



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 3 / 2016



Indice

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

Sintesi	3
1 Contesto esterno	5
2 Andamenti finanziari	8
3 Attività economica	10
4 Prezzi e costi	12
5 Moneta e credito	14

Riquadri

1 Indice armonizzato dei prezzi al consumo: effetti della Pasqua e miglioramento delle procedure di destagionalizzazione	18
2 Le tendenze recenti dei salari nell'area dell'euro	23
3 La seconda serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT II)	27
4 La ricomposizione dei flussi per investimenti di portafoglio nell'area dell'euro	32

Articoli

1 Il rallentamento nelle economie emergenti e le sue implicazioni per l'economia mondiale	35
2 Strategie di riduzione del debito pubblico nell'area dell'euro	50

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

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

Sintesi

La turbolenza osservata nei mercati finanziari agli inizi del 2016 si è attenuata e l'attività economica mondiale evidenzia segnali di stabilizzazione. Il commercio internazionale ha mostrato una buona tenuta nel primo scorcio dell'anno, anche se si prevede che continui a crescere a ritmi moderati. I rischi per le prospettive dell'attività mondiale, soprattutto nelle economie emergenti, restano orientati verso il basso e sono connessi in particolare alle incertezze sul piano delle politiche, alla turbolenza finanziaria e a rischi geopolitici. L'inflazione complessiva a livello mondiale è rimasta contenuta poiché i precedenti cali dei prezzi dell'energia continuano a pesare sulla dinamica dei prezzi.

I rendimenti sui titoli di Stato dell'area dell'euro sono calati insieme a quelli degli analoghi titoli statunitensi. I differenziali delle obbligazioni societarie si sono ristretti sostanzialmente in presenza di una stabilizzazione della volatilità nei mercati e dopo l'annuncio del programma di acquisto di attività del settore societario da parte della BCE. La minore volatilità ha fornito un ulteriore sostegno ai corsi azionari mondiali, mentre l'euro si è apprezzato in termini effettivi.

La ripresa economica nell'area dell'euro sta proseguendo, trainata dalla domanda interna, mentre la domanda estera rimane debole. La domanda interna continua a essere sorretta dalle misure di politica monetaria. Il loro impatto favorevole sulle condizioni finanziarie, assieme al miglioramento della redditività delle imprese, incentiva gli investimenti. Inoltre, l'orientamento monetario accomodante, il persistente aumento dell'occupazione risultante dalle riforme strutturali attuate in precedenza e il prezzo ancora relativamente basso del petrolio dovrebbero continuare a sostenere il reddito disponibile reale delle famiglie e i consumi privati. In aggiunta, l'orientamento fiscale nell'area dell'euro è lievemente espansivo. Al tempo stesso la ripresa economica nell'area dell'euro è ancora frenata dal processo di aggiustamento dei bilanci in diversi settori, dal ritmo insufficiente di attuazione delle riforme strutturali in alcuni paesi e dalle prospettive di crescita contenuta nei mercati emergenti. I rischi per le prospettive di crescita dell'area dell'euro restano orientati verso il basso.

L'inflazione complessiva nell'area dell'euro si è mantenuta attorno allo zero negli ultimi mesi. Questo basso livello continua a riflettere principalmente l'impatto del tasso di variazione sui dodici mesi fortemente negativo dei prezzi dei beni energetici. Al tempo stesso gran parte delle misure dell'inflazione di fondo non mostra una chiara tendenza al rialzo. Le spinte interne sui prezzi rimangono moderate. Le misure delle aspettative di inflazione a lungo termine ricavate dai dati di mercato si sono stabilizzate su livelli bassi e rimangono sostanzialmente inferiori a quelle basate sulle indagini. In prospettiva, sulla base delle quotazioni correnti dei contratti

future sui prodotti energetici, è probabile che il tasso d'inflazione si collochi su valori lievemente negativi nei prossimi mesi e che poi riprenda a salire nella seconda metà del 2016 per motivi in larga parte riconducibili a effetti base. Successivamente dovrebbe registrare un ulteriore recupero nel 2017 e nel 2018, sorretto dalle misure di politica monetaria della BCE e dalla ripresa economica.

Dopo l'ampio pacchetto di misure di politica monetaria adottato ai primi di marzo, le condizioni finanziarie generali nell'area dell'euro sono migliorate. La trasmissione dello stimolo monetario alle imprese e alle famiglie, in particolare attraverso il sistema bancario, si sta rafforzando. La crescita della moneta è rimasta solida, mentre il tasso di incremento dei prestiti continua ad aumentare gradualmente. Le fonti interne di creazione di moneta rimangono la determinante principale della crescita dell'aggregato monetario ampio. I bassi tassi di interesse, le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine e il programma ampliato di acquisto di attività finanziarie sostengono il miglioramento della dinamica della moneta e del credito. Il costo della provvista bancaria è diminuito ulteriormente e le banche hanno trasmesso le migliori condizioni di finanziamento alla clientela attraverso tassi sui prestiti più contenuti. Nell'insieme, le misure di politica monetaria in vigore da giugno 2014 hanno migliorato nettamente sia le condizioni di prestito per famiglie e imprese sia i flussi di credito nell'intera area dell'euro. Le misure di politica monetaria adottate a maggio 2016 sostengono il continuo recupero della crescita dei prestiti, favorendo la ripresa dell'economia reale.

Nella riunione del 21 aprile 2016, sulla base della consueta analisi economica e monetaria, il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE. Esso continua ad attendersi che tali tassi si mantengano su un livello pari o inferiore a quello attuale per un prolungato periodo di tempo e ben oltre l'orizzonte degli acquisti netti di attività. Per quanto concerne le misure non convenzionali di politica monetaria, dando seguito alla decisione assunta il 10 marzo 2016, la BCE ha iniziato ad ampliare gli acquisti mensili nell'ambito del programma di acquisto di attività a 80 miliardi di euro, rispetto ai precedenti 60 miliardi di euro. Come indicato in precedenza, tali acquisti dovrebbero proseguire 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 inflazione. Inoltre, a giugno la BCE condurrà la prima della nuova serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT II) e avvierà gli acquisti nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore societario.

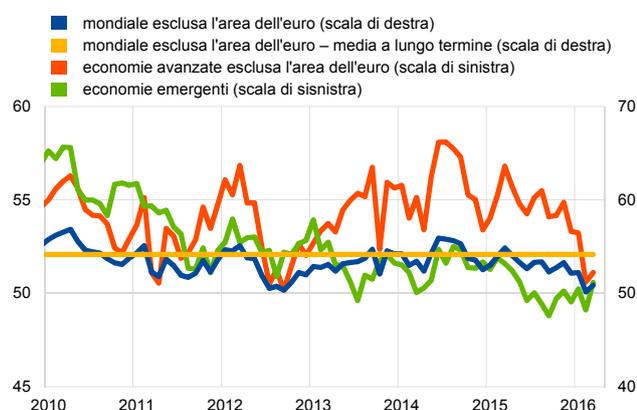
In prospettiva è essenziale mantenere un grado appropriato di accomodamento monetario per il tempo necessario a sostenere il vigore della ripresa economica nell'area dell'euro e ad accelerare il ritorno dell'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. Il Consiglio direttivo continuerà a seguire con attenzione l'evoluzione delle prospettive per la stabilità dei prezzi e, se necessario per il conseguimento del proprio obiettivo, agirà ricorrendo a tutti gli strumenti disponibili nell'ambito del proprio mandato. Nel contesto attuale è indispensabile assicurare che le condizioni di inflazione estremamente bassa non si radichino in effetti di secondo impatto sul processo di formazione di salari e prezzi.

1 Contesto esterno

I più recenti indicatori congiunturali suggeriscono che l'attività economica mondiale si è stabilizzata nel primo trimestre del 2016. La turbolenza nei mercati finanziari osservata agli inizi dell'anno si è moderata, in un contesto in cui gli accresciuti timori per l'economia mondiale sono gradualmente diminuiti. Di fatto i mercati azionari hanno recuperato tutto il terreno perduto dai primi del 2016, la volatilità è calata e anche i prezzi delle materie prime hanno messo a segno una lieve ripresa. Questo ha contribuito ad allentare le condizioni finanziarie in molte economie emergenti (EME), che sono tornate a ricevere afflussi di capitali in presenza di una maggiore propensione al rischio a livello mondiale.

Grafico 1
PMI composto del prodotto mondiale

(indice di diffusione, 50 = nessuna variazione)



Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.

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

L'indice mondiale composto dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto è aumentato lievemente in marzo rispetto a febbraio, a segnalare un leggero miglioramento dell'attività mondiale. Ciò ha fatto seguito a una serie di dati piuttosto deboli nei mesi precedenti (cfr. grafico 1) e riflette una modesta ripresa dell'attività sia nel settore dei servizi sia in quello manifatturiero. Tuttavia, in termini trimestrali il PMI mondiale relativo al prodotto nel primo trimestre del 2016 era ancora inferiore al livello del trimestre precedente e al di sotto della sua media di lungo periodo. Il calo è dovuto in larga parte agli andamenti nelle economie avanzate, specie negli Stati Uniti, a fronte di un lieve aumento dell'indice nelle EME. I dati segnalano nell'insieme un leggero indebolimento della crescita tra le economie avanzate e una perdurante espansione modesta nelle EME nel primo trimestre del 2016.

Il commercio mondiale ha evidenziato una buona tenuta. L'interscambio mondiale di beni ha mantenuto il suo slancio in gennaio, dopo una forte revisione al rialzo dei dati di dicembre. Il volume delle importazioni globali di beni è aumentato dell'1,2 per cento sul precedente periodo di tre mesi, dopo un incremento dell'1,5 per cento in dicembre. La correzione verso l'alto è dovuta ai dati più positivi per i paesi emergenti dell'Asia. In gennaio le importazioni mondiali hanno continuato a evidenziare una buona tenuta, sorretti dalla perdurante robusta espansione nei paesi emergenti dell'Asia e nell'area dell'euro. Per contro, il commercio ha subito un calo ulteriore negli Stati Uniti ed è passato a registrare tassi di variazione negativi nell'Europa centrale e orientale. L'indice PMI mondiale relativo ai nuovi ordinativi dall'estero è aumentato lievemente in marzo, da 49,4 a 49,6, ma ha continuato a segnalare una modesta crescita del commercio mondiale.

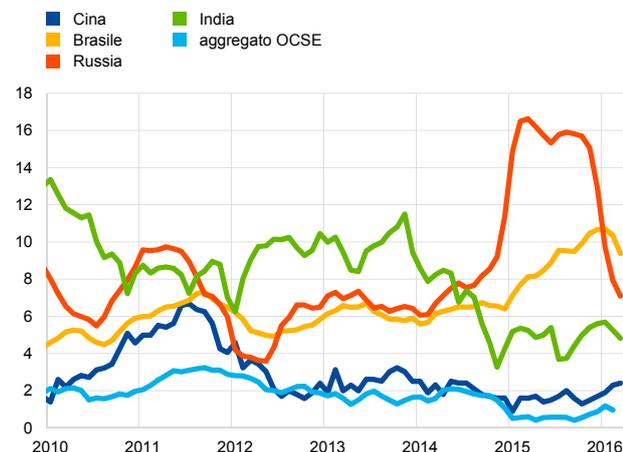
L'inflazione complessiva a livello mondiale è rimasta bassa. Nell'area dell'OCSE l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è scesa all'1,0 per cento in febbraio, dall'1,2 di gennaio, per il contributo più negativo dei

prezzi dei beni energetici (cfr. grafico 2). Il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è rimasto invariato all'1,9 per cento.

Grafico 2

Inflazione al consumo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: OCSE e statistiche nazionali.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce a marzo 2016 per i singoli paesi e a febbraio 2016 per l'aggregato OCSE.

Le quotazioni del greggio di qualità Brent hanno continuato a recuperare da metà marzo, di riflesso a una moderazione dell'eccesso di offerta e a un aumento superiore al previsto della domanda di petrolio a livello mondiale. Le quotazioni del greggio

di qualità Brent sono rimaste comprese entro un intervallo di 38-47 dollari al barile da metà marzo 2016, collocandosi a 47 dollari il 28 aprile. Ciò rappresenta un incremento del 67 per cento rispetto al livello di metà gennaio, il più basso da 12 anni. Il recente aumento dei corsi petroliferi è stato sorretto dalla moderazione dell'eccesso di offerta su scala mondiale. In particolare la produzione dell'OPEC è diminuita a marzo 2016 come conseguenza principale delle interruzioni dell'offerta in Iraq, Nigeria ed Emirati Arabi Uniti. Inoltre la domanda di petrolio è stata superiore alle attese nel primo trimestre del 2016, soprattutto a causa della forte domanda in India e negli altri paesi asiatici non appartenenti all'OCSE. La volatilità dei corsi petroliferi è

diminuita lievemente da metà marzo ma resta elevata, essendo riconducibile a diversi fattori quali le tensioni geopolitiche, le questioni connesse al ritorno dell'Iran nel mercato mondiale del petrolio, le incertezze riguardo alle prospettive economiche delle EME e i dubbi in merito a un accordo tra l'OPEC e i principali paesi produttori di petrolio non appartenenti all'organizzazione volto a congelare la produzione. I prezzi di materie prime non petrolifere quali le derrate alimentari e i metalli sono rimasti stabili da metà marzo. In prospettiva, la situazione geopolitica volatile in Medio Oriente (in particolare in Iraq) e in Nigeria continua a costituire un rischio nel breve periodo e potrebbe determinare ulteriori turbative dal lato dell'offerta.

L'indebolimento dell'economia statunitense sembra essersi protratto nel primo trimestre del 2016, anche se i fondamentali sottostanti rimangono sani. Dopo

un'espansione moderata del PIL in termini reali a un tasso dell'1,4 per cento in ragione d'anno nel quarto trimestre del 2015, l'attività economica ha evidenziato segnali di ulteriore decelerazione nel primo trimestre del 2016. In particolare, gli indicatori ad alta frequenza della spesa delle imprese per attrezzature suggeriscono un incremento solo modesto degli investimenti del settore societario. La crescita dei consumi in termini reali è rimasta moderata in febbraio, mentre le statistiche recenti per l'attività manifatturiera indicano un miglioramento delle condizioni in tale settore. Il numero di occupati nel settore non agricolo è aumentato notevolmente in marzo e il tasso di partecipazione alle forze di lavoro ha messo a segno un ulteriore incremento, a indicare il rientro nel mercato del lavoro di lavoratori precedentemente scoraggiati. Ciò ha determinato solo un modesto aumento del tasso di disoccupazione, al 5,0 per cento. In prospettiva, il rafforzamento del mercato del lavoro dovrebbe sostenere i redditi in termini reali e i consumi e. L'inflazione complessiva è rimasta bassa. Il tasso sui dodici mesi misurato sull'IPC è diminuito

lievemente in marzo (allo 0,9 per cento, dall'1,0 di febbraio), per effetto dei prezzi dei beni energetici e alimentari. Il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è diminuito al 2,2 per cento in marzo, frenato dall'inflazione negativa dei prezzi dei beni, ma segue un profilo di graduale incremento dalla metà del 2015.

In Giappone la crescita rimane modesta. Gli indicatori economici agli inizi del 2016 continuano a segnalare un andamento stagnante dell'attività economica, dopo un calo del PIL in termini reali pari allo 0,3 per cento sul periodo precedente nell'ultimo trimestre del 2015. Le indagini recenti indicano che i consumi sono stati deboli agli inizi dell'anno. Anche la produzione industriale si è mantenuta modesta, sebbene questo andamento sia da ricondurre in larga parte a fattori una tantum, mentre le esportazioni in termini reali hanno messo a segno una lieve ripresa. Al tempo stesso gli indicatori delle indagini congiunturali hanno segnalato un leggero deterioramento del clima di fiducia delle imprese. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è stata pari allo 0,3 per cento in febbraio, in aumento rispetto allo zero di gennaio, mentre il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è salito lievemente allo 0,8 per cento.

Nel Regno Unito la crescita del PIL dovrebbe moderarsi. Nel quarto trimestre del 2015 il PIL in termini reali è salito dello 0,6 per cento sul periodo precedente, un risultato superiore alle stime e al livello del terzo trimestre. Ciò ha contribuito a determinare un tasso di incremento annuo del PIL pari al 2,3 per cento nel 2015, dopo il 2,9 del 2014. Nell'ultimo trimestre del 2015 la crescita economica è stata trainata dal vigore dei consumi privati, mentre il tasso di variazione degli investimenti è passato bruscamente in territorio negativo sulla scia delle incertezze riguardo al ritmo della domanda mondiale e le esportazioni nette hanno continuato ad agire da freno. Gli indicatori congiunturali e le indagini sulle intenzioni delle imprese suggeriscono un moderato rallentamento del PIL nella prima metà del 2016. Il tasso di disoccupazione si è stabilizzato al 5,1 per cento nei tre mesi fino a gennaio 2016 e la crescita degli utili è rimasta relativamente modesta al 2,1 per cento malgrado il miglioramento delle condizioni nel mercato del lavoro. In febbraio l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita allo 0,3 per cento come conseguenza di effetti base derivanti dai prezzi dei beni energetici. Il tasso calcolato al netto dei prezzi degli alimenti, dei beni energetici, delle bevande alcoliche e del tabacco è diminuito lievemente, all'1,1 per cento.

In Cina i dati disponibili restano coerenti con un graduale rallentamento dell'attività, sullo sfondo del sostegno fornito dalle politiche macroeconomiche e della rapida espansione del credito. Nel primo trimestre la Cina ha registrato una crescita del PIL pari al 6,7 per cento sul periodo corrispondente, lievemente inferiore rispetto al trimestre precedente ma in linea con il nuovo intervallo del 6,5-7,0 per cento stabilito come obiettivo dalle autorità cinesi per il 2016. Gli indicatori congiunturali più recenti segnalano un'espansione robusta dell'attività economica in presenza di un lieve miglioramento della produzione industriale, degli investimenti fissi, della crescita del credito e delle vendite al dettaglio. Si rilevano anche segnali di stabilizzazione nel mercato immobiliare, con una modesta ripresa degli investimenti in edilizia residenziale e un forte aumento dei prezzi delle abitazioni nelle grandi città. Per contro i dati sul commercio, che negli

ultimi mesi hanno evidenziato un'elevata volatilità, si sono indeboliti nel primo trimestre dell'anno. La maggiore stabilità dei mercati finanziari e del tasso di cambio del renminbi ha contribuito ad alleviare parte dell'incertezza osservata agli inizi dell'anno, mentre si prevede che l'orientamento monetario accomodante e la modesta azione di stimolo fiscale continueranno a sostenere la domanda.

La crescita rimane debole ed eterogenea nelle altre EME. L'attività ha continuato a evidenziare una buona tenuta nei paesi importatori di materie prime quali gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro che si trovano nell'Europa centrale e orientale e, in misura minore, l'India e la Turchia, mentre rimane molto debole nelle economie esportatrici di tali prodotti. In particolare, gli indicatori congiunturali più recenti segnalano che il rallentamento in Brasile proseguirà nel 2016. Le incertezze politiche, il deterioramento delle ragioni di scambio e l'inasprimento delle condizioni finanziarie pesano notevolmente sull'attività economica. In linea con le previsioni, l'economia in Russia ha registrato un'ulteriore contrazione nell'ultimo trimestre del 2015 dopo i timidi segnali di miglioramento osservati nel terzo trimestre dello scorso anno. L'incertezza resta elevata e la fiducia degli operatori bassa, mentre i minori proventi petroliferi continuano a frenare la spesa pubblica.

2 Andamenti finanziari

Tra il 9 marzo e il 20 aprile 2016 i rendimenti sovrani nell'area dell'euro sono calati di pari passo con gli analoghi rendimenti statunitensi. Dopo un lieve recupero agli inizi di marzo, i rendimenti dei titoli di Stato nell'area dell'euro hanno iniziato a calare poco dopo la riunione del Consiglio direttivo di quello stesso mese, in linea con gli andamenti dei rendimenti statunitensi. Dopo aver toccato il nuovo minimo storico dello 0,75 per cento il 1° aprile 2016, il rendimento delle obbligazioni sovrane decennali dell'area dell'euro ponderato in base al PIL ha in parte recuperato terreno verso la fine del periodo in esame, collocandosi allo 0,86 per cento il 20 aprile. Nel complesso, le flessioni dei rendimenti a lungo termine sono state leggermente più pronunciate per i paesi dell'area dell'euro con rating più elevato.

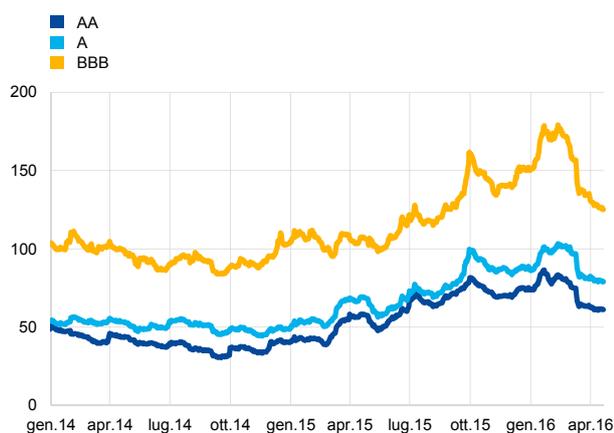
Nei mercati delle obbligazioni private, i premi al rischio per le società non finanziarie (SNF) sono calati considerevolmente, di fronte alla stabilizzazione della volatilità di mercato e in seguito all'annuncio da parte del Consiglio direttivo di un programma per l'acquisto di titoli del settore societario (corporate sector purchase programme, CSPP). I differenziali di rendimento delle obbligazioni delle SNF, così come quelli dei titoli delle società finanziarie, sono diminuiti nella seconda metà di marzo, dopo che la volatilità di mercato si è ridotta rispetto ai precedenti picchi. In seguito all'annuncio del CSPP i differenziali obbligazionari delle SNF hanno registrato un'ulteriore notevole flessione, e hanno continuato a calare in maniera più graduale nel corso di aprile (cfr. grafico 3).

