vaglierà con attenzione i loro programmi e, qualora non riscontrasse gli interventi necessari, valuterà la possibilità di avviare procedure per gli squilibri eccessivi nei loro confronti a maggio del 2016.

**Per assicurare la credibilità e l'efficacia della PSM, è essenziale verificare ex post che le autorità nazionali abbiano effettivamente onorato i propri impegni di riforma.** La Commissione conduce pertanto una valutazione annuale del grado di attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese da parte di ciascuno Stato. L'analisi relativa alle raccomandazioni del 2015 è compresa nei rapporti sui singoli paesi pubblicati dalla Commissione il 26 febbraio 2016.

### Valutazione sul grado di attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese del 2015

**Nel complesso, gli Stati membri non hanno ancora dato sufficiente seguito alle raccomandazioni specifiche per paese del 2015** (cfr. tavola B). La Commissione ritiene che per la stragrande maggioranza delle raccomandazioni di riforma (oltre il 90 per cento) vi siano stati solo "alcuni" progressi o progressi "limitati", mentre soltanto talune raccomandazioni sono state attuate "appieno" o "in misura notevole". Questa debole spinta riformatrice si contrappone nettamente al numero più elevato di paesi per cui l'anno scorso erano stati rilevati squilibri eccessivi. Nonostante la loro maggiore vulnerabilità, i cinque paesi con squilibri eccessivi individuati nel 2015 non hanno mostrato, nel complesso, un ritmo di attuazione superiore alla media degli Stati membri dell'UE. Come già osservato, il dato è allarmante se si considera che quei paesi hanno convinto la Commissione a non avviare procedure per gli squilibri eccessivi impegnandosi a realizzare ambiziosi programmi di riforme nel 2015. Ciò solleva dubbi sull'opportunità di affidarsi agli annunci ex ante nel decidere se applicare tali procedure.

**Di fatto, gli sforzi di riforma si sono affievoliti ulteriormente malgrado il numero più contenuto di raccomandazioni.** L'anno scorso la Commissione aveva riscontrato per la maggior parte dei paesi solo "alcuni" progressi o progressi "limitati" nell'attuazione delle raccomandazioni specifiche del 2014. Quest'anno i casi che hanno visto "notevoli progressi" o la "piena attuazione" delle raccomandazioni sono diminuiti ancora (al 4 per cento rispetto al 7 per cento nel 2014). Quest'ulteriore perdita di slancio nell'azione di riforma è tanto più allarmante tenuto conto che la Commissione ha ridotto significativamente il numero di raccomandazioni (per la precisione di un terzo, da 157 nel 2014 a 102 nel 2015) per permettere agli Stati membri di concentrarsi sulle priorità fondamentali di rilevanza macroeconomica e sociale.

**Nell'insieme, gli Stati membri hanno attuato un numero proporzionalmente inferiore di raccomandazioni nel settore dei mercati dei beni e servizi rispetto a quello delle politiche del lavoro.** La valutazione della Commissione

indica progressi “limitati” o “nessun” progresso per circa il 70 per cento delle raccomandazioni incentrate sulle riforme di tali mercati. Il tasso di attuazione è significativamente superiore per le riforme dei mercati del lavoro, che rappresentano circa il 50 per cento delle raccomandazioni. Fra gli interventi indicati per i mercati dei beni e servizi figuravano, a titolo di esempio: a) la riduzione degli ostacoli all’accesso di nuove imprese alle industrie di rete (energia, trasporti, comunicazioni eccetera); b) l’apertura delle professioni regolamentate; c) il miglioramento del quadro normativo al fine di promuovere la concorrenza e, più in generale, incoraggiare l’attività di impresa. Per conseguire una crescita più vigorosa della produttività è indispensabile compiere progressi su tutti questi fronti.

**Inoltre, non si è riservata particolare attenzione alle politiche di sostegno degli investimenti.** Le riforme che potrebbero favorire un aumento degli investimenti in Europa coprono un ampio ventaglio di ambiti. Oltre alla regolamentazione di settore e alla qualità del quadro regolatorio (sul fronte delle riforme dei mercati dei beni e servizi), svolgono un ruolo importante le politiche del lavoro e dell’istruzione, il sistema tributario, la ricerca e l’innovazione, l’amministrazione pubblica, nonché la legislazione in materia di insolvenza e, più in generale, il contesto in cui operano le imprese. Visto il particolare accento posto sulla questione dagli Stati membri<sup>3</sup>, nonché il lancio del piano della Commissione per il rilancio degli investimenti, ci si sarebbe attesi un ritmo di attuazione più vigoroso per tali interventi. Secondo la Commissione, gli Stati membri hanno compiuto solo “alcuni” progressi o progressi “limitati” per quasi tutte le raccomandazioni specifiche riguardanti gli investimenti.

**Il pieno ed efficace utilizzo di tutti gli strumenti disponibili nell’ambito della PSM, incluso il braccio correttivo, potrebbe contribuire a dare impulso all’azione di riforma.** L’ulteriore rallentamento osservato nell’attuazione delle riforme è in aperta contraddizione con la necessità di affrontare le notevoli vulnerabilità che persistono in molti paesi dell’area dell’euro, nonché di rafforzare la capacità di tenuta delle economie. Gli scarsi risultati ottenuti dai paesi a questo riguardo dimostrano che gli impegni di politica economica nel quadro dei programmi nazionali di riforma e i ripetuti inviti della Commissione ad adottare azioni risolutive non sono meccanismi di esecuzione sufficienti. Gli strumenti del braccio correttivo potrebbero sostenere gli sforzi di riforma, aumentando la capacità di tenuta dei paesi e migliorando il funzionamento dell’UEM.

---

<sup>3</sup> Come indica ad esempio il primo degli indirizzi di massima per le politiche economiche approvati dal Consiglio il 18 e 19 giugno 2015, che esorta a “rilanciare gli investimenti”.

## Articoli

# Il ruolo delle catene produttive internazionali nella trasmissione di shock sull'attività economica

La globalizzazione ha determinato un rapido incremento del commercio dell'area dell'euro e favorito lo sviluppo di catene produttive globali. Tale evoluzione da un lato accresce il benessere attraverso una maggiore divisione internazionale del lavoro (che sostiene crescita e produttività), dall'altro pone però alcune sfide. A seconda della posizione dell'area dell'euro e dei suoi partner commerciali nelle catene produttive, le turbolenze economiche provenienti da altre parti del mondo si possono trasmettere all'area in modi più complessi di quanto non emerga dalle tradizionali statistiche sull'interscambio. Il presente articolo descrive le catene globali del valore alle quali l'area dell'euro partecipa, approfondendo il loro ruolo nella trasmissione di shock sull'attività economica. Se si considera la destinazione finale delle esportazioni dell'area dell'euro, il valore aggiunto prodotto nell'area (ivi compreso quello contenuto in beni o servizi ulteriormente trasformati e riesportati dai grandi partner commerciali) è assorbito in larga parte dalle economie avanzate, specie dagli Stati Uniti. Di conseguenza, è probabile che l'area dell'euro risenta con relativa intensità degli andamenti della domanda negli Stati Uniti ma in misura inferiore delle dinamiche osservate, ad esempio, in Cina, paese che riesporta una quota dei prodotti provenienti dall'area.

## 1 Introduzione

**Il mondo è divenuto sempre più interconnesso, dopo diversi decenni di rapida globalizzazione che hanno favorito lo sviluppo di catene produttive internazionali.** Ciò ha permesso alle imprese di specializzare la produzione in diversi stadi e su più paesi, beneficiando della maggiore divisione internazionale del lavoro. Se da un lato l'intensificarsi dei legami nell'intera economia mondiale rappresenta un'evoluzione positiva, che migliora la crescita grazie ai minori costi di produzione e al trasferimento di conoscenze tra paesi e regioni, dall'altro può alterare le modalità con cui shock esterni si trasmettono all'area dell'euro.

**I dati sull'interscambio lordo conteggiano due volte una parte dei flussi commerciali, poiché le esportazioni comprendono anche input importati e una quota del prodotto esportato finisce per tornare nel paese di origine<sup>1</sup>.** Pertanto, qualsiasi analisi che attinga a dati sul commercio lordo potrebbe sovrastimare la rilevanza di alcuni partner commerciali e sottostimare quella di altri. Il presente

<sup>1</sup> Cfr. Koopman, R., Wang, Z. e Wei, S.J., "Tracing Value-Added and Double Counting in Gross Exports", *American Economic Review*, vol. 104, n. 2, 2014, pagg. 459-494; e Johnson, R. C. and Noguera, G., "Accounting for Intermediates: Production Sharing and Trade in Value Added", *Journal of International Economics*, vol. 86, n. 2, 2012, pagg. 224-236.

articolo utilizza dati del World Input-Output Database<sup>2</sup> per calcolare diverse misure dei legami commerciali individuate nella letteratura sulle catene globali del valore e sul valore aggiunto nel commercio estero; esamina inoltre il ruolo di tali catene nella trasmissione di shock esterni sull'attività all'area dell'euro. Per ragioni di semplicità l'analisi si concentra sugli scambi con quattro tra i maggiori partner commerciali dell'area (Stati Uniti, Cina, Regno Unito e Russia), casi interessanti anche alla luce della loro importanza per diverse tipologie di commercio. La sezione 1 traccia un quadro di insieme delle tendenze del commercio nell'area dell'euro, soffermandosi sulla partecipazione di quest'ultima alle catene del valore mondiali e presentando le diverse misure dell'interscambio utilizzate nel prosieguo dell'esposizione. La sezione 2 analizza la maggiore sensibilità dell'area dell'euro agli andamenti esterni, seguendo il valore aggiunto dell'area lungo le catene del valore mondiali fino alla sua destinazione ultima. La sezione 3 stima le implicazioni per la trasmissione di shock dell'attività ricorrendo a diverse misure del commercio; la 4, infine, raccoglie le osservazioni conclusive.

## 2 Caratteristiche del commercio dell'area dell'euro e partecipazione alle catene globali del valore

**Negli ultimi decenni l'interscambio mondiale ha tratto impulso da sviluppi tecnologici e novità sul piano delle politiche; ne è un esempio la creazione dell'Unione economica e monetaria, che ha recato benefici al commercio all'interno dell'area dell'euro.** Gli ultimi decenni si sono caratterizzati per una notevole espansione degli scambi mondiali, resa possibile da avanzamenti tecnologici che hanno ridotto i costi di trasporto e di comunicazione. Inoltre, le politiche economiche di molti paesi sono state dirette in ampia parte verso la rimozione delle

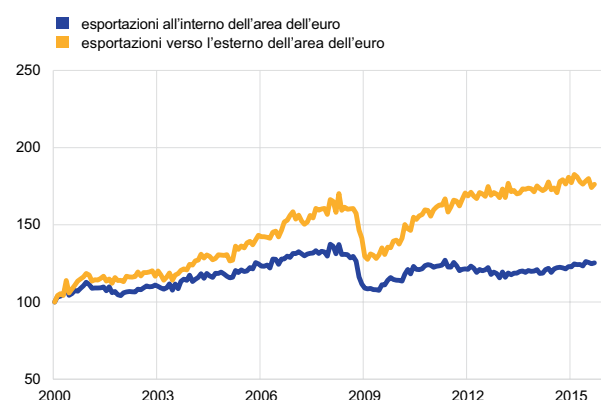
barriere al commercio e la conclusione di accordi commerciali. Economie di grandi dimensioni un tempo relativamente chiuse, come la Cina, si sono aperte, affermandosi quali importanti attori del commercio internazionale. L'ulteriore integrazione dell'Unione europea con la creazione dell'Unione economica e monetaria nel 1999 ha rafforzato il mercato interno per gli esportatori dell'area dell'euro e agevolato le transazioni transfrontaliere.

**L'area dell'euro ha registrato un incremento dell'interscambio sia al suo interno sia con l'esterno, diventando quindi sempre più sensibile agli andamenti economici esterni.** Tra il 2000 e la fine del 2015 le esportazioni di beni all'interno dell'area sono aumentate del 25 per cento circa, mentre quelle verso l'esterno quasi del 75 per cento (cfr. grafico 1). Nello stesso periodo è cresciuta anche la dipendenza

### Grafico 1

#### Esportazioni di beni dell'area dell'euro

(indice: gennaio 2000 = 100)



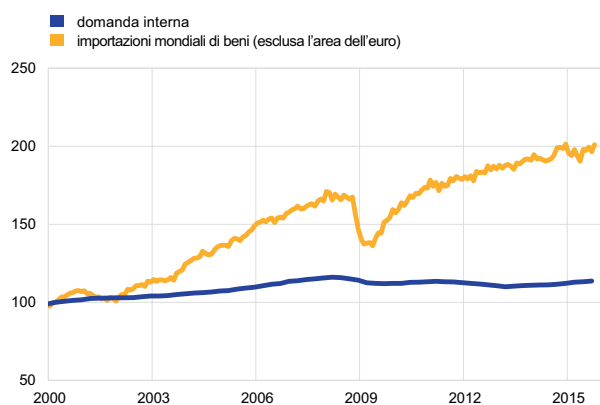
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le esportazioni sono calcolate in volumi.

<sup>2</sup> Il World Input-Output Database nasce da un progetto finanziato dalla Commissione europea e realizzato da un vasto numero di istituzioni di ricerca. Per maggiori informazioni sulla banca dati, cfr. Timmer, M.P., Dietzenbacher, E., Los, B., Stehrer, R. e de Vries, G.J., "An Illustrated User Guide to the World Input-Output Database: the Case of Global Automotive Production", *Review of International Economics*, vol. 23, 2015, pagg. 575-605.

## Grafico 2

### Importazioni mondiali e domanda interna dell'area dell'euro

(indice: 1° trim. 2000 = 100)



Fonti: Eurostat, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis ed elaborazioni della BCE.

Nota: la domanda interna comprende gli investimenti complessivi, i consumi privati e i consumi delle amministrazioni pubbliche.

dell'area dell'euro dall'evoluzione di altre economie, riflettendo una dinamica delle importazioni mondiali di beni più vigorosa rispetto a quella della domanda interna nell'area (cfr. grafico 2).

### Anche gli avanzamenti tecnologici e gli accordi di politica economica hanno stimolato la creazione di catene produttive internazionali.

L'emergere delle catene globali del valore quale importante modalità organizzativa della produzione è una delle caratteristiche più salienti della globalizzazione<sup>3</sup>. La produzione mondiale costituisce da sempre parte del commercio internazionale, ma la rapida integrazione delle imprese nelle catene globali del valore osservata negli ultimi decenni è un elemento di assoluta novità. Un tempo, in genere, il commercio mondiale comportava semplicemente che il mercato di produzione non coincidesse con quello di consumo del prodotto finale. Nelle catene globali del valore, anche i vari stadi del processo produttivo possono essere ripartiti fra regioni del mondo diverse; è così possibile

sfruttare i vantaggi della maggiore specializzazione in singoli compiti.

### Nell'area dell'euro la partecipazione alle catene globali del valore ha segnato un aumento per gran parte dei paesi dalla metà degli anni '90.

Questa evoluzione riflette soprattutto la crescente specializzazione verticale delle economie dell'area, vale a dire il più elevato contenuto di importazioni delle loro esportazioni (cfr. riquadro 1). Sebbene la partecipazione dei paesi dell'area alle catene globali del valore sia generalmente aumentata, le esportazioni delle economie più grandi dell'area comprendono solitamente una quota inferiore di valore aggiunto estero. Ciò è in parte riconducibile alle dimensioni dei rispettivi mercati interni, dove maggiore è la disponibilità di prodotti intermedi<sup>4</sup>.

## Riquadro 1

### Le diverse misure del commercio bilaterale

**Il presente riquadro passa in rassegna diverse misure del commercio bilaterale che permettono di delineare un quadro più chiaro dei rapporti commerciali rispetto ai soli dati sulle esportazioni lorde.** La letteratura dedicata alle catene globali del valore e al valore aggiunto nell'interscambio mostra che la compilazione di statistiche sul commercio lordo comporta, in parte, un doppio conteggio dei flussi commerciali. Le esportazioni comprendono anche valore aggiunto estero importato, nonché valore aggiunto interno che viene successivamente reimportato nel paese di origine o ulteriormente esportato da parte del paese di prima destinazione. Queste

<sup>3</sup> Cfr. ad esempio Amador, J. e Cabral, S., "Global value chains: surveying drivers and measures", *Working Paper Series*, n. 1739, BCE, 2014, oppure Elms, D.K. e Low, P. (a cura di), *Global value chains in a changing world*, Organizzazione mondiale del commercio (OMC), Ginevra, 2013.

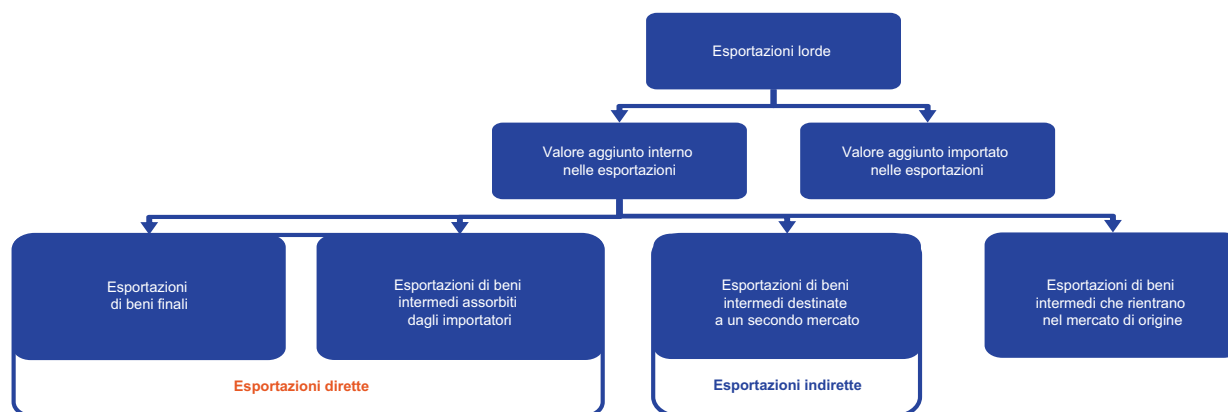
<sup>4</sup> Va ricordato che il grado di partecipazione di un paese alle catene del valore mondiali dipende da una serie di fattori. Rientrano fra questi, oltre alle dimensioni del mercato, il livello di sviluppo economico, la struttura industriale, le politiche commerciali e la qualità delle infrastrutture.

componenti fanno sì che i dati sulle esportazioni lorde sovrastimino le implicazioni dei legami commerciali bilaterali e non sempre colgano l'importanza per un paese delle esportazioni finali verso un altro. Alcuni studi recenti hanno tentato di elaborare un quadro di riferimento pratico per la scomposizione delle esportazioni lorde nelle voci del valore aggiunto; si ricorda in particolare Koopman et al. (cfr. nota 1).

**Il grafico A presenta in forma semplificata le esportazioni lorde e la loro scomposizione, rifacendosi a Koopman et al.** Nel grafico le esportazioni lorde sono costituite dal valore aggiunto interno e da quello estero; quest'ultimo corrisponde all'incirca al contenuto di importazioni delle esportazioni e riflette il modo in cui un paese utilizza gli input esteri nelle proprie esportazioni. Il valore aggiunto interno delle esportazioni rappresenta il contributo fornito a queste ultime da fattori produttivi interni quali il lavoro (redditi da lavoro dipendente) e il capitale (reddito lordo di gestione). Esso comprende: a) le esportazioni dirette, vale a dire le esportazioni di beni finali e intermedi consumati nel mercato di destinazione; b) le esportazioni indirette, ossia il valore aggiunto esportato in un paese (dove si aggiunge ulteriore valore aggiunto) per poi essere destinato a un secondo mercato, quello finale; c) il valore aggiunto che finisce per tornare nel paese di origine sotto forma di importazioni.

#### Grafico A

Schema delle esportazioni lorde e loro scomposizione in valore aggiunto



Fonti: basato su Koopman, Wang e Wei, "Tracing Value-Added and Double Counting in Gross Exports" (cfr. nota 1).

**Da questa scomposizione è possibile costruire indicatori della partecipazione alle catene del valore mondiali e porre in evidenza diverse forme di interscambio.** Ad esempio, le esportazioni dirette e quelle indirette riflettono rapporti diversi fra due economie. Le esportazioni dirette colgono l'importanza immediata di un partner commerciale per un altro, poiché tutti i prodotti (finiti e intermedi) esportati sono assorbiti dal paese importatore e dipendono quindi direttamente dalla sua domanda. Le esportazioni indirette, invece, non sono connesse direttamente all'economia del paese di prima destinazione, bensì alla domanda finale di un altro mercato. A ciascuno dei due concetti corrispondono quindi legami commerciali diversi, a seconda che il paese partner funga da importatore diretto o riesportatore nella catena del valore mondiale.



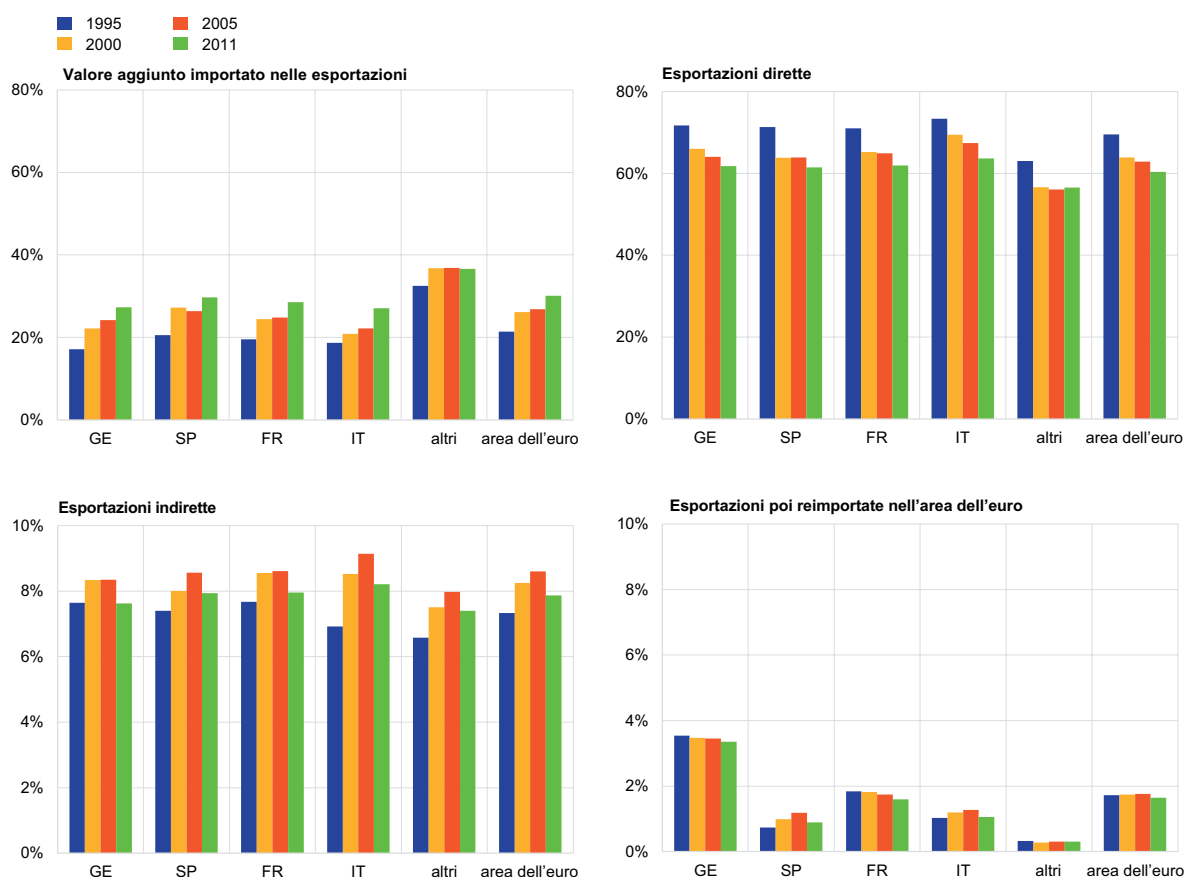
**Benché i concetti rappresentati nel grafico A risultino fondamentali per una migliore comprensione dei legami commerciali, è raro che i dati al riguardo siano reperibili attraverso fonti tradizionali e spesso occorre un vasto numero di informazioni per costruire le diverse variabili.** Per ovviare al problema sono state intraprese diverse iniziative di ricerca per la compilazione di tavole input-output mondiali<sup>5</sup>. I concetti utilizzati nel grafico A del presente articolo sono desunti dalle tavole del World Input-Output Database, liberamente accessibili<sup>6</sup>.