La stabilizzazione della volatilità ha inoltre favorito le quotazioni azionarie internazionali, che nel periodo in rassegna hanno guadagnato terreno. Fra il 9 marzo e il 20 aprile l'indice generale Euro Stoxx è aumentato di oltre il 4 per cento

2016 (cfr. grafico 4), l'indice S&P 500 statunitense di quasi il 6 per cento. Sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti le quotazioni delle azioni bancarie hanno fatto registrare oscillazioni leggermente più pronunciate rispetto al mercato generale e, nell'area dell'euro, hanno segnato una performance lievemente inferiore a quella del mercato, con un rialzo del 2 per cento circa.

Grafico 3

Differenziali di rendimento delle obbligazioni di qualità elevata delle società non finanziarie, in base al rating

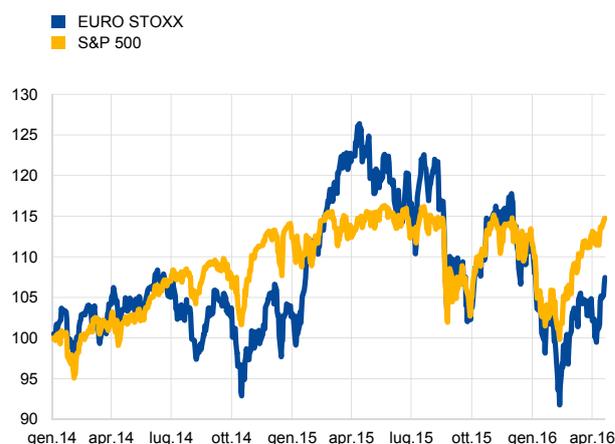


Fonte: Thomson Reuters.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce al 20 aprile 2016.

Grafico 4

Indici azionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti

(1° gennaio 2014 = 100)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce al 20 aprile 2016.

Il tasso di cambio effettivo dell'euro si è apprezzato. In termini bilaterali, nel periodo in esame l'euro ha guadagnato il 3,7 per cento nei confronti del dollaro USA, parallelamente al restringimento dei differenziali di rendimento delle obbligazioni a lungo termine fra Stati Uniti e area dell'euro, ascrivibile in gran parte alla revisione delle aspettative di mercato riguardo all'andamento futuro dei tassi ufficiali USA. L'euro si è rafforzato anche nei confronti di sterlina, renminbi cinese, yen giapponese e delle valute di gran parte dei mercati emergenti. Si è invece deprezzato rispetto a rublo russo, corona svedese, franco svizzero e alle divise di gran parte dei paesi esportatori di materie prime, nonché di quelle di vari paesi dell'Europa centrale e orientale.

Il tasso euro overnight index average (Eonia) è calato nel periodo in rassegna, di riflesso alla decisione di marzo del Consiglio direttivo di ridurre di 10 punti base, al -0,40 per cento, il tasso sui depositi presso la banca centrale.

Dall'applicazione del taglio del tasso all'inizio del secondo periodo di mantenimento delle riserve, l'Eonia è rimasto all'interno di un intervallo compreso fra -33 e -35 punti base, ad eccezione della fine del primo trimestre, quando è temporaneamente salito a -30 punti base. La liquidità in eccesso è aumentata di approssimativamente 43 miliardi di euro, portandosi a 744 miliardi, di riflesso al proseguimento degli acquisti dell'Eurosistema nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie.

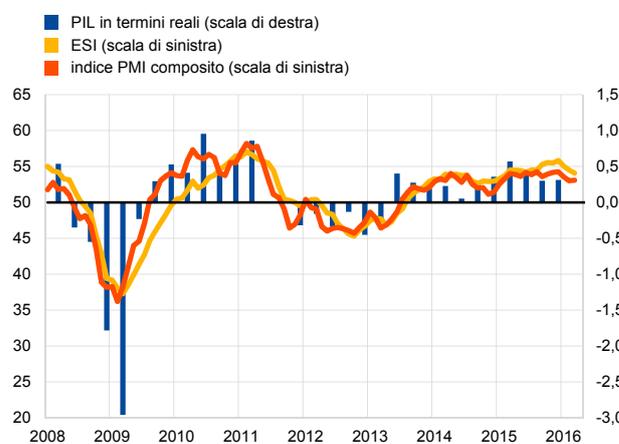
3 Attività economica

La ripresa economica nell'area dell'euro sta proseguendo, sospinta soprattutto dall'andamento dei consumi privati, ma più di recente anche dagli investimenti (cfr. grafico 5). Sebbene il prodotto stia aumentando dagli inizi del 2013, il PIL reale dell'area dell'euro è ancora solo vicino al livello massimo pre-crisi raggiunto nel primo trimestre 2008.

Grafico 5

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

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



Fonti: Eurostat, Commissione europea, Markit e BCE.

Note: l'ESI è normalizzato con la media e la deviazione standard del PMI. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2015 per il PIL in termini reali e a marzo 2016 per l'ESI e il PMI.

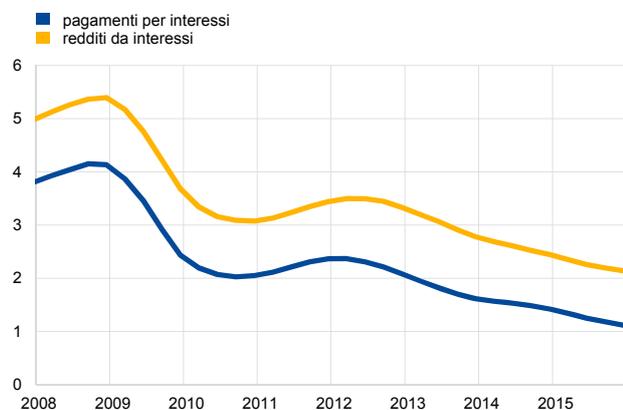
I consumi privati continuano a contribuire positivamente alla crescita, dopo un temporaneo rallentamento nell'ultimo trimestre del 2015. Il rallentamento della spesa per consumi nel quarto trimestre dello scorso anno ha rispecchiato in parte le minori vendite di capi di abbigliamento stagionale e un calo dei consumi energetici; tali andamenti sono riconducibili alla mitezza dell'inverno in alcuni paesi dell'area dell'euro. Inoltre, gli attentati terroristici di novembre a Parigi avrebbero influito negativamente sui consumi di servizi come quelli alberghieri e di ristorazione in Francia. In misura più rilevante, la spesa per consumi ha beneficiato dell'aumento del reddito disponibile reale delle famiglie, che a sua volta riflette soprattutto l'aumento dell'occupazione e i più bassi prezzi del greggio. In aggiunta, i vincoli sui bilanci delle famiglie si sono ridotti, mentre la fiducia dei consumatori è rimasta elevata e, nonostante i recenti cali, al di sopra della media di lungo periodo.

La politica monetaria accomodante e i conseguenti bassi tassi di interesse dovrebbero sostenere ancora i consumi aggregati nell'area dell'euro. Dal terzo trimestre del 2008 i pagamenti per interessi rispetto al reddito disponibile delle famiglie sono diminuiti di circa tre punti percentuali, mentre i redditi da interessi si sono ridotti approssimativamente della stessa misura (cfr. grafico 6). Pertanto, il reddito disponibile aggregato delle famiglie nell'area dell'euro non è stato influenzato significativamente. Tuttavia, tassi di interesse inferiori determinano in genere una redistribuzione delle risorse dai risparmiatori netti, che hanno minore propensione marginale al consumo, ai prenditori netti, che hanno maggiore propensione marginale al consumo, esercitando un effetto nel complesso positivo sui consumi aggregati nell'area dell'euro. In un'ottica di più breve periodo, i recenti dati sul commercio al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture segnalano una ripresa della crescita dei consumi nel primo trimestre dell'anno.

Grafico 6

Pagamenti per interessi e redditi da interessi delle famiglie

(percentuale del reddito disponibile)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2015.

Dopo un'accelerazione degli investimenti alla fine del 2015, le condizioni di investimento hanno continuato a migliorare lievemente agli inizi del 2016, anche se prevalgono i rischi al ribasso. Il

crescente utilizzo della capacità produttiva e il concomitante incremento della produzione industriale di beni di investimento in gennaio e febbraio segnalano che gli investimenti delle imprese nell'area dell'euro sarebbero aumentati a un ritmo sostenuto nel primo trimestre del 2016. Tuttavia, la debolezza del contesto esterno, insieme con il peggioramento del clima di fiducia delle imprese, il calo degli ordini industriali di beni di investimento e le modeste aspettative di produzione nel settore dei beni di investimento, graverà verosimilmente sul tasso di crescita degli investimenti diversi dalle costruzioni nella prima metà del 2016. Gli investimenti in costruzioni sarebbero aumentati ancora nel primo trimestre, principalmente per effetto degli

andamenti nel settore delle abitazioni, come dimostra il forte incremento della produzione di immobili rispetto al trimestre precedente. Al netto della consueta volatilità, i permessi edilizi sono aumentati ed è migliorato il clima di fiducia nelle costruzioni, come rilevato dall'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) e dall'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI), segnalando che il ciclo economico del comparto edilizio ha superato il punto minimo.

Oltre il breve termine, gli investimenti dovrebbero essere sostenuti dalla ripresa della domanda, dall'orientamento accomodante di politica monetaria e dalle condizioni di finanziamento più favorevoli. Le decisioni di investimento dovrebbero essere favorite anche dai margini di profitto in aumento e dalla riduzione della capacità produttiva inutilizzata. Tuttavia, gli investimenti potrebbero essere frenati dalle esigenze di riduzione della leva finanziaria, dal basso livello dei profitti e dalle rigidità istituzionali, specie in alcuni paesi, nonché dalle modeste prospettive di crescita potenziale.

La crescita delle esportazioni nell'area dell'euro rimane nel complesso

modesta. Stando ai dati mensili sul commercio, le esportazioni di beni, dopo un sensibile calo in gennaio, hanno segnato una parziale ripresa in febbraio. Nel quarto trimestre del 2015 le esportazioni complessive di beni nei primi due mesi dell'anno sono rimaste al di sotto del livello medio. La crescita delle esportazioni è stata frenata probabilmente dalla debole crescita nelle economie avanzate, specie negli Stati Uniti, e in alcune economie di mercato emergenti. In prospettiva, l'apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro dalla fine dello scorso anno dovrebbe continuare a gravare sulle esportazioni dell'area dell'euro. Indicatori più tempestivi, come quelli delle indagini qualitative, segnalano andamenti ancora modesti della domanda estera e ordinativi extra area dell'euro relativamente deboli nel breve periodo.

Gli ultimi indicatori economici sono coerenti con una crescita del PIL reale nel primo trimestre del 2016. La produzione industriale (al netto delle costruzioni) nella media di gennaio e febbraio è risultata superiore dell'1,1 per cento rispetto al livello registrato nel quarto trimestre del 2015, quando era aumentata dello 0,4 per cento in termini congiunturali. Le indagini più recenti tracciano un quadro lievemente meno ottimistico rispetto ai dati effettivi. Mentre l'ESI è diminuito per tutto il primo trimestre, il PMI composito del prodotto è sceso in gennaio e febbraio per poi rimanere sostanzialmente stabile in marzo (cfr. grafico 5). Tuttavia, gli andamenti dei dati delle indagini sono attualmente più complessi del solito da interpretare, in quanto il loro rallentamento indica un indebolimento della crescita rispetto al quarto trimestre dello scorso anno, mentre i loro livelli, che rimangono superiori alle medie di lungo periodo, segnalano che la crescita è rimasta invariata o è persino aumentata leggermente.

I mercati del lavoro nell'area dell'euro continuano a migliorare gradualmente.

Nel quarto trimestre del 2015 l'occupazione, in crescita ormai da due anni e mezzo, è aumentata di un ulteriore 0,3 per cento sul periodo precedente. Di conseguenza, l'occupazione è stata superiore dell'1,2 per cento rispetto all'anno precedente, segnando il maggior rialzo annuale dal secondo trimestre del 2008. Il tasso di disoccupazione per l'area dell'euro, che aveva iniziato a ridursi dalla metà del 2013, ha proseguito la sua flessione a febbraio, raggiungendo il 10,3 per cento. I dati delle indagini più recenti, pur segnalando un lieve rallentamento della crescita dell'occupazione, prefigurano ancora ulteriori incrementi dell'occupazione per il prossimo futuro.

In prospettiva, ci si attende che la ripresa economica prosegua. La domanda interna, in particolare, continua a essere sorretta dalle misure di politica monetaria della BCE. I loro effetti favorevoli sulle condizioni di finanziamento, insieme con i miglioramenti della redditività delle imprese, stanno favorendo gli investimenti. Inoltre, l'orientamento accomodante di politica monetaria, il costante incremento dell'occupazione derivante dalle riforme strutturali attuate in precedenza e il prezzo ancora relativamente basso del petrolio dovrebbero continuare a sostenere il reddito disponibile reale delle famiglie e i consumi privati. In aggiunta, l'orientamento di politica fiscale nell'area dell'euro è lievemente espansivo. Allo stesso tempo, la ripresa economica nell'area dell'euro è ancora frenata dagli aggiustamenti di bilancio in corso in diversi settori, dalla lenta attuazione delle riforme strutturali e dalle prospettive di crescita contenuta nei paesi emergenti. I rischi sulle prospettive di crescita dell'area dell'euro rimangono ancora orientati al ribasso. I risultati dell'ultima Survey of Professional Forecasters della BCE, condotta agli inizi di aprile, disegnano un quadro coerente con le proiezioni degli esperti della BCE pubblicate in marzo, caratterizzato da una prosecuzione della ripresa economica, con un'accelerazione del PIL (<http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>).

4 Prezzi e costi

Nei mesi recenti l'inflazione complessiva è rimasta su livelli intorno allo zero.

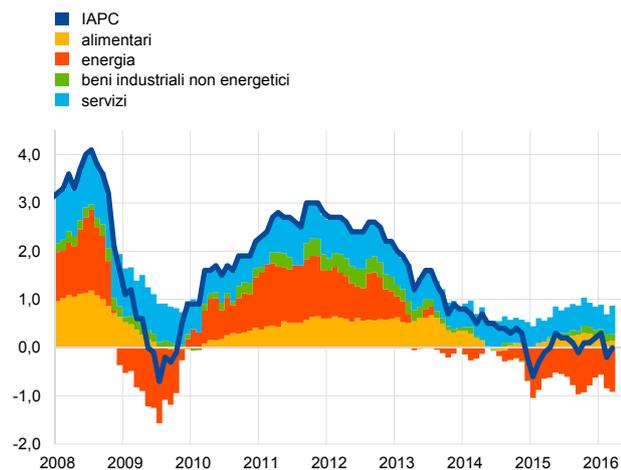
Il basso livello dell'inflazione continua a riflettere le variazioni annuali fortemente

negative dei prezzi dei prodotti energetici. Allo stesso tempo, l'inflazione armonizzata al netto di energia e alimentari continua ad oscillare su tassi intorno all'1,0 per cento (cfr. grafico 7).

Grafico 7

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 degli esperti della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2016.

Gran parte delle misure dell'inflazione di fondo non

segnala una chiara tendenza al rialzo. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e alimentari continua a collocarsi all'1,0 per cento o lievemente al di sotto, suggerendo che l'inflazione di fondo non ha acquisito slancio dall'estate scorsa, come confermano le evidenze ricavate dalle misure basate su modelli¹. Con riferimento alle componenti principali dello IAPC, in marzo l'inflazione dei servizi è aumentata all'1,4 per cento, in rialzo di 0,5 punti percentuali rispetto al minimo storico dello 0,9 per cento toccato in febbraio. Questo rialzo riflette in parte una ripresa dei prezzi delle vacanze organizzate per il periodo delle festività pasquali, che quest'anno sono cadute in marzo (cfr. anche il riquadro 1 *Indice armonizzato dei prezzi al consumo: effetti della Pasqua e miglioramento delle procedure di destagionalizzazione*). Nei mesi recenti l'inflazione dei beni industriali non energetici si è collocata tra lo 0,5 e lo 0,7 per cento.

Il recente apprezzamento dell'euro ha attenuato in parte le pressioni al rialzo originate dal suo precedente forte deprezzamento. L'inflazione all'importazione dei beni di consumo non alimentari, che finora è stata la fonte principale di pressioni al rialzo, è scesa allo 0,7 per cento in febbraio, dall'1,6 in gennaio. Tale contrazione fa seguito alla flessione dal massimo storico del 5,6 per cento raggiunto nell'aprile 2015 e riflette un lieve apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro, nonché l'impatto delle pressioni disinflazionistiche mondiali derivanti dai ribassi del petrolio.

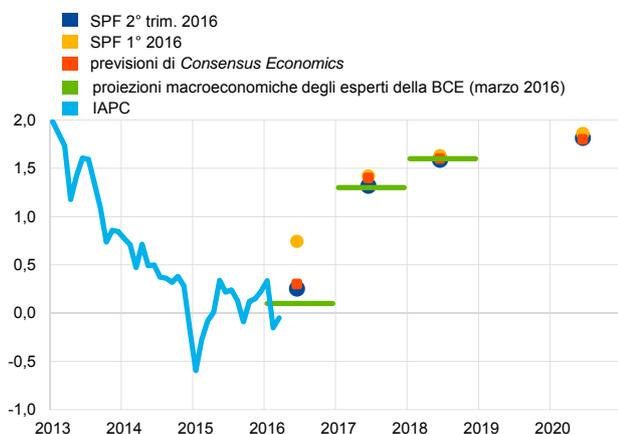
La dinamica dei prezzi alla produzione e le spinte salariali sono rimaste su livelli contenuti. La variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione per il mercato interno dei beni non alimentari destinati al consumo è scesa a -0,1 per cento in febbraio da 0,1 in gennaio, mentre i dati delle indagini sui prezzi di input e output fino ad aprile indicano il persistere di pressioni contenute sui prezzi alla produzione. La dinamica salariale si è stabilizzata su livelli contenuti. Nel quarto trimestre del 2015 la crescita sul periodo corrispondente dei redditi per occupato si è collocata all'1,3 per cento, invariata rispetto al trimestre precedente. Dato che nello stesso periodo il tasso di crescita annuale della produttività è sceso di 0,2 punti percentuali, il costo unitario del lavoro è aumentato di 0,2 punti percentuali. I fattori che potrebbero gravare sulla dinamica salariale sono descritti nel riquadro *Recenti andamenti dei salari nell'area dell'euro*.

¹ Per ulteriori informazioni sulle misure basate su modelli dell'inflazione di fondo cfr. il grafico C nel riquadro 5 *Monitoraggio degli andamenti dell'inflazione di fondo* nel Rapporto annuale 2015 della BCE.

Grafico 8

Misure delle aspettative di inflazione ricavate dalle indagini

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: *Survey of Professional Forecasters* (SPF) della BCE, *Consensus Economics* ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati per lo IAPC effettivo sono riportati fino a marzo 2016. I dati di *Consensus Economics* sono ricavati dalle previsioni di aprile 2016.

Le misure delle attese di inflazione di lungo periodo ricavate dal mercato si sono stabilizzate su livelli contenuti e rimangono nettamente al di sotto di quelle basate sulle indagini. Dopo essere risalito dal minimo storico toccato in febbraio, il tasso di inflazione a cinque anni su un orizzonte quinquennale permane su livelli molto bassi. Questo andamento riflette 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 relativamente improbabile che l'inflazione aumenti nel breve periodo. A differenza degli indicatori basati sui mercati, le misure delle attese 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 (cfr. grafico 8). Secondo i risultati della SPF di aprile 2016, la previsione puntuale media per l'inflazione su un

orizzonte a cinque anni si colloca all'1,8 per cento, invariata rispetto alla precedente indagine e il rischio al ribasso per tale aspettativa media sembra lievemente diminuito.

In prospettiva, sulla base dei prezzi correnti dei contratti future per l'energia, è probabile che il tasso di inflazione sia lievemente negativo nei prossimi mesi per poi risalire nella seconda metà del 2016, riflettendo principalmente effetti base. In seguito, l'inflazione dovrebbe aumentare ancora nel 2017 e 2018, sorretta dalle misure di politica monetaria della BCE e dall'attesa ripresa economica.

Quanto all'andamento dei prezzi delle abitazioni, la crescita tendenziale dell'indicatore della BCE per le quotazioni degli immobili residenziali nell'area dell'euro è nuovamente aumentata. Nel quarto trimestre del 2015 il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei prezzi degli immobili residenziali è salito al 2,2 per cento, rispetto all'1,5 nel terzo e all'1,1 nel secondo trimestre dell'anno. La ripresa in atto delle quotazioni degli immobili residenziali è relativamente generalizzata nell'area dell'euro.

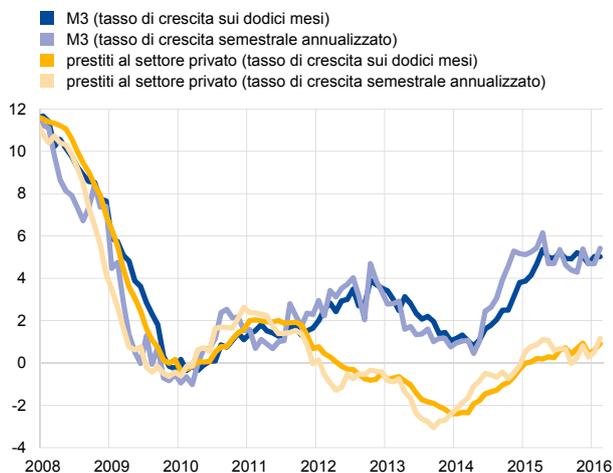
5 Moneta e credito

La crescita dell'aggregato monetario ampio rimane forte. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è rimasto pari a circa il 5,0 per cento, il livello mantenuto da marzo 2015 (cfr. grafico 9). La crescita monetaria si è concentrata ancora una volta sulle componenti più liquide. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 ha continuato a moderarsi rispetto al massimo di luglio 2015, pur mantenendosi su livelli alti. Nel complesso, gli andamenti recenti dell'aggregato monetario ristretto rimangono coerenti con il proseguimento della ripresa economica nell'area dell'euro.

Grafico 9

M3 e prestiti al settore privato

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



Fonte: BCE.

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

I depositi overnight hanno continuato a fornire un sostegno considerevole alla crescita di M3.

I fattori principali alla base di tale crescita sono stati i bassi costi opportunità per la detenzione delle componenti più liquide della moneta e l'impatto del programma ampliato di acquisto di attività (PAA) della BCE. Al contrario, i depositi a breve termine diversi da quelli overnight hanno continuato a contrarsi, seppure in misura minore rispetto ai mesi precedenti. Il tasso di crescita degli strumenti negoziabili (ossia M3 meno M2), che incide in maniera limitata su M3, è stato negativo agli inizi del 2016 nonostante la ripresa delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari osservata a partire dalla metà del 2014.

L'espansione dell'aggregato monetario ampio si conferma trainata principalmente dalle fonti interne di creazione di moneta.

Tale andamento va ricondotto in parte alle misure non convenzionali di politica monetaria adottate dalla BCE. Dal punto di vista delle

controparti, le principali fonti di creazione di moneta a febbraio sono state l'acquisto di obbligazioni da parte dell'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (public sector purchase programme, PSPP) e l'allontanamento dalle passività finanziarie a più lungo termine. Una percentuale elevata di tali strumenti è stata acquistata dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) (ad esclusione dell'Eurosistema). Il tasso di variazione sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) è rimasto fortemente negativo. Ciò riflette 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. Un ulteriore fattore va ricercato nell'attrattiva delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine 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 nell'area dell'euro. Le attività nette sull'estero del settore delle IFM hanno continuato a gravare sulla crescita di M3 sui dodici mesi. Tale andamento riflette il deflusso di capitali dall'area dell'euro e il 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) (cfr. riquadro 4).

La dinamica dei prestiti continua a recuperare gradualmente, ma resta debole.

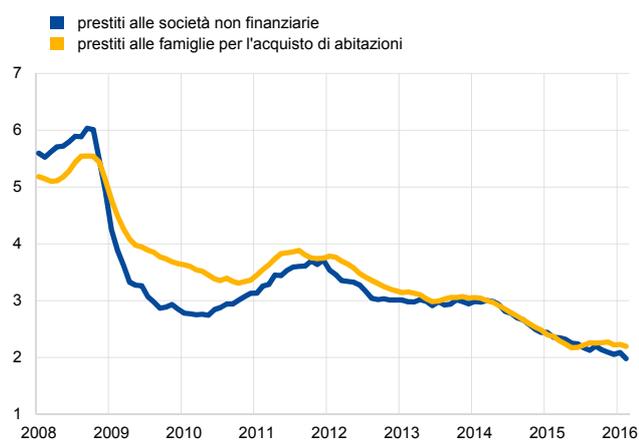
Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) è aumentato in febbraio (cfr. grafico 9), grazie ai prestiti sia alle società non finanziarie (SNF) sia alle famiglie. Ciò nonostante, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle SNF è rimasto contenuto e non ha ancora recuperato interamente rispetto al punto di minimo toccato nel primo trimestre del 2014. Tali tendenze, osservate generalmente nell'intera area dell'euro, sono state supportate dalle considerevoli riduzioni dei tassi sui prestiti bancari registrate

dall'estate del 2014 (legate alle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE) e da miglioramenti sia dell'offerta sia della domanda di prestiti bancari. Nonostante tali segnali positivi, le azioni di risanamento dei bilanci bancari e livelli persistentemente alti di crediti deteriorati in alcune giurisdizioni continuano a ostacolare la crescita del credito.

Grafico 10

Tassi compositi sui prestiti bancari alle società non finanziarie e alle famiglie

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Note: l'indicatore dei tassi compositi sui prestiti bancari è calcolato aggregando i tassi a breve e a lungo termine mediante una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. L'ultima osservazione si riferisce a febbraio 2016.

I tassi attivi bancari alle SNF sono scesi su un nuovo minimo storico a febbraio.

Da quando la BCE ha annunciato il proprio pacchetto di misure di allentamento del credito a giugno 2014, i tassi compositi sui prestiti bancari alle SNF e alle famiglie sono diminuiti più dei tassi di riferimento del mercato (cfr. grafico 10) e ciò in parte in ragione della sempre minore frammentazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro e di una migliore trasmissione delle misure di politica monetaria ai tassi sui prestiti. Tale diminuzione è stata indotta anche dal calo dei costi compositi della provvista bancaria, che viene trasmesso dalle banche alla clientela attraverso tassi sui prestiti più contenuti. Tra maggio 2014 e febbraio 2016 il costo composito dei prestiti bancari alle società non finanziarie nell'area dell'euro è diminuito di circa 95 punti base, all'1,98 per cento. Nello stesso periodo il costo composito dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è sceso di oltre 70 punti base, al 2,20 per cento nel febbraio 2016. Inoltre, il differenziale fra i tassi di interesse

applicati ai finanziamenti di piccolo importo (fino a 250 mila euro) e quelli applicati ai prestiti di importo elevato (oltre 1 milione di euro) nell'area dell'euro segue un andamento decrescente a partire da giugno 2014, quando sono migliorate le condizioni di accesso al credito, e sembra essersi stabilizzato su livelli bassi nel periodo recente. Questo indicatore mostra come le piccole e medie imprese abbiano tratto maggiori benefici dai recenti andamenti dei tassi attivi rispetto alle grandi imprese.

L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di aprile 2016 evidenzia la prosecuzione della fase di rafforzamento della crescita dei prestiti (cfr. l'indagine all'indirizzo:

<https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>). Nel primo trimestre del 2016 le condizioni di offerta dei prestiti alle imprese hanno continuato a migliorare e la domanda per tutte le categorie di prestiti è aumentata. La concorrenza è rimasta la determinante principale dell'allentamento (in termini netti) dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese. Le banche hanno allentato ulteriormente i termini e le condizioni applicati ai nuovi prestiti in generale e a quelli rivolti alle famiglie in particolare. Per quanto concerne gli effetti del programma ampliato di acquisto di attività della BCE, le banche hanno utilizzato la liquidità derivante dal PAA principalmente per erogare credito. Gli enti creditizi dell'area dell'euro hanno altresì segnalato che il programma ha influito negativamente sulla redditività. In aggiunta è stato indicato che il valore negativo del tasso di interesse

sui depositi presso la banca centrale esercita un impatto positivo sui volumi di prestiti, ma pesa sul margine di interesse e sui margini sui prestiti delle banche.

L'emissione netta di titoli di debito da parte delle SNF è aumentata notevolmente a marzo 2016, dopo essere diminuita nei due mesi precedenti.

L'inversione di tendenza nell'emissione netta corrisponde a un calo dei costi del finanziamento del debito sul mercato, che in marzo sono scesi per la seconda volta consecutiva. Il continuo rafforzamento degli utili non distribuiti avrebbe invece rappresentato un fattore frenante negli ultimi mesi. Nel quarto trimestre del 2015 gli utili non distribuiti hanno registrato una crescita pronunciata.

I costi di finanziamento per le SNF dell'area dell'euro restano favorevoli. Il costo nominale complessivo del finanziamento esterno delle SNF è diminuito secondo le stime a marzo 2016, annullando gran parte degli aumenti osservati al volgere dell'anno. Tale andamento va ricondotto alla riduzione del costo sia del capitale di rischio sia del debito basato sul mercato. A marzo 2016 i costi di finanziamento del capitale e del debito basato sul mercato erano superiori, rispettivamente, di circa 50 e 30 punti base ai minimi storici di febbraio 2015.

Riquadro 1

Indice armonizzato dei prezzi al consumo: effetti della Pasqua e miglioramento delle procedure di destagionalizzazione

Questo riquadro illustra i miglioramenti apportati alle procedure di destagionalizzazione della BCE per lo IAPC dell'area dell'euro a seguito di una recente revisione e dell'introduzione di una correzione per gli effetti di calendario. Poiché i tassi di inflazione armonizzata sul mese precedente sono influenzati dalla stagionalità e dalle ricorrenze di calendario, le analisi dell'inflazione nel breve termine beneficiano delle correzioni per la stagionalità. Le ricorrenze di calendario possono anche influenzare il tasso di inflazione sui dodici mesi, specie nei periodi interessati dalla diversa ricorrenza delle festività. La BCE stima che il tasso di crescita sui dodici mesi dello IAPC per i servizi in marzo 2016 è stato innalzato di 0,1 punti percentuali perché la Pasqua è caduta in marzo, mentre nel 2015 era in aprile.

Le oscillazioni stagionali sono movimenti infraannuali che compaiono nello stesso periodo dell'anno solare ed esercitano effetti simili su una serie temporale; l'entità di tali oscillazioni può mutare nel tempo. La stagionalità è ascrivibile a condizioni meteorologiche, a eventi legati a misure amministrative, come il calendario delle vacanze scolastiche, e ad abitudini e tradizioni, come gli acquisti natalizi. Possono svolgere un ruolo anche le convenzioni adottate nella compilazione dello IAPC, ad esempio la copertura dei prezzi di beni e servizi le cui dinamiche evidenziano un andamento stagionale. Gli effetti di calendario sono connessi a ricorrenze di calendario che possono variare ogni anno, come la datazione delle festività pasquali. Esempi di effetti stagionali nello IAPC sono la stagionalità negli indici dei prezzi per i prodotti ortofrutticoli freschi, le vacanze organizzate invernali ed estive, oltre ad abbigliamento e calzature. Le oscillazioni stagionali dello IAPC nell'area dell'euro sono divenute più marcate nel tempo, in particolare a seguito della graduale armonizzazione dei concetti e dei metodi statistici connessi ai prezzi caratterizzati da stagionalità. Ad esempio, nel 2001 è stata introdotta la copertura completa dei prezzi scontati per l'abbigliamento e le calzature.

Nel 2000 la BCE ha avviato la compilazione dello IAPC destagionalizzato per l'area dell'euro, al fine di estendere gli strumenti analitici al di là dei dati forniti

dagli istituti statistici². La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente quale aggregato dei sottoindici destagionalizzati per gli alimentari trasformati e non, i beni industriali non energetici e i servizi, aggiungendo come serie grezza la componente dei beni energetici. Tale procedura è stata ora revisionata al fine di migliorare la correzione per la stagionalità dello IAPC per i servizi e i beni industriali non energetici³. Le componenti degli alimentari trasformati e degli alimentari non trasformati rimangono sostanzialmente inalterate, mentre lo IAPC per i beni energetici continua a non mostrare segni evidenti di stagionalità.

Stima degli effetti della Pasqua sullo IAPC per i servizi

Prima della revisione, lo IAPC e le sue componenti nell'area dell'euro non erano corretti per gli effetti di calendario. Mentre il numero di giornate lavorative o di apertura degli esercizi commerciali determina di solito marcati effetti di calendario sul PIL, sulla produzione industriale e sul commercio al dettaglio, le differenti ricorrenze nei giorni infrasettimanali e nei fine settimana non incidono sui prezzi al consumo. Tuttavia, la datazione delle festività pasquali può influenzare sensibilmente il livello dei prezzi dei servizi in marzo e in aprile, specie per quanto riguarda le vacanze organizzate, i servizi alberghieri e le tariffe aeree, perché i prezzi di tali servizi sono imputati nello IAPC alla data in cui il servizio viene erogato, ad esempio quando inizia la vacanza organizzata. L'analisi degli effetti della Pasqua nei paesi dell'area dell'euro mostra che è possibile effettuare una stima attendibile del loro impatto⁴. Il grafico A mostra che dopo la recente revisione della BCE i tassi di crescita negativi sul mese precedente nell'ultimo decennio registrati in aprile negli anni in cui la Pasqua cadeva in marzo (ad esempio, nel 2008 e nel 2013) o agli inizi di aprile (ad esempio, nel 2010 e nel 2015) sono stati modificati sensibilmente dall'introduzione di una correzione per gli effetti di calendario. La correzione per gli effetti della Pasqua ha determinato una riduzione della deviazione standard dei tassi di crescita sul mese precedente da 0,13 a 0,08 punti percentuali, con il calo più marcato della crescita mensile registrato nell'aprile 2013 (dal -0,41 allo 0,06 per cento).

² Tradizionalmente, gran parte degli istituti statistici non calcola gli indici dei prezzi in formato destagionalizzato. Il metodo adottato dalla BCE per la destagionalizzazione dello IAPC nell'area dell'euro è descritto nel rapporto del 2000 *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*. Per ulteriori informazioni cfr. il riquadro *L'analisi degli andamenti dello IAPC sulla base dei dati destagionalizzati* nel numero di gennaio 2001 del Bollettino mensile della BCE.

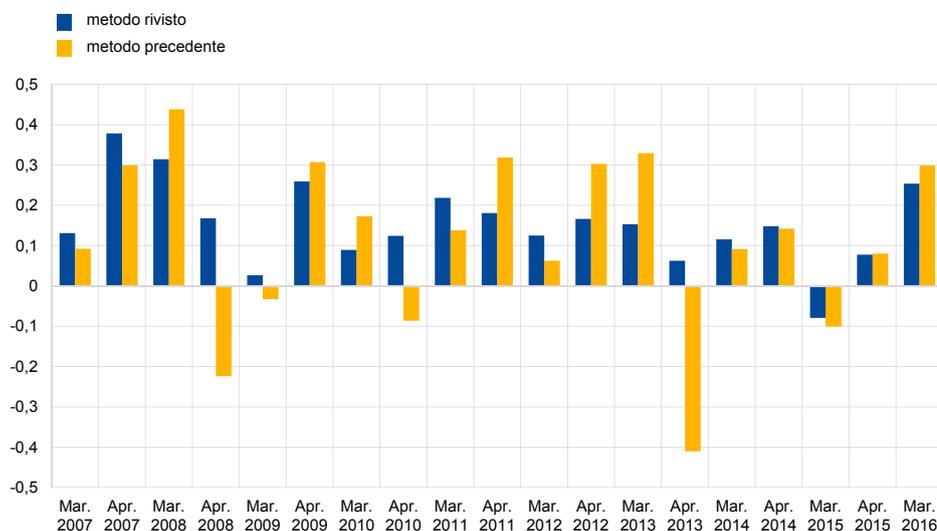
³ I dati corrispondenti nella sezione statistica del Bollettino economico saranno disponibili secondo la nuova metodologia dalla metà di maggio 2016.

⁴ La stima degli effetti della Pasqua sullo IAPC per i servizi nell'area dell'euro è basata sulla data della Pasqua cattolica/protestante. L'effetto complesso e pronunciato della Pasqua in Germania viene calcolato distintamente e pubblicato dalla Bundesbank.

Grafico A

IAPC per i servizi dell'area dell'euro in marzo e in aprile

(tassi di variazione sul mese precedente; valori percentuali; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Miglioramenti allo IAPC per i beni industriali non energetici

La correzione per la stagionalità dei beni industriali non energetici è stata migliorata grazie al trattamento esplicito di varie discontinuità statistiche (cfr. grafico B). Una di queste discontinuità è stata determinata dall'introduzione del trattamento armonizzato delle riduzioni di prezzo⁵ negli Stati membri dell'UE nel 2001⁶. Dal 2001 lo IAPC per i paesi dell'area dell'euro copre in maniera ampia i prezzi scontati di abbigliamento e calzature, cogliendo le flessioni tipicamente registrate durante i tradizionali periodi di saldi alla fine delle stagioni invernale ed estiva. Un'altra discontinuità è ascrivibile all'adozione nel 2011 del Regolamento sul trattamento dei prodotti stagionali nello IAPC⁷. Ciò ha determinato andamenti stagionali più marcati, connessi principalmente al trattamento statistico dell'abbigliamento fuori stagione, per il quale è stato abbandonato il riporto dei prezzi.

⁵ Regolamento della Commissione (CE) n. 2601/2000.

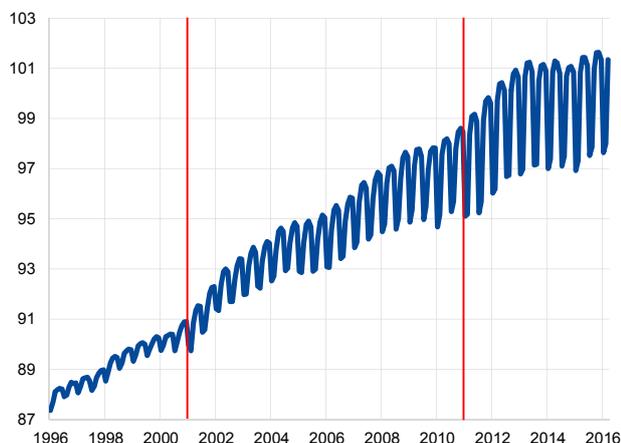
⁶ Dal 2000 in Belgio, Spagna e Italia.

⁷ Regolamento n. 33/2009 sul trattamento dei prodotti stagionali nello IAPC. Per ulteriori informazioni cfr. il riquadro *Variazioni metodologiche nella compilazione dello IAPC e relativo impatto sui dati più recenti* nel numero di aprile 2011 del Bollettino mensile della BCE.

Chart B

IAPC per i beni industriali non energetici dell'area dell'euro

(2015=100; dati non destagionalizzati)



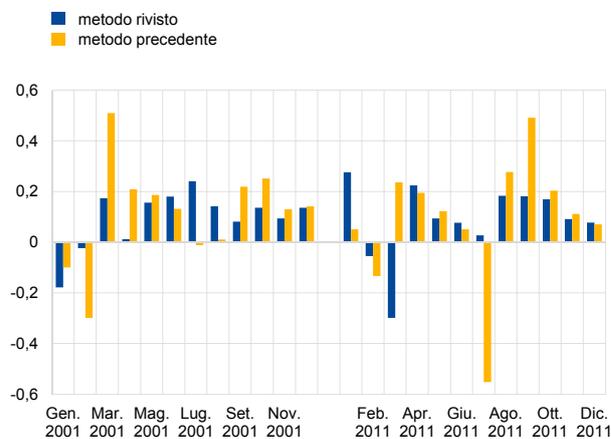
Fonte: Eurostat.

Nota: le linee verticali indicano gli anni delle principali modifiche metodologiche.

Chart C

IAPC per i beni industriali non energetici dell'area dell'euro dopo le discontinuità nel 2001 e nel 2011

(tassi di variazione sul mese precedente; valori percentuali; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Senza correzioni per le discontinuità, lo IAPC destagionalizzato dell'area dell'euro relativo ai beni industriali non energetici ha mostrato volatilità eccessiva nei periodi prima e dopo le discontinuità.

La correzione per la stagionalità è stata migliorata dividendo le serie in tre segmenti temporali: fino a dicembre 2000, da gennaio 2001 a dicembre 2010 e da gennaio 2011⁸. Il grafico C mostra che il miglioramento della correzione evita le distorsioni dei dati destagionalizzati nei periodi prima e dopo le discontinuità.

Effetto combinato sullo IAPC complessivo

Il riesame del metodo di destagionalizzazione e l'introduzione di una

correzione per tenere conto degli effetti della Pasqua hanno reso lo IAPC destagionalizzato per l'area dell'euro più efficace a fini analitici e previsivi.

La corretta stima degli effetti stagionali e di calendario fornisce un contributo rilevante al monitoraggio della dinamica dell'inflazione nel breve periodo e può ridurre le incertezze nella previsione dell'inflazione armonizzata che risente di tali effetti. L'introduzione di una correzione per tenere conto della Pasqua e il trattamento esplicito delle discontinuità statistiche hanno migliorato la qualità statistica degli indici corretti. Peraltro, esistono lievi differenze nei tassi di crescita sul mese precedente dello IAPC complessivo tra i metodi adottati prima e dopo la revisione (mediamente di 0,04 punti percentuali in termini assoluti). La differenze più accentuate sono concentrate intorno alle festività pasquali (cfr. grafico D).

⁸ L'istituto statistico spagnolo ha calcolato a ritroso lo IAPC per i beni industriali non energetici fino al 2010. Pertanto le procedure di destagionalizzazione revisionate dalla BCE considerano distintamente lo IAPC per i beni industriali non energetici in Spagna.

Riquadro 2

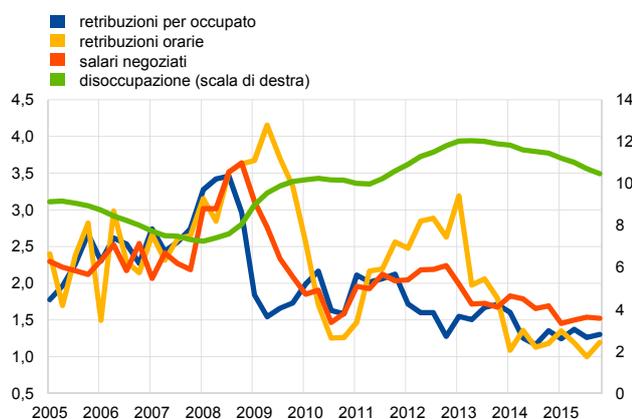
Le tendenze recenti dei salari nell'area dell'euro

La crescita dei salari nell'area dell'euro è rimasta piuttosto contenuta, nonostante il miglioramento dei mercati del lavoro. Nel quarto trimestre 2015 la crescita delle retribuzioni per occupato rispetto al periodo corrispondente dell'anno precedente si collocava all'1,3 per cento, uno dei tassi più bassi registrati dall'avvio dell'unione monetaria. Quella dei salari negoziati è stata più sostenuta nel 2015, ma comunque bassa rispetto ai parametri storici. Al contempo, il tasso di disoccupazione, pur restando elevato, è andato diminuendo a partire dal secondo trimestre del 2013, segnalando una riduzione nell'ammontare di lavoro disponibile inutilizzato.

Grafico A

Crescita salariale e tasso di disoccupazione nell'area dell'euro

(crescita sull'anno precedente; valori percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

La crescita dei salari non è soltanto risultata bassa, ma anche costantemente inferiore alle previsioni. Il grafico B mostra le previsioni di crescita delle retribuzioni per occupato tratte dai vari esercizi di proiezione effettuati dagli esperti dell'Eurosistema/BCE a partire dal 2013. Le previsioni di crescita delle retribuzioni per occupato (evidenziate dalle linee grigie ombreggiate) si collocano al di sopra dei dati effettivi (linea nera). Ciò indica che la crescita effettiva delle retribuzioni per occupato è risultata più bassa di quanto atteso.