**Le tavole input-output nazionali mostrano le transazioni fra settori in un'economia, mentre quelle del World Input-Output Database collegano le tavole nazionali ai flussi commerciali internazionali.** Attraverso le tavole input-output nazionali è possibile valutare la rilevanza di un settore quale fornitore di beni o servizi per il prodotto finale di un altro. Partendo dalle tavole input-output nazionali, le tavole del World Input-Output Database collegano paesi e settori sulla base dei flussi commerciali internazionali; è così possibile ricostruire l'importanza di un comparto fornitore in un'economia per uno in un paese diverso. Le tavole contemplano 40 paesi e 35 settori,

### Grafico B

#### Scomposizione delle esportazioni lorde nell'area dell'euro nelle componenti del valore aggiunto

(valori in percentuale delle esportazioni lorde)



Fonti: Tavole del World Input-Output Database e Stehrer, R., "Accounting Relations in Bilateral Value Added Trade", wiiw Working Paper, n. 101, Vienna Institute for International Economic Studies (wiiw), maggio 2013.

Note: il grafico comprende i flussi commerciali all'interno dell'area dell'euro. Gli ultimi dati disponibili si riferiscono al 2011.

<sup>5</sup> Ad esempio, il World Input-Output Database, la banca dati dell'iniziativa Trade in Value Added (TiVA) dell'OMC e dell'OCSE e la banca dati del Global Trade Analysis Project (GTAP).

<sup>6</sup> Cfr. [www.wiod.org](http://www.wiod.org).

pari a circa l'85 per cento del PIL mondiale, nel periodo dal 1995 al 2011 e costituiscono pertanto uno strumento indispensabile per l'analisi del commercio bilaterale.

**Il valore aggiunto estero nelle esportazioni, anche indirette, ha acquisito importanza per la maggior parte delle grandi economie dell'area dell'euro.** Il grafico B mostra l'andamento delle componenti delle esportazioni lorde già presentate nel grafico A, utilizzando le tavole del World Input-Output Database fino al 2011. Dopo il 1995 l'incidenza del valore aggiunto estero sulle esportazioni lorde è aumentata nelle quattro maggiori economie dell'area dell'euro, riflettendo la crescente specializzazione verticale degli esportatori dell'area rispetto sia ad altri paesi membri sia a economie esterne<sup>7</sup>. La quota delle esportazioni dirette è diminuita nel tempo. Il rapporto fra esportazioni indirette ed esportazioni è salito negli anni 2000, sebbene nel 2011 si collocasse su livelli lievemente inferiori nelle quattro economie principali dell'area. Le esportazioni di input intermedi destinati a essere reimportati nell'area – che costituiscono una percentuale relativamente esigua delle esportazioni lorde nella maggioranza dei paesi (con la considerevole eccezione della Germania) – sono calate dopo il 1995 in Germania e in Francia; in Spagna e in Italia hanno registrato un incremento fino al 2005, per poi tornare a scendere nel periodo fino al 2011.

---

### 3 Legami commerciali diretti e interscambio attraverso le catene globali del valore: sulle tracce del valore aggiunto dell'area dell'euro

**La partecipazione alle catene globali del valore influisce sul modo in cui gli shock si trasmettono all'area dell'euro.** In una catena produttiva mondiale gli shock esterni della domanda e dell'offerta potrebbero trasmettersi più velocemente; di conseguenza, il sistema produttivo nel suo insieme potrebbe essere più esposto alla loro trasmissione, che potrebbe amplificarsi via via che attraversano il sistema. In circostanze normali uno shock all'offerta percorrerebbe in senso discendente la rete produttiva, mentre uno shock alla domanda risalirebbe la catena del valore<sup>8</sup>. Ad esempio, se un settore fornitore di prodotti intermedi è colpito da uno shock dell'offerta (la distruzione di un impianto produttivo in seguito a una catastrofe naturale), gli effetti sarebbero avvertiti anche dai settori a valle, che dipendono dagli input del comparto in questione; è quanto accaduto in Giappone dopo lo tsunami del 2011<sup>9</sup>. L'accumularsi di questi effetti lungo la catena produttiva dipende in parte dalla sostituibilità degli input per i settori che li acquistano. Nel caso di uno shock della domanda è possibile che l'impatto si amplifichi risalendo la catena produttiva per un effetto "bullwhip", che induce le imprese ad adeguare le scorte ai nuovi livelli attesi per la domanda lungo la catena

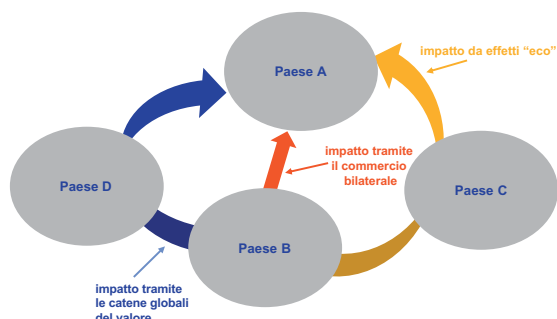
<sup>7</sup> Cfr. ad esempio Amador, J., Cappariello, R. e Stehrer, R., "Global value chains: a view from the euro area", *Working Paper Series*, n. 1761, BCE, 2015.

<sup>8</sup> Cfr. Acemoglu, D., Akcigit, U. e Kerr, W., "Networks and the Macroeconomy: An Empirical Exploration", *NBER Working Paper Series*, n. 21344, 2015.

<sup>9</sup> Cfr. ad esempio *Interconnected Economies: Benefiting from Global Value Chains*, OCSE, 2013.

### Grafico 3

#### Esempio di shock della domanda e sue modalità di trasmissione attraverso il commercio estero



Fonte: BCE.

Nota: medie dei dati di fine mese per ciascun periodo.

\* Il grafico illustra uno shock di domanda che si origina nel paese B e il suo impatto sul paese A attraverso vari canali.

stessa<sup>10</sup>. Sebbene la lunghezza della catena produttiva influisca sulle modalità di amplificazione dello shock, l'elemento centrale è in questo caso la posizione nella catena del valore. La vulnerabilità dell'area dell'euro a shock che colpiscono un suo partner commerciale dipenderà dal posto che esso occupa nelle catene del valore mondiali nonché dal tipo di shock.

#### Gli shock esterni della domanda si trasmettono mediante canali dell'interscambio diversi a seconda della natura dei legami commerciali.

A titolo illustrativo, il grafico 3 riporta l'esempio di quattro paesi colpiti da uno shock della domanda; per esigenze di semplicità si tiene conto dei soli effetti di primo impatto parziali trasmessi attraverso il commercio, escludendo eventuali effetti di equilibrio generale. In questo esempio stilizzato i paesi A e C effettuano esportazioni dirette nel paese B; inoltre, A esporta direttamente verso C e, tramite il paese D, ha esportazioni dirette verso B.

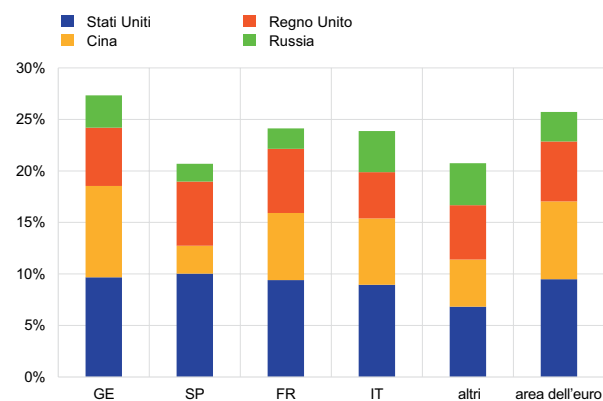
#### L'impatto sul paese A di uno shock della domanda nel paese B si trasmetterebbe attraverso vari canali.

Si manifesterebbe anzitutto mediante il commercio bilaterale, a causa di una variazione della domanda di esportazioni da A verso B (freccia arancione). In secondo luogo, il paese A subirebbe un effetto "eco" (freccia gialla) imputabile alla variazione delle esportazioni verso il paese C, la cui domanda di esportazioni da A risentirebbe dello shock nel paese B<sup>11</sup>. Infine, lo shock nel paese B eserciterebbe ulteriori effetti sul paese A (freccia blu) attraverso la partecipazione di quest'ultimo alle catene del valore mondiali con il paese D, il quale trasforma valore aggiunto proveniente da A per poi esportarlo in B. Questo esempio mostra come, nel valutare il possibile impatto di uno shock esterno della domanda sull'attività dell'area dell'euro, si debba tener conto di diversi legami commerciali. I paragrafi successivi descrivono più in dettaglio i rapporti commerciali dell'area dell'euro, approfondendo le loro caratteristiche e individuando alcuni tra i maggiori partner commerciali

### Grafico 4

#### Esportazioni dirette dell'area dell'euro

(in percentuale delle esportazioni dirette)



Fonti: Tavole del World Input-Output Database ed elaborazioni della BCE.

Note: la voce "altri" indica la media delle quote degli altri paesi dell'area dell'euro. Gli ultimi dati disponibili si riferiscono al 2011.

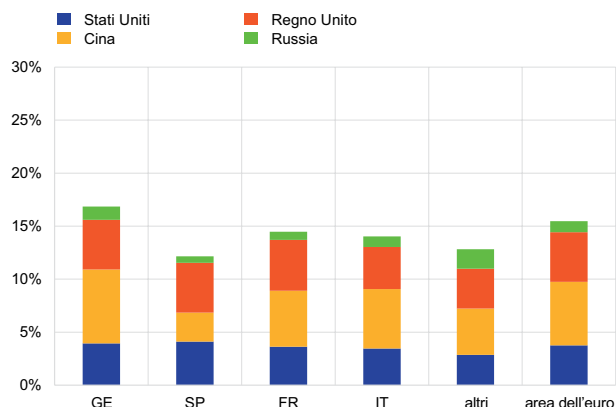
<sup>10</sup> In sostanza, si ha un effetto "bullwhip" quando uno shock della domanda finale determina variazioni consistenti della domanda di componentistica e le imprese adeguano le scorte lungo la catena produttiva ai nuovi livelli prospettati per la domanda. Per evidenze empiriche dell'effetto cfr. ad esempio Alessandria, G., Kaboski, J.P. e Midrigan, V., "US Trade and Inventory Dynamics", *American Economic Review*, vol. 101(3), oppure Altomonte, C., Di Mauro, F., Ottaviano, G., Rungi, A. e Vicard, V., "Global value chains during the great trade collapse: a bullwhip effect?", *Working Paper Series*, n. 1412, BCE, 2012.

<sup>11</sup> L'effetto "eco" è un effetto di contagio che si trasmette a un paese colpito da uno shock attraverso altri partner commerciali a loro volta interessati. Cfr. Dées S. e Vansteenkiste I., "The transmission of US cyclical developments to the rest of the world", *Working Paper Series*, n. 798, BCE, 2007.

## Grafico 5

### Esportazioni indirette dell'area dell'euro

(in percentuale delle esportazioni indirette)

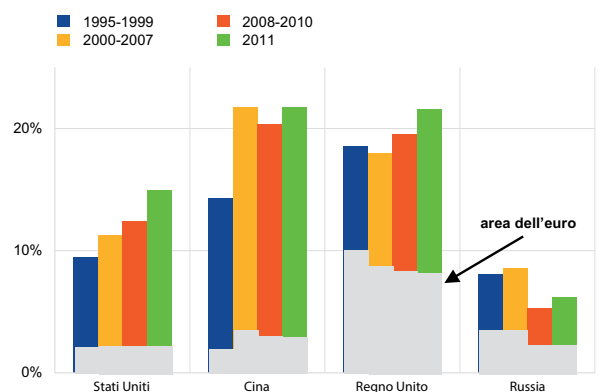


Fonti: Tavole del World Input-Output Database ed elaborazioni della BCE.  
Note: la voce "altri" indica la media delle quote degli altri paesi dell'area dell'euro. Gli ultimi dati disponibili si riferiscono al 2011.

## Grafico 6

### Valore aggiunto estero nelle esportazioni di grandi partner commerciali dell'area dell'euro

(in percentuale delle esportazioni lorde complessive)



Fonti: Tavole del World Input-Output Database ed elaborazioni della BCE.  
Note: le barre grigie indicano le rispettive quote di valore aggiunto estero proveniente dall'area dell'euro. Gli ultimi dati disponibili si riferiscono al 2011.

**Il valore aggiunto proveniente dall'area dell'euro costituisce una percentuale relativamente elevata delle esportazioni lorde del Regno Unito, ma più esigua nel caso di Cina, Russia e Stati Uniti.** Una quota relativamente ampia delle esportazioni del Regno Unito proviene dall'area dell'euro (cfr. le barre grigie nel grafico 6). Questa quota si è tuttavia ridotta nel tempo, discostandosi dalla generale tendenza all'aumento del valore aggiunto estero nelle esportazioni. In

dell'area<sup>12</sup>. Inoltre, attraverso le esportazioni dei partner principali, si descrive il percorso compiuto dal valore aggiunto dell'area fino alla sua destinazione finale.

**L'area dell'euro ha considerevoli esportazioni dirette verso gli Stati Uniti, mentre Cina e Regno Unito risultano più importanti in termini di esportazioni indirette che sono ulteriormente riesportate verso altre destinazioni finali.** I grafici 4 e 5 confrontano le esportazioni dell'area dell'euro verso quattro dei principali partner commerciali (Stati Uniti, Cina, Regno Unito e Russia) in base alle rispettive quote sulle esportazioni dirette e indirette. Gli Stati Uniti sono il più importante mercato di destinazione per le esportazioni dirette, mentre Cina e Regno Unito rappresentano una percentuale più elevata delle esportazioni indirette. Ne emerge che l'area dell'euro mostra una connessione relativamente stretta con l'evoluzione della domanda interna negli Stati Uniti; per contro, Cina e Regno Unito agiscono maggiormente da riesportatori dei prodotti provenienti dall'area. Quanto alla Russia, le esportazioni dirette prevalgono su quelle indirette.

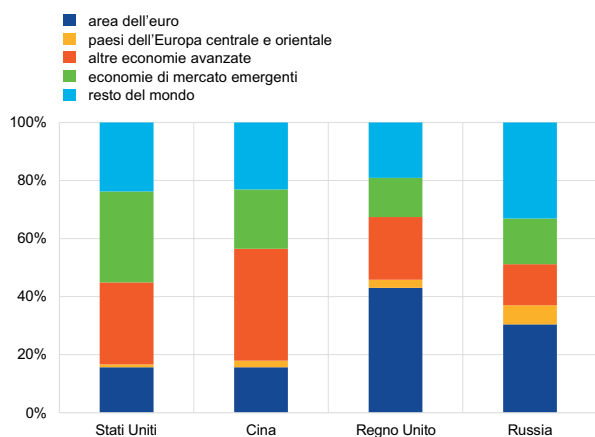
**Oltre un quinto delle esportazioni lorde di Cina e Regno Unito proviene da mercati esteri.** In Cina il contenuto di importazioni delle esportazioni è aumentato da un livello medio del 14 per cento nella seconda metà degli anni '90 al 22 per cento nel periodo fino alla recessione del 2008-2009 (cfr. grafico 6). Dopo un lieve calo negli anni della crisi, il valore aggiunto estero ha recuperato nel 2011. Rispetto al periodo pre-crisi, Regno Unito e Stati Uniti hanno entrambi registrato un incremento del contenuto di importazioni delle esportazioni durante la crisi e anche nel 2011. Al contrario, in Russia il valore aggiunto estero nelle esportazioni è andato diminuendo negli anni 2000, collocandosi al 6 per cento nel 2011.

<sup>12</sup> I quattro partner commerciali (Stati Uniti, Regno Unito, Cina e Russia), oltre a essere tra i più importanti per l'area dell'euro, hanno rilevanza per diverse tipologie di commercio (esportazioni di prodotti finali, esportazioni di input intermedi poi riesportati in altri mercati oppure esportazioni trasformate e successivamente reimportate nell'area dell'euro).

## Grafico 7

### Mercati finali del valore aggiunto originato nell'area dell'euro e riesportato da grandi partner commerciali

(in percentuale del valore aggiunto estero complessivo nelle esportazioni)

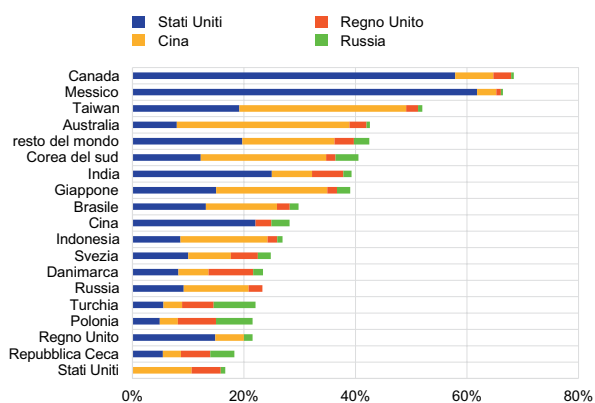


Fonti: Tavole del World Input-Output Database ed elaborazioni della BCE.  
 Note: la voce "resto del mondo" racchiude tutti i paesi non espressamente indicati nelle tavole del World Input-Output Database. Gli ultimi dati disponibili si riferiscono al 2011.

## Grafico 8

### Rilevanza dei grandi partner commerciali per i paesi non appartenenti all'area dell'euro

(in percentuale delle esportazioni dirette)



Fonti: Tavole del World Input-Output Database ed elaborazioni della BCE.  
 Note: le percentuali riguardano la quota delle esportazioni dirette complessive di ciascun paese destinata a Stati Uniti, Regno Unito, Cina e Russia, grandi partner commerciali dell'area dell'euro. La voce "resto del mondo" racchiude tutti i paesi non espressamente indicati nelle tavole del World Input-Output Database. Gli ultimi dati disponibili si riferiscono al 2011.

Cina, per contro, nel periodo antecedente la crisi il valore aggiunto dell'area dell'euro è aumentato rispetto alla metà degli anni '90, per poi mantenersi sostanzialmente stabile dopo la crisi, al 3 per cento circa delle esportazioni lorde. Negli Stati Uniti la quota del valore aggiunto dell'area nelle esportazioni si è attestata intorno al 2 per cento per l'intero arco temporale coperto dalle tavole del World Input-Output Database. Nel caso della Russia la quota ha mostrato un calo, passando dal quasi 4 per cento degli anni '90 e del periodo pre-crisi al 2 per cento negli anni successivi.

**Per tenere adeguatamente conto di tutti i legami commerciali dell'area dell'euro occorre considerare anche i mercati finali a cui le esportazioni indirette dell'area giungono attraverso i suoi principali partner commerciali.**

Nel caso della Cina, intermediario relativamente importante per i prodotti dell'area, il valore aggiunto proveniente da questa è destinato soprattutto alle altre economie avanzate (cfr. le barre arancioni nel grafico 7), come Stati Uniti e Giappone. Per quanto riguarda il Regno Unito, circa il 43 per cento del valore aggiunto originato nell'area vi fa ritorno per l'utilizzo finale (barre blu scuro nel grafico 7) e dipende pertanto dalla domanda interna dell'area stessa. Inoltre, il 22 per cento è esportato verso altre economie avanzate, prima fra tutte gli Stati Uniti. Il valore aggiunto dell'area dell'euro che gli Stati Uniti riesportano verso altre aree economiche si distribuisce in maniera relativamente omogenea fra paesi avanzati ed emergenti nel continente americano (ad esempio Canada, Messico e Brasile). In Russia il valore aggiunto originato nell'area dell'euro è riesportato perlopiù verso l'area stessa o nel "resto del mondo" (cfr. rispettivamente le barre blu scuro e azzurre nel grafico 7), mentre le riesportazioni destinate alle altre economie avanzate oppure alle economie emergenti rappresentano una quota più modesta.

**Una turbolenza della domanda negli Stati Uniti eserciterebbe probabilmente un impatto commerciale considerevole sull'area dell'euro attraverso gli scambi bilaterali e gli effetti eco, mentre un analogo shock in Cina inciderebbe in misura inferiore sull'attività economica dell'area.** La domanda proveniente dagli Stati Uniti costituisce per diversi paesi un fondamentale motore delle esportazioni dirette (cfr. grafico 8). Molte di queste economie (la Cina, il Regno Unito e altre comprese nella voce "resto del mondo") sono anche importanti mercati di sbocco per le esportazioni dirette dall'area dell'euro. Di conseguenza,

una turbolenza della domanda negli Stati Uniti avrebbe verosimilmente un notevole impatto commerciale sull'area dell'euro, sia tramite gli scambi bilaterali sia per effetti eco. Inoltre, inciderebbe anche sulla domanda finale di esportazioni indirette dell'area dell'euro attraverso altri paesi. Viceversa, eventuali turbolenze della domanda cinese avrebbero probabilmente conseguenze più modeste per l'attività dell'area dell'euro, dato che la Cina è un'importante meta per le esportazioni indirette dell'area. Gran parte di esse è destinata agli Stati Uniti e risente quindi dell'evoluzione della domanda nel paese. Gli altri paesi asiatici (e l'Australia) hanno cospicue esportazioni dirette verso la Cina; rappresentano tuttavia solo una percentuale ridotta delle esportazioni dirette dell'area dell'euro.

## 4 La misurazione delle catene globali del valore: implicazioni per la trasmissione di shock sull'attività economica

**Per tracciare un quadro più dettagliato della trasmissione di shock mondiali, occorre tener conto delle destinazioni finali delle esportazioni dell'area dell'euro.** Considerando le differenti tipologie di legame commerciale e individuando la destinazione finale delle esportazioni dell'area, è possibile valutare e quantificare ciascun canale commerciale e il relativo potenziale di trasmissione degli shock (come illustrato nel grafico 3).

**Il ricorso alle elasticità del commercio e alle diverse misure dell'interscambio permette di cogliere i nessi tra paesi attraverso l'impatto degli scambi bilaterali, l'impatto tramite le catene del valore mondiali e gli effetti eco riconducibili ad altri partner commerciali.** Il riquadro 2 esamina l'impatto commerciale complessivo di uno shock dell'attività (non definito in dettaglio) proveniente da uno dei principali partner. Gli effetti vengono anzitutto quantificati sulla base dei tradizionali flussi commerciali lordi; si prosegue considerando soltanto i canali rilevanti, vale a dire l'impatto attraverso il commercio bilaterale, l'impatto mediante le catene del valore mondiali e gli effetti eco trasmessi da altri partner commerciali. I risultati indicano che l'impatto complessivo esercitato da ciascuno dei quattro partner considerati è lievemente inferiore a quanto suggerito dai tradizionali flussi commerciali lordi; ciò è coerente con la valutazione che le esportazioni lorde comportino in certa misura un doppio conteggio.

**Anche la natura dello shock all'attività influisce sulle sue modalità di trasmissione.** A titolo di esempio, uno shock della domanda negli Stati Uniti (come un mutamento nelle preferenze dei consumatori o un incremento della spesa pubblica) eserciterebbe probabilmente un notevole impatto sull'area dell'euro. Più modeste sarebbero le implicazioni di uno shock all'offerta (quale un'interruzione della produzione dovuta a una catastrofe naturale), poiché gli Stati Uniti svolgono un ruolo meno significativo come sbocco per le esportazioni indirette dell'area dell'euro. Il rapporto si inverte nel caso della Cina; con molta probabilità l'area dell'euro risentirebbe in misura inferiore di uno shock della domanda e maggiormente di uno shock dell'offerta.

## Riquadro 2

La trasmissione di shock sull'attività economica dell'area dell'euro attraverso il commercio bilaterale, le catene del valore mondiali e gli effetti eco

**Questo riquadro si prefigge di quantificare l'effetto sull'area dell'euro di uno shock esterno, distinguendo fra l'impatto connesso agli scambi bilaterali, l'impatto mediante le catene del valore mondiali e l'effetto eco riconducibile ad altri partner commerciali.** L'analisi si sofferma sui tre effetti seguenti, già illustrati nel grafico 3: 1) l'impatto esercitato da uno shock attraverso l'interscambio bilaterale, a causa di un mutamento nel consumo di prodotti esportati direttamente; 2) l'impatto riconducibile alle esportazioni indirette (tramite un altro partner commerciale) verso il paese di origine dello shock; 3) l'effetto eco dovuto ad altri partner commerciali.

**Tale metodo si concentra sul valore aggiunto dell'area dell'euro consumato come prodotto finale in ciascuno dei partner commerciale esaminati.** A differenza di quanto accade con i dati sul commercio lordo, non si tiene conto del valore aggiunto originato in altri paesi (valore aggiunto estero) e di quello che finisce per essere riesportato nell'area dell'euro; sono invece comprese le esportazioni indirette assorbite in via finale dal paese partner.

**Gli effetti sono calcolati per ciascuno dei tre canali.** Da un lato, l'impatto commerciale di uno shock in un paese partner dipende dall'elasticità del PIL dell'area dell'euro alle importazioni. Dall'altro, l'effetto varia in funzione dell'esposizione dell'area al paese in questione, nonché dell'elasticità delle importazioni dell'area al PIL di quest'ultimo. Inoltre, l'impatto ascrivibile ai legami bilaterali si accompagna a un effetto eco, vale a dire l'effetto di contagio che si trasmette all'area dell'euro mediante altri partner commerciali, anch'essi colpiti dallo shock. Le quote delle importazioni ed esportazioni lorde, dirette e indirette, sono calcolate come il rapporto tra la rispettiva misura e il PIL. Si ipotizza che l'elasticità della domanda al PIL sia pari a 0,6 per tutti le economie; quanto alle elasticità delle importazioni, vengono utilizzati i valori per paese di Déés e Vansteenkiste (cfr. nota 11)<sup>13</sup>.

**L'impatto di uno shock del PIL differisce se, anziché l'interscambio lordo, si considera il commercio diretto e indiretto.** La tavola ipotizza uno shock del PIL dell'1 per cento in

### Tavola

Effetti attraverso l'interscambio: confronto fra commercio lordo e commercio diretto e indiretto

(risposte a uno shock del PIL dell'1 per cento; valori percentuali)

	Stati Uniti		Cina		Regno Unito		Russia	
	Commercio lordo	Commercio diretto e indiretto	Commercio lordo	Commercio diretto e indiretto	Commercio lordo	Commercio diretto e indiretto	Commercio lordo	Commercio diretto e indiretto
Germania	0,34	0,36	0,15	0,12	0,12	0,10	0,04	0,04
Francia	0,24	0,22	0,09	0,06	0,09	0,07	0,03	0,02
Italia	0,23	0,22	0,10	0,06	0,08	0,06	0,04	0,03
Spagna	0,22	0,19	0,07	0,04	0,08	0,06	0,02	0,02
area dell'euro	0,28	0,28	0,11	0,08	0,10	0,08	0,04	0,03

Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: i dati si riferiscono all'impatto complessivo di uno shock dell'1 per cento nel paese indicato in cima a ciascuna colonna. Gli impatti per l'area dell'euro sono medie ponderate degli effetti sui paesi membri, ponderati per il PIL a parità di potere di acquisto.

<sup>13</sup> Per le poche economie non comprese nel campione analizzato da Déés e Vansteenkiste (cfr. nota 11), l'elasticità delle importazioni è approssimata dai valori riguardanti paesi del campione che hanno dimensioni analoghe e si trovano nella stessa regione.



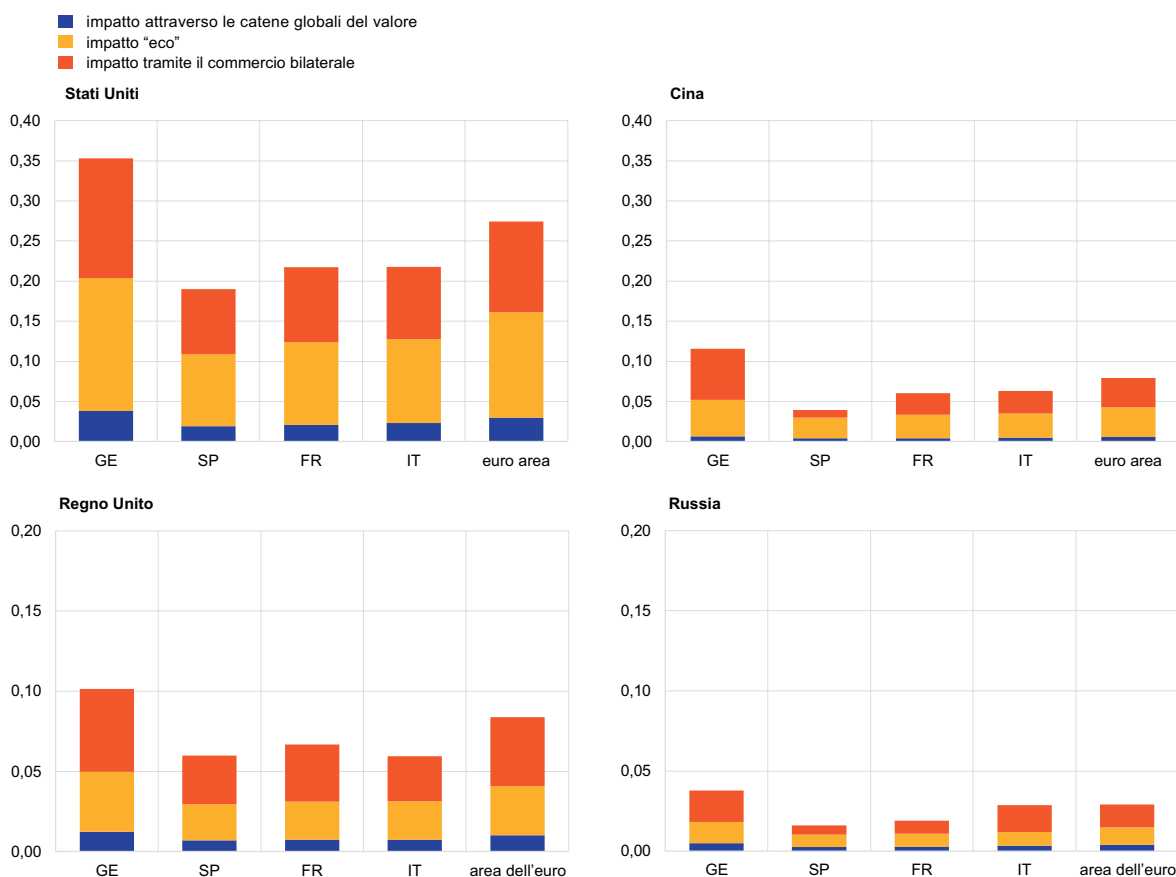
ciascuno dei quattro maggiori partner commerciali, mettendo a confronto l'impatto complessivo contemporaneo sull'area dell'euro sulla base del commercio lordo con quello combinato di interscambio diretto e indiretto<sup>14</sup>. La discrepanza fra i due dipende dal contributo delle singole componenti del commercio. Ad esempio, nel caso della Cina e del Regno Unito, l'effetto dello shock risulta sovrastimato se i legami commerciali sono misurati dall'interscambio lordo anziché dalla somma di scambi diretti e indiretti. Ciò è dovuto al fatto che una quota cospicua delle esportazioni dell'area dell'euro verso Cina e Regno Unito è rappresentata da esportazioni indirette, destinate ad altri paesi e quindi non assorbite dai mercati locali. Gli Stati Uniti, d'altro canto, sono un fondamentale mercato di sbocco per le esportazioni indirette dell'area dell'euro intermedie da altri partner commerciali. Pertanto, l'impatto complessivo sull'area di uno shock del PIL in Cina, nel Regno Unito e in Russia diminuisce se si considerano gli scambi diretti e indiretti anziché il commercio lordo. Per gli Stati Uniti la differenza è più esigua e l'impatto risulta addirittura maggiore nel caso della Germania.

### Il grafico mostra la scomposizione dell'impatto commerciale di uno shock del PIL dell'1 per cento nei quattro principali partner commerciali dell'area dell'euro. Uno shock originato

#### Grafico A

#### Impatto commerciale di uno shock del PIL in termini reali dell'1 per cento nei grandi partner commerciali

(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Nota: il paese di origine dello shock al PIL reale è indicato in cima a ciascun riquadro. I dati per l'area dell'euro sono medie degli effetti sui paesi membri, ponderate per il PIL a parità di potere di acquisto.

<sup>14</sup> Le stime si basano su un impatto contemporaneo. L'impatto stimato complessivo potrebbe risultare maggiore se si considerano anche gli effetti dinamici.

negli Stati Uniti si ripercuoterebbe sull'area dell'euro soprattutto tramite gli altri partner (effetto eco, contrassegnato dalle barre gialle) e gli scambi bilaterali (barre arancioni). Ciò dimostra l'importanza del paese quale mercato di sbocco per l'area ma anche per diversi partner di quest'ultima. Inoltre, l'area dell'euro subirebbe anche la variazione della domanda di esportazioni indirette, che giungono agli Stati Uniti dall'area attraverso i partner commerciali (barre blu). Per quanto riguarda la Cina, l'impatto mediante il commercio bilaterale e gli effetti eco avrebbero sostanzialmente pari entità; a essi si aggiungerebbe un modesto impatto tramite le catene del valore mondiali, inferiore a un decimo del totale. L'impatto di uno shock nel Regno Unito o in Russia si esplicherebbe per oltre la metà attraverso gli scambi bilaterali e per più di un terzo mediante effetti eco; il resto deriverebbe dalle catene del valore mondiali.

**Fra le quattro principali economie dell'area dell'euro, la Germania è quella che più risentirebbe di uno shock del PIL in uno dei quattro grandi partner commerciali considerati.**

La ragione va rintracciata nella maggiore apertura commerciale della Germania rispetto alle altre economie europee. Gli shock trasmessi per via diretta o indiretta attraverso il commercio incidono sulla Germania più che sull'insieme dell'area dell'euro.

**Questo esercizio mette in luce quanto sia importante tener conto dei diversi legami commerciali e dei mercati di sbocco delle esportazioni dall'area dell'euro; nondimeno, è opportuno evidenziare alcuni motivi di cautela.** In primo luogo, l'entità dell'impatto dipende dalle elasticità del commercio al PIL osservabili nel singolo paese. Le elasticità aggregate del commercio mondiale hanno mostrato di recente una dinamica calante<sup>15</sup>. Qualora l'andamento fosse dovuto a una diminuzione delle elasticità nei diversi partner commerciali, anziché a mutamenti della composizione del commercio nell'economia mondiale, ciò ridurrebbe l'impatto stimato di uno shock dell'attività sull'area dell'euro. In secondo luogo, è possibile che le elasticità varino da una tipologia di commercio all'altra, a seconda della composizione settoriale e del grado di sostituibilità dei prodotti importati. Questo esempio utilizza le stesse elasticità del commercio per tutte le forme di interscambio. In terzo luogo, i dati alla base dell'analisi sono disponibili soltanto fino al 2011; da allora la natura del commercio potrebbe aver subito mutamenti, che potrebbero aver inciso sui rapporti rappresentati nel grafico<sup>16</sup>. Inoltre l'analisi considera soltanto gli shock trasmessi mediante il commercio, escludendo altri canali di propagazione come quello finanziario o gli effetti di fiducia tra imprese e famiglie. Malgrado tali limiti, l'esercizio qui presentato ha il merito di dimostrare che dal commercio lordo può emergere un quadro fuorviante dell'importanza dei diversi partner o canali commerciali.

## 5 Osservazioni conclusive

**L'area dell'euro è divenuta sempre più integrata nel commercio mondiale e nelle catene produttive internazionali.** La natura di questi legami varia tra i

<sup>15</sup> Cfr. l'articolo *La debolezza del commercio mondiale: possibili spiegazioni* nel numero 3/2015 di questo Bollettino.

<sup>16</sup> Ad esempio, il commercio di beni intermedi, che può essere strettamente connesso agli aumenti della specializzazione verticale, sembra aver rallentato nel 2012 e nel 2013. Cfr. l'articolo citato nella nota 15.

principali partner commerciali dell'area. Ad esempio, l'area dell'euro intrattiene rapporti commerciali diretti molto intensi con gli Stati Uniti, mentre Cina e Regno Unito sono più rilevanti per l'area in termini di esportazioni di prodotti intermedi. Ne consegue che, attraverso il commercio, l'attività economica dell'area dell'euro subisce un influsso relativamente forte dagli andamenti della domanda interna statunitense, mentre risente in misura inferiore dell'evoluzione in Cina e nel Regno Unito. Nel caso della Cina, il valore aggiunto dell'area è perlopiù riesportato negli Stati Uniti, ma anche verso Giappone e Corea del Sud. Per quanto concerne Regno Unito e Russia, il loro ruolo di intermediari riflette principalmente attività di trasformazione del valore aggiunto dell'area, che finisce per essere riesportato nell'area stessa, in altre economie avanzate o nel "resto del mondo" (cfr. grafico 7).

#### **Il ruolo dei partner commerciali dell'area dell'euro nelle catene del valore mondiali influisce sulle modalità di trasmissione all'area di shock dell'attività.**

In primo luogo, uno shock esterno dell'attività colpirebbe l'area attraverso il commercio bilaterale, in particolare tramite le esportazioni dirette verso il partner commerciale. Si avrebbe poi un impatto riconducibile a effetti eco, che dipenderebbe dalle conseguenze per gli altri partner e da eventuali variazioni della loro domanda di esportazioni dell'area. Infine, un ulteriore impatto proverrebbe dalle catene globali del valore, poiché le esportazioni dell'area dell'euro sono costituite in parte da esportazioni indirette che raggiungono il proprio mercato di sbocco attraverso un partner commerciale. L'effetto finale sull'area di uno shock dell'attività dipenderebbe dall'azione congiunta di questi tre canali commerciali.

#### **Se si quantificano i diversi impatti, l'effetto risulta lievemente inferiore per alcuni partner commerciali di quanto non emergerebbe dai dati sull'interscambio lordo.**

La discrepanza è dovuta all'esclusione del valore aggiunto originato in altri paesi e delle esportazioni che rientrano nell'area dell'euro. Inoltre, il commercio bilaterale sembra rappresentare poco meno della metà dell'impatto complessivo indotto dalla maggioranza dei partner; l'effetto eco è di analoghe proporzioni (circa la metà). Gli effetti attraverso le catene globali del valore sembrano costituire circa un decimo dell'impatto totale, a seconda del partner commerciale.

#### **Alla luce del continuo mutamento delle strutture produttive transfrontaliere, è necessario tenere questi andamenti sotto costante osservazione.**

Le tavole del World Input-Output Database offrono uno strumento indispensabile per condurre un'analisi molto granulare dell'evoluzione delle catene globali del valore. Con il trascorrere del tempo, tuttavia, occorreranno dati per il periodo successivo al 2011 al fine di valutare correttamente le implicazioni delle catene produttive mondiali (e del loro sviluppo) per l'economia dell'area dell'euro. Pertanto, in futuro si renderanno sempre più necessarie iniziative che incoraggino l'ampliamento o il regolare aggiornamento di banche dati come il World Input-Output Database oppure promuovano, in alternativa, il ricorso ai dati delle indagini congiunturali o per singola impresa.

# Investimenti pubblici in Europa

Dall'inizio della crisi gli investimenti pubblici sono diminuiti in diversi paesi europei, specie in quelli sottoposti a pressioni di mercato<sup>1</sup>. Bassi livelli di investimenti pubblici, se protratti nel tempo, potrebbero determinare un deterioramento del capitale pubblico e ridurre il prodotto a più lungo termine. La contrazione degli investimenti pubblici e l'attuale contesto di bassi tassi di interesse hanno indotto a invocare misure di stimolo della spesa per investimenti pubblici al fine di rafforzare la domanda di breve periodo e il prodotto potenziale. Nell'Unione europea (UE) tale situazione ha portato all'adozione del Piano di investimenti per l'Europa (2015). Tuttavia, le posizioni di bilancio in numerosi paesi dell'UE rimangono precarie e le disposizioni del Patto di stabilità e crescita prevedono ulteriori misure di risanamento in diversi di questi paesi. Utilizzando un'analisi basata su modelli, il presente articolo considera in quali circostanze ottimali gli investimenti pubblici supplementari potrebbero stimolare la crescita economica e quale sarebbe l'impatto sui conti pubblici.

## 1 Introduzione

**Il calo degli investimenti pubblici in Europa negli ultimi anni ha indotto a invocare misure di stimolo degli investimenti pubblici nell'attuale contesto di bassi tassi di interesse.** Mentre per l'UE nel suo complesso il rapporto investimenti pubblici/PIL rimane al livello antecedente la crisi, nell'area dell'euro il rapporto è sceso lievemente. In particolare, negli ultimi anni il rapporto è diminuito nei paesi che hanno dovuto avviare significativi aggiustamenti di bilancio a causa delle pressioni di mercato. La contrazione degli investimenti pubblici e la persistente debolezza della crescita dopo la crisi hanno promosso un dibattito sull'auspicabilità di accrescere gli investimenti in infrastrutture pubbliche. In questo dibattito si ritiene che gli investimenti pubblici sarebbero particolarmente efficaci in un contesto di bassi costi di finanziamento per le amministrazioni pubbliche, con tassi di interesse di politica monetaria intorno allo zero<sup>2</sup>. Ciò ha suscitato iniziative volte a stimolare gli investimenti pubblici a livello sia nazionale che internazionale (cfr. il riquadro 1 relativo al Piano di investimenti per l'Europa).

**Il presente articolo valuta l'impatto di ulteriori investimenti pubblici in termini di efficienza economica, crescita a più lungo termine e conti pubblici.** La seconda sezione passa in rassegna i recenti andamenti degli investimenti pubblici in Europa e traccia un raffronto con gli Stati Uniti e il Giappone. La terza sezione propone una breve panoramica dei diversi filoni di letteratura sul contributo degli investimenti pubblici alla crescita del prodotto. La quarta sezione è dedicata alle simulazioni basate su modelli ed esamina l'effetto di ulteriori investimenti pubblici nell'area dell'euro. La quinta sezione presenta le conclusioni.

<sup>1</sup> La misura degli investimenti pubblici utilizzata in questo articolo è quella degli investimenti fissi lordi delle amministrazioni pubbliche, che consentono di usare dati comparabili disponibili per un ampio numero di paesi. Cfr. il riquadro 2 per ulteriori informazioni sui limiti di questi dati e sui problemi di misurazione.

<sup>2</sup> Cfr., ad esempio, "Is it time for an infrastructure push? The macroeconomic effects of public investment", *World Economic Outlook*, FMI, 2014.

## Riquadro 1

Il Piano di investimenti per l'Europa: il Piano Juncker

---

**Il Piano di investimenti per l'Europa, noto anche come Piano Juncker, dal nome del Presidente in carica della Commissione europea, è un pacchetto di misure presentato dalla Commissione alla fine del 2014, volto a mobilitare investimenti pubblici e privati nell'economia reale pari ad almeno 315 miliardi di euro (circa il 2 per cento del PIL dell'UE nel 2015) nel periodo 2015-2017<sup>3</sup>.** Il Piano è articolato in tre pilastri: a) istituzione di un Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS) per mobilitare gli investimenti privati, b) sostegno agli investitori per individuare e avviare nuovi progetti di investimento creando un polo europeo di consulenza sugli investimenti e un portale dei progetti di investimento europei e c) miglioramento delle condizioni generali degli investimenti attraverso riforme strutturali a livello europeo e nazionale.

**Quanto al primo pilastro, il regolamento del FEIS è stato approvato nel giugno 2015, meno di cinque mesi dopo la presentazione della proposta legislativa della Commissione, e nell'ottobre dello stesso anno il Fondo ha avviato le operazioni preliminari.** Dal punto di vista operativo, è stato istituito un fondo di garanzia di 16 miliardi di euro nel bilancio dell'UE che verrà utilizzato per costituire le garanzie pubbliche del FEIS. Altri 5 miliardi di euro sono stati stanziati dalla Banca europea degli investimenti (BEI). Questa somma iniziale di denaro pubblico assicura al FEIS una capacità di assorbimento dei rischi pari a 21 miliardi di euro, cui dovrebbero aggiungersi 294 miliardi di euro in finanziamenti privati, con un effetto moltiplicatore di 15 (in base all'esperienza storica). Tali fondi verranno utilizzati attraverso due "sezioni": la sezione infrastrutture e innovazione, messa in atto dalla BEI e destinata a erogare circa il 75 per cento dei 315 miliardi di euro, che costituiscono l'obiettivo finale, e la sezione per le piccole e medie imprese, posta in atto dal Fondo europeo per gli investimenti (FEI).

**Le operazioni di rifinanziamento del FEIS sono concepite per andare oltre le normali attività della BEI e del FEI.** Le operazioni del FEIS devono essere finalizzate a finanziare, a tassi "sostenibili", i progetti che non possono essere finanziati né dal mercato né dagli strumenti standard della BEI e del FEI a causa delle dimensioni dell'impresa, dell'elevato rischio implicito in nuove tecnologie o dei termini previsti. A tale riguardo, il FEIS dovrebbe generare "ulteriori" progetti di investimento in aggiunta al piano di investimenti in corso della BEI e del FEI<sup>4</sup>.

**Nove Stati membri (Bulgaria, Germania, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Polonia, Slovacchia e Regno Unito) hanno finora stanziato circa 43 miliardi di euro per cofinanziare i progetti del FEIS, sebbene non abbiano contribuito direttamente al capitale del FEIS.** Nonostante il trattamento favorevole previsto dal Patto di stabilità e crescita dei contributi al FEIS sotto forma di garanzie o contante, i contributi annunciati dai suddetti Stati membri saranno

---

<sup>3</sup> Cfr. la comunicazione della Commissione europea "Un piano di investimenti per l'Europa", disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=COM%3A2014%3A903%3AFIN>.

<sup>4</sup> Per la descrizione completa di questo requisito cfr. l'Allegato II che fornisce l'estratto del Regolamento (UE) 2015/1017 del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 giugno 2015 relativo al Fondo europeo per gli investimenti strategici.

solamente per singoli progetti e piattaforme di investimento a livello nazionale<sup>5</sup>. Questi Stati membri quindi parteciperanno esclusivamente a progetti di investimento condotti nei propri paesi. Ciò testimonia le difficoltà incontrate nel superamento del principio della “equa ripartizione”, spesso citato nelle discussioni sul bilancio dell’UE, in virtù del quale ciascuno Stato membro ha come preoccupazione primaria che il proprio contributo alle risorse finanziarie dell’UE rifluisca nell’economia nazionale. I progetti finanziati dal FEIS non verranno assegnati secondo quote nazionali ma solo in base ai loro meriti.

**Il secondo pilastro del Piano di investimenti è essenziale per eliminare una serie di inefficienze procedurali e informative in termini di corrispondenza tra progetti di investimento e finanziamenti privati o pubblici.**

Il polo europeo di consulenza sugli investimenti, istituito nell’ambito della BEI e finanziato sia dalla BEI sia dalla Commissione, dovrà: a) offrire guida e consulenza in materia di investimenti, b) fornire una piattaforma per lo scambio del know-how e c) coordinare l’assistenza tecnica esistente. Il portale dei progetti di investimento europei, peraltro, promuoverà le opportunità di investimento presso gli investitori elencando i progetti di investimento che sostengono gli obiettivi dell’UE e che dovrebbero essere avviati entro tre anni, anche senza il finanziamento del FEIS.