Gli errori previsionali per eccesso relativi alla crescita delle retribuzioni per occupato sono stati accompagnati da errori per difetto nella previsione della crescita dell'occupazione (cfr. grafico C). La crescita dell'occupazione è stata infatti più vigorosa del previsto negli ultimi trimestri e il tasso di

disoccupazione è calato a ritmi superiori alle attese. Gli andamenti dell'occupazione migliori del previsto e la maggiore moderazione salariale potrebbero essere entrambe in parte riconducibili alle riforme strutturali del mercato del lavoro volte ad aumentarne la flessibilità e a ridurre le rigidità nominali dei salari.

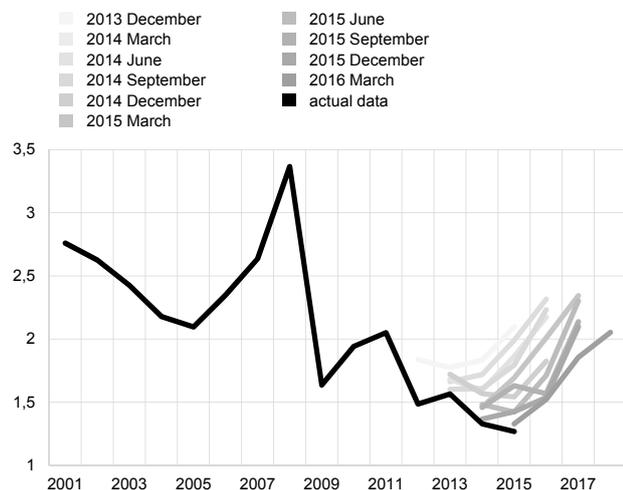
L'ampia disponibilità di lavoro inutilizzato che ancora sussiste rappresenta un importante fattore che mantiene bassa l'inflazione salariale. Sebbene il mercato del lavoro nell'area dell'euro stia migliorando, l'alto tasso di disoccupazione segnala la permanenza di un'ampia offerta di lavoro. La misura dell'ammontare di capacità inutilizzata nel mercato del lavoro è soggetta a elevata incertezza e il tasso di disoccupazione osservato potrebbe sottostimare l'effettiva capacità inutilizzata. Ad esempio, la quota di persone sottoccupate, ossia di coloro che lavorano a tempo parziale ma desidererebbero lavorare più ore, e quella di lavoratori scoraggiati sono

aumentate durante la crisi⁹ ma tale aumento non trova pienamente riflesso nel tasso di disoccupazione osservato.

Grafico B

Crescita delle retribuzioni per occupato

(variazioni percentuali sull'anno precedente)



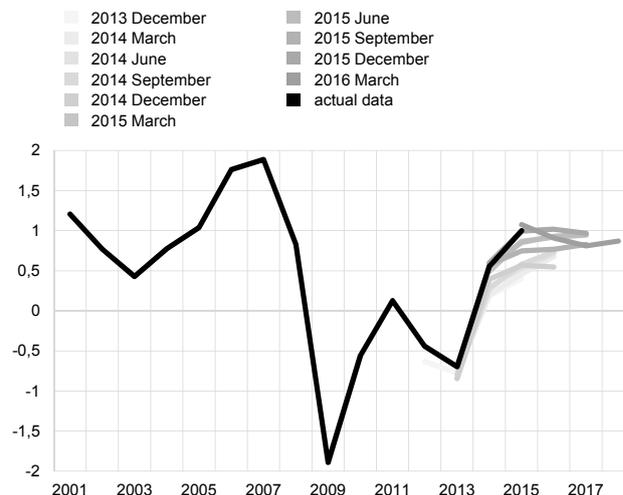
Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE

Note: la linea nera continua si riferisce ai dati storici pubblicati dall'Eurostat, mentre le linee grigie si riferiscono all'andamento previsto nell'ambito di alcuni esercizi di proiezione selezionati.

Grafico C

Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sull'anno precedente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE

Note: la linea nera continua si riferisce ai dati storici pubblicati dall'Eurostat, mentre le linee grigie si riferiscono all'andamento previsto nell'ambito di alcuni esercizi di proiezione selezionati.

Le riforme introdotte a partire dalla crisi, inoltre, potrebbero aver modificato il funzionamento del mercato del lavoro.

Tali riforme miravano ad aumentare la reattività dei salari alle condizioni del mercato del lavoro mediante l'abolizione dei meccanismi di indicizzazione dei salari e la riduzione della protezione dell'occupazione. Vi sono in effetti indicazioni che le rigidità salariali al ribasso sono divenute progressivamente più deboli con il protrarsi della crisi¹⁰. Laddove i mercati del lavoro fossero ancora in fase di aggiustamento, l'impatto delle riforme implicherebbe, per un certo periodo, la compresenza di una riduzione della disponibilità di lavoratori inutilizzati e di una bassa crescita dei salari. È inoltre possibile che i salari riflettano ancora oggi rigidità nominali del passato: le rigidità nominali al ribasso potrebbero aver impedito ai salari di adeguarsi in misura sufficiente all'ammontare di capacità inutilizzata nel mercato del lavoro durante la contrazione, ostacolando così un incremento più vigoroso dei salari nella ripresa.

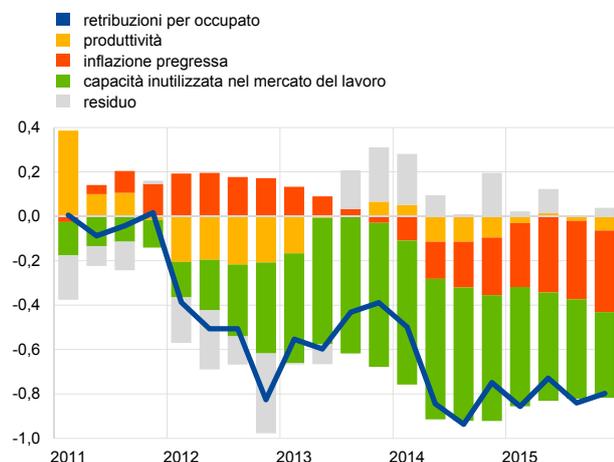
⁹ Cfr. BCE (2015) *Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets*, Occasional Paper Series, n. 159, Capitolo 2.4. I lavoratori scoraggiati non sono considerati disoccupati e pertanto non rientrano nel calcolo dell'unemployment gap.

¹⁰ Anderton R. e Bonthuis B. (2015), *Downward Wage Rigidities in the Euro Area*, Nottingham University Centre for Research on Globalisation and Economic Policy (GEP), Discussion Papers Series, n. 2015/09.

Grafico D

Scomposizione della crescita salariale in base a un modello della curva di Phillips

(deviazioni dalla media in termini di crescita sull'anno precedente, contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: campione: 1995-2015. In base a una regressione delle retribuzioni per occupato (crescita trimestrale annualizzata della serie destagionalizzata) sul loro valore ritardato, l'inflazione ritardata, la produttività per occupato, il tasso di disoccupazione ritardato e una costante. I contributi sono ricavati da Yellen J. L. (2015), *Inflation Dynamics and Monetary Policy*, intervento tenuto il 24 settembre alla Philip Gamble Memorial Lecture, University of Massachusetts, Amherst, Massachusetts.

Anche il contesto di bassa inflazione potrebbe aver contribuito a contenere la crescita dei salari.

Il livello modesto dell'inflazione, dovuto in gran parte ai bassi prezzi del petrolio, potrebbe influire sul processo di negoziazione dei salari, inducendo i lavoratori ad astenersi dal richiedere aumenti salariali laddove il calo dei prezzi dell'energia accresca il loro reddito in termini reali. La bassa inflazione potrebbe incidere sulla crescita dei salari tramite meccanismi formali e informali di indicizzazione salariale o mediante la formazione delle aspettative. Distinguere l'effetto di questi due canali è difficile, non da ultimo per la mancanza di dati sulle aspettative di famiglie e imprese, che sono quelle che contano per il processo di negoziazione salariale. Il grafico D mostra i contributi delle principali determinanti dei salari alla crescita delle retribuzioni per occupato sulla base di un modello standard della curva di Phillips¹¹. Il modello ipotizza che nella determinazione dei salari si tenga conto dell'inflazione pregressa (ma la specificazione del modello può sovrastimare l'importanza di tale fattore). I risultati indicano che: 1) la capacità inutilizzata nel mercato del lavoro ha rappresentato un freno

significativo alla crescita dei salari dopo l'inizio della crisi finanziaria, ma tale effetto sta diminuendo; 2) gli ultimi dati sull'inflazione stanno anch'essi influenzando negativamente la crescita salariale; e 3) la debolezza della crescita della produttività sta incidendo sui salari.

La struttura della recente creazione di occupazione potrebbe parimenti aver contribuito alla bassa crescita della produttività e dei salari nell'area dell'euro.

Dal secondo trimestre del 2013 la creazione di posti di lavoro nell'area dell'euro è stata relativamente maggiore nei settori a bassa produttività, come quelli dei servizi alle imprese e dei servizi commerciali di trasporto¹². Poiché i settori a bassa produttività presentano di norma salari e tassi di crescita salariale relativamente più bassi, questo effetto di composizione dell'occupazione tende a rallentare la crescita salariale media.

Man mano che l'attività economica riacquisterà slancio e il mercato del lavoro si riprenderà, è probabile che si intensificheranno le pressioni al rialzo sui salari.

Le recenti proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE pubblicate a marzo indicano che le retribuzioni per occupato dovrebbero crescere

¹¹ La misura della capacità inutilizzata è il tasso di disoccupazione, che può sopravvalutare l'importanza della capacità inutilizzata nel mercato del lavoro per la formazione dei salari nell'ipotesi che il tasso naturale di disoccupazione sia aumentato dopo la crisi.

¹² Per maggiori dettagli sulla creazione di occupazione dal secondo trimestre 2013 nell'area dell'euro, cfr. l'articolo *I fattori alla base del recente recupero dell'occupazione nell'area dell'euro* nel numero 8/2015 di questo Bollettino.

moderatamente nel 2016, portandosi al 2,1 per cento nel 2018, in linea con la ripresa graduale del PIL in termini reali dell'area dell'euro.

Riquadro 3

La seconda serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT II)

Il 10 marzo 2016 il Consiglio direttivo ha annunciato una seconda serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT II) intesa a rafforzare l'orientamento accomodante di politica monetaria della BCE e a potenziare la trasmissione della politica monetaria. Le nuove operazioni offrono alle banche finanziamenti a lungo termine a condizioni favorevoli al fine di allentare ulteriormente le condizioni del credito al settore privato e di stimolare l'erogazione di prestiti bancari all'economia reale. Insieme alle altre misure non convenzionali in vigore, le OMRLT II favoriranno il ritorno dei tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

La seconda serie di OMRLT consiste di quattro operazioni che verranno condotte con cadenza trimestrale dal giugno 2016 al marzo 2017. Le

controparti¹³ potranno ottenere finanziamenti per un importo massimo complessivo pari al 30 per cento di una quota specifica del loro portafoglio di prestiti idonei¹⁴ in essere al 31 gennaio 2016, meno l'eventuale ammontare già preso a prestito nelle prime due operazioni OMRLT condotte nel 2014 e non ancora rimborsato al momento del regolamento della OMRLT II. In base alle stime, l'importo massimo erogabile in aggregato ammonta a circa 1.600 miliardi di euro¹⁵. Tuttavia, come evidenziato dalla prima serie di OMRLT (OMRLT I), tale dato non può essere considerato equivalente all'importo atteso dei finanziamenti che saranno erogati nell'ambito di queste operazioni. Infatti, solo se tutte le banche aventi dei portafogli idonei richiedessero di partecipare alle OMRLT II (il che presupporrebbe la formazione ottimale di gruppi OMRLT) e rimborsassero completamente i finanziamenti ottenuti nell'ambito delle prime due OMRLT I condotte nel 2014, allora verrebbe effettivamente erogato l'importo massimo di cui sopra. Quel che è più importante, tuttavia, è che le banche valuteranno l'attrattiva delle nuove operazioni alla luce delle condizioni di mercato, nonché dei propri progetti di emissione, fabbisogno di finanziamento complessivo e prospettive di prestito.

Le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine si sono dimostrate efficaci nel favorire la trasmissione dei più bassi tassi ufficiali e nel migliorare le condizioni di finanziamento per il settore privato non finanziario. Tali

¹³ Come già nella prima serie di OMRLT, le controparti possono partecipare alle OMRLT II singolarmente o, nel rispetto di determinate condizioni, in gruppo.

¹⁴ Come già nella prima serie di OMRLT, i prestiti idonei sono quelli erogati alle società non finanziarie e alle famiglie dell'area dell'euro, al netto dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni.

¹⁵ Gli importi precedentemente erogati nell'ambito delle prime due operazioni OMRLT condotte nel 2014 e non ancora rimborsati - attualmente pari a 212 miliardi di euro - ridurranno l'importo massimo ottenibile.

operazioni sono state introdotte per la prima volta nell'ambito del pacchetto di misure di allentamento creditizio del giugno 2014. Dopo l'annuncio di tale pacchetto i tassi sui prestiti alle imprese non finanziarie e alle famiglie dell'area dell'euro sono diminuiti in maniera marcata, e le associate riduzioni dei costi di provvista delle banche sono state trasmesse in misura crescente alla clientela bancaria (cfr. grafico 11 nella sezione 5). I cali osservati sono stati più pronunciati nei paesi vulnerabili, dove i tassi sui prestiti risultavano più elevati rispetto a quelli prevalenti in altre parti dell'area dell'euro. Vi sono inoltre evidenze che in tali paesi le controparti che avevano ottenuto finanziamenti nell'ambito della prima serie di OMRLT avevano abbassato i tassi praticati alle imprese non finanziarie in misura maggiore rispetto alle banche che non avevano preso parte alle operazioni¹⁶. In linea con queste osservazioni, la maggior parte delle banche interpellate nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (nel gennaio 2015, luglio 2015 e gennaio 2016) segnalava l'intenzione di utilizzare i finanziamenti ottenuti nella prima serie di OMRLT per erogare credito, in particolare prestiti alle imprese e credito al consumo.

Per valutare l'efficacia del provvedimento in esame occorrerà verificare soprattutto quali risultati esso avrà nel miglioramento delle condizioni di finanziamento nell'economia reale. Per quanto un'ampia partecipazione alle OMRLT II sia auspicabile, l'ammontare di liquidità aggiudicato è soltanto uno dei criteri con cui valutare le probabilità di successo della misura, come del resto mostra l'esperienza delle OMRLT I. Di fatto, la disponibilità di finanziamenti a lungo termine a tassi bassi mediante le OMRLT II (unitamente alle altre misure di politica monetaria vigenti) dovrebbe da sola allentare le condizioni della provvista bancaria in generale e abbassare il costo di quella ottenuta nei mercati dei capitali. Come già nel caso delle OMRLT I, questo vantaggio in termini di costo dovrebbe a sua volta essere trasmesso alla clientela bancaria.

Tutte le operazioni OMRLT II hanno una scadenza di quattro anni dalla data di regolamento, con la possibilità di rimborso anticipato volontario dopo due anni. La lunga scadenza delle operazioni fornirà alle controparti certezza riguardo alla provvista e consentirà loro di far corrispondere la scadenza della provvista con quella dei prestiti volti a finanziare la spesa per investimenti reali. Al tempo stesso, la misura offre alle controparti la flessibilità di rimborsare gli importi ottenuti nell'ambito delle OMRLT II con frequenza trimestrale a partire da due anni dopo il regolamento di ciascuna operazione. Le controparti non saranno soggette a obblighi di rimborso anticipato, un'eventualità invece prevista dalle OMRLT I. È stata inoltre introdotta per tutte le operazioni OMRLT I attualmente in vigore una possibilità supplementare di rimborso volontario nel giugno 2016, ossia appena prima del regolamento della prima operazione OMRLT II. Tale possibilità permetterà alle controparti che avevano preso parte alla serie precedente di OMRLT di trasferire l'ammontare preso a prestito alle OMRLT II e beneficiare così delle condizioni più accomodanti offerte dalla nuova serie di operazioni.

¹⁶ Per maggiori dettagli, cfr. l'articolo "La trasmissione delle recenti misure non convenzionali di politica monetaria della BCE" nel numero 7/2015 di questo Bollettino.

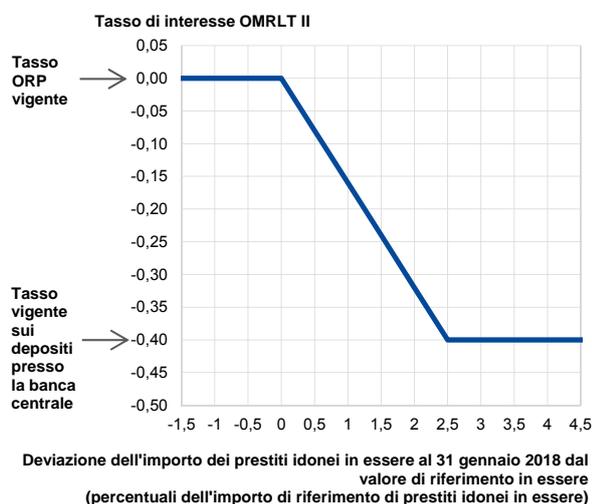
Il meccanismo di determinazione del prezzo delle OMRLT II intende incentivare le banche a trasmettere ai propri clienti le condizioni di finanziamento vantaggiose offerte.

Il tasso a cui le controparti possono ottenere fondi nell'ambito delle OMRLT II dipende dalle dinamiche dei loro prestiti (cfr. grafico A)¹⁷. Il tasso di interesse massimo applicato a ciascuna operazione sarà pari al tasso applicato nell'operazione di rifinanziamento principale (ORP) vigente al momento dell'aggiudicazione. Tuttavia, le controparti che nel periodo 1° febbraio 2016-31 gennaio 2018 avranno erogato prestiti netti idonei superiori a un determinato valore di riferimento (che dipenderà dalle scelte di prestito pregresse di ciascuna controparte, come spiegato più avanti) beneficeranno di un tasso inferiore per l'intera durata dell'operazione. In particolare, per le controparti il cui andamento dei prestiti è sufficientemente positivo, il tasso sui finanziamenti OMRLT II potrà ridursi fino al tasso sui depositi presso la banca centrale prevalente al momento dell'aggiudicazione. Le controparti potranno ottenere questo tasso laddove al 31 gennaio 2018 i loro prestiti idonei superino del 2,5 per cento il valore di riferimento. Sotto questo limite, il tasso di interesse sarà una funzione lineare della percentuale di superamento del valore di riferimento dei prestiti idonei. Ciò significa che tutte le controparti il cui andamento dei prestiti netti idonei sarà positivo o migliore rispetto ai 12 mesi fino al 31 gennaio 2016 otterranno finanziamenti a un tasso inferiore a quello dell'ORP in vigore al momento dell'aggiudicazione.

Grafico A

Illustrazione del tasso applicato ai finanziamenti nell'ambito delle OMRLT II

(valori percentuali in ragione d'anno)



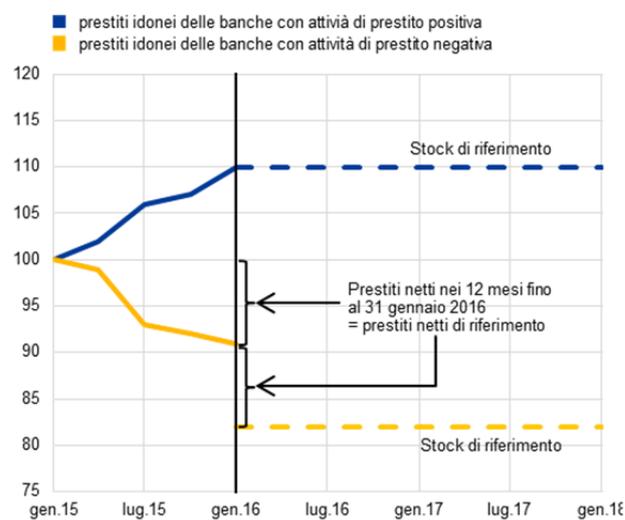
Fonte: BCE.

Note: il grafico fornisce un'illustrazione del tasso applicato alle operazioni OMRLT II avviate ai tassi ufficiali attualmente vigenti. Per le operazioni avviate in presenza di tassi diversi sulle ORP e sui depositi presso la banca centrale, il calcolo si baserà su tali tassi. L'esempio non considera gli adeguamenti dei volumi di prestiti in essere, come quelli derivanti da cessioni, acquisti o cartolarizzazioni.

Grafico B

Illustrazione del valore di riferimento per le OMRLT II

(milioni di euro)



Fonte: BCE.

Nota: l'esempio non considera gli adeguamenti dei volumi di prestiti in essere, come quelli derivanti da cessioni, acquisti o cartolarizzazioni.

¹⁷ I dettagli tecnici esatti relativi alle OMRLT II, compresa la metodologia di calcolo del tasso di interesse applicabile, sono specificati nell'atto giuridico in materia.

I valori di riferimento per le controparti dipenderanno dalle dinamiche della loro attività di prestito nei 12 mesi fino al 31 gennaio 2016. Per le controparti che in questo periodo presentavano prestiti netti idonei positivi, il valore di riferimento è posto pari a zero. Per le controparti che invece presentavano prestiti netti idonei negativi, il valore di riferimento sarà pari a quello dei prestiti netti idonei nel periodo. Questo concetto è illustrato nel grafico B, che mostra l'esempio stilizzato di due controparti aventi un saldo di prestiti rispettivamente positivo e negativo nei 12 mesi fino al 31 gennaio 2016. Per la controparte con prestiti netti positivi (linea blu), il flusso di prestiti netti di riferimento è pari a zero, per cui il valore di riferimento corrisponde all'ammontare dei prestiti idonei in essere al 31 gennaio 2016. Per la controparte con prestiti netti negativi (linea gialla), invece, il flusso di prestiti netti di riferimento è pari al flusso netto negativo in quel periodo. Il valore di riferimento che tale controparte deve superare è pertanto pari all'ammontare di prestiti idonei in essere al 31 gennaio 2016, più il flusso di prestiti netti (negativo) registrato nei 12 mesi fino al 31 gennaio 2016.