**Per rafforzare le iniziative condotte nel quadro del terzo pilastro del Piano di investimenti, il miglioramento del clima a favore degli investimenti a livello degli Stati membri è stato reso parte integrante del processo del Semestre europeo del 2016.**

A tal fine, l’Analisi annuale della crescita (AAC) per il 2016 è stata corredata da un documento di lavoro degli esperti sui problemi riguardanti il contesto degli investimenti degli Stati membri<sup>6</sup>. Il documento sintetizza il profilo di investimento di ciascun paese e individua i principali ostacoli agli investimenti a livello nazionale nei seguenti settori: a) amministrazione pubblica/contesto imprenditoriale, b) mercato del lavoro/istruzione, c) settore finanziario/fiscaltà, d) ricerca, sviluppo e innovazione ed e) regolamentazione specifica per settore. Le criticità individuate in questa fase dovrebbero essere analizzate più a fondo nel quadro del Semestre europeo, in particolare nei rapporti sui singoli paesi, e attraverso discussioni a tema nell’ambito del Consiglio e dei suoi comitati. È possibile che tali criticità diano luogo a raccomandazioni specifiche rivolte a singoli Stati membri.

**Il programma dell’UE andrà a integrare le iniziative degli Stati membri per rimuovere le barriere agli investimenti.**

Quanto alle iniziative da intraprendere a livello europeo, la Commissione ha rilevato che i progressi in materia di Mercato unico digitale, Unione dell’energia e Unione dei mercati dei capitali sono essenziali per migliorare il contesto imprenditoriale e le condizioni di finanziamento nella UE. Le sedici iniziative mirate nel quadro strategico per il Mercato unico digitale dovrebbero trovare applicazione entro la fine del 2016, mentre le quindici iniziative annunciate per l’Unione dell’energia saranno attuate nel 2016-2017. Il piano d’intervento per l’Unione dei mercati dei

<sup>5</sup> Nel gennaio 2015 la Commissione ha chiarito che i conferimenti in contante utilizzati per l’istituzione del FEIS non saranno calcolati nella definizione dell’aggiustamento dei conti pubblici nel quadro della parte preventiva o di quella correttiva del Patto di stabilità e crescita. Se il disavanzo di bilancio di un paese supera il 3 per cento del PIL, la Commissione non avvierà la procedura per disavanzi eccessivi qualora il superamento sia dovuto a un conferimento a favore del FEIS, purché la deviazione sia contenuta e prevedibilmente temporanea. Anche quando si valuta l’osservanza del criterio del debito, i conferimenti al FEIS non saranno presi in considerazione.

<sup>6</sup> Cfr. il documento di lavoro predisposto dalla Commissione europea *Sfide riguardanti il contesto degli investimenti negli Stati membri*, reperibile all’indirizzo [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2016/ags2016\\_challenges\\_italy\\_it.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2016/ags2016_challenges_italy_it.pdf).

capitali è stato pubblicato dalla Commissione il 30 settembre 2015<sup>7</sup>. Il documento tratta del FEIS e di altri pilastri del Piano di investimenti e annuncia che la Commissione intende presentare revisioni delle calibrature delle norme prudenziali elaborate dall'UE per il comparto assicurativo (la direttiva Solvency II) per garantire che le compagnie assicurative siano soggette a una disciplina normativa che offra ulteriori incentivi agli investimenti di lungo termine.

**Sono necessari ulteriori progressi nell'ambito del terzo pilastro per il successo del Piano di investimenti.** Stimolare gli investimenti attraverso l'utilizzo di fondi pubblici richiede un attento esame di come utilizzare tali risorse in modo ottimale; al contempo, si richiede l'effettiva attuazione di determinate politiche pubbliche, segnatamente le riforme strutturali, al fine di migliorare il clima per gli investimenti. Per questa ragione il Piano include un insieme esaustivo di misure relative a diverse aree politiche. Il 2015 è stato caratterizzato da rapidi progressi nel quadro del primo pilastro: l'Analisi annuale della crescita 2016 riferisce che il FEIS avrebbe mobilitato alla fine del 2015 circa 50 miliardi di euro per gli investimenti in Europa. Tale somma rappresenta circa il 15 per cento dell'obiettivo fissato di concerto per il periodo 2015-2017. Nei restanti due anni misure politiche concrete ed efficaci nell'ambito degli altri due pilastri saranno essenziali per integrare i finanziamenti del FEIS e per assicurare che questi ulteriori fondi possano essere efficacemente utilizzati e incanalati nell'economia europea. Più specificamente, nell'ambito del terzo pilastro, l'attuazione di riforme mirate a risolvere gli attriti che frenano la domanda di investimenti (come la riduzione degli oneri amministrativi a carico delle società di nuova costituzione o l'accelerazione delle procedure fallimentari) può aumentare sin d'ora il costo opportunità degli investimenti e consentire il rapido afflusso di finanziamenti verso le opportunità di investimenti create da tali riforme<sup>8</sup>.

## 2 Andamenti recenti degli investimenti pubblici

**Gli investimenti sia pubblici sia privati sono diminuiti negli anni successivi la crisi finanziaria e del debito sovrano.** Dopo essere rimasti stabili intorno al 3 per cento del PIL per oltre un decennio, gli investimenti pubblici nell'area dell'euro hanno iniziato a crescere nel 2005, raggiungendo il 3,6 per cento del PIL nel 2009 (cfr. grafico 1). Negli anni dopo la crisi, il rapporto investimenti pubblici/PIL è tornato al di sotto del livello medio antecedente la crisi, pari al 3 per cento del PIL. Nel complesso dell'UE, il rapporto investimenti pubblici/PIL presenta un profilo analogo, con un ridimensionamento meno pronunciato dopo la crisi. Gli andamenti degli investimenti pubblici in Europa rispecchiano quelli degli Stati Uniti, sebbene a un livello inferiore. Per contro, il rapporto investimenti pubblici/PIL in Giappone ha segnato una flessione sul lungo termine dopo gli elevati livelli osservati degli anni novanta, benché abbiano iniziato a riprendersi più di recente. In Europa gli investimenti del settore privato sono diminuiti durante e dopo la crisi e ancora non hanno recuperato terreno, a differenza degli Stati Uniti e del Giappone (cfr. grafico 2). Anche se i dati sugli investimenti pubblici sono soggetti a varie limitazioni, in particolare per quanto riguarda i problemi di misurazione (cfr. riquadro 2), i recenti

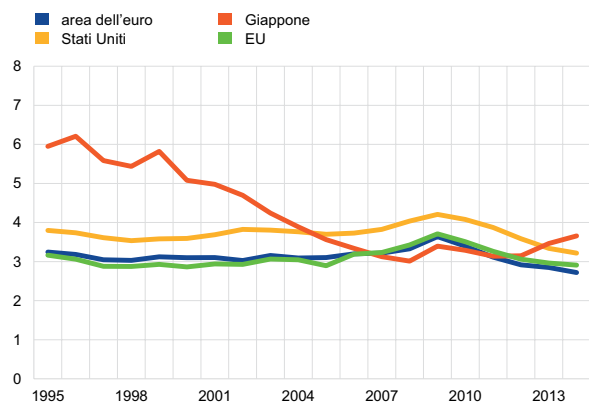
<sup>7</sup> Cfr. la comunicazione della Commissione europea *Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali*, reperibile all'indirizzo <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/IT/1-2015-468-IT-F1-1.PDF>.

<sup>8</sup> Cfr. l'intervento introduttivo del Presidente della BCE in occasione dell'ECB Forum on Central Banking, Sintra, 22 maggio 2015, reperibile all'indirizzo <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150522.it.html>.



**Grafico 1****Investimenti pubblici**

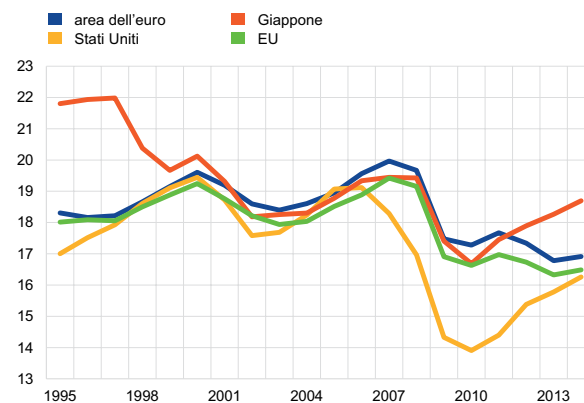
(in percentuale del PIL)



Fonte: Commissione europea.

**Grafico 2****Investimenti privati**

(in percentuale del PIL)



Fonte: Commissione europea.

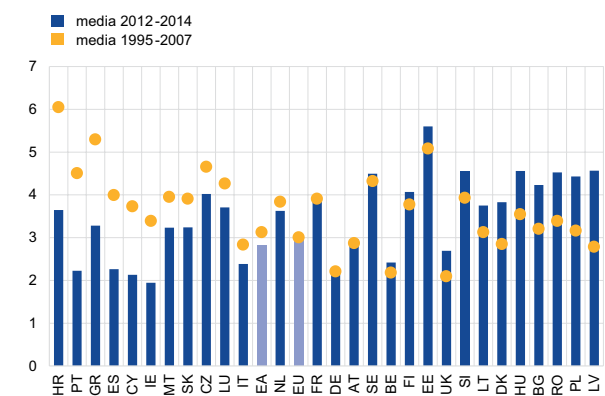
andamenti degli investimenti pubblici sono difficilmente attribuibili a tali limitazioni. Ad esempio, sebbene il crescente ricorso alle partecipazioni miste pubblico-privato (PPP) e alle privatizzazioni abbia trasformato parte degli investimenti precedentemente pubblici in investimenti privati a partire dagli anni settanta, la flessione degli investimenti pubblici nell'UE dopo la crisi si è accompagnata a un calo, non a un aumento, degli investimenti privati (cfr. grafici 1 e 2).

**Gli investimenti pubblici seguono andamenti molto diversi nei vari paesi dell'UE.**

Se si confrontano gli investimenti pubblici pre-crisi, come percentuale del PIL, con il livello medio negli ultimi tre anni, si possono individuare tre gruppi distinti di paesi (cfr. grafico 3). In primo luogo, paesi con forti esigenze di risanamento fiscale hanno subito consistenti riduzioni degli investimenti. I cali più significativi del rapporto investimenti pubblici/PIL si sono osservati nei paesi dove inizialmente i tassi di investimento delle amministrazioni pubbliche erano elevati, a volte in relazione alle forti espansioni prima della crisi, e in paesi soggetti a pressioni di mercato. In particolare, il rapporto

**Grafico 3****Rapporto investimenti pubblici/PIL**

(in percentuale del PIL)

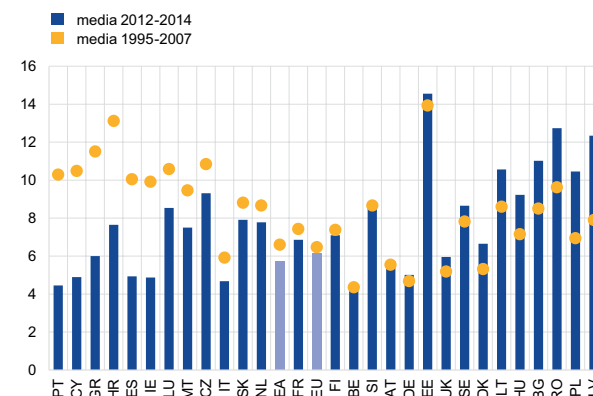


Fonte: Commissione europea.

Nota: Paesi ordinati per variazione degli investimenti pubblici nel 2012-2014 rispetto al 1995-2007.

**Grafico 4****Rapporto investimenti pubblici/spesa pubblica**

(in percentuale della spesa pubblica)



Fonte: Commissione europea.

Nota: Paesi ordinati per variazione degli investimenti pubblici nel 2012-2014 rispetto al 1995-2007.

investimenti pubblici/PIL è diminuito in Croazia, Portogallo, Grecia, Spagna, Cipro e Irlanda. In secondo luogo, nei paesi dove gli investimenti delle amministrazioni pubbliche erano stati relativamente modesti negli anni antecedenti la crisi, gli investimenti pubblici non sono diminuiti marcatamente né aumentati (Belgio, Germania e Austria). In terzo luogo, gli investimenti pubblici sono aumentati in diversi paesi orientali dell'UE, in particolare quelli che hanno beneficiato del crescente utilizzo dei fondi di coesione dopo l'ingresso nell'UE (Lettonia, Polonia, Romania e Bulgaria).

**Gli andamenti degli investimenti pubblici, in rapporto alla spesa pubblica, sono stati ancor più eterogenei nei vari paesi dell'UE.** Se espresso come percentuale del PIL (cfr. grafico 3), il rapporto investimenti/PIL è influenzato dall'effetto negativo della crisi sulla crescita del prodotto. Come quota della spesa pubblica totale (cfr. grafico 4), il calo degli investimenti nei paesi sottoposti a pressioni di mercato riflette il fatto che gli investimenti pubblici sono stati utilizzati per in misura maggiore rispetto ad altre voci di spesa per il processo di risanamento.

## Riquadro 2

### Investimenti e capitali pubblici: problemi relativi ai dati e alle misurazioni

---

Il presente riquadro esamina i limiti dei dati relativi agli investimenti e ai capitali pubblici, che devono essere presi in considerazione nell'interpretare i confronti effettuati tra paesi e nel tempo. Si possono indicare almeno quattro punti specifici. In primo luogo, la distinzione tra investimenti e altre spese pubbliche non sempre è chiara per quanto riguarda i loro effetti sulla capacità produttiva dell'economia. Nella contabilità nazionale gli investimenti fissi lordi sono dati dalle acquisizioni dei produttori residenti di immobilizzazioni materiali o immateriali, in particolare macchinari e attrezzature, veicoli, abitazioni e fabbricati non residenziali, al netto delle cessioni. Tuttavia, anche se la spesa per la sanità e l'istruzione contribuisce a rafforzare lo stock di capitale umano (privato), rafforzando quindi il lato dell'offerta dell'economia e contribuendo alla crescita, è considerata per lo più una spesa corrente e non un investimento. Inoltre, gli investimenti pubblici comprendono anche le spese per stadi sportivi e attrezzature militari, che hanno effetti discutibili sulla capacità produttiva dell'economia. Anche la distinzione tra spesa in conto capitale e spesa per consumi è mutata nel tempo. Ad esempio, secondo gli standard statistici vigenti (SEC 2010), la spesa per ricerca e sviluppo e per le attrezzature esclusivamente militari (ossia prive di possibili usi civili) è considerata una spesa in conto capitale, mentre figurava tra i consumi secondo i precedenti standard statistici (SEC 95)<sup>9</sup>. In secondo luogo, la distinzione tra investimenti pubblici e privati non sempre è chiara nella pratica, ad esempio quando i privati partecipano a progetti infrastrutturali attraverso le PPP con rischi di bilancio per le amministrazioni pubbliche connessi alle garanzie (esplicithe o implicite). In terzo luogo, anche la distinzione tra i settori pubblico e privato varia da un paese all'altro, il che spiega in parte le differenze osservate tra gli Stati membri. Infine, i dati relativi allo stock di capitale pubblico non vengono osservati ma piuttosto calcolati, avendo come base i dati sui flussi di investimenti, i tassi di ammortamento e la stima degli stock iniziali capitale pubblico.

<sup>9</sup> Per ulteriori informazioni cfr. l'articolo *Nuovi standard internazionali in ambito statistico: miglioramenti nella metodologia e nella disponibilità dei dati*, nel numero di agosto 2014 del Bollettino mensile della BCE.

Misure alternative degli investimenti (pubblici), ad es. le misure fisiche, come la penetrazione della banda larga, l'estensione della rete stradale e ferroviaria o il numero di linee telefoniche fisse, possono aggirare solo in parte alcuni limiti dei dati sugli investimenti (o sullo stock di capitale). Limiti significativi sono rappresentati anche dal fatto che la qualità delle infrastrutture spesso non è misurata correttamente, inclusa la questione delle valutazioni, e che i dati comparabili tra paesi sono scarsi ed eterogenei.

Tenendo presente tali motivi di cautela, il presente articolo, in linea con gran parte della letteratura, utilizza la misura tradizionale degli investimenti pubblici secondo la definizione data nelle contabilità nazionali.

---

### 3 Il contributo degli investimenti pubblici alla crescita

**Un incremento degli investimenti pubblici può influire positivamente sulla crescita economica in due modi.** In primo luogo, un aumento degli investimenti pubblici ha effetti positivi sulla domanda aggregata. In aggiunta, investimenti pubblici efficienti possono contribuire alla capacità produttiva dell'economia rafforzando lo stock di capitale pubblico. È importante tuttavia considerare attentamente costi e benefici del capitale pubblico aggiuntivo, tenendo conto degli strumenti alternativi di finanziamento e dei loro effetti sul prodotto e sui conti pubblici.

**L'entità dei moltiplicatori di bilancio a breve termine è caratterizzata da notevole incertezza.** Gli investimenti pubblici in genere sono una categoria di spesa con un moltiplicatore fiscale a breve termine relativamente elevato, ma esiste notevole incertezza circa l'entità dei moltiplicatori che risultano specifici per paese, periodo ed episodio<sup>10</sup>. Ad esempio, sono più elevati durante le recessioni, ma più bassi in presenza di finanze pubbliche deboli, in particolare quando la sostenibilità del debito è a rischio. In aggiunta, i moltiplicatori dipendono dalle modalità di finanziamento della spesa, ossia attraverso il debito, l'aumento delle entrate o la riduzione delle altre categorie di spesa.

**Le stime empiriche degli effetti dell'aumento di capitale pubblico sul prodotto tendono a essere positive ma eterogenee.** Le stime basate sulle funzioni di produzione o di costo solitamente individuano un effetto (lievemente) positivo, ma con notevoli variazioni a seconda del periodo, del paese, della misura del capitale e del metodo di stima (cfr. grafico 5). Secondo le stime dell'elasticità del prodotto rispetto al capitale pubblico ricavate da 68 studi pubblicati tra il 1983 e il 2008 l'elasticità media del prodotto è 0,106, previa correzione per un'eventuale distorsione della pubblicazione<sup>11</sup>. La conclusione generale di questo filone di letteratura è che il capitale pubblico sostiene il livello del prodotto potenziale, in particolare gli investimenti nelle infrastrutture di base, ad es. strade, ferrovie e telecomunicazioni. Il contributo positivo degli incrementi

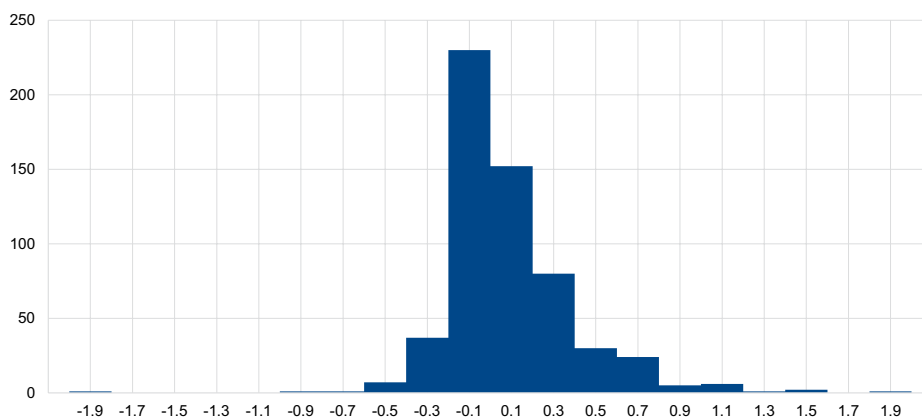
<sup>10</sup> Per un quadro generale cfr. l'articolo *I moltiplicatori di bilancio e la tempistica di risanamento*, nel numero di aprile 2014, pagg. 75-89, del Bollettino mensile della BCE.

<sup>11</sup> Cfr., ad esempio, Bom, P.R.D. e Ligthart, J.E., "What have we learned from three decades of research on the productivity of public capital?", *Journal of Economic Surveys*, vol. 28, n. 5, 2014, pagg. 889-916.

## Grafico 5

### Stime della funzione di produzione dell'elasticità del prodotto rispetto al capitale pubblico

(frequenza delle stime)



Fonte: Bom, P.R.D. e Ligthart, J.E., "What have we learned from three decades of research on the productivity of public capital?", *Journal of Economic Surveys*, vol. 28, n. 5, 2014, pagg. 889-916.

di capitale pubblico alla crescita tende a diminuire nel tempo. Ciò sarebbe in relazione con la tendenza al ribasso della produttività marginale del capitale pubblico in gran parte dei paesi sviluppati, in quanto il completamento delle reti infrastrutturali, come strade o ferrovie, ha reso i guadagni da ulteriori investimenti più modesti rispetto al passato<sup>12</sup>.

**Le stime dell'impatto degli investimenti pubblici che considerano altresì gli effetti sui conti pubblici hanno fornito risultati meno positivi.** Le stime basate sulle funzioni di produzione e costo citate in precedenza evidenziano solo i vantaggi degli investimenti pubblici o del capitale pubblico. Tuttavia, un'amministrazione pubblica che si trovi a decidere se aumentare gli investimenti deve bilanciare tale decisione con una minore spesa per consumi pubblici, l'incremento della tassazione o l'aumento del livello del debito. Le ricerche basate sui modelli VAR, che tengono conto del trade-off tra ulteriori investimenti e il relativo finanziamento, spesso indicano che il capitale pubblico ha un effetto meno positivo sulla crescita del prodotto rispetto alle stime basate sulle funzioni di produzione e, in alcuni casi, un effetto neutro o persino negativo<sup>13</sup>.

**I modelli strutturali possono fornire maggiori indicazioni sui fattori che determinano l'efficacia degli investimenti aggiuntivi e le condizioni in cui gli investimenti sono più o meno produttivi.** Ad esempio, in un periodo di espansione fiscale, gli effetti sul prodotto saranno più marcati se l'autorità di politica monetaria non risponde aumentando il tasso di riferimento. Inoltre, gli studi che tengono conto dei ritardi nella realizzazione degli investimenti hanno riscontrato reazioni solo lievemente positive o persino potenzialmente negative in

<sup>12</sup> Cfr., ad esempio, Pereira, A.M. e Andraz, J.M., "On the economic effects of public infrastructure investment: a survey of the international evidence", *Journal of Economic Development*, vol. 38, n. 4, 2013, pagg. 1-37.

<sup>13</sup> Cfr., ad esempio, Kamps, C., "The Dynamic Effects of Public Capital: VAR Evidence for 22 OECD Countries", *International Tax and Public Finance*, vol. 12, numero 4, 2005, pagg. 533-558.

termini di prodotto e occupazione nel breve periodo<sup>14</sup>. Tuttavia, i modelli strutturali ricchi di informazioni presentano l'inconveniente di imporre restrizioni sui dati, in quanto spesso si parte dall'assunto che gli investimenti pubblici siano produttivi (senza considerare eventuali variazioni nel tempo della produttività). Ad esempio, le simulazioni basate su modelli spesso sono subordinate alla scelta di una elasticità positiva del prodotto rispetto al capitale pubblico; per ipotesi, quindi, l'effetto sul prodotto degli investimenti pubblici è superiore a quello dei consumi pubblici<sup>15</sup>.

## 4 Simulazioni basate su modelli: cosa determina l'efficacia degli investimenti pubblici?

**Data la notevole incertezza riguardo alle precedenti stime dell'impatto sulla crescita degli investimenti pubblici, si rende necessario un approccio più articolato per valutare le implicazioni macroeconomiche e di bilancio di un incremento degli investimenti pubblici.** A tal fine, il presente articolo utilizza il modello dell'economia dell'area dell'euro e mondiale (Euro Area and Global Economy, EAGLE)<sup>16</sup>, calibrato per la Germania, il resto dell'area dell'euro, gli Stati Uniti e il resto del mondo (cfr. il riquadro 3 per una breve descrizione del blocco fiscale del modello). A fini illustrativi, questa sezione considera un incremento temporaneo degli investimenti pubblici in un grande paese dell'area dell'euro (Germania)<sup>17</sup>. Più specificamente, gli investimenti pubblici aumentano dell'1 per cento del PIL iniziale nell'arco di venti trimestri, per poi tornare gradualmente al livello di base<sup>18</sup>. Gli investimenti addizionali sono finanziati tramite prestiti e la regola di bilancio, basata sull'aggiustamento delle imposte non distorsive, rimane inattiva nei primi dieci anni del periodo di simulazione. Poiché l'amministrazione pubblica, per ipotesi, finanzia il debito a un tasso privo di rischio, gli eventuali effetti sul premio per il rischio di credito del peggioramento delle prospettive del debito pubblico vengono ignorati in queste simulazioni. Inoltre, il rischio potenziale associato a un debito pubblico più elevato non viene reinserito nei bilanci dei settori economici che detengono il debito. È questo un importante motivo di cautela quando si interpretano i risultati, in particolare nei paesi dove non è possibile dare per scontata la sostenibilità del debito sovrano e dove le istituzioni finanziarie nazionali detengono ampi depositi di titoli di Stato. Nella simulazione di riferimento, il tasso unico di interesse di politica monetaria non aumenta in risposta alle variazioni implicite negli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro (fino a otto trimestri dopo lo shock). Cosa importante è che l'orientamento di politica monetaria è pienamente anticipato dalle famiglie e dalle imprese.

<sup>14</sup> Leeper, E.M., Walker, T.B. e Yang, S-C.S., "Government investment and fiscal stimulus", *Journal of Monetary Economics*, vol. 57, numero 8, 2010, pagg. 1000-1012.

<sup>15</sup> Un raro esempio di stima senza restrizioni in un modello di equilibrio generale, utilizzando un modello di ciclo economico reale con dati relativi agli Stati Uniti, è reperibile in Ercolani, V. e Valle e Azevedo, J., "The effects of public spending externalities", *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 46, numero C, 2014, pagg. 173-199, da cui risulta che gli investimenti pubblici sono improduttivi.

<sup>16</sup> Gomes, S., Jacquinot, P. e Pisani, M., "The EAGLE. A model for policy analysis of macroeconomic interdependence in the euro area", *Working Paper Series*, BCE, n. 1195, 2010.

<sup>17</sup> Anche se il modello è calibrato per la Germania, le simulazioni devono essere considerate indicative dei canali economici interessati, non specifiche per paese.

<sup>18</sup> I livelli di base sono caratterizzati dall'equilibrio (equilibrio di lungo termine) del modello.

### Riquadro 3

#### Il blocco fiscale del modello EAGLE

**Con alcune eccezioni, la rappresentazione delle amministrazioni pubbliche nel modello EAGLE è piuttosto comune nel contesto dei modelli macroeconomici di equilibrio generale.**

La politica di bilancio nel modello EAGLE, contrariamente al settore privato, non è basata su esplicite decisioni ottimali. Le autorità fiscali stabiliscono un livello di spesa pubblica commisurato al prodotto nominale, conforme al relativo rapporto con il PIL sul lungo periodo desunto dai dati. Analogamente, dal lato delle entrate, le imposte sono legate alla relativa base imponibile attraverso aliquote fiscali esogene. L'amministrazione pubblica potrebbe avere un debito diverso da zero in equilibrio. La stabilità del debito delle amministrazioni pubbliche è assicurata mediante una reazione endogena delle imposte non distorsive alle deviazioni del rapporto debito pubblico/PIL dal suo obiettivo (la regola di bilancio). Il recente miglioramento del blocco fiscale, in linea con Leeper et al. (2010)<sup>19</sup>, fa sì che i consumi e gli investimenti pubblici abbiano un impatto più rilevante sulle decisioni ottimali assunte dal settore privato.

**Più specificamente, si assume che lo stock di capitale pubblico sia un fattore rilevante della produzione; pertanto, le variazioni degli investimenti pubblici possono avere effetti forti e persistenti dal lato dell'offerta.** La tecnologia di produzione dei beni intermedi è indicata formalmente nel modo seguente:

$$Y_t = z_t (K_{P,t})^\alpha (K_{G,t})^\beta (N_t)^{(1-\alpha-\beta)},$$

in cui  $Y_t$  è il prodotto,  $z_t$  è la produttività totale dei fattori,  $K_{P,t}$  e  $K_{G,t}$  sono rispettivamente lo stock di capitale privato e pubblico,  $N_t$  è il numero di ore lavorate, e  $\alpha$  e  $\beta$  sono rispettivamente i parametri di elasticità del prodotto rispetto allo stock di capitale privato e pubblico. Il capitale pubblico evolve per accumulazione degli investimenti pubblici al netto dell'ammortamento:

$$K_{G,t} = (1 - \delta_G) K_{G,t-1} + I_{G,t} \varepsilon_t,$$

in cui  $\delta_G$  è il tasso di ammortamento dello stock di capitale pubblico e  $\varepsilon_t$  è lo shock dell'efficienza degli investimenti pubblici. Il valore dell'elasticità del prodotto rispetto allo stock di capitale pubblico determina la produttività del capitale pubblico (se  $\beta = 0$ , l'investimento pubblico non presenta effetti diretti dal lato dell'offerta in quanto l'intero stock di capitale pubblico non è produttivo). La variazione dello shock dell'efficienza degli investimenti controlla in che misura la nuova spesa per gli investimenti contribuisce alle infrastrutture pubbliche produttive. I valori specifici dei parametri utilizzati nelle simulazioni basate su modelli di base sono simili a quelli in Leeper et al. (2010):  $\alpha = 0,30$ ,  $\beta = 0,10$ ,  $\delta_G = 0,025$ .

**Inoltre, si assume che i beni di consumo privati e pubblici siano complementari, pertanto le variazioni dei consumi pubblici potrebbero avere effetti persistenti sui consumi privati.** Si ipotizza che le famiglie traggano vantaggio dal consumo di un bene composito costituito da beni di consumo privati e pubblici:

$$CC_t = \left( v^\mu C_{P,t}^{\frac{\mu-1}{\mu}} + (1-v)^\mu C_{G,t}^{\frac{\mu-1}{\mu}} \right)^{\frac{\mu}{\mu-1}},$$

<sup>19</sup> Leeper, E.M., Walker, T.B. e Yang, S-C.S., "Government investment and fiscal stimulus", *Journal of Monetary Economics*, vol. 57, numero 8, 2010, pagg. 1000-1012.

dove  $C_C$  è un bene di consumo composito,  $C_{PE}$  e  $C_{GE}$  sono rispettivamente i beni di consumo privati e pubblici,  $\nu$  è la quota di beni privati nel paniere di consumi (se  $\nu = 1$ , i consumi pubblici non producono alcuna utilità per le famiglie) e  $\mu$  è l'elasticità della sostituzione tra consumi pubblici e privati ( $\mu \rightarrow 0$  comporta che i beni pubblici e privati siano perfettamente complementari;  $\mu \rightarrow \infty$  comporta che i beni pubblici e privati siano perfettamente sostituibili). I valori specifici dei parametri utilizzati nelle simulazioni basate su modelli di base sono in linea con le stime per l'area dell'euro riportate in Coenen et al. (2013)<sup>20</sup>:  $\nu = 0.75$  e  $\mu = 0.50$ .

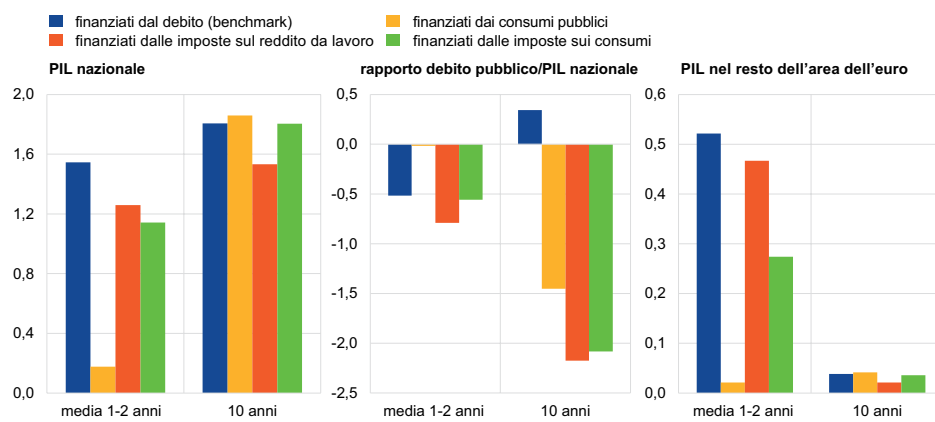
**L'incremento degli investimenti ha un impatto positivo di breve e di più lungo periodo sull'economia interna, ma non si autofinanzia, perché determina un aumento del rapporto debito pubblico/PIL sul lungo termine.**

Lo shock degli investimenti determina un forte impatto positivo sul PIL nazionale, anche nel breve periodo (cfr. grafico 6). L'inflazione interna inizialmente aumenta, in linea con la domanda più vigorosa e la politica monetaria non reattiva. Il tasso di interesse reale implicito scende temporaneamente, fornendo quindi un ulteriore stimolo alla domanda privata nel breve periodo. Nel medio termine, si rafforzano gli effetti positivi dello shock sulla capacità di produzione e il prodotto aumenta ulteriormente fino a circa l'1,8 per cento al di sopra del valore di base. In materia fiscale, le spinte inflazionistiche di breve periodo e l'espansione della domanda interna determinano un incremento ciclico del gettito fiscale. Ciò compensa in parte il peggioramento del disavanzo pubblico ascrivibile al livello più elevato di spesa per gli investimenti. Di conseguenza, il rapporto debito pubblico/PIL diminuisce nel breve termine. Tuttavia, poiché il disavanzo rimane più elevato finché si protraggono gli investimenti pubblici supplementari, in assenza di ulteriori aggiustamenti di bilancio il rapporto debito pubblico/PIL aumenta, pur se moderatamente, nel medio periodo.

**Grafico 6**

**Simulazioni basate su modelli con varie opzioni di finanziamento per aumentare gli investimenti pubblici**

(deviazione dal valore base; percentuali)



Fonte: elaborazioni BCE.

<sup>20</sup> Coenen, G., Straub, R. e Trabandt, M., "Gauging the effects of a fiscal stimulus package in the euro area", *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 37, numero 2, 2013, pagg. 367-386.



**Le simulazioni indicano uno stimolo positivo del prodotto a breve termine per il resto dell'area dell'euro.** Lo shock degli investimenti pubblici nell'economia nazionale ha ricadute positive sull'economia del resto dell'area dell'euro, principalmente a causa dei legami commerciali. Un aumento della domanda di importazioni da parte del settore privato e un incremento del prezzo relativo dei beni nazionali nell'economia interna contribuiscono a rafforzare le esportazioni nel resto dell'area dell'euro.

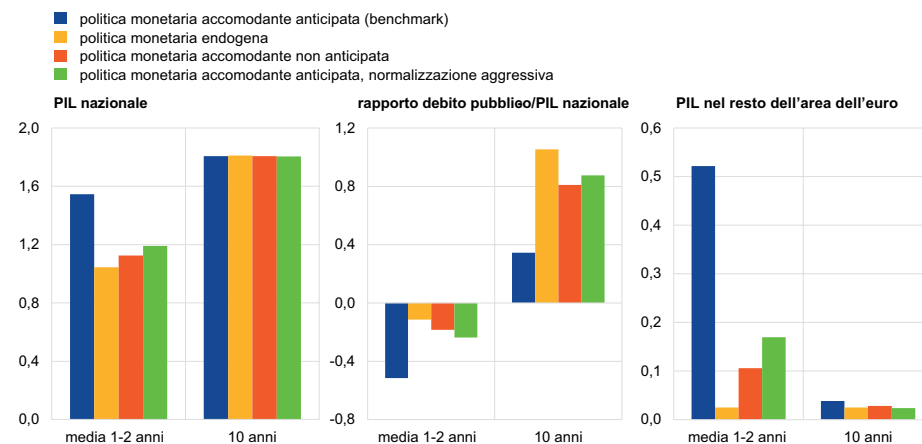
**Il finanziamento degli investimenti con aumenti impositivi o tagli alle spese riduce gli effetti sul prodotto a breve termine ma migliora la sostenibilità delle finanze pubbliche.** Se l'incremento degli investimenti pubblici è sostenuto da una riduzione equivalente (ex ante) dei consumi pubblici (1 per cento del PIL), gli effetti positivi sulla domanda dello shock degli investimenti pubblici sono ampiamente neutralizzati nel breve periodo. Quando all'incremento degli investimenti pubblici corrisponde un equivalente aumento (ex ante) delle imposte sui redditi da lavoro o sui consumi, gli effetti positivi sulla domanda dello shock degli investimenti pubblici dovrebbero essere lievemente inferiori rispetto ai risultati di riferimento relativi al finanziamento mediante ricorso al debito. Un aumento delle imposte sui redditi da lavoro danneggia le esportazioni nazionali attraverso il peggioramento della competitività internazionale di prezzo. L'incremento dell'imposta sui consumi incide negativamente soprattutto sui consumi privati per via della riduzione del reddito disponibile reale. Inoltre, gli aumenti impositivi sul reddito da lavoro hanno un impatto distorsivo sull'utilizzazione del lavoro che presenta notevoli implicazioni negative per il prodotto nel lungo periodo. Per quanto riguarda le finanze pubbliche, l'utilizzo di strumenti di tassazione per finanziare una maggiore spesa per investimenti pubblici porta a una dinamica più favorevole del disavanzo pubblico nel breve termine e determina un andamento flettente del debito pubblico. Questi risultati si basano sull'ipotesi che l'amministrazione pubblica mantenga la spesa, salvo quella per investimenti pubblici, in linea con il livello di base iniziale, e che le entrate aumentino con l'ulteriore crescita del PIL. In altre parole, il gettito fiscale aggiuntivo connesso all'espansione dell'attività economica riconducibile allo shock degli investimenti non è utilizzato per accrescere la spesa ma per ridurre il debito pubblico.

**La risposta di politica monetaria ha importanza fondamentale per gli effetti macroeconomici di un incremento degli investimenti pubblici, in particolare per quanto riguarda gli effetti di propagazione al resto dell'area dell'euro.** Se, a differenza della simulazione di riferimento, la politica monetaria aumenta i tassi di interesse in risposta ai maggiori rischi di inflazione posti dall'aumento a breve termine della domanda, la ripresa sia dei consumi privati sia degli investimenti diviene più debole e ciò, a sua volta, limita i guadagni in termini di prodotto nel breve periodo (cfr. grafico 7). In base a tale scenario, l'andamento del debito pubblico sarà meno favorevole su tutto l'orizzonte della simulazione. Inoltre la reazione endogena della politica monetaria neutralizza sostanzialmente gli effetti di propagazione positivi dello shock al resto dell'area dell'euro, dato che gli effetti positivi del commercio con l'estero sono compensati dai tassi di interesse reali più elevati. Analogamente, quando la politica del tasso di interesse costante non è anticipata dal settore privato (politica monetaria accomodante non anticipata), è probabile che la risposta macroeconomica sia più graduale rispetto allo scenario di riferimento. Inoltre, quando la risposta di politica monetaria dà minor rilievo allo smussamento dei tassi di interesse e maggior peso alla stabilizzazione dell'inflazione e del prodotto, ossia quando il ritorno da una politica monetaria a tassi di interesse fissi a una normale impostazione di politica

## Grafico 7

### Simulazioni basate su modelli con differenti risposte di politica monetaria

(deviazione dal valore base: percentuali)



Fonte: elaborazioni BCE.

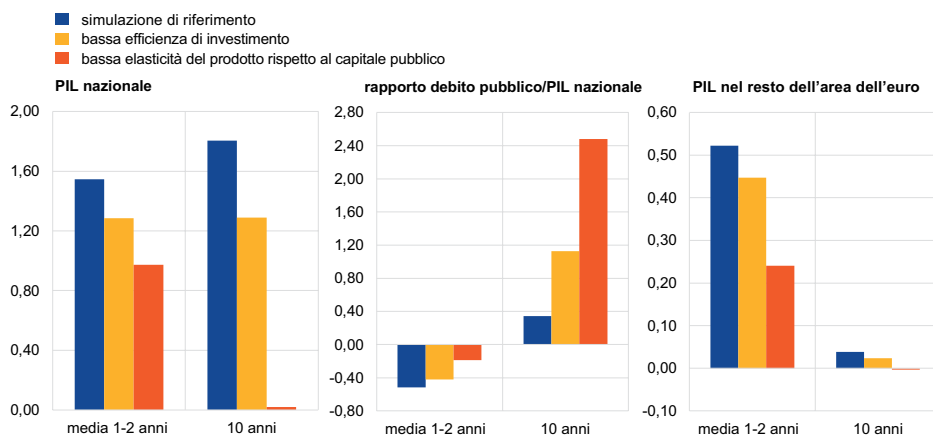
monetaria avviene più rapidamente (“normalizzazione aggressiva”), gli effetti a livello nazionale e quelli di propagazione al resto dell’area dell’euro dovrebbero essere nettamente più contenuti.

**Una bassa efficienza degli investimenti e una minore produttività del capitale pubblico riducono gli effetti positivi di ulteriori investimenti pubblici.** Nella simulazione di riferimento, si ipotizza che tutti i nuovi investimenti pubblici siano aggiunti allo stock di capitale produttivo e che l’elasticità del prodotto rispetto allo stock di capitale pubblico sia positiva e calibrata a 0,1. In uno scenario alternativo di scarsa efficienza degli investimenti, in cui solo metà dei nuovi investimenti pubblici contribuisce al rafforzamento delle infrastrutture pubbliche produttive, si ha una attenuazione delle misure di stimolo per l’economia interna e il resto dell’area dell’euro (cfr. grafico 8). Una simulazione degli investimenti efficienti con elasticità

## Grafico 8

### Simulazioni basate su modelli con diversi livelli di efficienza degli investimenti ed efficacia del capitale pubblico

(deviazione dal valore di riferimento: percentuali)



Fonte: elaborazioni BCE.

del prodotto nulla rispetto al capitale pubblico (a indicare che sostanzialmente il capitale pubblico non ha alcun impiego produttivo) genera un effetto frenante ancor più marcato. In questo caso, maggiori investimenti pubblici avrebbero solo effetti diretti dal lato della domanda. C'è ancora un impatto positivo, benché inferiore, sul prodotto nel breve periodo, che peraltro diminuisce gradualmente nel medio periodo, dato che i consumi privati e gli investimenti non sostengono più la crescita. Quindi, la ripresa congiunturale del gettito fiscale è limitata e i saldi dei conti pubblici peggiorano sensibilmente. Anche gli effetti di propagazione al resto dell'area dell'euro sono considerevolmente più contenuti. Gli effetti positivi degli investimenti dipendono quindi dall'efficienza degli investimenti e dalla produttività del capitale pubblico.

## 5 Conclusioni

**Gli investimenti pubblici in Europa sono diminuiti sensibilmente dall'inizio della crisi, sebbene gli andamenti nei vari paesi siano eterogenei.** Ciò ha indotto a invocare misure di stimolo a favore degli investimenti pubblici in un contesto caratterizzato da bassi costi di indebitamento per le amministrazioni pubbliche, debole crescita economica e politica monetaria al limite inferiore.

**Un incremento degli investimenti pubblici presenta effetti positivi sulla domanda e può contribuire al prodotto potenziale dell'economia aumentando lo stock di capitale pubblico.** Anche se la letteratura empirica rileva che in generale il capitale pubblico ha un effetto positivo sul prodotto, le stime variano notevolmente a seconda del periodo temporale, del paese, della misura del capitale e del metodo di stima. Analogamente, la produttività del capitale pubblico aumenta ma varia nel tempo e potrebbe diminuire. Qualsiasi incremento degli investimenti pubblici deve essere valutato considerandone la produttività, la copertura finanziaria e i costi e benefici delle opzioni di finanziamento.

**Le simulazioni basate su modelli di un incremento degli investimenti pubblici in una grande economia dell'area dell'euro illustrano in che misura gli effetti impliciti sul prodotto e sui conti pubblici sono sensibili alle strategie alternative di attuazione della politica monetaria.** In primo luogo, un incremento degli investimenti pubblici avrà il massimo effetto sulla domanda di breve periodo, anche in termini di propagazione ad altri paesi, in previsione di una politica monetaria accomodante. Ciò rafforza la tesi a favore di un incremento degli investimenti pubblici nell'attuale contesto di bassa inflazione. In secondo luogo, un incremento degli investimenti pubblici produttivi finanziato dal debito o dalle entrate determina effetti nettamente più positivi sul prodotto nel breve termine rispetto a un incremento degli investimenti sostenuto dalla riduzione di altre spese pubbliche. Tuttavia, quando si applicano imposte distorsive, come quelle sui redditi da lavoro, per finanziare gli investimenti pubblici, l'effetto positivo sul prodotto nel breve periodo a seguito degli ulteriori investimenti pubblici deve essere valutato alla luce dell'effetto negativo sul prodotto nel lungo periodo indotto dalle imposte, mentre un incremento degli investimenti pubblici sostenuto da un aumento del debito pubblico va soppesato a fronte dei possibili timori circa la sostenibilità fiscale. Infine, gli effetti positivi a più

lungo termine sul prodotto potenziale dell'economia e l'impatto sui conti pubblici dipendono essenzialmente dall'efficacia degli investimenti e dalla produttività del capitale pubblico. Se sono basse, un incremento degli investimenti pubblici porta a un deterioramento più marcato delle prospettive per il debito e a una minore persistenza degli effetti positivi sul prodotto. Questi riscontri sottolineano l'importanza delle considerazioni economiche per assicurare una rigorosa selezione dei progetti di investimenti produttivi.

# 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):	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/">http://sdw.ecb.europa.eu/</a>
I dati contenuti nella sezione statistica del Bollettino economico sono disponibili nell'SDW:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813</a>
La versione integrale dello Statistics Bulletin è reperibile nell'SDW:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045</a>
Le definizioni metodologiche sono consultabili nelle note generali dello Statistics Bulletin:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023</a>
Informazioni di dettaglio sui calcoli si trovano nelle note tecniche dello Statistics Bulletin:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022</a>
La spiegazione dei termini e delle abbreviazioni è riportata nel glossario statistico della BCE:	<a href="http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html">http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html</a>

## 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 <sup>1)</sup> (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Paesi OCSE		Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro <sup>2)</sup> (IAPC)
							Totale	al netto di beni alimentari ed energetici					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	3,1	1,5	2,2	1,4	7,7	-0,3	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	3,3	2,4	2,9	-0,1	7,3	0,9	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	.	2,4	2,2	0,5	6,9	1,6	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2015 1° trim.	0,8	0,2	0,4	1,1	1,3	0,6	0,6	1,7	-0,1	0,1	2,3	1,2	-0,3
2° trim.	0,8	1,0	0,6	-0,4	1,9	0,4	0,5	1,6	0,0	0,0	0,5	1,4	0,2
3° trim.	.	0,5	0,4	0,3	1,8	0,3	0,5	1,7	0,1	0,0	0,2	1,7	0,1
4° trim.	.	0,3	0,5	-0,3	1,6	0,3	0,7	1,8	0,5	0,1	0,3	1,5	0,2
2015 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.	-	-	-	-	-	-	0,7	1,8	0,5	0,1	0,3	1,5	0,1
dic.	-	-	-	-	-	-	0,9	1,9	0,7	0,2	0,2	1,6	0,2
2016 gen.	-	-	-	-	-	-	1,2	1,9	1,4	0,3	0,0	1,8	0,3
feb. <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	-0,2

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

2) I dati 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 su prezzi energetici.