Tavola A

Esempi stilizzati dei valori di riferimento per le OMRLT II

(milioni di euro)

Controparte	Prestiti netti idonei 1 febbraio 2015 – 31 gennaio 2016	Ammontare dei prestiti idonei al 31 gennaio 2016	Valore di riferimento prestiti netti	Valore di riferimento ammontare in essere
A, B, C	50	1.000	0	1.000
D, E, F	-40	1.000	-40	960

Fonte: BCE.

L'applicazione di questo meccanismo di determinazione del prezzo è illustrato mediante alcuni esempi stilizzati¹⁸. La tavola A considera i casi semplificati di tre controparti con prestiti netti idonei positivi nei 12 mesi precedenti il 31 gennaio 2016 (controparti A, B e C) e di tre controparti con prestiti netti idonei negativi (controparti D, E ed F). Le controparti A, B e C, avendo erogato prestiti netti positivi nei 12 mesi fino al 31 gennaio 2016, ricevono un valore di riferimento pari a zero. Alle controparti D, E ed F, che per gli stessi 12 mesi presentavano un flusso netto di prestiti idonei negativo, viene assegnato un valore di riferimento pari alla loro attività netta di prestito in quel periodo ossia, nell'esempio, -40 milioni di euro.

Nella tavola B si ipotizza che la controparte A consegua nel periodo dal 1° febbraio 2016 al 31 gennaio 2018 un saldo positivo di prestiti netti pari a 30 milioni di euro. Essa supera quindi del 3,0 per cento l'importo di riferimento in essere (che si ipotizza di 1.000 milioni di euro) e di conseguenza ottiene il tasso più basso possibile, pari al -0,4 per cento, ossia il tasso corrente sui depositi presso la banca centrale (tutti gli esempi si basano sui tassi attuali per le ORP e i depositi presso la banca centrale). La controparte B registra prestiti netti negativi per un importo di -10 milioni di euro. Essa non raggiunge il rispettivo valore di riferimento, e nell'ambito dell'OMRLT II deve pertanto corrispondere un tasso massimo dello 0,00 per cento, ossia il tasso

¹⁸ Si noti che i risultati di tutti i calcoli sono stati arrotondati. Il numero esatto dei decimali da applicare è specificato nell'atto giuridico relativo alle OMRLT II.

attuale per le ORP. La controparte C evidenzia un saldo positivo di prestiti netti e raggiunge quindi il rispettivo valore di riferimento. Tuttavia, i prestiti netti positivi da essa erogati, pari a 10 milioni di euro, superano l'importo di riferimento di appena l'1,0 per cento, ossia meno del 2,5 per cento necessario per conseguire il tasso minimo. In questo caso, nelle OMRLT II viene applicato alla controparte C un tasso del -0,16 per cento. Tale tasso è pari al 40 per cento della differenza fra il tasso attuale dei depositi presso la banca centrale (-40 per cento) e il tasso applicato per le ORP (0,00 per cento), e rispecchia il fatto che la controparte ha superato il valore di riferimento di appena il 40 per cento dell'importo richiesto per ottenere il tasso minimo possibile.

La controparte D evidenzia prestiti netti pari a -10 milioni di euro nel periodo dal 1° febbraio 2016 al 31 gennaio 2018. Essa supera l'ammontare di riferimento (ipotizzato pari a 960 milioni di euro) del 3,1 per cento, e di conseguenza ottiene il tasso minimo possibile del -0,40 per cento. Per contro, la controparte E non raggiunge l'importo di prestiti netti di riferimento, poiché nel periodo dal 1° febbraio 2016 al 31 gennaio 2018 registra prestiti netti per -50 milioni di euro. In questo caso si applica il tasso per le ORP dello 0,00 per cento. Infine, la controparte F registra prestiti netti per -35 milioni di euro, superando quindi l'importo in essere di riferimento di appena lo 0,5 per cento, ossia il 20 per cento di quanto richiesto al fine di conseguire il tasso minimo nelle operazioni OMRLT II. In questo caso il tasso applicato ai fondi ottenuti dalla controparte F nelle OMRLT II sarà pari al 20 per cento della differenza fra il tasso corrente sui depositi presso la banca centrale (-0,40 per cento) e il tasso applicato per le ORP (0,00 per cento), ossia al -0,08 per cento.

Tavola B

Esempi stilizzati dell'applicazione del meccanismo di determinazione del prezzo delle OMRLT II

Controparte	Prestiti netti idonei 1 febbraio 2016 - 31 gennaio 2018 (milioni di euro)	Deviazione percentuale dal valore di riferimento (valori percentuali)	Tasso di interesse nelle OMRLT II (percentuali annue)
A	30	3,0	-0,40
B	-10	-1,0	0,00
C	10	1,0	-0,16
D	-10	3,1	-0,40
E	-50	-1,0	0,00
F	-35	0,5	-0,08

Fonte: BCE.

Riquadro 4

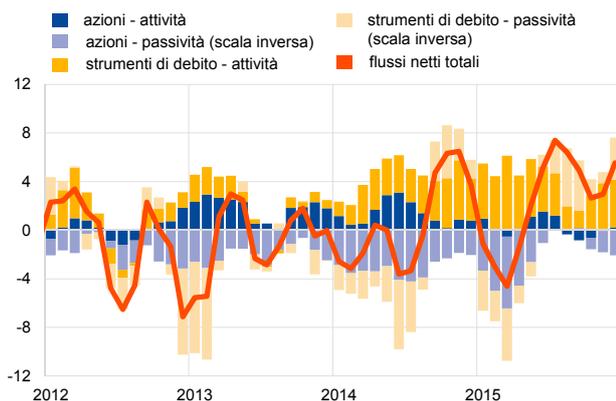
La ricomposizione dei flussi per investimenti di portafoglio nell'area dell'euro

Il presente riquadro descrive gli andamenti recenti dei flussi per investimenti di portafoglio nel conto finanziario dell'area dell'euro. Nel 2015 l'avanzo nel conto corrente dell'area dell'euro ha avuto come principale contropartita i deflussi netti per investimenti di portafoglio nel conto finanziario della bilancia dei pagamenti.

Grafico A

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

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



Fonti: BCE ed Eurostat.

Note: per le attività, un numero positivo (negativo) indica acquisti netti (vendite nette) di titoli esteri da parte di investitori dell'area dell'euro. Per le passività, un numero positivo (negativo) indica vendite nette (acquisti netti) di titoli dell'area dell'euro da parte di investitori esteri. Per i flussi netti, un numero positivo (negativo) indica deflussi (afflussi) netti dall'area dell'euro (verso l'area dell'euro). L'ultima osservazione si riferisce a dicembre 2015.

Nel 2015 l'area dell'euro ha registrato deflussi netti per investimenti di portafoglio riconducibili principalmente a un ribilanciamento a favore dei titoli di debito esteri (cfr. grafico A). Gli investitori dell'area dell'euro hanno aumentato notevolmente i loro acquisti di titoli di debito esteri dalla metà del 2014, quando la BCE ha iniziato ad adottare misure articolate di allentamento creditizio, portandoli su livelli che non si osservavano dallo scoppio della crisi finanziaria mondiale. Da allora sono rimasti acquirenti netti di tali strumenti, in larga parte obbligazioni a medio-lungo termine. Nel primo trimestre del 2015, quando la BCE ha varato il programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP), gli investitori esteri hanno in parte compensato questi flussi in uscita effettuando ingenti acquisti netti di titoli di debito dell'area, ma nel periodo successivo hanno significativamente disinvestito da questi strumenti. La ricomposizione a favore dei titoli di debito esteri è in linea con i differenziali di interesse persistentemente negativi tra l'area dell'euro e le altre economie

avanzate. Gli acquisti netti di azioni dell'area da parte di operatori esteri, consistenti negli ultimi anni, hanno raggiunto un massimo nel primo trimestre del 2015. Successivamente si sono indeboliti, concorrendo a determinare deflussi netti per investimenti di portafoglio dall'area dell'euro. Gli acquisti netti di azioni estere da parte degli investitori dell'area sono scesi su livelli modesti nel 2015 e non hanno di conseguenza fornito un contributo significativo agli andamenti complessivi dei flussi per investimenti di portafoglio.

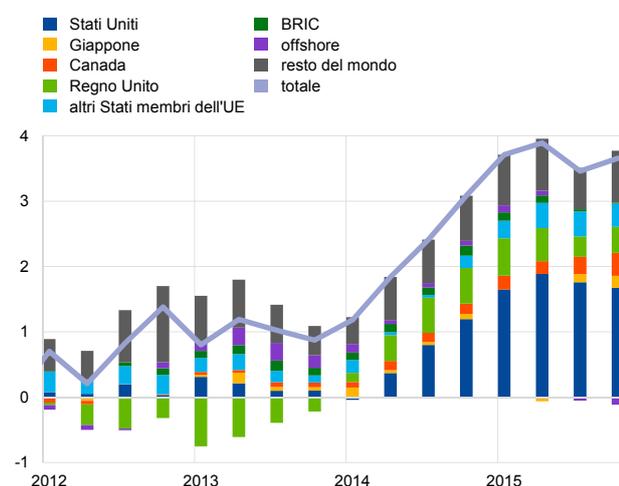
I crescenti investimenti di portafoglio in titoli di debito esteri da parte dei residenti dell'area dell'euro si sono indirizzati in larga parte verso le altre economie avanzate nel 2015 (cfr. grafico B). Nel 2015 gli acquisti netti di titoli di debito esteri da parte di investitori dell'area dell'euro si sono diretti nell'ordine verso

Stati Uniti (circa il 45 per cento del totale), Regno Unito (11 per cento), altri Stati membri dell'UE (10 per cento), Canada (10 per cento) e Giappone (5 per cento), mentre sono quasi completamente cessati gli acquisti netti di strumenti di debito emessi da Brasile, Cina, India e Russia, in concomitanza con il venir meno della fiducia nei confronti di questi mercati. Poiché non sono disponibili informazioni sui paesi di origine degli afflussi di capitali esteri nell'area dell'euro, indicazioni in proposito sono ricavate sulla base delle variazioni nelle posizioni di investimento nei confronti dell'area risultanti dai dati del Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS) del Fondo monetario internazionale. Questi dati mostrano che sono stati in particolare gli investitori residenti in Giappone, Regno Unito e Danimarca a ridurre le consistenze di titoli di debito dell'area nei loro portafogli nella prima metà del 2015¹⁹.

Grafico B

Scomposizione geografica degli acquisti netti di titoli di debito esteri da parte degli investitori dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL dell'area dell'euro, medie di quattro trimestri)



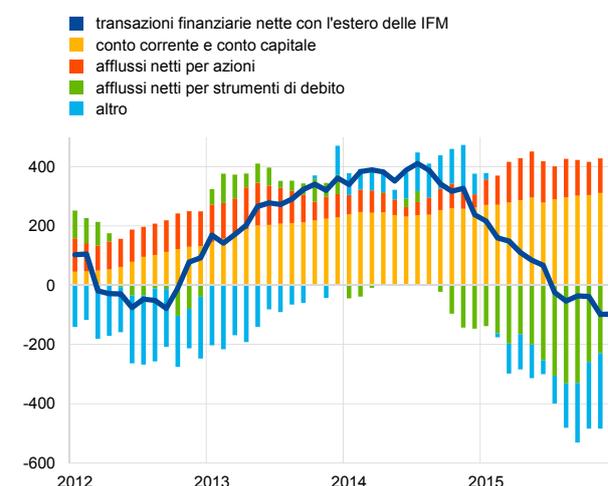
Fonti: BCE ed Eurostat.

Note: l'aggregato BRIC comprende Brasile, Cina, India e Russia; "altri Stati membri dell'UE" include gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro a eccezione del Regno Unito. L'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2015.

Grafico C

Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti

(cumulati sui dodici mesi dei flussi mensili in miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Note: un numero positivo indica un afflusso netto/un aumento delle attività nette sull'estero delle IFM. Tutte le transazioni riguardano il settore detentore di moneta. La voce "altro" include: afflussi netti per investimenti diretti esteri (IDE) e altri investimenti, operazioni in strumenti finanziari derivati e discrepanze tra le statistiche di bilancia dei pagamenti e le statistiche monetarie, oltre che errori e omissioni. L'ultima osservazione si riferisce a dicembre 2015.

Nei settori diversi dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM), la ricomposizione dei portafogli a svantaggio dei titoli di debito dell'area dell'euro ha esercitato crescenti pressioni sulla posizione netta sull'estero delle IFM dell'area nel 2015 (cfr. grafico C). La posizione netta sull'estero delle IFM rispecchia le operazioni risultanti dai flussi commerciali e finanziari del settore detentore di moneta. Come si evince dalla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti, i deflussi netti per investimenti di portafoglio in titoli di debito del settore detentore di moneta hanno avuto un impatto negativo sulla crescita sui dodici mesi di M3 nell'area dell'euro nel 2015. Per contro, le attività nette sull'estero delle IFM hanno continuato a essere sostenute dalle transazioni degli altri settori

¹⁹ I dati disponibili più recenti nell'indagine CPIS riguardano il secondo trimestre del 2015.

connesse all'avanzo di conto corrente dell'area e in misura minore agli afflussi netti nel comparto azionario.

Articoli

Il rallentamento nelle economie emergenti e le sue implicazioni per l'economia mondiale

Le economie emergenti (EME) sono state un importante motore della crescita mondiale e della domanda estera dell'area dell'euro nel XXI secolo. A partire dal 2010, tuttavia, la crescita nelle EME ha seguito una tendenza discendente. Questa moderazione è in parte dovuta a fattori strutturali come il calo dell'accumulazione di capitale e dei guadagni di produttività e l'arretramento dell'integrazione commerciale internazionale. Sono inoltre entrati in gioco altri sviluppi avversi, come la debolezza della ripresa nelle economie avanzate, che ha rallentato la domanda estera, i forti cali dei prezzi delle materie prime, che hanno inciso in particolare sulla crescita delle economie esportatrici, e il graduale inasprimento delle condizioni di finanziamento internazionali a partire dal 2013. In aggiunta, dopo il periodo di politiche considerevolmente espansive e di incremento del debito del settore privato, i margini di manovra si sono ristretti e le vulnerabilità macroeconomiche si sono fatte più pronunciate. Il rallentamento nelle EME ha già avuto un effetto di freno sulla crescita mondiale, nonché un impatto avverso, per quanto modesto, sulle esportazioni dell'area dell'euro. Ciò nonostante, quest'ultimo è stato in parte controbilanciato dall'impulso impartito al reddito disponibile dal ribasso dei prezzi delle materie prime. In prospettiva, le EME continuano a essere soggette a rischi avversi. Un ulteriore rallentamento generalizzato e pronunciato nelle EME potrebbe avere un notevole impatto negativo sulle prospettive dell'economia mondiale.

1 Introduzione

L'indebolimento della crescita osservato nelle EME negli ultimi anni ha colto di sorpresa molti previsori¹. Il rallentamento è stato pronunciato e ha interessato un ampio numero di paesi, sebbene abbia avuto cause diverse a seconda dei casi. In alcuni paesi gli impedimenti strutturali alla crescita e gli squilibri macroeconomici stanno limitando in misura sempre maggiore la crescita potenziale, altri paesi si stanno invece adeguando ai minori prezzi delle materie prime e all'inasprimento delle condizioni finanziarie esterne.

Le EME ricoprono un ruolo sempre più importante nell'economia mondiale.

Esse rappresentano quasi i due terzi del PIL mondiale a parità di potere d'acquisto

¹ Questo articolo si focalizza principalmente su un gruppo di grandi EME formato da Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea del Sud, Egitto, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Russia, Singapore, Sudafrica, Taiwan, Thailandia, Turchia e Venezuela. In alcuni casi, tuttavia, per ragioni di disponibilità dei dati è stato necessario analizzare gruppi più piccoli. Le definizioni di EME variano inoltre a seconda dei fornitori di statistiche, per cui è possibile che i paesi considerati negli aggregati più ampi compilati da altre istituzioni possano essere diversi.

(PPA). Un rallentamento esteso nelle EME potrebbe pertanto rappresentare un freno considerevole per la crescita mondiale.

Questo articolo analizza le cause del rallentamento nelle EME e valuta le prospettive economiche nonché le implicazioni per l'economia mondiale e per l'area dell'euro. La sezione successiva passa in rassegna i fattori avversi che hanno ostacolato le EME negli ultimi anni. La sezione 3 valuta quindi i rischi per le prospettive economiche, focalizzandosi sulla potenziale vulnerabilità delle EME di fronte a un eventuale brusco irrigidimento delle condizioni finanziarie esterne in un contesto di crescente indebitamento. L'ultima sezione esamina il ruolo delle EME nell'economia mondiale e considera i canali attraverso i quali un rallentamento più pronunciato nelle EME potrebbe trasmettersi all'area dell'euro.

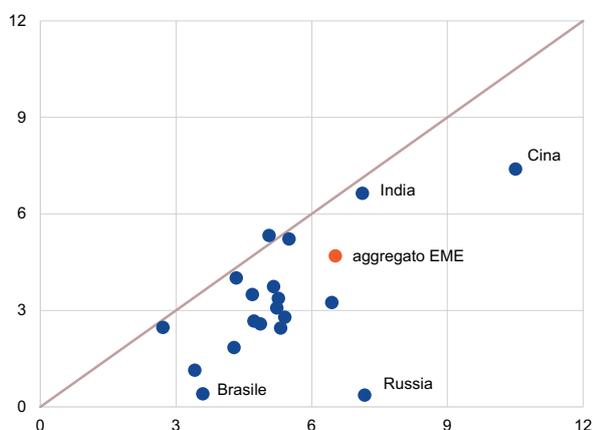
2 I fattori all'origine del rallentamento nelle EME

A partire dal 2010 la crescita nelle EME ha seguito una tendenza discendente.

In genere, le EME sono state meno colpite dalla crisi finanziaria internazionale rispetto alle economie avanzate, e successivamente hanno segnato un vigoroso recupero, con un tasso di crescita del PIL aggregato del 7,5 per cento nel 2010. Ciò nonostante, il 2015 è stato il quinto anno consecutivo di rallentamento della crescita economica nelle EME: la crescita del loro PIL aggregato si è collocata ad appena il 4,0 per cento, un tasso significativamente inferiore a quello osservato negli anni precedenti la crisi finanziaria. Il rallentamento è stato generalizzato: negli ultimi tre anni la crescita in gran parte delle grandi EME è risultata minore di prima della crisi finanziaria (cfr. grafico 1).

Grafico 1
Crescita media del PIL nelle maggiori EME

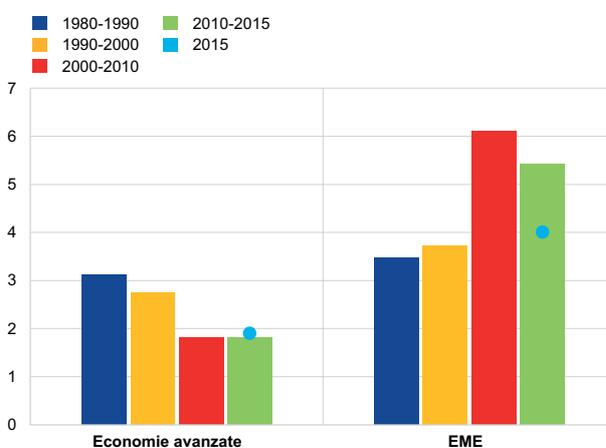
(asse delle ascisse: crescita media del PIL in termini reali, 2000-2007; asse delle ordinate: crescita media del PIL in termini reali, 2012-2015; variazioni percentuali annue)



Fonti: FMI ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: il campione comprende Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea del Sud, Egitto, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Russia, Singapore, Sudafrica, Taiwan, Thailandia e Turchia. L'aggregato delle EME è la media di questi paesi ponderata in base alle PPA.

Grafico 2
Crescita media del PIL negli ultimi decenni

(variazioni percentuali annue)



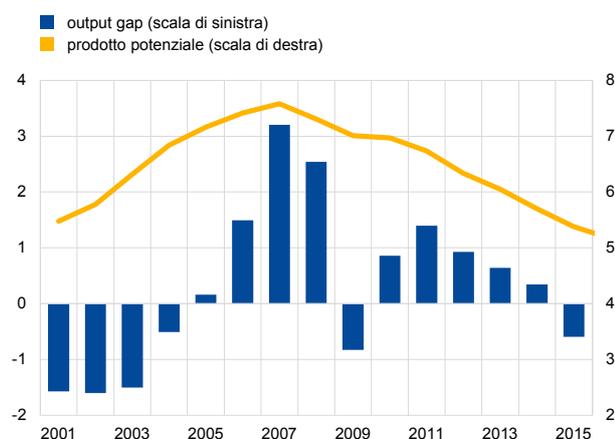
Fonti: FMI ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Uno dei fattori all'origine della decelerazione è la moderazione strutturale della crescita nelle EME. Se si esaminano gli andamenti in un'ottica di più lungo termine, il periodo dal 2000 al 2010 è stato eccezionale: l'espansione del PIL aggregato delle EME si è collocata in media a quasi il 6 per cento, a fronte di meno del 4 per cento nei due decenni precedenti (cfr. grafico 2). Le EME hanno beneficiato di un concorso di circostanze positive: una forte domanda nelle economie avanzate, il vigore dei mercati finanziari prima della crisi finanziaria internazionale

Grafico 3

Prodotto potenziale nelle maggiori EME

(in percentuale del prodotto potenziale; variazioni percentuali annue)



Fonti: FMI, OCSE, statistiche nazionali ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: il grafico riporta le stime ponderate in base alle PPA del PIL potenziale di Brasile, Cina, Corea del Sud, India, Messico, Russia e Turchia, calcolate mediante una funzione di produzione di Cobb-Douglas.