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

	Purchasing Managers' Surveys (indici di diffusione; dest.)									Importazioni di beni <sup>1)</sup>		
	Purchasing Managers' Index composito						Purchasing Managers' Index mondiale <sup>2)</sup>			Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale <sup>2)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	53,4	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,2	52,7	50,6	3,1	-0,1	5,4
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,1	54,1	51,5	3,2	3,6	2,8
2015	53,3	55,8	56,3	51,4	50,4	53,8	51,7	53,9	50,3	1,1	3,8	-0,9
2015 1° trim.	53,9	56,9	57,3	50,4	51,5	53,3	53,0	54,3	50,6	-1,9	1,5	-4,2
2° trim.	53,3	55,9	57,2	51,3	51,1	53,9	51,1	54,1	49,6	-0,9	-0,9	-0,9
3° trim.	53,0	55,4	55,1	51,9	49,0	53,9	50,2	54,0	48,8	1,8	1,1	2,4
4° trim.	52,7	55,0	55,4	52,3	49,9	54,1	51,3	53,2	50,5	0,7	0,3	1,0
2015 set.	52,3	55,0	53,3	51,2	48,0	53,6	49,9	53,2	48,1	1,8	1,1	2,4
ott.	52,7	55,0	55,3	52,3	49,9	53,9	51,2	53,3	50,9	1,8	2,3	1,4
nov.	53,3	56,1	55,7	52,3	50,5	54,2	51,8	53,8	50,7	0,1	1,1	-0,7
dic.	52,2	54,0	55,3	52,2	49,4	54,3	50,9	52,6	49,8	0,7	0,3	1,0
2016 gen.	52,2	53,2	56,2	52,6	50,1	53,6	51,0	52,7	50,1	.	.	.
feb.	50,0	50,0	52,8	51,0	49,4	53,0	49,8	50,0	48,9	.	.	.

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

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

2) Esclusa l'area dell'euro.

## 2 Andamenti finanziari

### 2.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <sup>1)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (EONIA)	Depositi a 1 mese (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (EURIBOR)	Depositi a 6 mesi (EURIBOR)	Depositi a 12 mesi (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,31	0,09
2015 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
dic.	-0,20	-0,19	-0,13	-0,04	0,06	0,53	0,08
2016 gen.	-0,24	-0,22	-0,15	-0,06	0,04	0,62	0,08
feb.	-0,24	-0,25	-0,18	-0,12	-0,01	0,62	0,01

Fonte: BCE.

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

### 2.2 Curve dei rendimenti

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

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro <sup>1),2)</sup>					Area dell'euro <sup>1),2)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro <sup>1),2)</sup>			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2015 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
dic.	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016 gen.	-0,45	-0,45	-0,47	-0,23	0,44	0,89	1,47	1,18	-0,47	-0,46	0,43	1,55
feb.	-0,50	-0,51	-0,54	-0,36	0,22	0,73	1,14	1,01	-0,54	-0,56	0,18	1,23

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	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2013	281,9	2.794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1.643,8	13.577,9
2014	318,7	3.145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1.931,4	15.460,4
2015	356,2	3.444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2.061,1	19.203,8
2015 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
dic.	346,0	3.288,6	652,5	262,8	630,2	278,1	180,2	494,9	391,7	263,6	363,3	811,0	2.054,1	19.202,6
2016 gen.	320,8	3.030,5	589,3	250,1	584,0	252,6	161,6	463,6	379,6	254,3	345,1	769,6	1.918,6	17.302,3
feb.	304,3	2.862,6	559,2	245,9	569,1	250,5	144,0	449,9	352,5	245,7	332,8	732,6	1.904,4	16.347,0

Fonte: BCE.



## 2 Andamenti finanziari

### 2.4 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti alle famiglie (nuove operazioni) <sup>1), 2)</sup>

(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 finanziaria. mento		
	A vista	Rimbor. sabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TVPA <sup>3)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso			TVPA <sup>3)</sup>					
			fino a 1 anno	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno		tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni		oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni
2015 feb.	0,18	0,85	0,97	1,53	7,13	17,05	5,18	6,47	6,82	2,79	2,09	2,51	2,35	2,48	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	2,45	2,24	2,39	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	2,29	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	2,03	2,27	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	2,38	2,61	2,25	
ott.	0,14	0,66	0,65	0,99	6,71	16,98	5,22	6,03	6,43	2,64	2,06	2,32	2,30	2,41	2,58	2,26	
nov.	0,14	0,65	0,64	0,96	6,68	16,91	5,23	6,22	6,60	2,68	2,04	2,31	2,32	2,45	2,62	2,27	
dic.	0,13	0,64	0,64	0,98	6,61	16,95	4,84	5,94	6,25	2,53	1,99	2,27	2,27	2,42	2,55	2,22	
2016 gen. <sup>(p)</sup>	0,12	0,62	0,63	1,25	6,65	16,87	5,31	6,30	6,65	2,53	1,98	2,23	2,30	2,41	2,52	2,23	

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) <sup>1), 2)</sup>

(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 finanziaria. 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	
2015 feb.	0,21	0,35	1,04	3,43	3,60	3,72	3,13	2,23	2,71	2,39	1,51	1,99	2,14	2,36
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	2,35
apr.	0,19	0,30	0,90	3,34	3,46	3,58	2,97	2,18	2,60	2,26	1,61	1,93	2,02	2,32
mag.	0,18	0,30	0,91	3,28	3,37	3,50	2,97	2,15	2,46	2,23	1,56	1,85	2,04	2,25
giu.	0,18	0,31	1,09	3,25	3,19	3,47	2,87	2,09	2,33	2,23	1,59	1,91	2,03	2,24
lug.	0,17	0,32	0,86	3,19	3,27	3,60	2,87	2,07	2,36	2,20	1,50	1,73	2,04	2,17
ago.	0,17	0,24	0,92	3,16	3,25	3,57	2,91	2,07	2,32	2,23	1,39	1,53	2,03	2,13
set.	0,17	0,26	0,98	3,20	3,23	3,51	2,89	2,03	2,25	2,21	1,49	1,87	2,17	2,20
ott.	0,16	0,26	0,80	3,09	3,18	3,42	2,89	2,04	2,28	2,20	1,43	1,69	2,02	2,14
nov.	0,16	0,23	0,84	3,05	3,14	3,39	2,88	2,02	2,16	2,20	1,37	1,62	1,98	2,09
dic.	0,14	0,23	0,85	3,01	3,07	3,18	2,77	2,01	2,13	2,17	1,43	1,77	1,92	2,06
2016 gen. <sup>(p)</sup>	0,13	0,26	0,78	2,97	3,22	3,25	2,78	2,00	2,22	2,18	1,39	1,68	2,07	2,09

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 <sup>1)</sup>						
	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														
2013	1.253	483	122	.	67	529	53	508	314	30	.	44	99	21
2014	1.320	544	129	.	59	538	50	409	219	34	.	38	93	25
2015	1.260	521	135	.	61	478	65	334	151	36	.	32	82	34
2015 ago.	1.341	558	130	.	79	515	59	291	132	28	.	22	79	29
set.	1.327	545	127	.	75	520	59	345	162	31	.	29	93	30
ott.	1.339	552	144	.	74	509	60	363	172	31	.	32	86	42
nov.	1.351	559	144	.	73	509	66	311	140	39	.	30	75	26
dic.	1.260	521	135	.	61	478	65	294	133	50	.	27	57	26
2016 gen.	1.283	527	137	.	68	483	67	325	141	31	.	33	87	33
A lungo termine														
2013	15.107	4.404	3.087	.	921	6.069	627	222	70	39	.	16	89	9
2014	15.127	4.047	3.158	.	994	6.285	643	221	66	43	.	16	85	10
2015	15.171	3.783	3.207	.	1.065	6.480	637	213	66	44	.	13	81	8
2015 ago.	15.243	3.892	3.232	.	1.035	6.447	636	112	42	19	.	4	44	4
set.	15.259	3.864	3.236	.	1.042	6.485	632	257	64	82	.	14	93	4
ott.	15.331	3.859	3.290	.	1.048	6.498	636	232	78	44	.	12	89	10
nov.	15.376	3.869	3.277	.	1.061	6.525	644	196	67	34	.	16	67	11
dic.	15.171	3.783	3.207	.	1.065	6.480	637	153	49	60	.	16	23	4
2016 gen.	15.140	3.749	3.186	.	1.052	6.520	634	202	75	21	.	6	93	8

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											
2013	16.360,7	4.886,5	3.209,1	.	987,4	6.598,1	679,6	5.649,0	569,1	747,3	4.332,7
2014	16.446,4	4.590,6	3.287,3	.	1.052,4	6.823,2	692,9	5.958,0	591,1	784,6	4.582,3
2015	16.430,8	4.303,8	3.341,6	.	1.126,1	6.957,8	701,5	6.720,7	586,1	891,5	5.243,1
2015 ago.	16.584,4	4.450,1	3.362,1	.	1.114,3	6.962,5	695,3	6.576,6	630,6	848,4	5.097,6
set.	16.585,9	4.409,6	3.363,2	.	1.116,9	7.004,9	691,3	6.273,7	582,5	804,8	4.886,4
ott.	16.670,5	4.410,5	3.434,5	.	1.122,3	7.007,0	696,3	6.812,7	612,1	873,0	5.327,6
nov.	16.727,2	4.428,1	3.420,5	.	1.134,4	7.034,0	710,2	7.006,2	613,9	922,6	5.469,8
dic.	16.430,8	4.303,8	3.341,6	.	1.126,1	6.957,8	701,5	6.720,7	586,1	891,5	5.243,1
2016 gen.	16.422,9	4.276,0	3.322,9	.	1.119,5	7.003,4	701,1	6.313,9	490,7	832,3	4.990,9
Tasso di crescita											
2013	-1,4	-8,9	-3,4	.	8,0	4,5	-1,1	0,7	7,2	-0,4	0,2
2014	-0,6	-7,8	0,4	.	5,1	3,1	1,2	1,4	7,2	1,0	0,7
2015	-0,2	-7,0	3,0	.	5,3	1,8	0,5	1,1	4,5	1,5	0,6
2015 ago.	-1,0	-7,3	0,4	.	4,1	1,9	-0,2	1,0	3,3	0,4	0,8
set.	-0,5	-7,5	2,1	.	4,4	2,4	-1,9	1,0	3,3	0,5	0,7
ott.	0,1	-6,0	2,4	.	4,3	2,4	0,1	1,0	3,3	0,9	0,7
nov.	0,0	-5,6	1,5	.	4,5	2,2	1,2	1,0	3,0	1,5	0,6
dic.	-0,2	-7,0	3,0	.	5,3	1,8	0,5	1,1	4,5	1,5	0,6
2016 gen.	-0,8	-7,9	1,4	.	4,4	2,0	0,6	1,0	3,3	1,8	0,7

Fonte: BCE.

## 2 Andamenti finanziari

### 2.8 Tassi di cambio effettivi <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	CLUPT reale	Nominale	IPC reale	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2013	101,2	98,2	96,7	91,1	102,0	98,8	111,9	95,6	
2014	101,8	97,9	96,7	91,3	102,2	100,4	114,7	96,1	
2015	92,4	88,4	89,1	.	.	.	106,5	87,9	
2015 1° trim.	93,0	89,2	89,4	83,9	91,3	92,2	106,4	88,3	
2° trim.	91,2	87,5	88,2	82,3	90,0	90,1	104,4	86,4	
3° trim.	92,7	88,7	89,6	84,0	91,6	91,4	107,6	88,7	
4° trim.	92,4	88,4	89,3	.	.	.	107,7	88,4	
2015 set.	93,8	89,7	90,7	-	-	-	109,6	90,3	
ott.	93,6	89,6	90,5	-	-	-	109,0	89,7	
nov.	91,1	87,1	88,1	-	-	-	106,0	87,0	
dic.	92,5	88,3	89,2	-	-	-	108,0	88,5	
2016 gen.	93,6	89,1	90,2	-	-	-	109,9	89,7	
feb.	94,7	90,0	91,2	-	-	-	111,3	91,0	
				<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2016 feb.	1,2	1,0	1,2	-	-	-	1,3	1,4	
				<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2016 feb.	1,5	0,6	1,6	-	-	-	4,0	2,5	

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
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2015 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
4° trim.	7,000	7,623	27,057	7,460	312,652	132,952	4,264	0,722	4,4573	9,302	1,085	1,095
2015 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
dic.	7,019	7,640	27,027	7,461	314,398	132,358	4,290	0,726	4,5033	9,245	1,083	1,088
2016 gen.	7,139	7,658	27,027	7,462	314,679	128,324	4,407	0,755	4,5311	9,283	1,094	1,086
feb.	7,266	7,636	27,040	7,463	310,365	127,346	4,397	0,776	4,4814	9,410	1,102	1,109
							<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2016 feb.	1,8	-0,3	0,1	0,0	-1,4	-0,8	-0,2	2,8	-1,1	1,4	0,7	2,1
							<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2016 feb.	2,4	-0,1	-2,1	0,2	1,1	-5,4	5,3	4,7	1,1	-0,8	3,8	-2,3

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 <sup>1)</sup>			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo estero
	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 4° trim.	19.874,6	20.995,4	-1.120,7	8.247,8	6.403,1	6.467,3	9.829,8	-43,1	4.590,4	4.762,5	612,3	12.048,4
2015 1° trim.	21.841,7	22.847,8	-1.006,0	8.952,8	6.632,8	7.225,2	11.059,5	-69,3	5.042,7	5.155,5	690,4	13.008,1
2° trim.	21.447,0	22.295,7	-848,7	8.871,7	6.704,2	7.105,7	10.628,1	-24,8	4.835,9	4.963,4	658,5	12.653,2
3° trim.	21.347,0	22.222,1	-875,1	9.177,3	7.153,7	6.781,0	10.124,9	-36,7	4.781,1	4.943,4	644,2	12.668,6
<i>consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2015 3° trim.	206,9	215,3	-8,5	88,9	69,3	65,7	98,1	-0,4	46,3	47,9	6,2	122,8
<i>Transazioni</i>												
2015 1° trim.	547,1	511,7	35,5	193,7	89,2	137,1	249,9	22,6	187,9	172,5	5,8	-
2° trim.	60,9	23,0	37,9	97,0	139,7	128,2	1,5	1,3	-163,3	-118,3	-2,4	-
3° trim.	59,0	13,9	45,1	106,4	137,8	14,2	-106,9	-1,7	-62,6	-16,9	2,7	-
4° trim.	-117,8	-215,2	97,4	42,6	40,2	102,9	-31,5	16,4	-284,3	-224,0	4,6	-
2015 lug.	120,0	130,9	-10,8	82,7	95,4	14,9	-63,6	9,9	19,5	99,1	-7,0	-
ago.	-18,4	-25,3	6,9	-10,0	4,3	-12,1	-34,3	-7,8	10,1	4,7	1,4	-
set.	-42,6	-91,6	49,0	33,8	38,1	11,4	-9,0	-3,8	-92,2	-120,7	8,3	-
ott.	121,9	84,4	37,5	39,9	43,9	56,0	30,0	-0,7	32,7	10,5	-6,0	-
nov.	-32,2	-51,1	18,9	-4,9	-4,5	27,0	-3,2	9,8	-66,5	-43,4	2,5	-
dic.	-207,5	-248,5	40,9	7,6	0,9	19,9	-58,3	7,3	-250,5	-191,0	8,1	-
<i>transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2015 dic.	549,3	333,4	215,9	439,8	407,0	382,5	113,1	38,6	-322,3	-186,7	10,7	-
<i>transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2015 dic.	5,3	3,2	2,1	4,2	3,9	3,7	1,1	0,4	-3,1	-1,8	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 <sup>1)</sup>		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Formazione lorda di capitale fisso			Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>	
					Totale costruzioni	Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2013	9.931,8	9.595,2	5.558,5	2.094,5	1.949,0	1.005,5	573,7	365,7	-6,8	336,6	4.373,4	4.036,7
2014	10.106,4	9.732,9	5.631,1	2.128,5	1.984,6	1.008,1	596,2	375,3	-11,3	373,6	4.521,3	4.147,8
2015	10.400,2	9.940,4	5.738,0	2.169,1	2.054,2	.	.	.	-20,8	459,7	4.751,0	4.291,3
2015 1° trim.	2.573,8	2.462,9	1.421,0	538,3	509,0	256,0	154,5	96,7	-5,4	110,9	1.167,6	1.056,8
2° trim.	2.591,7	2.473,5	1.433,0	540,4	510,1	253,8	155,1	99,5	-10,0	118,2	1.196,8	1.078,7
3° trim.	2.606,9	2.490,4	1.439,4	543,0	513,6	253,6	154,7	101,2	-5,6	116,5	1.195,2	1.078,7
4° trim.	2.624,0	2.510,0	1.444,1	546,4	521,6	.	.	.	-2,1	114,0	1.192,5	1.078,4
<i>in percentuale del PIL</i>												
2015	100,0	95,6	55,2	20,9	19,8	.	.	.	-0,2	4,4	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2015 1° trim.	0,6	0,8	0,5	0,5	1,4	1,3	1,9	1,4	-	-	1,4	2,1
2° trim.	0,4	0,0	0,3	0,3	0,1	-0,9	0,1	2,6	-	-	1,7	1,0
3° trim.	0,3	0,7	0,5	0,3	0,4	-0,2	-0,5	1,2	-	-	0,2	1,2
4° trim.	0,3	0,6	0,2	0,6	1,3	.	.	.	-	-	0,2	0,9
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2013	-0,3	-0,7	-0,6	0,2	-2,6	-3,5	-2,4	-0,4	-	-	2,1	1,3
2014	0,9	0,9	0,8	0,8	1,3	-0,5	4,1	2,1	-	-	4,1	4,5
2015	1,6	1,8	1,7	1,3	2,7	.	.	.	-	-	5,0	5,7
2015 1° trim.	1,3	1,4	1,6	1,1	2,0	0,1	4,8	2,6	-	-	5,3	6,0
2° trim.	1,6	1,4	1,7	1,2	2,6	0,6	4,4	5,0	-	-	6,0	5,8
3° trim.	1,6	1,9	1,8	1,2	2,5	0,5	2,2	6,8	-	-	4,6	5,5
4° trim.	1,6	2,2	1,5	1,6	3,4	.	.	.	-	-	3,6	5,3
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2015 1° trim.	0,6	0,8	0,3	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	-0,2	-	-
2° trim.	0,4	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	-0,2	0,4	-	-
3° trim.	0,3	0,7	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,4	-	-
4° trim.	0,3	0,6	0,1	0,1	0,3	.	.	.	0,1	-0,3	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2013	-0,3	-0,7	-0,4	0,0	-0,5	-0,4	-0,1	0,0	0,2	0,4	-	-
2014	0,9	0,9	0,4	0,2	0,3	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	-	-
2015	1,6	1,7	0,9	0,3	0,5	.	.	.	0,0	-0,1	-	-
2015 1° trim.	1,3	1,4	0,9	0,2	0,4	0,0	0,3	0,1	-0,2	-0,1	-	-
2° trim.	1,6	1,3	1,0	0,3	0,5	0,1	0,3	0,2	-0,4	0,3	-	-
3° trim.	1,6	1,8	1,0	0,3	0,5	0,0	0,1	0,3	0,1	-0,2	-	-
4° trim.	1,6	2,2	0,8	0,3	0,7	.	.	.	0,3	-0,6	-	-

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) Include le acquisizioni al netto delle cessioni di oggetti di valore.

### 3 Attività economica

#### 3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte 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
<b>A prezzi correnti (miliardi di euro)</b>												
2013	8.927,3	152,3	1.737,0	458,1	1.680,2	412,6	442,3	1.030,6	945,2	1.751,4	317,6	1.004,5
2014	9.073,5	146,7	1.756,9	461,6	1.711,1	417,6	453,9	1.051,0	968,0	1.781,8	324,8	1.033,0
2015	9.329,3	146,4	1.815,9	469,8	1.771,3	431,1	456,4	1.075,8	1.008,2	1.821,1	333,4	1.070,9
2015 1° trim.	2.312,6	36,1	451,1	117,1	438,5	106,3	114,9	265,7	247,8	452,5	82,5	261,2
2° trim.	2.324,2	36,2	453,6	116,4	441,1	107,4	114,5	267,6	250,9	453,5	83,0	267,4
3° trim.	2.337,7	36,7	454,3	117,0	444,4	108,3	113,7	270,5	253,3	456,0	83,6	269,2
4° trim.	2.351,7	37,4	454,4	118,7	447,3	109,2	113,1	271,9	256,3	459,2	84,2	272,3
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2015	100,0	1,6	19,5	5,0	19,0	4,6	4,9	11,5	10,8	19,5	3,6	-
<b>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</b>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2015 1° trim.	0,6	0,8	1,0	0,6	0,8	0,5	0,6	0,1	1,0	0,3	0,2	0,1
2° trim.	0,3	0,3	0,4	-0,5	0,4	0,9	0,1	0,1	0,9	0,1	0,3	1,0
3° trim.	0,3	0,6	0,2	-0,1	0,5	0,5	-0,6	0,7	0,6	0,1	0,4	0,3
4° trim.	0,2	0,5	-0,5	1,0	0,3	0,8	0,3	0,3	0,6	0,2	0,4	1,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2013	-0,2	3,2	-0,6	-3,3	-0,8	2,5	-2,5	1,1	0,3	0,4	-0,5	-1,1
2014	0,9	3,1	0,6	-0,9	1,4	2,0	-0,6	1,3	1,4	0,5	1,2	0,8
2015	1,5	0,8	1,8	0,3	2,0	2,7	0,8	1,1	2,7	0,8	1,1	2,6
2015 1° trim.	1,2	0,6	1,2	-1,0	1,7	2,5	1,1	1,0	2,2	0,6	0,8	2,2
2° trim.	1,5	0,6	1,8	0,1	2,1	3,1	1,3	0,7	2,7	0,8	1,0	2,6
3° trim.	1,5	0,2	1,9	0,2	2,0	2,4	0,2	1,1	2,8	0,7	0,9	2,9
4° trim.	1,5	2,2	1,1	0,9	1,9	2,7	0,4	1,2	3,1	0,7	1,3	2,7
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2015 1° trim.	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2° trim.	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
3° trim.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
4° trim.	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo precedente; punti percentuali</i>												
2013	-0,2	0,1	-0,1	-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	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
2015	1,5	0,0	0,3	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
2015 1° trim.	1,2	0,0	0,2	0,0	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2° trim.	1,5	0,0	0,3	0,0	0,4	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	-
3° trim.	1,5	0,0	0,4	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
4° trim.	1,5	0,0	0,2	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

## 3 Attività economica

### 3.3 Occupazione <sup>1)</sup>

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

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

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 <sup>1)</sup>	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro <sup>1)</sup>	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti <sup>2)</sup>	
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro <sup>1)</sup>	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	159,334	4,6	19,212	12,0	5,9	15,621	10,7	3,592	24,3	10,299	11,9	8,913	12,1	1,5
2013	160,308	4,6	18,624	11,6	6,1	15,213	10,4	3,412	23,7	9,929	11,5	8,695	11,8	1,7
2014	.	.	17,430	10,9	.	14,275	9,7	3,155	22,4	9,254	10,7	8,176	11,0	.
2015 1° trim.	160,090	4,7	17,994	11,2	5,9	14,757	10,1	3,237	22,7	9,560	11,1	8,434	11,4	1,7
2° trim.	160,461	4,6	17,685	11,0	5,7	14,507	9,9	3,178	22,5	9,397	10,9	8,288	11,2	1,7
3° trim.	160,554	4,4	17,202	10,7	5,3	14,081	9,6	3,120	22,3	9,121	10,5	8,081	10,9	1,6
4° trim.	.	.	16,838	10,5	.	13,754	9,4	3,085	22,2	8,936	10,3	7,902	10,7	.
2015 ago.	-	-	17,211	10,7	-	14,077	9,6	3,134	22,4	9,120	10,5	8,092	10,9	-
set.	-	-	17,058	10,6	-	13,940	9,5	3,118	22,3	9,041	10,4	8,017	10,8	-
ott.	-	-	16,959	10,6	-	13,838	9,4	3,121	22,3	9,002	10,4	7,956	10,7	-
nov.	-	-	16,803	10,5	-	13,733	9,4	3,070	22,1	8,902	10,3	7,901	10,7	-
dic.	-	-	16,752	10,4	-	13,690	9,3	3,063	22,1	8,904	10,3	7,849	10,6	-
2016 gen.	-	-	16,647	10,3	-	13,609	9,3	3,037	22,0	8,800	10,2	7,847	10,6	-