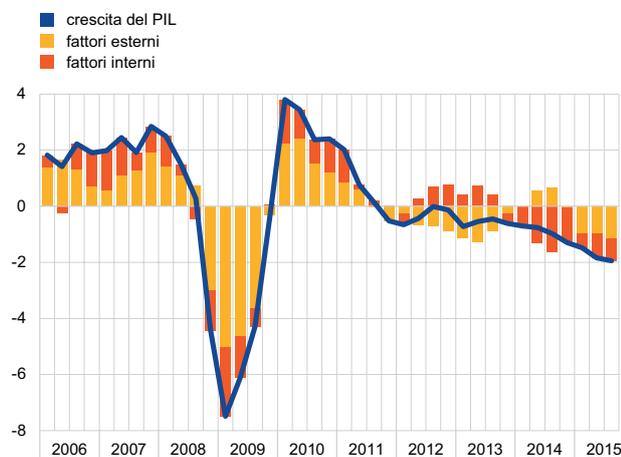
e un'integrazione crescente nell'economia mondiale. L'aumento dei prezzi delle materie prime, attribuibile in parte alla forte espansione osservata in molte EME, ha inoltre avvantaggiato le economie esportatrici, dove gli investimenti sono cresciuti. In siffatto contesto, la robusta accumulazione di capitale e la forte crescita delle produttività hanno contribuito a spingere verso l'alto i tassi di crescita tendenziale. Con il venir meno di tali fattori dopo la crisi finanziaria internazionale, anche la crescita potenziale si è smorzata. In aggiunta, in alcuni paesi si sono gradualmente affievolite le precedenti tendenze demografiche positive, portando a una moderazione della crescita della popolazione in età da lavoro. Le stime degli esperti della BCE basate su una funzione di produzione Cobb-Douglas attribuiscono al calo della crescita potenziale circa un terzo della moderazione della crescita effettiva registrata dal 2010 nelle sette maggiori EME (cfr. grafico 3).

Nelle principali EME le variazioni della crescita potenziale sono state diverse, così come diversi sono stati i fattori che le hanno provocate. In Cina, anni di investimenti trainati dal credito hanno portato a un eccesso di capacità in alcuni settori, nonché all'allocazione distorta delle risorse e a un accumulo di debito, mentre i benefici derivanti dall'adesione all'Organizzazione mondiale del commercio e dall'accresciuta integrazione commerciale sono gradualmente venuti meno. In aggiunta, benché sussista ancora un margine per conseguire ulteriori guadagni di produttività mediante la riallocazione dei lavoratori dalle aree rurali a quelle urbane e l'integrazione in settori maggiormente avanzati aventi livelli di produttività più elevati, le forze di lavoro risultano in calo dal 2011. Anche in Russia le dinamiche demografiche avverse stanno incidendo negativamente sulla crescita potenziale. I cali dei prezzi dell'energia e le sanzioni internazionali imposte a seguito del conflitto in Ucraina hanno inoltre esacerbato gli impedimenti che da tempo ostacolano investimenti e crescita, come le strozzature infrastrutturali e il clima sfavorevole all'attività economica (già all'origine di deflussi di capitali prima dell'inizio della marcata recessione nel 2014). In Brasile si è avuto un peggioramento della crescita potenziale allorché la riduzione dei prezzi delle materie prime ha inciso sull'attività di investimento nei principali settori esportatori del paese. La debolezza degli investimenti infrastrutturali e il contesto regolamentare oneroso hanno pesato ulteriormente sulla produttività, già scarsa. In India, per contro, la crescita potenziale è rimasta robusta, grazie agli andamenti demografici favorevoli e

Grafico 4

Contributi alla crescita del PIL nelle EME

(contributi alla crescita aggregata annuale del PIL espressi come scostamenti dallo stato stazionario)



Fonti: elaborazioni degli esperti della BCE, Bloomberg e World Economic Outlook dell'FMI.

Note: il grafico riporta le stime dei contributi alla crescita annuale del PIL (espressi come scostamenti dallo stato stazionario) basate su modelli BVAR stimati separatamente per ciascuna EME e aggregate usando pesi basati sulle PPA. Il campione comprende Argentina, Brasile, Cile, Corea del Sud, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Russia, Taiwan, Thailandia e Turchia. Cfr. la nota 4 a piè di pagina per maggiori dettagli.

alle riforme strutturali finalizzate a migliorare il clima di fiducia delle imprese che hanno rafforzato le dinamiche di crescita².

Anche fattori esterni hanno contribuito al rallentamento nelle EME.

In letteratura è stato evidenziato l'impatto che i fattori esterni, come le dinamiche del commercio internazionale, il contesto finanziario globale e le fluttuazioni dei mercati delle materie prime, hanno sull'attività economica delle EME³. I modelli autoregressivi vettoriali Bayesiani (BVAR)⁴ per un campione di 12 grandi EME confermano tale impatto, e indicano che i fattori esterni sono stati all'origine di circa la metà di tutte le variazioni nelle dinamiche di crescita negli ultimi vent'anni. Nel periodo più recente, i fattori esterni hanno assunto rilievo nella fase iniziale di contrazione osservata dal 2010, ma dal 2014 il maggiore freno alla crescita è provenuto dai fattori interni (cfr. grafico 4).

Tra i fattori esterni, negli ultimi anni la debolezza sia della domanda estera sia del commercio internazionale ha avuto un impatto avverso sulle

EME. Negli ultimi cinque anni i volumi dell'interscambio mondiale sono cresciuti a ritmi molto inferiori alle regolarità storiche. Dopo essersi espanso in media a un tasso quasi doppio a quello del PIL nei vent'anni prima della crisi finanziaria, dal 2011 il commercio ha a malapena tenuto il passo dell'attività economica. Questa debolezza deriva in parte dall'andamento degli scambi fra EME, che hanno probabilmente risentito del progressivo venir meno dei benefici dell'integrazione delle EME stesse nei mercati internazionali. In particolare, la moderazione osservata nel commercio con la Cina ha influito sui partner commerciali di questo paese, comprese altre EME asiatiche ed economie esportatrici di materie prime. Tuttavia, anche la lentezza della ripresa osservata nelle economie avanzate, dove all'indomani della crisi finanziaria sia il settore privato sia quello pubblico hanno cercato di risanare i propri bilanci, ha pesato sulle componenti della domanda che generano di norma un'alta intensità di scambi, come gli investimenti. In aggiunta, la persistente debolezza dei volumi dell'interscambio mondiale dal 2011 potrebbe altresì segnalare un mutamento

² Cfr. il riquadro *La crescita del ruolo dell'economia indiana* nel numero 4/2015 di questo Bollettino.

³ Cfr. FMI, *World Economic Outlook*, capitolo 4, aprile 2014; e Didier, T., Kose, M.A., Ohnsorge, F. e Ye, L.S., "Slowdown in emerging markets: rough patch or prolonged weakness?", Policy Research Note PRN/15/04, Gruppo della Banca mondiale, dicembre 2015.

⁴ I modelli BVAR sono stimati separatamente per ciascuna delle 12 EME. Ogni modello comprende un blocco esterno, o esogeno (dato dalla crescita e dall'inflazione negli Stati Uniti, dai rendimenti del titolo del Tesoro USA decennale, dal differenziale dell'indice J.P. Morgan Emerging Market Bond e dai termini dell'interscambio) e un blocco interno (dato dal PIL, dall'inflazione, dal tasso di cambio effettivo reale e dal tasso di interesse reale a breve termine). I modelli impiegano uno schema di identificazione di Choleski, con le variabili ordinate come sopra. Sono stimati utilizzando dati trimestrali dal primo trimestre 1998 al terzo trimestre 2015. Per un'analisi simile, cfr. FMI, *World Economic Outlook*, capitolo 4, aprile 2014.

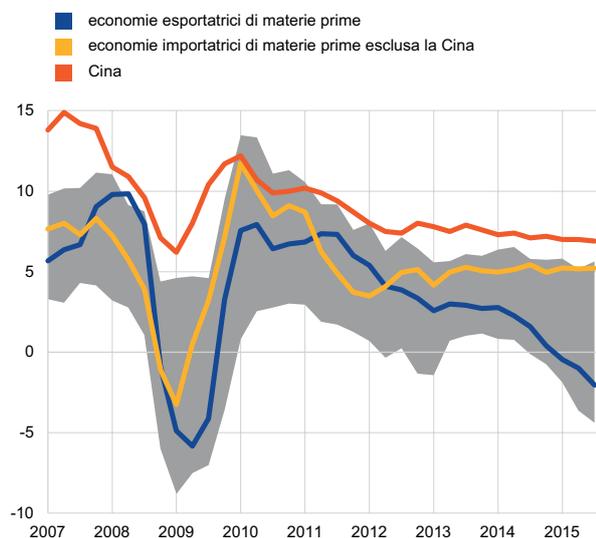
strutturale, collegato forse all'indebolimento dell'espansione della catena di approvvigionamento globale⁵.

Alcune EME hanno parimenti risentito dei ribassi delle materie prime. I prezzi del petrolio sono fortemente diminuiti negli ultimi 18 mesi e a fine marzo 2016 risultavano pari a circa due terzi dei massimi di metà 2014. Anche i prezzi di altre materie prime hanno seguito una tendenza discendente: l'indice delle materie prime diverse dai carburanti elaborato dell'FMI aveva perso il 40 per cento rispetto al picco del 2011. La moderazione dei prezzi delle materie prime, in particolare quelli petroliferi, si deve a fattori dal lato sia dell'offerta sia della domanda. La flessione iniziale del petrolio nel 2014 rifletteva in gran parte fattori di offerta: la produzione di greggio era aumentata più del previsto a seguito degli elevati livelli degli investimenti pregressi e delle innovazioni tecnologiche. Il calo dei prezzi era stato esacerbato dalla decisione presa dall'Opec nel novembre di quell'anno di mantenere le quote produttive invariate, nonché dalla buona tenuta della produzione da scisti bituminosi. Tuttavia, l'indebolimento della domanda ha assunto un ruolo crescente nel trainare i prezzi verso il basso nella seconda metà del 2015, specialmente allorché la crescita nelle EME ha rallentato il passo. Ciò ha provocato una netta diversificazione delle prospettive delle EME a seconda che si trattasse di paesi esportatori o importatori di materie prime. Le ragioni di scambio delle economie esportatrici si sono deteriorate, il che ha inciso

Grafico 5

Crescita media del PIL nelle economie esportatrici e in quelle importatrici di materie prime

(variazioni percentuali annue)



Fonti: statistiche nazionali e Haver Analytics.

Note: l'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre 2015. Le linee corrispondono alle medie della crescita del PIL nelle EME ponderate in base alle PPA. L'area ombreggiata denota i percentili di crescita dal 10° al 90° per le EME del campione. Le economie importatrici di materie prime sono Corea del Sud, Hong Kong SAR, India, Singapore, Taiwan, Thailandia e Turchia. Le economie esportatrici di materie prime sono Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Indonesia, Malaysia, Messico, Russia, Sudafrica e Venezuela.

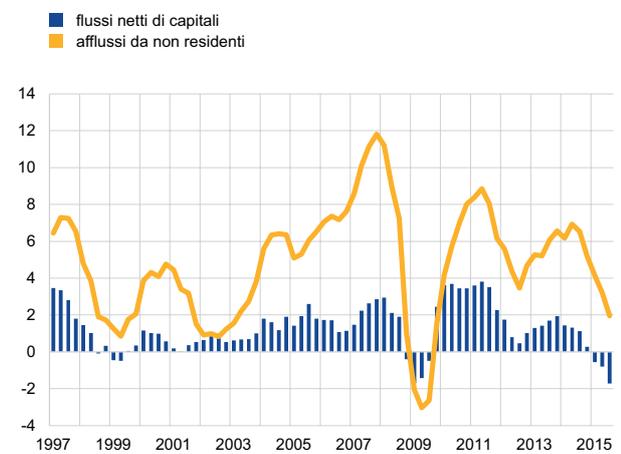
sull'attività economica e ha dato luogo a contrazioni degli investimenti nei settori collegati alle materie prime (cfr. grafico 5). In alcuni dei paesi maggiori, in particolare Brasile e Russia, la flessione dei prezzi di importanti materie prime ha interagito con shock di altra natura (comprese l'incertezza politica e le ripercussioni delle tensioni geopolitiche), provocando aggiustamenti macroeconomici significativi. Con la riduzione delle entrate collegate alle materie prime e il deterioramento delle posizioni di bilancio, i governi delle economie esportatrici hanno avuto difficoltà ad attutire la contrazione dell'attività. Nelle economie esportatrici con tassi di cambio flessibili gli spazi di manovra della politica monetaria si sono ridotti, dal momento che la moneta nazionale si è deprezzata parallelamente al calo dei prezzi delle materie prime e le pressioni inflazionistiche sono aumentate. Al tempo stesso, nelle economie importatrici, che pure hanno beneficiato dall'aumento del reddito disponibile in termini reali, gli effetti sull'attività economica si sono materializzati in tempi piuttosto lunghi. In alcuni paesi la flessione dei prezzi dell'energia ha permesso ai governi di ridurre i sussidi ai combustibili fossili e di accrescere la sostenibilità dei conti pubblici, mentre in altri è aumentato il risparmio privato.

⁵ Cfr. l'articolo *La debolezza del commercio mondiale: possibili spiegazioni* nel numero 3/2015 di questo Bollettino.

Grafico 6

Flussi medi di capitali verso le EME

(in percentuale del PIL; medie mobili di quattro trimestri)



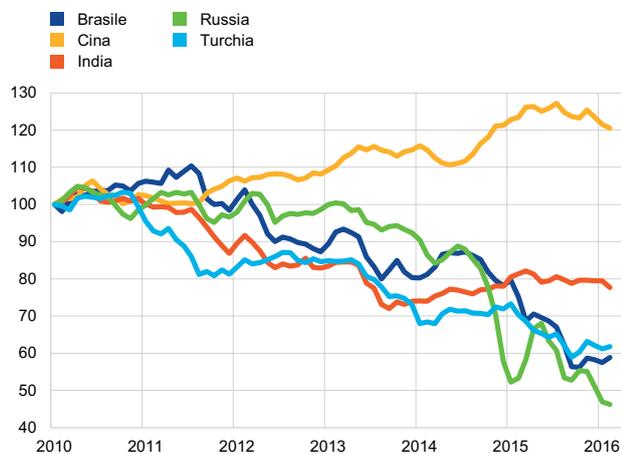
Fonti: FMI e statistiche nazionali.

Note: l'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre 2015. I dati corrispondono ai flussi aggregati (in percentuale del PIL) per Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea del Sud, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Russia, Singapore, Taiwan, Thailandia e Turchia. I flussi di capitali netti corrispondono al conto finanziario della bilancia dei pagamenti al netto delle variazioni nelle attività di riserva.

Grafico 7

Tassi di cambio effettivi nominali

(indici: gennaio 2010 = 100)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'ultima osservazione si riferisce a febbraio del 2016. Un aumento dell'indice corrisponde a un aumento del valore della moneta nazionale.

Il contesto finanziario esterno, inoltre, che negli anni dopo la crisi finanziaria internazionale era risultato piuttosto favorevole, si è gradualmente inasprito. Nelle prime fasi della ripresa dalla crisi le EME avevano beneficiato di condizioni di finanziamento esterno propizie: le banche centrali nelle economie avanzate perseguivano politiche accomodanti, mantenendo i tassi di interesse bassi e intraprendendo acquisti su larga scala di attività finanziarie. I flussi di capitali verso le EME restavano generalmente vigorosi. Negli ultimi tre anni, tuttavia, le condizioni finanziarie si sono irrigidite. Il “taper tantrum” nell'estate del 2013, quando si era cominciato a speculare diffusamente sull'intenzione del Federal Reserve System di inasprire la politica monetaria USA, ha indotto una brusca correzione nei mercati finanziari. Le condizioni di finanziamento esterne si sono nuovamente inasprite in previsione di un aumento dei tassi di interesse USA (poi avvenuto nel dicembre 2015). Allo stesso tempo, il ridimensionamento delle valutazioni eccessive nei mercati azionari parallelamente alle modifiche della politica di cambio della Cina ha accresciuto l'incertezza e la volatilità dei mercati finanziari negli ultimi mesi. I dati di bilancia dei pagamenti mostrano che nei primi tre trimestri del 2015 le maggiori EME sono state interessate da deflussi netti di capitali (cfr. grafico 6). Altri indicatori più tempestivi segnalano che verso la fine del 2015 i deflussi di capitali si sono intensificati, in particolare dalla Cina. Varie EME hanno visto le proprie valute deprezzarsi (cfr. grafico 7). L'impatto dell'inasprimento delle condizioni finanziarie è ravvisabile nell'aumento dei rendimenti obbligazionari e dei differenziali creditizi, nonché nelle pronunciate correzioni delle quotazioni azionarie.

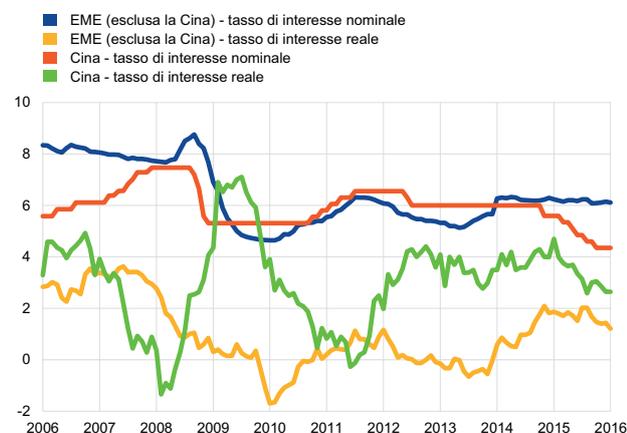
Allo stesso tempo si è indebolito il sostegno fornito all'indomani della crisi finanziaria dalle politiche accomodanti, che avevano contribuito

a sorreggere la domanda (specialmente grazie alla vigorosa espansione del credito). Sebbene abbiano sostenuto la crescita delle EME negli anni dopo la recessione globale, le condizioni di finanziamento esterno hanno altresì rappresentato una sfida per le EME. Dovendo scegliere fra contenere la domanda interna o scoraggiare gli afflussi di capitali indesiderati al fine di allentare le pressioni all'apprezzamento, molte EME hanno deciso di mantenere un orientamento relativamente espansivo delle politiche. A livello aggregato, i tassi di interesse reali a breve termine (effettivi) erano prossimi a zero fra il

Grafico 8

Tassi di interesse ufficiali nelle EME

(percentuali annue)



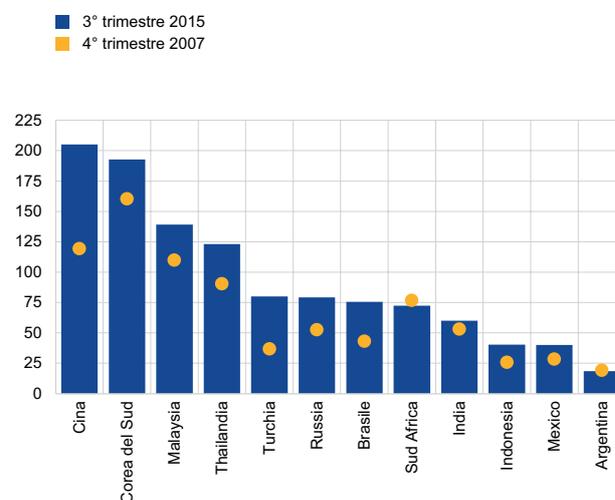
Fonti: FMI e statistiche nazionali.

Note: l'ultima osservazione si riferisce a gennaio del 2016. I dati corrispondono alle medie ponderate per il PIL delle seguenti EME: Brasile, Cile, Colombia, Corea del Sud, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Russia, Sudafrica, Taiwan, Thailandia e Turchia. I tassi reali sono calcolati come tassi ufficiali a breve termine nominali meno tasso di inflazione misurato sull'IPC.

Grafico 9

Rapporti credito al settore privato/PIL

(credito al settore privato in percentuale del PIL)



Fonte: BRI.

2008 e il 2012 (cfr. grafico 8). I tassi di interesse a lungo termine sono parimenti diminuiti in questo periodo. Il considerevole stimolo di bilancio fornito nel 2009 e nel 2010 contribuiva a rendere propizio il contesto macroeconomico. In presenza di condizioni finanziarie distese, il credito si è espanso rapidamente in vari paesi (cfr. grafico 9). L'analisi nel riquadro indica che i cicli finanziari interni e quello internazionale hanno esercitato un importante influsso sui cicli economici delle EME. Il concomitante aumento del credito interno e degli afflussi di capitali ha inizialmente concorso a sostenere la crescita delle EME malgrado la debolezza del contesto internazionale, ma negli ultimi tre anni, con l'inasprimento delle condizioni finanziarie, questa forma di sostegno ha cominciato a venire meno.

Riquadro

Le implicazioni dei cicli del credito interni e internazionale per le EME: gli indicatori dell'output gap "corretto per i fattori finanziari"

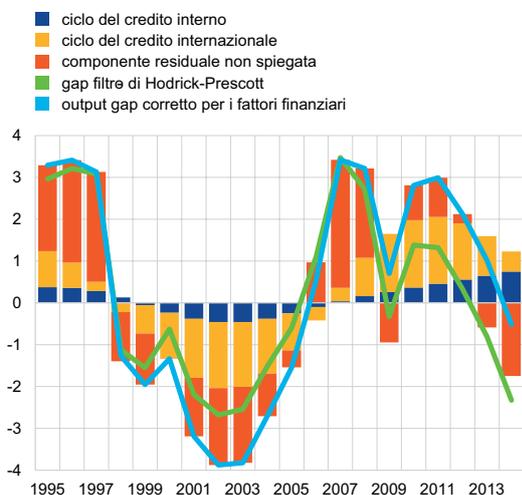
La vigorosa espansione del credito osservata in molte EME ha acuito i timori circa i crescenti squilibri e i rischi che si potrebbero presentare per le prospettive economiche in caso di svolta del ciclo del credito. Al fine di valutare l'impatto degli andamenti del credito a livello interno e internazionale sul ciclo economico, questo riquadro presenta per alcune EME selezionate delle stime degli output gap "corretti per i fattori finanziari".