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	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,8	-2,3	-0,1	-0,8	-0,9	-0,6	-1,0	-4,4
2013	0,8	1,7	1,2	1,8	2,6	-5,5	1,7	3,3	1,2	0,3	2,2	0,0	3,8
2014	1,4	1,5	0,8	1,8	1,8	0,2	-0,9	2,5	2,5	1,4	3,4	2,4	8,9
2015 1° trim.	1,6	1,1	-0,1	1,1	2,4	4,6	-1,7	1,1	2,4	1,1	3,4	2,2	9,0
2° trim.	1,3	1,7	0,9	2,7	0,9	-1,1	-0,8	5,4	2,5	1,3	3,5	2,7	6,9
3° trim.	1,8	2,1	0,9	2,5	2,7	0,0	-1,2	2,2	3,2	2,2	3,9	3,1	9,4
4° trim.	0,8	1,3	1,4	0,9	1,3	-3,2	0,1	1,3	2,0	1,1	2,7	1,8	10,4
2015 ago.	2,3	2,9	1,2	4,1	3,2	-2,3	-2,1	3,5	2,7	2,7	2,6	4,1	8,3
set.	1,4	1,9	1,4	2,0	1,9	-1,4	-0,5	0,0	3,3	1,6	4,8	2,1	9,8
ott.	2,1	2,3	1,5	3,6	1,3	1,1	0,1	0,7	2,3	1,1	3,2	1,7	5,8
nov.	1,4	1,8	2,2	1,7	1,5	-2,7	0,3	3,3	1,7	0,8	2,4	2,2	10,9
dic.	-1,3	-0,4	0,4	-2,6	1,3	-7,3	-0,4	0,0	2,1	1,4	2,7	1,6	15,1
2016 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,0	1,4	3,0	0,3	10,8
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2015 ago.	-0,5	-0,1	0,4	-0,9	0,3	-3,6	0,5	-1,6	0,1	0,6	-0,2	1,6	-0,5
set.	-0,2	-0,4	0,0	-0,3	-1,4	1,7	-0,8	-2,0	-0,1	-0,5	0,1	-1,0	0,9
ott.	0,9	0,6	0,1	1,4	0,7	1,8	0,5	1,6	-0,2	-0,4	-0,1	-0,1	-1,1
nov.	-0,5	-0,2	0,7	-1,5	0,0	-4,3	0,9	0,9	0,1	-0,1	-0,1	0,4	2,4
dic.	-1,0	-0,8	-0,3	-1,9	-0,1	-2,4	-0,6	-0,2	0,6	0,6	0,5	0,8	5,0
2016 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,4	0,5	0,7	0,1	1,5

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

## 3 Attività economica

### 3.6 Indagini qualitative (dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali salvo diversa indicazione)							Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)				
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2013	100,0	-6,1	80,8	-12,8	-13,6	-8,6	6,7	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2013	93,5	-9,0	78,6	-18,8	-27,9	-12,2	-5,4	87,1	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,5	-3,8	80,4	-10,2	-26,4	-3,1	4,9	87,6	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,3	-6,2	-22,5	1,6	9,1	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2015 1° trim.	102,6	-3,9	81,1	-6,2	-24,8	-1,5	5,7	88,2	51,4	52,6	53,6	53,3
2° trim.	103,7	-3,2	81,1	-5,2	-24,4	0,0	7,7	88,3	52,3	53,4	54,1	53,9
3° trim.	104,5	-2,9	81,3	-7,0	-22,5	3,0	10,4	88,4	52,3	53,6	54,0	53,9
4° trim.	106,3	-2,4	81,7	-6,4	-18,4	5,1	12,6	88,6	52,8	54,0	54,2	54,1
2015 set.	105,5	-2,3	-	-7,0	-22,2	4,3	12,4	-	52,0	53,4	53,7	53,6
ott.	106,1	-1,9	81,5	-7,5	-20,1	6,5	12,3	88,7	52,3	53,6	54,1	53,9
nov.	106,0	-3,3	-	-5,9	-17,5	5,8	12,7	-	52,8	54,0	54,2	54,2
dic.	106,7	-2,0	-	-5,7	-17,6	2,9	12,8	-	53,2	54,5	54,2	54,3
2015 gen.	105,1	-3,1	81,9	-6,3	-19,0	2,7	11,5	88,5	52,3	53,4	53,6	53,6
feb.	103,8	-4,4	-	-8,8	-17,5	1,6	10,6	-	51,2	52,3	53,3	53,0

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

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo) <sup>1)</sup>	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto <sup>2)</sup>	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto <sup>3)</sup>	Tasso di risparmio (netto)	Tasso di indebitamento <sup>4)</sup>	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	12,4	98,8	-1,8	1,7	-5,3	-0,1	-3,0	31,0	1,7	133,4	1,6	-6,6	1,1
2013	12,7	97,3	-0,4	1,2	-4,0	0,5	-1,8	31,9	3,1	131,2	2,3	-1,0	1,0
2014	12,7	96,6	0,7	1,8	0,8	2,7	1,1	31,7	3,3	131,9	1,6	3,2	1,0
2014 4° trim.	12,7	96,6	1,0	1,8	0,9	2,7	1,1	31,7	3,3	131,9	1,6	1,3	1,0
2015 1° trim.	12,7	96,0	2,0	1,8	-0,5	3,8	1,4	31,9	3,6	133,9	2,4	2,2	1,4
2° trim.	12,8	95,7	2,2	1,8	-0,5	2,6	1,5	32,6	4,1	133,2	2,9	3,1	1,6
3° trim.	12,7	95,6	1,7	1,8	1,0	2,4	2,0	33,0	4,8	132,6	3,4	2,8	1,8

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 <sup>1)</sup>	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2015 1° trim.	876,7	796,8	79,9	512,8	437,5	184,3	169,4	154,1	130,4	25,5	59,5	8,7	7,5
2° trim.	896,6	817,1	79,5	525,4	444,8	188,0	171,8	156,8	141,6	26,4	58,9	9,6	37,3
3° trim.	886,8	810,3	76,5	516,2	434,1	189,6	174,0	156,0	144,0	25,0	58,2	9,6	3,9
4° trim.	882,1	804,1	78,0	514,2	432,1	192,1	176,2	150,0	136,4	25,9	59,3	14,0	7,1
2015 lug.	297,4	271,7	25,8	174,4	145,7	62,8	58,1	52,1	48,5	8,1	19,4	3,3	1,4
ago.	293,6	270,5	23,1	170,2	144,9	63,4	58,0	51,2	48,2	8,8	19,4	3,4	1,0
set.	295,8	268,1	27,7	171,6	143,5	63,4	57,9	52,7	47,3	8,1	19,4	3,0	1,5
ott.	297,6	271,9	25,7	172,5	144,5	64,0	58,8	52,2	48,7	8,8	20,0	4,5	2,0
nov.	298,0	271,0	26,9	172,7	145,2	64,6	58,6	51,8	47,3	8,9	19,9	3,9	1,8
dic.	286,6	261,1	25,5	169,0	142,4	63,4	58,8	46,0	40,4	8,2	19,5	5,6	3,3
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2015 dic.	3.542,3	3.228,3	314,0	2.068,5	1.748,4	754,0	691,5	616,9	552,5	102,8	235,9	41,9	55,7
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2015 dic.	34,1	31,1	3,0	19,9	16,8	7,3	6,7	5,9	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 <sup>1)</sup>: in valore e in volume per categoria di prodotti <sup>2)</sup>

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2015 1° trim.	5,6	1,9	509,1	241,6	105,3	149,4	422,0	447,9	260,2	70,2	109,7	315,2	55,4
2° trim.	8,2	4,2	513,4	242,5	105,4	153,5	428,6	453,3	265,4	70,4	110,8	317,3	60,0
3° trim.	4,4	0,8	507,0	234,8	104,7	153,8	422,3	445,5	254,6	69,8	113,1	316,5	51,0
4° trim.	3,1	2,2	508,5	.	.	.	424,2	445,2	.	.	.	322,3	.
2015 lug.	7,0	0,9	172,8	79,6	35,4	52,5	143,6	150,3	86,5	23,5	37,7	106,4	18,2
ago.	5,5	2,7	166,5	77,7	34,4	50,7	137,9	147,2	83,9	23,0	37,7	103,9	17,0
set.	0,8	-0,8	167,8	77,5	34,8	50,6	140,8	148,0	84,2	23,3	37,7	106,2	15,8
ott.	0,4	-0,6	168,1	79,8	34,9	50,8	142,6	148,3	84,4	24,5	37,5	107,1	16,1
nov.	5,8	4,1	170,4	78,8	34,9	51,6	140,5	147,9	82,2	23,7	38,1	107,3	14,4
dic.	3,4	3,4	170,0	.	.	.	141,1	149,0	.	.	.	108,0	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2015 1° trim.	2,6	5,2	118,9	115,2	120,7	123,2	118,9	106,6	106,6	107,0	105,9	108,6	105,9
2° trim.	2,9	2,7	117,1	113,6	118,9	121,6	118,0	104,2	104,2	103,6	104,8	107,1	99,5
3° trim.	1,1	3,2	116,6	111,8	117,9	122,6	116,7	105,8	105,6	104,8	106,6	107,3	99,4
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 giu.	7,9	6,7	117,7	113,8	120,5	122,4	118,6	105,6	105,4	103,9	107,3	109,1	97,3
lug.	3,1	1,9	118,8	112,8	119,6	125,5	119,0	106,1	105,0	107,0	108,0	108,9	97,0
ago.	2,0	5,5	114,9	111,2	115,5	121,4	113,9	105,1	105,3	103,5	105,7	105,1	100,5
set.	-1,7	2,4	116,2	111,3	118,7	121,1	117,2	106,2	106,6	103,8	106,1	108,0	100,9
ott.	-1,7	3,7	117,1	115,3	118,7	122,1	118,8	107,3	108,1	110,3	105,9	109,7	103,7
nov.	3,3	7,5	118,3	114,4	117,9	122,2	116,4	107,3	106,5	105,4	107,7	109,7	95,5

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) <sup>1)</sup>

(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	56,6	43,5	100,0	12,2	7,5	26,3	10,6	43,5	87,1	12,9	
2013	99,5	1,4	1,1	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1	
2014	100,0	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9	
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	0,9	
2015 1° trim.	99,2	-0,3	0,7	-1,4	1,1	-0,2	0,2	0,7	0,1	-4,2	0,3	-0,5	1,2	
2° trim.	100,5	0,2	0,8	-0,5	1,1	0,5	0,2	0,7	0,2	2,4	0,3	0,1	0,9	
3° trim.	100,0	0,1	0,9	-0,8	1,2	0,0	0,1	0,4	0,1	-2,5	0,4	0,0	0,8	
4° trim.	100,2	0,2	1,0	-0,6	1,2	-0,1	0,2	0,9	0,1	-3,0	0,2	0,1	0,6	
2015 set.	100,2	-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.	100,3	0,1	1,1	-0,8	1,3	0,1	0,1	0,6	0,1	-0,5	0,1	0,0	0,7	
nov.	100,2	0,1	0,9	-0,6	1,2	0,0	0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,6	
dic.	100,2	0,2	0,9	-0,5	1,1	-0,2	0,1	-0,7	0,0	-1,8	0,0	0,2	0,6	
2016 gen.	98,7	0,3	1,0	-0,3	1,2	-0,2	0,1	-0,4	0,1	-2,7	0,0	0,4	0,3	
feb. <sup>2)</sup>	98,8	-0,2	0,7	.	1,0	-0,1	0,3	-0,4	-0,1	-1,3	0,1	.	.	

	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	10,6	6,3	7,4	3,1	14,9	7,5
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,4	2,4	-4,2	2,3	0,7
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2
2015 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	1,1	0,9	1,4	-0,4	1,7	1,0
4° trim.	1,4	0,7	2,6	-1,7	0,5	-7,2	1,2	1,0	1,1	-0,1	1,5	1,2
2015 set.	1,4	0,6	2,7	-2,4	0,3	-8,9	1,2	1,0	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.	1,5	0,7	2,7	-1,7	0,6	-7,3	1,2	1,0	1,2	-0,2	1,3	1,2
dic.	1,2	0,7	2,0	-1,3	0,5	-5,8	1,2	1,0	0,7	-0,1	1,5	1,2
2016 gen.	1,0	0,8	1,4	-1,0	0,7	-5,4	1,1	1,0	0,8	0,0	1,6	1,2
feb. <sup>2)</sup>	0,7	0,9	0,3	.	0,3	-8,0	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

2) 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.

## 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 <sup>1)</sup>	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali <sup>1)</sup>
	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			
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,3	-1,6	0,3	-1,9	-1,1
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
2015	104,0	-2,7	-2,3	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,1	0,2	.	.
2016 1° trim.	104,5	-2,9	-2,6	-0,6	-1,5	0,7	-0,7	-1,3	0,2	-8,5	0,2	1,1	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	1,1	3,6
3° trim.	104,0	-2,6	-2,6	-0,5	-1,1	0,6	-0,6	-1,1	0,1	-8,3	0,2	1,5	5,1
4° trim.	102,7	-3,1	-2,5	-0,7	-2,0	0,6	-0,2	-0,4	0,2	-9,4	0,0	.	.
2015 ago.	103,8	-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	-1,6	0,6	-0,4	-0,7	0,2	-10,0	-	-	-
ott.	103,1	-3,2	-2,8	-0,7	-1,9	0,6	-0,1	-0,3	0,2	-9,8	-	-	-
nov.	102,9	-3,2	-2,5	-0,7	-2,1	0,6	-0,2	-0,4	0,2	-9,3	-	-	-
dic.	102,1	-3,0	-2,1	-0,7	-1,9	0,6	-0,3	-0,4	0,2	-8,9	-	-	-
2016 gen.	101,0	-2,9	-1,9	-0,6	-1,6	0,4	-0,1	-0,2	0,2	-8,6	-	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE ed elaborazioni della BCE basate su dati MSCI e fonti nazionali (col. 13).

<sup>1)</sup> 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 <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>		Ponderati in base alle importazioni <sup>2)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>2)</sup>		
			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	
2013	103,7	1,3	0,9	1,1	1,2	0,4	-0,4	-1,3	81,7	-9,0	-13,3	-6,9	-8,2	-9,9	-6,9
2014	104,5	0,9	0,5	0,5	0,8	0,5	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,8	-12,1	-4,7	0,4	-8,7
2015	105,8	1,2	0,3	0,2	0,6	0,7	0,1	-2,1	48,3	-4,1	5,2	-9,0	-0,8	4,8	-5,6
2015 1° trim.	105,4	1,1	0,1	-0,1	0,6	0,7	-0,2	-2,6	49,0	-0,4	8,7	-4,9	5,6	11,6	0,7
2° trim.	105,7	1,3	0,4	0,3	0,6	0,9	0,9	-1,1	57,4	-0,6	2,0	-2,0	3,9	5,4	2,6
3° trim.	106,0	1,3	0,3	0,3	0,5	0,7	0,1	-2,3	46,1	-6,5	6,4	-13,1	-3,3	5,7	-10,6
4° trim.	106,4	1,3	0,4	0,3	0,6	0,7	-0,3	-2,4	40,7	-9,1	3,9	-16,2	-9,3	-3,0	-14,8
2015 set.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,3	-7,9	3,8	-13,8	-6,0	2,3	-12,6
ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,9	-8,3	3,7	-14,6	-6,9	0,8	-13,3
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	42,8	-8,0	6,2	-15,6	-8,5	-1,4	-14,7
dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	35,7	-11,1	1,8	-18,5	-12,5	-8,0	-16,5
2016 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	29,7	-14,9	-3,8	-21,2	-14,7	-9,7	-19,3
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	31,0	-14,3	-5,4	-19,5	-14,1	-9,4	-18,3

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

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

<sup>2)</sup> 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	4,7	-	-	-2,1	34,0	57,7	56,7	-	49,9
2014	-0,9	-1,5	1,0	-17,2	14,2	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,8	1,4	2,5	-13,3	-1,1	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 1° trim.	-5,6	-0,7	1,2	-16,9	-2,5	45,8	52,5	48,8	47,6
2° trim.	-1,3	3,2	2,9	-15,0	-0,9	54,7	54,4	50,4	49,0
3° trim.	-2,0	1,1	2,2	-12,5	-0,2	49,5	53,6	49,9	49,9
4° trim.	-2,1	1,9	3,7	-8,6	-0,8	45,6	53,6	49,2	49,6
2015 set.	-3,5	-0,6	2,7	-11,9	-1,6	44,6	53,5	48,7	50,4
ott.	-2,4	2,0	4,6	-10,1	-2,3	44,3	54,0	48,6	49,9
nov.	-0,8	2,4	4,1	-8,7	-0,5	45,6	53,3	49,3	49,6
dic.	-3,2	1,3	2,3	-7,1	0,3	47,0	53,5	49,8	49,4
2016 gen.	-4,1	0,3	3,2	-8,0	-0,9	42,1	52,7	48,3	49,1
feb.	-5,5	1,7	3,2	-10,5	-1,4	40,8	52,4	47,6	48,9

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 <sup>1)</sup>
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2013	101,4	1,5	1,5	1,1	1,2	1,9	1,8
2014	102,7	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,7
2015	.	.	.	.	.	.	1,5
2015 1° trim.	97,6	1,9	2,1	1,1	2,0	1,5	1,5
2° trim.	108,2	1,6	2,0	0,3	1,6	1,4	1,5
3° trim.	101,6	1,1	1,4	0,1	1,2	0,8	1,5
4° trim.	.	.	.	.	.	.	1,5

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

## 4 Prezzi e costi

### 4.6 Costo del lavoro per unità di prodotto, retribuzione per input di lavoro e produttività del lavoro <sup>1)</sup>

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

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.



## 5 Moneta e credito

### 5.1 Aggregati monetari<sup>1)</sup>

(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		M2-M1			Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	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	6						7	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
<b>Consistenze</b>												
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	4.952,3	5.920,8	1.598,5	2.148,8	3.747,2	9.668,1	123,9	427,7	104,7	656,3	10.324,3
2015	1.034,5	5.569,8	6.604,3	1.447,5	2.160,6	3.608,1	10.212,4	77,1	479,2	71,0	627,4	10.839,8
2015 1° trim.	993,5	5.154,9	6.148,4	1.529,1	2.149,9	3.679,1	9.827,5	125,8	437,5	96,6	659,9	10.487,4
2° trim.	1.014,0	5.298,7	6.312,6	1.480,1	2.160,5	3.640,7	9.953,3	90,3	441,1	98,6	629,9	10.583,2
3° trim.	1.028,2	5.425,1	6.453,3	1.449,3	2.164,4	3.613,7	10.067,0	98,4	457,6	73,3	629,2	10.696,2
4° trim.	1.034,5	5.569,8	6.604,3	1.447,5	2.160,6	3.608,1	10.212,4	77,1	479,2	71,0	627,4	10.839,8
2015 ago.	1.025,0	5.383,6	6.408,6	1.460,5	2.163,9	3.624,3	10.032,9	102,4	446,2	80,4	629,0	10.661,9
set.	1.028,2	5.425,1	6.453,3	1.449,3	2.164,4	3.613,7	10.067,0	98,4	457,6	73,3	629,2	10.696,2
ott.	1.029,9	5.487,7	6.517,6	1.438,5	2.164,3	3.602,8	10.120,4	106,8	473,5	76,9	657,1	10.777,5
nov.	1.037,4	5.544,3	6.581,8	1.448,3	2.162,6	3.610,8	10.192,6	91,5	485,2	82,0	658,7	10.851,3
dic.	1.034,5	5.569,8	6.604,3	1.447,5	2.160,6	3.608,1	10.212,4	77,1	479,2	71,0	627,4	10.839,8
2016 gen. <sup>(p)</sup>	1.044,5	5.622,7	6.667,2	1.448,6	2.156,8	3.605,4	10.272,6	87,6	471,1	78,2	636,8	10.909,4
<b>Transazioni</b>												
2013	45,6	250,4	295,9	-114,4	45,5	-68,9	227,0	-11,6	-48,7	-63,3	-123,6	103,4
2014	58,2	379,3	437,5	-90,9	3,2	-87,7	349,8	1,0	10,8	12,7	24,6	374,4
2015	64,8	576,6	641,4	-143,3	12,0	-131,3	510,1	-47,8	49,6	-26,4	-24,7	485,4
2015 1° trim.	23,8	166,6	190,4	-56,9	2,0	-54,8	135,6	0,6	5,6	-9,3	-3,0	132,6
2° trim.	20,5	151,9	172,3	-47,6	10,9	-36,7	135,6	-35,2	3,6	3,9	-27,6	108,0
3° trim.	14,3	129,0	143,3	-35,3	3,1	-32,3	111,0	8,2	18,7	-18,4	8,4	119,4
4° trim.	6,3	129,1	135,4	-3,5	-4,0	-7,5	127,9	-21,5	21,7	-2,6	-2,4	125,5
2015 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	-3,9	-6,6	26,7
ott.	1,7	49,4	51,1	-12,1	-0,2	-12,3	38,7	8,2	16,0	4,4	28,6	67,4
nov.	7,6	48,3	55,8	7,4	-1,9	5,5	61,3	-15,7	11,8	5,2	1,3	62,6
dic.	-3,0	31,4	28,5	1,2	-1,9	-0,6	27,8	-14,0	-6,1	-12,2	-32,3	-4,5
2016 gen. <sup>(p)</sup>	10,1	54,9	65,0	1,4	-3,7	-2,3	62,7	10,5	-2,8	4,6	12,4	75,1
<b>Variazioni percentuali</b>												
2013	5,3	5,9	5,8	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-9,2	-10,4	-38,0	-16,1	1,0
2014	6,4	8,4	8,1	-5,4	0,1	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,7	4,0	3,8
2015	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-26,2	-3,8	4,7
2015 1° trim.	7,3	10,6	10,1	-7,6	0,1	-3,3	4,6	5,1	5,3	11,7	5,6	4,7
2° trim.	8,8	12,4	11,8	-10,7	0,5	-4,4	5,2	-30,9	6,9	23,7	0,6	4,9
3° trim.	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-1,5	0,7	4,9
4° trim.	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-26,2	-3,8	4,7
2015 ago.	8,6	12,1	11,5	-11,2	0,6	-4,6	5,1	-21,1	9,5	8,2	2,4	4,9
set.	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-1,5	0,7	4,9
ott.	8,1	12,3	11,6	-10,9	0,6	-4,3	5,4	-18,8	10,1	6,6	3,2	5,2
nov.	8,0	11,7	11,1	-9,9	0,3	-4,0	5,2	-29,6	12,3	7,3	2,7	5,0
dic.	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-26,2	-3,8	4,7
2016 gen. <sup>(p)</sup>	6,1	11,3	10,5	-7,5	0,7	-2,7	5,4	-28,0	9,4	-16,2	-1,3	5,0

Fonte: BCE.