Le misure degli output gap corrette per i fattori finanziari permettono di comprendere il ruolo che tali fattori hanno giocato nel plasmare le recenti dinamiche dei cicli economici delle EME. La logica sottostante è che le misure tradizionali del prodotto potenziale potrebbero essere eccessivamente restrittive, poiché l'inflazione potrebbe non essere l'unico sintomo di un'espansione insostenibile. In effetti, l'esperienza di varie economie

Grafico

Contributi all'output gap aggregato corretto per i fattori finanziari delle EME

(gap in percentuale del prodotto tendenziale; contributi in punti percentuali)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico riporta i contributi all'output gap corretto per i fattori finanziari stimato per un aggregato di 12 EME di grandi dimensioni. Cfr. la nota 7 a piè di pagina per maggiori dettagli sul campione. L'ultima osservazione si riferisce al 2014.

avanzate prima della crisi fa ritenere che il prodotto possa collocarsi su una traiettoria non sostenibile anche in presenza di un'inflazione bassa e stabile. La letteratura recente si è soffermata sul concetto di output gap corretto per i fattori finanziari (che impiega semplici tecniche di filtraggio per stimare l'impatto del ciclo finanziario sull'attività economica) e ha riscontrato che le informazioni sul ciclo finanziario possono spiegare una parte delle variazioni congiunturali del prodotto in alcune economie avanzate⁶.

In questo riquadro vengono stimati gli output gap corretti per i fattori finanziari per un campione di 12 grandi EME, incorporando misure dei cicli del credito interni e di

quello internazionale⁷. Il modello si basa su una versione ampliata di un filtro di Hodrick-Prescott all'interno di una semplice rappresentazione in spazio di stato, che permette alle variabili finanziarie di influenzare l'output gap. I gap per il credito interno sono stimati come scostamento del credito reale al settore privato dai trend di lungo periodo, utilizzando un filtro passa banda asimmetrico⁸. Il ciclo finanziario internazionale è stimato come scostamento dei flussi netti di capitali aggregati verso le EME dai trend di lungo periodo⁹.

Il modello indica che le informazioni sul ciclo finanziario, rilevate dal comportamento degli aggregati creditizi interni e internazionali, contribuiscono a spiegare le oscillazioni congiunturali del prodotto di gran parte delle EME. Per la maggior parte dei paesi le variabili creditizie internazionali e interne spiegano un importo considerevole della variazione osservata negli output gap. A partire dalla crisi finanziaria internazionale l'output gap corretto per i fattori finanziari si è discostato dalla misura basata sul filtro di Hodrick-Prescott. In questo periodo

⁶ Cfr. Borio, C., Disyatat, P. e Juselius, M., "Rethinking potential output: Embedding information about the financial cycle", *BIS Working Papers*, n. 404, febbraio 2013.

⁷ Il campione comprende Brasile, Cile, Cina, Corea del Sud, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Russia, Sudafrica, Thailandia e Turchia. Il modello è stimato separatamente per ciascun paese utilizzando i dati annui sul PIL fra il 1980 (o i primi dati disponibili) e il 2014, aggregati utilizzando pesi basati sulle PPA.

⁸ Coerentemente con l'opinione comune espressa in letteratura, secondo cui i cicli finanziari durano più a lungo dei cicli economici tradizionali, i gap del credito vengono misurati utilizzando un filtro che permette di isolare cicli di durata compresa fra 8 e 20 anni. Cfr. Drehmann, M., Borio, C. e Tsatsaronis, K., "Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!", *BIS Working Papers*, n. 380, giugno 2012.

⁹ Cfr. Blanchard, O., Adler, G. e de Carvalho Filho, I., "Can foreign exchange intervention stem exchange rate pressures from global capital flow shocks?", *IMF Working Papers*, n. 15/159, luglio 2015. Per ciascun paese la serie relativa ai flussi netti di capitali aggregati verso le EME considerata nel modello esclude dal calcolo il paese in questione; i flussi di capitali verso tale paese non sono cioè considerati nel calcolo dell'aggregato.

molti paesi sono stati interessati da forti aumenti del credito interno, che hanno portato la crescita al di sopra dei livelli tendenziali. I cospicui afflussi di capitali hanno inoltre contribuito ad alimentare l'attività economica all'indomani della crisi finanziaria internazionale, ma nel 2013 e 2014 (gli ultimi due anni per cui sono stati stimati gli output gap) tale contributo si è ridotto. Di fronte all'ulteriore irrigidimento delle condizioni finanziarie internazionali nel 2015, è probabile che il contributo degli afflussi di capitali sia diminuito ancora.

Il modello corretto per i fattori finanziari presenta alcune importanti limitazioni, ma fornisce una prospettiva interessante sugli andamenti recenti nelle EME, in alternativa ad altri modelli del ciclo economico. Il metodo della funzione di produzione indica che la crescita potenziale delle EME è salita a metà degli anni 2000, per poi diminuire (cfr. grafico 3 dell'articolo). Le stime dei gap corretti per i fattori finanziari offrono invece un'immagine diversa, indicando che la crescita vigorosa delle EME era in parte il frutto di un surriscaldamento dell'economia e dipendeva dalla forte espansione del credito, in particolare dopo la crisi finanziaria. Questo approccio presenta chiari limiti. Il modello ha natura sostanzialmente statistica e non si presta a formulare interpretazioni strutturali. Non modella il processo del ciclo finanziario, e il nesso con il ciclo economico è semplicistico. Non fornisce inoltre alcuna indicazione sulle potenziali distorsioni provocate dagli squilibri finanziari¹⁰. Ciò nonostante, a prescindere da tali limitazioni, il modello indica che un ulteriore inasprimento delle condizioni finanziarie e creditizie rischia di rimuovere una componente quantitativamente rilevante di sostegno all'attività economica in alcune EME.

3 Le prospettive delle EME: rischi e vulnerabilità

Di fronte al rallentamento dell'attività economica nelle EME sono aumentati i timori per le prospettive della crescita economica e per le potenziali vulnerabilità di alcuni paesi. Come già accennato nella sezione 2, alcuni dei fattori che hanno concorso a sostenere l'attività nel breve periodo hanno fatto sì che, quantomeno in alcuni paesi, siano aumentate le vulnerabilità. La natura di tali fragilità varia da paese a paese, spaziando dalle vulnerabilità esterne agli squilibri interni, senza dimenticare gli elevati livelli della crescita del credito. In questa sezione vengono valutati i rischi per le prospettive delle EME, con particolare riferimento alla potenziale vulnerabilità di queste economie nell'eventualità di un brusco peggioramento della propensione al rischio globale.

Rispetto ai periodi precedenti le crisi del passato, molte EME appaiono oggi in condizione di resistere meglio agli shock esterni. La maggior parte delle EME di grandi dimensioni presenta posizioni sull'estero migliori. Molti paesi possono vantare avanzi di conto corrente o disavanzi solo modesti (cfr. grafico 10). Le EME dispongono inoltre generalmente di assetti macroeconomici più robusti, caratterizzati da un numero maggiore di regimi di cambio flessibili. Molte EME detengono poi un

¹⁰ Per una trattazione più esauriente dei possibili svantaggi, cfr. Borio, C., Disyatat, P. e Juselius, M., "Rethinking potential output: Embedding information about the financial cycle", *BIS Working Papers*, n. 404, febbraio 2013.

volume ingente di riserve valutarie, ben maggiore delle loro passività sull'estero a breve termine, il che dovrebbe accrescere la loro resilienza in caso di shock esterni. Un'ampia quota di EME ha infine adottato obiettivi di inflazione per la politica monetaria, contribuendo ad ancorare le aspettative di inflazione e a stabilizzare il ciclo economico¹¹.

Ciò nonostante, l'aumento del debito estero osservato negli ultimi anni (in particolare come conseguenza dell'indebitamento in dollari USA) potrebbe rendere le EME vulnerabili di fronte a un protratto deterioramento delle condizioni finanziarie internazionali. Lo stock di debito estero delle EME è andato aumentando a partire dalla crisi finanziaria globale, portandosi da 3.000 a 5.000 miliardi di dollari fra il 2010 e il 2014. In alcuni di questi paesi l'apprezzamento del dollaro USA ha contribuito a far aumentare l'onere per il servizio del debito estero in termini di moneta nazionale. La maggior parte dei prestiti dall'estero continua a essere diretta verso le banche, ma le imprese non finanziarie stanno attingendo sempre più ai mercati dei titoli di debito, spesso per il tramite di affiliate estere¹². In alcune EME l'espansione dei bilanci bancari e i boom del credito interno potrebbero essere stati alimentati dal fatto che è stato consentito alle imprese di accrescere i depositi bancari all'ingrosso. Sebbene i dati aggregati indichino che le posizioni valutarie nette delle EME siano migliorate negli ultimi anni, a livello di singoli settori o di singole imprese potrebbero esservi squilibri in termini di valute e di scadenze¹³. Alla luce di ciò, il deprezzamento delle monete delle EME, anziché favorire un assorbimento degli shock, potrebbe esacerbare le fragilità di bilancio, rappresentando un fattore di rischio per le prospettive dell'economia nazionale. Inoltre, se da un lato la crescente emissione di titoli di debito denominati in moneta nazionale ha contribuito a ridurre i disallineamenti valutari per i prenditori delle EME, dall'altro lato l'ampia quota di questo debito detenuta da investitori non residenti potrebbe comunque esporre le EME al rischio di un brusco mutamento dell'avversione al rischio globale¹⁴.

Inoltre, sono cresciuti gli squilibri interni e in alcuni paesi si è ridotto lo spazio di manovra delle politiche. Con l'aumentare dei finanziamenti denominati in valuta estera, il credito interno ha conosciuto un'espansione significativa. Il debito aggregato delle amministrazioni pubbliche, delle famiglie e delle imprese delle EME è cresciuto di circa 50 punti percentuali di PIL da fine 2007, in gran parte per effetto dell'incremento del credito al settore delle società non finanziarie. L'aumento maggiore si è avuto in

¹¹ Cfr. Didier, T., Kose, M.A., Ohnsorge, F. e Ye, L.S., "Slowdown in emerging markets: rough patch or prolonged weakness?", Policy Research Note PRN/15/04, Gruppo della Banca mondiale, dicembre 2015.

¹² Le statistiche su debito estero potrebbero sottostimare l'indebitamento estero, dal momento che alcune imprese ottengono finanziamenti dalle loro affiliate estere mediante prestiti intragruppo, non rilevati dalle statistiche internazionali. Cfr. Avdjiev, S., Chui, M. e Song Shin, H., "Imprese non finanziarie delle economie emergenti e flussi di capitali", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2014 (testo integrale disponibile solo in inglese).

¹³ Cfr. Bénétrix, A.S., Lane, P.R. e Shambaugh, J.C., "International currency exposures, valuation effects and the global financial crisis", NBER Working Paper n. 20820, gennaio 2015. Per una trattazione dei rischi per i bilanci delle imprese, cfr. Chui, M., Fender, I. e Sushko, V., "I bilanci delle imprese nelle EME: i rischi collegati alla leva finanziaria e ai disallineamenti valutari", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2014 (testo integrale disponibile solo in inglese). Cfr. anche "Corporate Leverage in Emerging Markets – A Concern?", capitolo 3, *Global Financial Stability Report dell'FMI*, ottobre 2015.

¹⁴ Cfr. Ebeke, C. e Kyobe, A., "Global financial spillovers to emerging market sovereign bond markets", *IMF Working Papers*, n. 15/141, giugno 2015.

Cina, ma anche vari altri paesi hanno registrato rialzi significativi del credito al settore privato in percentuale del PIL (cfr. grafico 9). In aggiunta, in alcuni paesi i crescenti squilibri si sono accompagnati a una riduzione dello spazio di manovra delle politiche (cfr. grafico 10). Gran parte delle maggiori EME presenta oggi disavanzi di bilancio. In particolare, sebbene la flessione dei prezzi delle materie prime abbia allentato le pressioni sui conti pubblici delle economie importatrici, le posizioni di bilancio di quelle esportatrici si sono considerevolmente deteriorate per effetto della contrazione delle entrate collegate alle materie prime. Al tempo stesso, si osserva una divergenza per quanto riguarda il margine di accomodamento monetario disponibile in caso di nuovi shock. Alcune economie importatrici di materie prime hanno già beneficiato di una riduzione dei tassi di interesse con il calo dell'inflazione. In altre, tuttavia, lo spazio di manovra per un'ulteriore distensione monetaria potrebbe essere limitato dai timori di una crescita eccessiva del credito, considerata la forte espansione creditizia degli ultimi anni. Per quanto riguarda i paesi esportatori di materie prime, la capacità della politica monetaria di attutire un'ulteriore contrazione si trova limitata dai regimi di cambi fissi in vigore o dagli elevati livelli di inflazione (collegati in parte al forte calo del valore delle monete nazionali).

Un brusco mutamento della propensione al rischio a livello internazionale potrebbe pertanto comportare delle minacce per le prospettive economiche delle EME.

L'episodio del "taper tantrum" del 2013 ha dato un'idea delle turbolenze che potrebbero manifestarsi nell'eventualità di un repentino mutamento dell'atteggiamento degli investitori internazionali nei confronti del rischio. Nel maggio di quell'anno, le congetture riguardo al ritmo con cui sarebbe stata inasprita la politica monetaria negli Stati Uniti avevano indotto un brusco aumento del rendimento del titolo del Tesoro USA decennale, che da quel momento alla fine dell'anno era balzato di quasi 100 punti base. Le quotazioni delle attività finanziarie delle EME erano diminuite e le valute di alcuni paesi si erano deprezzate rapidamente. Le economie che presentavano fragilità esterne, come ampi disavanzi correnti o una quota elevata di finanziamenti dall'estero, erano state interessate da turbolenze finanziarie particolarmente gravi. La decisione della Federal Reserve di innalzare effettivamente i tassi di interesse nel dicembre 2015 è stata accolta dai mercati finanziari con reazioni relativamente blande. I futures sui federal funds indicano che i mercati si attendono che i prossimi rialzi dei tassi ufficiali saranno molto gradualisti, e i premi a termine restano contenuti. Un deterioramento delle condizioni di finanziamento internazionali potrebbe tuttavia creare nuove sfide per le autorità delle EME più colpite: le banche centrali potrebbero infatti trovarsi costrette a inasprire notevolmente la politica monetaria per evitare deflussi di capitali e deprezzamenti valutari su larga scala.

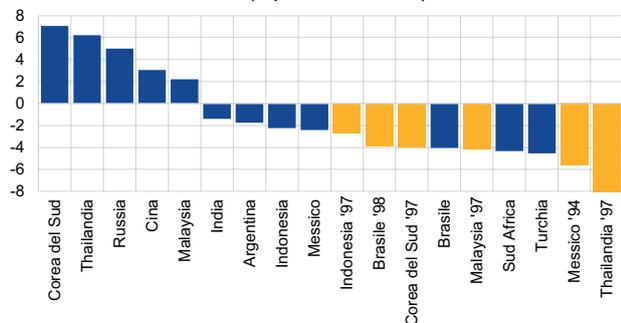
Infine, altri rischi pesano sulle prospettive delle EME. La protratta contrazione degli ultimi cinque anni ha destato il timore che l'effetto dei fattori ciclici e strutturali avversi in alcune EME possa essere maggiore del previsto. Ad esempio, potrebbe rivelarsi più pronunciato l'impatto della debolezza degli investimenti, delle strozzature infrastrutturali e dei vincoli di capacità. Nelle economie più vulnerabili il ristretto margine di manovra delle politiche potrebbe altresì impedire di attutire gli effetti dell'indebolimento della domanda mediante un allentamento monetario o fiscale. Per ultimo, continuano a pesare sulle prospettive economiche i rischi geopolitici: un aumento delle tensioni potrebbe avere ripercussioni avverse sulle EME.

Grafico 10

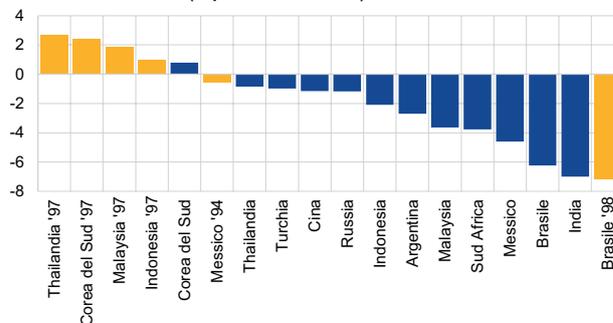
Vulnerabilità delle EME rispetto alle crisi precedenti

(dati più recenti delle EME (barre blu) a confronto con le crisi precedenti (barre gialle))

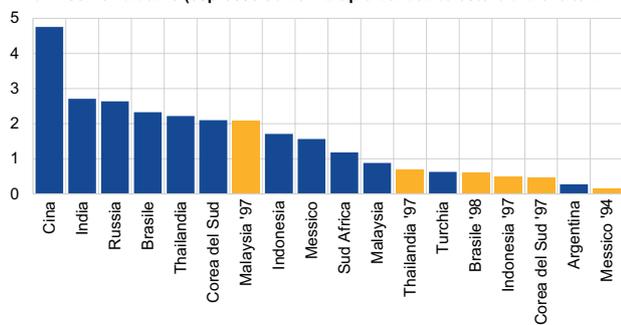
1. Saldo del conto corrente (in percentuale del PIL)



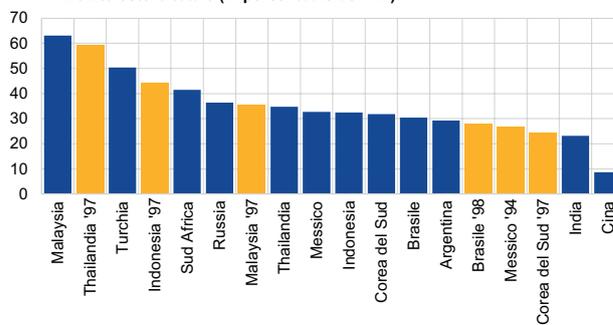
2. Saldo di bilancio (in percentuale del PIL)



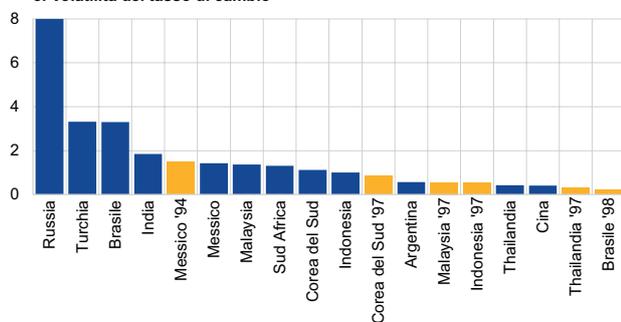
3. Riserve valutarie (esprese come multiplo del debito estero a breve termine)



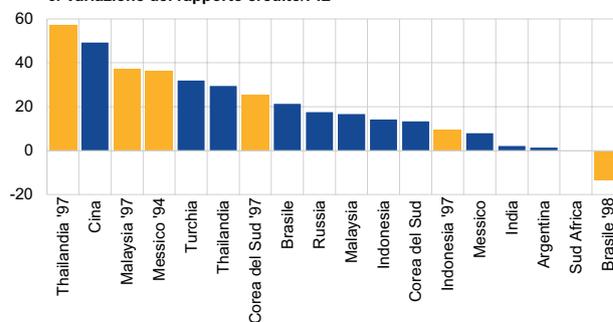
4. Debito estero totale (in percentuale del PIL)



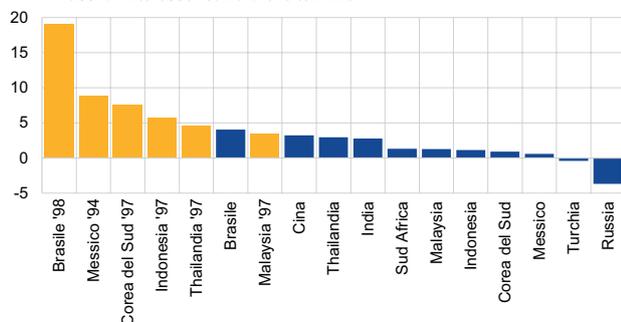
5. Volatilità del tasso di cambio



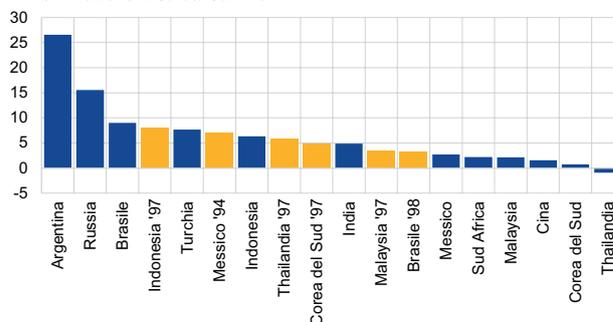
6. Variazione del rapporto credito/PIL



7. Tassi di interesse reali a breve termine



8. Inflazione misurata sull'IPC



Fonti: FMI, BRI, Wall Street Journal, statistiche nazionali ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le barre blu corrispondono ai dati recenti per le EME di grandi dimensioni. Le barre gialle corrispondono alla situazione alla vigilia delle crisi che hanno colpito in passato le EME: Messico nel 1994; Thailandia, Indonesia, Malaysia e Corea del Sud nel 1997; Brasile nel 1998. I diagrammi riportano: 1) i saldi del conto corrente in percentuale del PIL nel 2014; 2) l'accreditamento netto delle amministrazioni pubbliche in percentuale del PIL nel 2014 (dove un dato positivo (negativo) corrisponde a un avanzo (disavanzo)); 3) le riserve valutarie ufficiali divise per il debito estero a breve termine nel 2014; 4) il debito estero totale in percentuale del PIL nel 2014; 5) la deviazione standard delle variazioni del tasso di cambio giornaliero nei confronti del dollaro USA nel 2015; 6) le variazioni del rapporto fra credito al settore privato non finanziario e PIL nei cinque anni fino al secondo trimestre del 2015; 7) i tassi di interesse ufficiali a breve termine meno l'inflazione annua misurata sull'IPC nel 2015; 8) l'inflazione annua misurata sull'IPC nel 2015.