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

## 5 Moneta e credito

### 5.2 Depositi di M3<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>2)</sup>	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche <sup>4)</sup>
	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
<b>Consistenze</b>													
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	1.815,2	1.318,7	365,8	111,6	19,2	5.556,6	2.751,2	809,6	1.992,8	3,0	895,8	222,7	333,1
2015	1.927,6	1.480,9	322,0	116,5	8,2	5.751,1	3.061,0	694,3	1.993,1	2,6	989,2	224,6	362,5
2015 1° trim.	1.848,5	1.381,7	340,2	111,8	14,9	5.597,8	2.839,3	762,8	1.991,9	3,8	947,6	225,7	340,2
2° trim.	1.858,2	1.410,7	322,6	112,8	12,2	5.646,7	2.910,7	735,1	1.998,1	2,8	955,7	228,1	340,9
3° trim.	1.901,0	1.451,1	324,0	115,8	10,1	5.695,4	2.987,9	707,4	1.997,0	3,0	966,6	218,0	356,2
4° trim.	1.927,6	1.480,9	322,0	116,5	8,2	5.751,1	3.061,0	694,3	1.993,1	2,6	989,2	224,6	362,5
2015 ago.	1.889,4	1.441,7	325,0	114,5	8,2	5.674,0	2.960,0	714,8	1.996,2	3,1	968,1	224,7	354,2
set.	1.901,0	1.451,1	324,0	115,8	10,1	5.695,4	2.987,9	707,4	1.997,0	3,0	966,6	218,0	356,2
ott.	1.937,3	1.493,6	316,7	116,9	10,1	5.706,8	3.003,6	705,6	1.994,2	3,5	964,5	222,4	366,1
nov.	1.934,2	1.486,9	321,4	116,8	9,1	5.728,0	3.033,3	698,5	1.992,2	3,9	990,4	222,4	371,7
dic.	1.927,6	1.480,9	322,0	116,5	8,2	5.751,1	3.061,0	694,3	1.993,1	2,6	989,2	224,6	362,5
2016 gen. <sup>(p)</sup>	1.966,4	1.520,9	320,1	115,6	9,8	5.763,9	3.077,2	693,9	1.989,2	3,6	983,3	224,2	378,1
<b>Transazioni</b>													
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	69,5	91,2	-25,5	1,5	2,4	140,5	209,8	-65,7	-1,8	-1,7	53,4	7,5	21,7
2015	100,0	140,2	-33,9	4,9	-11,2	194,8	302,8	-108,2	0,7	-0,4	76,5	-1,7	27,9
2015 1° trim.	29,5	48,9	-14,9	0,1	-4,6	39,0	79,1	-41,1	0,2	0,8	35,0	1,5	7,5
2° trim.	13,3	31,7	-16,8	1,0	-2,6	50,7	73,3	-28,0	6,4	-1,0	12,3	2,8	0,9
3° trim.	42,5	41,0	0,4	3,1	-2,1	48,9	78,3	-27,7	-1,9	0,2	10,3	-10,2	13,4
4° trim.	14,7	18,6	-2,6	0,7	-2,0	56,2	72,1	-11,4	-4,0	-0,5	18,9	4,2	6,1
2015 ago.	2,8	5,8	0,7	0,7	-4,4	11,0	18,3	-7,4	0,1	-0,1	2,3	-7,2	6,2
set.	12,4	9,5	-0,4	1,4	2,0	21,3	28,9	-7,3	-0,2	-0,1	-3,0	-6,6	1,9
ott.	25,2	31,9	-7,8	1,1	0,0	10,6	15,0	-2,0	-2,9	0,5	-4,5	4,5	9,5
nov.	-7,6	-10,0	3,8	-0,1	-1,2	21,4	28,6	-5,5	-2,1	0,4	21,1	-2,4	5,5
dic.	-2,9	-3,3	1,5	-0,3	-0,8	24,1	28,4	-3,9	1,0	-1,3	2,3	2,1	-8,8
2016 gen. <sup>(p)</sup>	40,3	41,1	-1,5	-0,9	1,6	13,1	16,3	-0,1	-4,0	1,0	-5,3	-0,5	15,4
<b>Variazioni percentuali</b>													
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	1,3	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,3	4,0	7,3
2015	5,5	10,6	-9,5	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3
2015 1° trim.	4,7	9,9	-9,8	0,8	-5,4	2,8	9,7	-11,2	0,0	-31,2	14,6	-0,5	5,2
2° trim.	4,3	10,6	-13,9	1,3	-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	2,3	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,0	-37,7	14,2	-4,9	5,8
4° trim.	5,5	10,6	-9,5	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3
2015 ago.	4,8	11,2	-13,3	1,6	-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	2,3	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,0	-37,7	14,2	-4,9	5,8
ott.	6,6	12,2	-11,5	2,4	-26,4	3,1	11,0	-14,8	0,0	-25,6	10,8	-3,7	9,8
nov.	5,0	10,0	-11,0	1,9	-31,7	3,3	10,9	-14,5	0,1	-18,1	9,7	-4,7	10,9
dic.	5,5	10,6	-9,5	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3
2016 gen. <sup>(p)</sup>	6,5	10,8	-9,0	4,4	-17,4	3,7	10,5	-11,4	0,2	-12,4	9,2	-3,2	9,9

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 <sup>1)</sup>

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito	Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari	
					Corretto per cessazioni e cartolarizzazioni <sup>2)</sup>	A società non finanziarie <sup>3)</sup>	A famiglie <sup>4)</sup>	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>3)</sup>	A imprese di assicurazione e fondi pensione			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Consistenze</b>												
2013	3.404,9	1.096,7	2.308,2	12.709,1	10.544,4	10.929,5	4.353,6	5.222,8	869,2	98,7	1.364,7	800,0
2014	3.605,5	1.131,8	2.473,7	12.562,3	10.510,7	10.920,7	4.271,7	5.200,4	909,8	128,9	1.276,9	774,7
2015	3.893,3	1.109,5	2.783,9	12.679,6	10.591,7	10.989,3	4.273,4	5.307,5	887,3	123,6	1.301,1	786,8
2015 1° trim.	3.671,7	1.148,5	2.523,2	12.674,1	10.611,8	11.008,5	4.301,5	5.234,0	941,6	134,7	1.274,1	788,2
2° trim.	3.680,4	1.137,4	2.543,0	12.636,4	10.592,2	10.986,5	4.291,3	5.258,5	906,8	135,5	1.254,8	789,4
3° trim.	3.815,9	1.127,1	2.688,8	12.652,5	10.564,8	10.963,1	4.274,9	5.277,6	891,1	121,2	1.310,4	777,3
4° trim.	3.893,3	1.109,5	2.783,9	12.679,6	10.591,7	10.989,3	4.273,4	5.307,5	887,3	123,6	1.301,1	786,8
2015 ago.	3.766,9	1.132,3	2.634,6	12.697,1	10.599,3	11.000,9	4.291,1	5.268,8	910,8	128,6	1.306,1	791,7
set.	3.815,9	1.127,1	2.688,8	12.652,5	10.564,8	10.963,1	4.274,9	5.277,6	891,1	121,2	1.310,4	777,3
ott.	3.835,6	1.119,8	2.715,8	12.695,5	10.607,1	11.003,3	4.290,2	5.301,9	890,6	124,3	1.296,6	791,8
nov.	3.877,8	1.118,4	2.759,4	12.736,0	10.650,2	11.046,6	4.307,5	5.310,0	908,3	124,4	1.287,6	798,2
dic.	3.893,3	1.109,5	2.783,9	12.679,6	10.591,7	10.989,3	4.273,4	5.307,5	887,3	123,6	1.301,1	786,8
2016 gen. <sup>(p)</sup>	3.963,7	1.117,3	2.846,4	12.687,9	10.617,1	11.013,2	4.289,1	5.311,7	890,6	125,6	1.306,0	764,9
<b>Transazioni</b>												
2013	-25,0	-73,5	48,5	-305,7	-248,1	-268,7	-132,9	-4,0	-120,9	9,7	-72,7	15,1
2014	72,0	16,0	56,1	-104,0	-50,3	-32,1	-60,9	-15,4	14,3	11,7	-90,0	36,2
2015	283,8	-20,7	304,6	97,6	68,8	49,0	0,6	98,0	-24,3	-5,5	24,2	4,5
2015 1° trim.	40,3	16,5	23,8	34,1	45,2	31,7	8,3	19,2	12,4	5,3	-3,5	-7,5
2° trim.	58,0	-10,7	68,6	0,2	7,6	1,6	-0,3	30,7	-23,8	1,0	-14,1	6,7
3° trim.	112,2	-10,2	122,3	54,8	-7,9	-2,8	-6,0	24,7	-12,3	-14,4	64,3	-1,6
4° trim.	73,4	-16,4	89,8	8,4	23,9	18,5	-1,4	23,4	-0,7	2,6	-22,4	7,0
2015 ago.	47,1	-0,1	47,1	15,2	3,8	4,5	-0,8	9,1	-1,5	-3,0	12,1	-0,7
set.	35,0	-6,1	41,1	-29,7	-26,0	-27,4	-10,4	11,4	-19,6	-7,4	5,6	-9,3
ott.	10,1	-7,7	17,8	16,6	27,7	25,7	7,0	15,0	2,6	3,1	-19,1	8,0
nov.	36,6	-1,5	38,1	18,7	35,4	31,3	12,4	8,3	14,6	0,0	-20,4	3,7
dic.	26,7	-7,1	33,9	-26,8	-39,1	-38,5	-20,9	0,1	-17,9	-0,5	17,1	-4,7
2016 gen. <sup>(p)</sup>	60,3	5,2	55,0	24,0	34,1	31,4	21,0	6,4	4,6	2,1	6,9	-17,0
<b>Variazioni percentuali</b>												
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	-1,4	-0,3	1,5	11,9	-6,6	4,5
2015	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,7	0,4	0,0	1,9	-2,6	-4,2	1,9	0,6
2015 1° trim.	2,8	1,9	3,1	-0,2	0,1	0,2	-0,6	0,0	2,4	14,1	-4,9	3,2
2° trim.	5,1	1,6	6,7	0,2	0,6	0,3	-0,2	1,2	-1,0	17,8	-5,2	3,0
3° trim.	7,2	0,5	10,2	0,7	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,0	-1,4	1,0	1,9
4° trim.	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,7	0,4	0,0	1,9	-2,6	-4,2	1,9	0,6
2015 ago.	6,3	1,0	8,8	1,0	1,0	0,7	0,2	1,4	0,5	12,4	-0,3	3,2
set.	7,2	0,5	10,2	0,7	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,0	-1,4	1,0	1,9
ott.	6,9	0,2	9,9	0,9	0,9	0,7	0,3	1,8	-1,5	2,0	0,0	2,5
nov.	7,8	-0,7	11,7	1,1	1,2	0,9	0,7	1,9	-0,1	-1,4	-0,7	3,4
dic.	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,7	0,4	0,0	1,9	-2,6	-4,2	1,9	0,6
2016 gen. <sup>(p)</sup>	8,6	-2,4	13,7	0,9	0,8	0,6	0,4	1,9	-2,5	-9,5	2,3	-0,4

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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Corretto per cessioni e cartolarizzazioni <sup>4)</sup>				2	Corretto per cessioni e cartolarizzazioni <sup>4)</sup>			
<b>Consistenze</b>										
2013	4.353,6	4.407,7	1.065,7	740,9	2.547,0	5.222,8	5.546,6	573,6	3.853,7	795,5
2014	4.271,7	4.329,7	1.080,7	720,5	2.470,4	5.200,4	5.545,3	563,4	3.861,0	776,0
2015	4.273,4	4.333,7	1.038,2	758,5	2.476,7	5.307,5	5.638,7	595,6	3.948,3	763,6
2015 1° trim.	4.301,5	4.357,4	1.089,2	734,6	2.477,8	5.234,0	5.570,3	567,8	3.890,9	775,3
2° trim.	4.291,3	4.347,6	1.080,8	743,1	2.467,3	5.258,5	5.589,2	578,7	3.908,9	771,0
3° trim.	4.274,9	4.333,8	1.058,3	745,9	2.470,6	5.277,6	5.611,4	582,4	3.926,5	768,7
4° trim.	4.273,4	4.333,7	1.038,2	758,5	2.476,7	5.307,5	5.638,7	595,6	3.948,3	763,6
2015 ago.	4.291,1	4.350,1	1.083,9	743,0	2.464,2	5.268,8	5.605,3	581,6	3.917,2	770,0
set.	4.274,9	4.333,8	1.058,3	745,9	2.470,6	5.277,6	5.611,4	582,4	3.926,5	768,7
ott.	4.290,2	4.350,6	1.062,6	755,6	2.472,1	5.301,9	5.630,1	594,9	3.940,6	766,5
nov.	4.307,5	4.365,8	1.076,6	755,5	2.475,3	5.310,0	5.638,7	596,8	3.944,8	768,3
dic.	4.273,4	4.333,7	1.038,2	758,5	2.476,7	5.307,5	5.638,7	595,6	3.948,3	763,6
2016 gen. <sup>(p)</sup>	4.289,1	4.352,3	1.048,5	765,3	2.475,2	5.311,7	5.642,9	596,3	3.952,0	763,4
<b>Transazioni</b>										
2013	-132,9	-145,1	-44,3	-44,6	-44,0	-4,0	-15,0	-18,2	27,4	-13,2
2014	-60,9	-64,0	-14,2	2,3	-48,9	-15,4	5,9	-2,9	-3,4	-9,1
2015	0,6	6,3	-45,8	32,3	14,1	98,0	77,1	21,6	80,1	-3,6
2015 1° trim.	8,3	5,7	-1,0	7,5	1,8	19,2	11,1	2,0	17,4	-0,2
2° trim.	-0,3	0,9	-3,0	7,3	-4,5	30,7	20,8	9,4	22,5	-1,2
3° trim.	-6,0	-0,7	-19,1	4,0	9,2	24,7	26,5	5,2	19,8	-0,3
4° trim.	-1,4	0,4	-22,6	13,5	7,6	23,4	18,6	5,0	20,3	-1,9
2015 ago.	-0,8	0,3	4,1	-0,1	-4,9	9,1	8,0	2,4	6,4	0,3
set.	-10,4	-9,8	-24,0	3,6	10,0	11,4	9,7	1,3	10,2	-0,1
ott.	7,0	10,2	-5,6	10,1	2,5	15,0	7,5	3,0	12,5	-0,6
nov.	12,4	9,4	15,5	-2,4	-0,7	8,3	8,7	2,6	3,6	2,1
dic.	-20,9	-19,1	-32,5	5,9	5,7	0,1	2,4	-0,6	4,2	-3,4
2016 gen. <sup>(p)</sup>	21,0	22,9	13,2	5,4	2,4	6,4	6,0	1,1	4,8	0,4
<b>Variazioni percentuali</b>										
2013	-2,9	-3,2	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,4	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	0,0	0,1	-4,2	4,4	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2015 1° trim.	-0,6	-0,7	-0,8	2,0	-1,3	0,0	0,3	-0,1	0,1	-0,8
2° trim.	-0,2	-0,4	-1,1	2,2	-0,5	1,2	0,6	1,8	1,6	-0,9
3° trim.	0,1	0,1	-2,7	3,6	0,2	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,5
4° trim.	0,0	0,1	-4,2	4,4	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2015 ago.	0,2	0,2	0,1	2,6	-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.	0,3	0,4	-3,1	5,0	0,4	1,8	1,2	2,9	2,0	-0,4
nov.	0,7	0,7	-0,9	3,5	0,5	1,9	1,4	3,6	2,1	-0,2
dic.	0,0	0,1	-4,2	4,4	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016 gen. <sup>(p)</sup>	0,4	0,6	-3,1	4,6	0,7	1,9	1,4	4,0	2,0	-0,3

Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

## 5 Moneta e credito

### 5.5 Contropartite di M3 diverse dal credito a residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro					Attività nette sull'estero	Altre		
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni	Capitali e riserve		Totale		
								Operazioni pronti contro termine con controparti centrali <sup>3)</sup>	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Consistenze in essere										
2013	261,7	7.311,0	2.371,2	91,5	2.507,2	2.341,1	1.146,5	150,2	183,8	121,9
2014	264,6	7.188,6	2.248,9	92,2	2.381,7	2.465,8	1.383,3	226,5	184,5	139,7
2015	278,3	7.069,6	2.184,2	79,8	2.254,1	2.551,5	1.331,3	283,4	205,9	135,6
2015 1° trim.	283,2	7.320,9	2.258,5	90,6	2.395,7	2.576,1	1.505,6	240,1	236,3	160,6
2° trim.	265,2	7.169,4	2.223,1	86,7	2.330,6	2.529,0	1.459,0	242,1	224,6	147,1
3° trim.	287,6	7.101,6	2.223,8	83,7	2.264,4	2.529,7	1.361,8	255,2	213,6	140,0
4° trim.	278,3	7.069,6	2.184,2	79,8	2.254,1	2.551,5	1.331,3	283,4	205,9	135,6
2015 ago.	274,5	7.127,1	2.225,0	84,3	2.289,8	2.528,0	1.355,3	244,1	207,0	128,4
set.	287,6	7.101,6	2.223,8	83,7	2.264,4	2.529,7	1.361,8	255,2	213,6	140,0
ott.	347,8	7.107,3	2.207,4	82,2	2.257,1	2.560,5	1.396,2	305,3	196,4	144,9
nov.	296,0	7.123,8	2.189,4	80,3	2.284,3	2.569,9	1.385,8	271,5	217,7	146,0
dic.	278,3	7.069,6	2.184,2	79,8	2.254,1	2.551,5	1.331,3	283,4	205,9	135,6
2016 gen. <sup>(p)</sup>	306,0	7.054,7	2.174,5	78,6	2.224,5	2.577,1	1.309,8	308,8	213,8	141,7
Transazioni										
2013	-44,9	-89,7	-19,0	-14,3	-137,3	80,9	362,0	-62,5	32,2	43,7
2014	-5,7	-162,5	-122,3	2,0	-151,4	109,1	238,4	-0,2	0,7	17,8
2015	7,5	-219,2	-104,0	-13,5	-203,8	102,0	-97,4	-10,2	21,4	-4,0
2015 1° trim.	15,5	-36,8	-27,8	-2,6	-52,3	45,9	3,4	33,3	51,7	21,0
2° trim.	-18,0	-87,4	-34,7	-3,9	-50,5	1,8	-0,3	-55,3	-11,8	-13,6
3° trim.	22,0	-37,6	6,1	-3,1	-58,5	17,9	-64,1	0,9	-11,0	-7,1
4° trim.	-11,9	-57,4	-47,5	-3,9	-42,4	36,4	-36,5	10,8	-7,7	-4,3
2015 ago.	20,8	-14,4	-2,7	-1,4	-13,3	3,0	-19,5	-17,0	-0,3	-13,9
set.	12,8	-19,9	-1,1	-0,6	-25,1	6,9	7,4	6,9	6,6	11,6
ott.	58,0	-33,9	-23,4	-1,5	-17,5	8,6	10,5	54,3	-17,2	5,0
nov.	-51,8	-11,2	-21,1	-1,9	-6,2	18,0	-15,3	-40,3	21,3	1,1
dic.	-18,1	-12,3	-3,0	-0,5	-18,6	9,8	-31,7	-3,2	-11,7	-10,4
2016 gen. <sup>(p)</sup>	27,7	-31,3	-9,1	-1,2	-24,6	3,5	-28,2	15,4	7,9	6,9
Variazioni percentuali										
2013	-14,7	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,4	-	-	10,3	23,3
2014	-2,2	-2,2	-5,2	2,2	-6,0	4,6	-	-	0,4	14,6
2015	3,1	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	-	-	11,6	-2,9
2015 1° trim.	5,5	-2,7	-5,9	-0,1	-6,8	4,6	-	-	33,4	37,6
2° trim.	-6,0	-3,0	-5,3	-3,4	-8,1	4,3	-	-	31,0	23,5
3° trim.	11,8	-3,4	-3,7	-9,1	-9,3	3,0	-	-	30,5	15,0
4° trim.	3,1	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	-	-	11,6	-2,9
2015 ago.	-1,4	-3,2	-4,3	-7,9	-8,7	3,6	-	-	20,3	9,8
set.	11,8	-3,4	-3,7	-9,1	-9,3	3,0	-	-	30,5	15,0
ott.	29,6	-3,5	-4,2	-10,1	-9,0	3,0	-	-	7,2	19,6
nov.	10,3	-3,4	-4,9	-11,4	-8,8	3,6	-	-	18,0	11,7
dic.	3,1	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	-	-	11,6	-2,9
2016 gen. <sup>(p)</sup>	3,4	-3,3	-4,4	-15,4	-8,9	3,5	-	-	5,1	7,0

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 4° trim.	-2,6	.	.	.	.	0,1
2015 1° trim.	-2,5	.	.	.	.	0,1
2° trim.	-2,4	.	.	.	.	0,1
3° trim.	-2,1	.	.	.	.	0,3

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

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

### 6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

(in percentuale del PIL; consistenze a fine periodo)

	Totale	Strumento finanziario			Detentore		Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta		
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Creditori residenti	Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute	
	1	2	3	4	5	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 4° trim.	92,1	2,7	17,0	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 1° trim.	92,9	2,7	16,8	73,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	92,3	2,8	16,2	73,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	91,6	2,7	16,1	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Andamenti della finanza pubblica

### 6.4 Variazione annuale del rapporto debito pubblico/PIL e fattori sottostanti <sup>1)</sup>

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

	Variazione del rapporto debito/PIL <sup>2)</sup>	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 4° trim.	1,0	-0,1	0,0	-0,1	0,3	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,2	1,1	2,7
2015 1° trim.	0,8	-0,1	0,0	0,0	0,3	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,9	2,6
2° trim.	-0,6	-0,1	-0,9	-0,9	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,5	1,5
3° trim.	-0,6	-0,3	-0,5	-0,3	0,2	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,1	1,7

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

1) I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati salvo che nei dati trimestrali sul raccordo disavanzo/debito.

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

### 6.5 Titoli del debito pubblico <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Vita residua media <sup>3)</sup>	Rendimento nominale medio <sup>4)</sup>						
	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	16,5	14,4	5,0	2,1	0,5	6,3	3,5	1,7	1,3	3,7	2,8	1,2	1,8
2013	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	15,3	13,3	4,4	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2014 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.	15,5	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
3° trim.	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
2015 ago.	15,3	13,4	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	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
nov.	16,0	14,0	4,7	2,0	0,5	6,5	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
dic.	15,3	13,3	4,4	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016 gen.	15,4	13,4	5,4	2,0	0,5	6,6	2,8	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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



## 6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio 1	Germania 2	Estonia 3	Irlanda 4	Grecia 5	Spagna 6	Francia 7	Italia 8	Cipro 9	
<b>Disavanzo (-)/avanzo(+) pubblico</b>										
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 4° trim.	-3,1	0,3	0,7	-3,9	-3,6	-5,9	-3,9	-3,0	-8,9	
2015 1° trim.	-3,3	0,4	0,5	-3,6	-4,7	-5,9	-3,9	-3,0	-0,2	
2° trim.	-3,1	0,4	0,6	-3,0	-5,3	-5,5	-3,9	-2,9	-0,4	
3° trim.	-3,0	0,8	0,7	-2,5	-5,4	-5,3	-3,7	-2,8	-0,9	
<b>Debito pubblico</b>										
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 4° trim.	106,7	74,9	10,4	107,5	178,6	99,3	95,6	132,3	108,2	
2015 1° trim.	110,9	74,3	10,0	104,7	169,9	99,7	97,5	135,3	107,5	
2° trim.	109,3	72,5	9,9	102,1	168,9	99,3	97,7	136,0	110,4	
3° trim.	108,7	71,9	9,8	99,4	171,0	99,3	97,0	134,6	109,6	
	Lettonia 10	Lituania 11	Lussemburgo 12	Malta 13	Paesi Bassi 14	Austria 15	Portogallo 16	Slovenia 17	Slovacchia 18	Finlandia 19
<b>Disavanzo (-)/avanzo(+) pubblico</b>										
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 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.	-1,9	-0,8	0,7	-2,5	-2,0	-2,2	-7,2	-4,7	-2,8	-3,3
2° trim.	-2,0	0,3	0,5	-2,2	-1,9	-2,2	-6,4	-4,6	-2,8	-2,8
3° trim.	-2,0	0,0	0,2	-1,7	-1,7	-2,4	-3,2	-4,1	-2,6	-2,9
<b>Debito pubblico</b>										
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 4° trim.	40,8	40,7	22,9	66,9	68,2	84,2	130,2	80,8	53,5	59,3
2015 1° trim.	35,6	38,0	22,2	68,5	69,2	84,9	130,3	81,8	53,9	60,6
2° trim.	35,3	37,6	21,6	67,4	67,1	86,3	128,6	80,8	54,3	62,4
3° trim.	36,4	38,1	21,3	66,3	66,3	85,3	130,5	84,1	53,5	61,2

Fonte: Eurostat.

**© European Central Bank / © European Systemic Risk Board**

Indirizzo 60640 Frankfurt am Main, Germany  
Telefono +49 69 1344 0  
Sito internet [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu) / [www.esrb.europa.eu](http://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 23 marzo 2016.

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*