Le implicazioni della contrazione economica nelle EME per l'economia internazionale e per l'area dell'euro

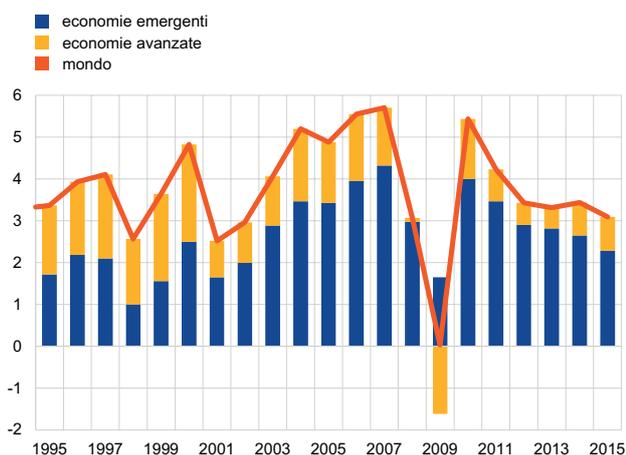
Le EME occupano un ruolo di rilievo nell'economia mondiale. In media, dal 2000 le EME sono responsabili di tre quarti della crescita mondiale (cfr. grafico 11). Nel 2014 hanno ricevuto più di un terzo dello stock globale di investimenti diretti esteri¹⁵. Queste economie rappresentano inoltre una fonte significativa della domanda nei mercati delle materie prime. In prospettiva, pertanto, gli andamenti nelle EME potrebbero influire su altre economie (compresa l'area dell'euro) mediante diversi canali, fra cui i nessi commerciali e finanziari, il loro impatto sui prezzi delle materie prime ed effetti di fiducia.

Le EME sono un'importante fonte di domanda estera per l'area dell'euro. Dopo aver segnato un protratto aumento negli anni duemila, ascrivibile prevalentemente all'incremento delle esportazioni verso la Cina, la quota di esportazioni nominali dell'area dell'euro riconducibile alle EME si è stabilizzata intorno al 15 per cento. All'interno dell'area, vari paesi presentano ampie esposizioni verso la Russia. Fra i maggiori paesi dell'area dell'euro, è la Germania ad avere l'esposizione commerciale maggiore verso le EME, specialmente la Cina (cfr. grafico 12)¹⁶. Attraverso i canali commerciali il rallentamento delle EME ha già prodotto effetti sull'attività economica nell'area dell'euro. Dall'inizio del 2012 il contributo delle EME alla domanda estera dell'area dell'euro è risultato inferiore alla media di lungo periodo (cfr. grafico 13). In

Grafico 11

Contributi alla crescita del PIL mondiale

(variazioni percentuali annue; contributi in punti percentuali)

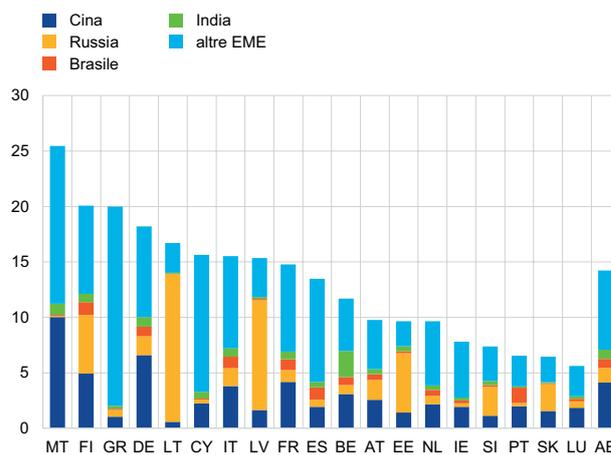


Fonte: World Economic Outlook dell'FMI.
Note: gli aggregati sono ponderati in base alle PPA.

Grafico 12

Esposizione commerciale verso le EME dei paesi dell'area dell'euro

(in percentuale delle esportazioni nominali totali)



Fonti: Direction of Trade Statistics dell'FMI, Haver Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: il grafico mostra la quota delle esportazioni nominali totali dei paesi dell'area dell'euro riconducibili alle EME nel secondo trimestre 2015. Le EME considerate sono Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea del Sud, Egitto, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Russia, Singapore, Sudafrica, Thailandia, Turchia e Venezuela.

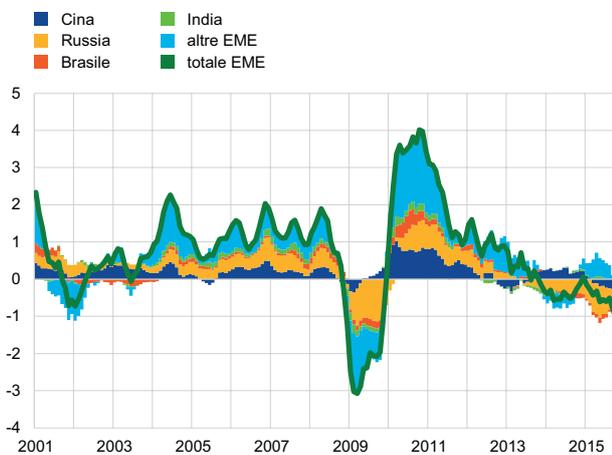
¹⁵ Cfr. le statistiche UNCTAD.

¹⁶ Per maggiori informazioni sui vari rapporti commerciali fra l'area dell'euro e i suoi partner commerciali, cfr. l'articolo *Il ruolo delle catene produttive internazionali nella trasmissione degli shock sull'attività economica* nel numero 2/2016 di questo Bollettino.

Grafico 13

Contributo delle EME alla crescita reale delle esportazioni dell'area dell'euro

(variazioni percentuali annue)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra il contributo delle EME alla crescita dei volumi di esportazioni dell'area dell'euro, calcolato come tasso di crescita annua delle medie mobili di tre mesi delle esportazioni dell'area dell'euro verso le EME, ponderato in base alla quota delle EME sul totale del commercio dell'area dell'euro nell'anno precedente. Le EME considerate sono Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Corea del Sud, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Russia, Singapore, Sudafrica, Taiwan, Thailandia e Turchia.

particolare, la debolezza della domanda proveniente da Cina, Brasile e Russia ha avuto un impatto negativo sulla crescita delle esportazioni dell'area dell'euro, in parte controbilanciato dalla maggiore resilienza della crescita in altre EME¹⁷. Un'ulteriore moderazione dell'attività economica nelle EME inciderebbe sulla domanda esterna e sul prodotto dell'area dell'euro¹⁸.

D'altro canto, il canale delle materie prime tenderebbe ad attenuare gli effetti avversi di un eventuale indebolimento della domanda estera.

Le EME sono importanti consumatori di prodotti energetici: a loro si deve oltre la metà dei consumi totali di energia nel 2014 e l'intera crescita netta di consumi energetici a livello mondiale nell'ultimo decennio¹⁹. Per quanto riguarda le altre materie prime (come i metalli), le EME consumano quote addirittura maggiori della produzione mondiale. Ad esempio, la Cina da sola impiega oltre la metà della produzione mondiale di minerali di ferro e circa la metà di quella di rame raffinato e alluminio²⁰. Sebbene i prezzi delle materie prime siano già calati in misura considerevole, un ulteriore rallentamento nelle EME inciderebbe su tali prezzi, alimentando il reddito

reale disponibile nelle economie importatrici come l'area dell'euro e contribuendo così a contrastare l'impatto del calo della domanda estera.

In generale, i nessi finanziari diretti fra le EME e l'area dell'euro restano deboli.

La quota dei paesi dell'area dell'euro sugli investimenti totali di portafoglio verso le EME è inferiore al 10 per cento, con esposizioni limitate nei confronti di Brasile, Cina, India e Russia (cfr. grafico 14). I dati della BRI sull'attività bancaria internazionale indicano che gli impieghi transfrontalieri delle banche dell'area dell'euro verso sei delle maggiori EME (Brasile, Cina, India, Messico, Russia e Turchia) sono relativamente contenuti e rappresentano meno del 4 per cento delle attività totali di tali banche, sebbene gli istituti di alcuni paesi dell'area risultino più esposti. Gli impieghi bancari verso le EME consistono prevalentemente di prestiti tradizionali, soprattutto a favore del settore delle imprese.

Anche in assenza di forti legami finanziari diretti, tuttavia, l'area dell'euro potrebbe risentire della volatilità finanziaria e del peggioramento del clima

¹⁷ Sebbene la riduzione della spesa interna nelle EME abbia contribuito al calo della domanda estera di esportazioni dell'area dell'euro, alcune EME ricoprono anche un ruolo importante nelle catene di approvvigionamento internazionali. Ad esempio, l'indebolimento delle esportazioni cinesi e di altre economie al centro di tali catene potrebbe in parte riflettere anche la più ampia moderazione del commercio internazionale cui si è accennato nella sezione 2. Cfr. l'articolo *La debolezza del commercio mondiale: possibili spiegazioni* nel numero 3/2015 di questo Bollettino.

¹⁸ Potrebbe ad esempio verificarsi un impatto attraverso il canale del tasso di cambio. Laddove le valute delle EME dovessero deprezzarsi in risposta al rallentamento dell'attività economica, il corrispondente aumento del tasso di cambio effettivo dell'euro inciderebbe sulle esportazioni.

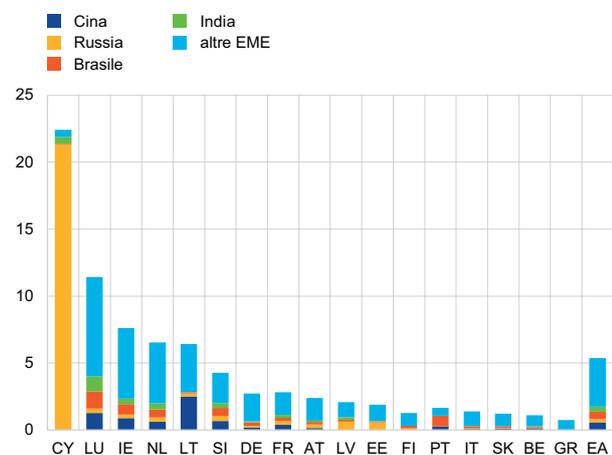
¹⁹ La quota dei consumi di beni energetici primari da parte dei paesi non aderenti all'OCSE era pari al 57,5 per cento nel 2014. Cfr. BP, *BP Statistical Review of World Energy*, giugno 2015.

²⁰ Cfr. FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2015.

Grafico 14

Investimenti di portafoglio dei paesi dell'area dell'euro verso le EME

(investimenti di portafoglio verso le EME in percentuale delle attività estere totali)



Fonti: Coordinated Portfolio Investment Survey dell'FMI ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra gli investimenti verso le EME in percentuale degli investimenti esteri totali in titoli nella seconda metà del 2014 (ultimi dati disponibili). La Spagna e Malta non sono riportate per mancanza di dati. Le EME considerate sono Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea del Sud, Egitto, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Russia, Singapore, Sudafrica, Taiwan, Thailandia, Turchia e Venezuela.

di fiducia internazionale che potrebbero derivare da un aumento dei timori per le prospettive economiche.

Nel 2015 le turbolenze finanziarie erano confinate a poche EME fra le più fragili, e le ripercussioni sull'area dell'euro sono state contenute in modo piuttosto efficace. Ciò nonostante, considerato l'aumento sostenuto del debito osservato nelle EME negli ultimi anni, vi è la possibilità che si manifestino nuove turbolenze. In tal caso, l'aumento dell'avversione al rischio e dell'incertezza potrebbe avere un forte impatto sull'economia internazionale. Nella seconda metà del 2015 e agli inizi del 2016 i marcati ribassi dei mercati azionari in Cina hanno già provocato una volatilità significativa in tutti i mercati azionari del mondo²¹. Questi sviluppi tendono a corroborare la tesi secondo cui le EME hanno il potenziale di innescare shock di fiducia e shock finanziari in grado di incidere sull'economia mondiale.

5 Conclusioni

Guardando al futuro, è probabile che le accresciute incertezze per le prospettive delle EME rimangano un importante fattore di rischio per l'economia mondiale.

La crescita potenziale si è indebolita in un contesto caratterizzato da un calo dell'accumulazione di capitale, una minore crescita della produttività e tendenze demografiche sfavorevoli. Altri fattori hanno giocato un ruolo avverso, come la debolezza della domanda estera, i ribassi delle materie prime (che hanno inciso in particolare sulle economie esportatrici) e l'inasprimento delle condizioni finanziarie internazionali. Molte EME si stanno adeguando a questa nuova realtà. In varie economie il rallentamento ha portato alla luce impedimenti strutturali che stanno limitando in misura sempre maggiore il potenziale di crescita. In altre ha esacerbato gli squilibri macroeconomici preesistenti. Sarà difficile affrontare con successo queste sfide in tempi brevi. Il processo di riequilibrio in corso è necessario per assicurare una crescita sostenibile nel medio periodo, ma la transizione rischia di essere accidentata e insidiosa.

Il rallentamento nelle EME ha già prodotto un impatto di freno considerevole sulla crescita mondiale nonché effetti avversi, per quanto modesti, sull'attività nell'area dell'euro.

L'indebolimento della domanda nelle EME ha inciso sulle esportazioni dell'area dell'euro. Gli effetti sfavorevoli del rallentamento nelle EME, tuttavia, sono stati in parte controbilanciati dall'impulso impartito al reddito reale disponibile dal calo dei prezzi delle materie prime. In futuro i rischi per le prospettive economiche delle EME restano negativi. Un ulteriore rallentamento generalizzato e pronunciato in queste economie potrebbe avere un impatto avverso ingente sulle prospettive dell'economia mondiale.

²¹ Cfr. il riquadro "Understanding the links between China and the euro area", *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2015.

Strategie di riduzione del debito pubblico nell'area dell'euro

Il presente articolo analizza i fattori economici e istituzionali che favoriscono l'abbassamento dei livelli elevati del rapporto fra il debito pubblico e il PIL nell'area dell'euro. A tal fine, prende in esame i passati episodi di riduzione del debito e valuta – quale esempio di strategia tradotta in termini operativi per l'abbassamento del debito pubblico – la regola del debito sancita nel Patto di stabilità e crescita (PSC) riformato.

1 Introduzione

Molti paesi dell'area dell'euro non hanno sfruttato la congiuntura economica favorevole antecedente la crisi per costituire margini di bilancio a fronte di futuri casi di rallentamento economico. Ciò ha concorso a far salire rapidamente il debito pubblico su livelli elevati dopo lo scoppio della crisi. È comunemente riconosciuto che un forte indebitamento rende i paesi vulnerabili agli shock economici e può ostacolare la crescita in diversi modi. La riduzione dei livelli persistentemente alti del debito rimane quindi uno dei principali obiettivi delle politiche economiche. Come importante insegnamento tratto dalla crisi, nel 2011 è stato quindi rafforzato il quadro di governance dell'UE per le finanze pubbliche anche mediante l'introduzione di una regola relativa al debito. Tale regola ha reso operativo il criterio del debito ai sensi del Trattato di Maastricht nel quadro del PSC, che non era di fatto stato attuato fino ad allora.

La regola del PSC relativa al debito costituisce un fattore vincolante soprattutto per i paesi fortemente indebitati. Alla luce del contesto di crescita e inflazione bassa, alcuni di questi paesi hanno di recente faticato a realizzare le azioni di risanamento dei conti pubblici richieste per portare il debito sull'opportuno percorso di riduzione nonostante l'onere decrescente dei pagamenti per interessi. Su questo sfondo, l'articolo esamina l'esperienza dei passati episodi di riduzione del debito e valuta la regola del PSC relativa al debito come esempio di strategia operativa per l'abbassamento del debito pubblico.

L'articolo è strutturato come segue: la seconda sezione riflette sui meriti di una riduzione dell'elevato rapporto debito pubblico/PIL e considera i fattori principali alla base dei recenti episodi di raggiungimento di tale obiettivo; la terza analizza l'aumento dei livelli di debito durante la crisi, per poi concentrarsi sulla regola del PSC relativa al debito e sulla sua applicazione come esempio di strategia operativa di riduzione del debito pubblico; la quarta presenta alcune conclusioni.

2 Il debito pubblico e la sostenibilità dei conti pubblici nel lungo periodo

2.1 Le conseguenze economiche di un elevato livello del debito pubblico

Un elevato debito pubblico causa significativi problemi economici e riduce la tenuta dell'economia agli shock. Esso può esercitare pressioni sfavorevoli sull'economia attraverso molteplici canali.

In primo luogo, un alto onere del debito pubblico rende l'economia più vulnerabile agli shock macroeconomici e limita il margine per l'attuazione di politiche di bilancio anticicliche. Un elevato fabbisogno finanziario del settore pubblico può accrescere l'esposizione di un paese agli shock di liquidità e ai rischi di insolvenza dell'emittente sovrano. L'indebolimento della crescita in termini reali oppure shock inflazionistici accrescono l'onere del debito in termini reali e i costi di bilancio sono maggiori se il livello iniziale del debito è elevato. Diventa quindi più probabile che gli investitori dubitino della sostenibilità delle politiche fiscali di un paese con un elevato onere del debito, specie se i precedenti risultati di bilancio sono scarsi e le prospettive di crescita poco favorevoli. Ciò può accrescere la volatilità e frenare l'attività economica in quanto la vulnerabilità percepita del paese può propagarsi ad altri settori o giurisdizioni, specialmente all'interno di unioni economiche e monetarie integrate¹. Un elevato onere del debito limita la capacità della politica di bilancio di contrastare uno shock negativo dal lato della domanda o può ostacolare la ripresa se risulta necessario attuare politiche procicliche in una fase di recessione.

In secondo luogo, un elevato onere del debito pubblico comporta la necessità di mantenere ampi avanzi primari per periodi lunghi² e questo potrebbe risultare difficile in circostanze politiche o economiche fragili. Come spiegato in precedenza, è difficile mantenere ampi avanzi primari in condizioni economiche avverse. Le crisi bancarie in particolare sono associate a elevate passività potenziali e questo può determinare rapidamente un deterioramento delle posizioni di bilancio, spesso con effetti durevoli, come conseguenza del processo di aggiustamento dei bilanci. Inoltre, anche se la capacità di un paese di mantenere ampi avanzi primari dipende tra l'altro dalla qualità delle sue istituzioni e da fattori politici, è più probabile che l'azione di risanamento dei conti pubblici perda slancio in un contesto di forte indebitamento in cui la correzione richiesta deve essere consistente per un periodo di tempo lungo. Infine, l'approssimarsi delle elezioni tende a ridurre la reattività della politica di bilancio all'ampliamento dell'onere del debito.

¹ Per un approfondimento delle interazioni fra la politica monetaria, le politiche di bilancio e il settore finanziario all'interno dell'Unione economica e monetaria, cfr. gli articoli *Una sola politica monetaria e numerose politiche di bilancio: come assicurare il regolare funzionamento dell'UEM* e *Interazioni fra la politica monetaria e le politiche di bilancio all'interno di un'Unione monetaria*, rispettivamente nei numeri di luglio 2008 e luglio 2012 del Bollettino mensile della BCE.

² Cfr. anche il riquadro *La passata esperienza dei paesi dell'UE nel mantenere elevati avanzi primari di bilancio* nel numero di giugno 2011 del Bollettino mensile della BCE.

In terzo luogo, e in connessione con le osservazioni precedenti, la letteratura teorica ed empirica indica che un elevato onere del debito pubblico può in definitiva ostacolare la crescita nel lungo periodo³. Ciò vale in particolare nel caso in cui il debito viene utilizzato per finanziare spese non produttive o per accumulare stock di capitali pubblici superiori ai livelli ottimali (di massimizzazione della crescita)⁴. Il debito pubblico può contribuire a modulare i consumi e a finanziare investimenti di grande entità, ma al di sopra di un determinato livello tale capacità di finanziamento è limitata. Una lunga serie di studi⁵ ha riscontrato che un debito pubblico elevato può influire sulla crescita per il tramite dei canali dei differenziali dei tassi del debito sovrano (effetti di fiducia), dello spiazzamento degli investimenti del settore privato, della minore capacità di finanziare gli investimenti pubblici futuri, dell'espansione del risparmio precauzionale (in previsione di futuri aumenti delle imposte) e della maggiore incertezza. Seppure con una notevole eterogeneità tra paesi, vari studi rivelano che nella media di un panel di economie avanzate possono emergere effetti negativi sulla crescita a livelli attorno all'80-100 per cento del PIL⁶. Analoghi livelli di debito sono presenti nella letteratura sui primi segnali di tensioni sul debito sovrano. Ad esempio, il quadro di riferimento per l'analisi della sostenibilità del debito del Fondo monetario internazionale (FMI) adotta un rapporto debito/PIL dell'85 per cento come segnale dell'esistenza di rischi di bilancio nelle economie avanzate e la Commissione europea segue un approccio simile nella propria metodologia⁷.

L'obiettivo di mantenere i rapporti debito/PIL su livelli prudenti, ad esempio al di sotto della soglia del 60 per cento fissata nel PSC, accresce l'importanza di costituire margini di bilancio sufficienti a fronteggiare shock macroeconomici avversi e i costi previsti dell'invecchiamento demografico. Diversi studi in letteratura distinguono tra livelli di debito ottimali o di equilibrio e livelli rischiosi o limiti oltre i quali esiste il rischio di inadempienza del paese. In molti di questi studi il rapporto debito/PIL di equilibrio è stimato o calibrato approssimativamente pari (o

³ I contributi teorici ed empirici alla materia sono aumentati in misura significativa dalla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro. Per analisi recenti, cfr.: Dieppe, A. e Guarda, P. (a cura di), "Public debt, population ageing and medium-term growth", *Occasional Paper Series*, n. 165, BCE, 2015; il riquadro *Effetti sulla crescita di un elevato debito pubblico* nel numero di marzo 2013 del Bollettino mensile della BCE; Reinhart, C., Reinhart, V. e Rogoff, K., "Public debt overhangs: advanced-economy episodes since 1800", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 26, n. 3, 2012, pagg. 69-86.

⁴ Cfr. Aizenman, J., Kletzer, K. e Pinto, B., "Economic Growth with Constraints on Tax Revenues and Public Debt: Implications for Fiscal Policy and Cross-Country Differences", *NBER Working Paper*, n. 12750, 2007 e Checherita-Westphal, C., Hughes-Hallett, A. e Rother, P., "Fiscal sustainability using growth-maximising debt targets", *Applied Economics*, vol. 46(6), febbraio 2014, pagg. 638-647.

⁵ Cfr. i contributi citati nella nota 3.

⁶ Cfr. ad esempio Reinhart, Reinhart e Rogoff (2012), op. cit.; Checherita, C. e Rother, P., "The impact of high and growing government debt on economic growth: an empirical investigation for the euro area", *European Economic Review*, vol. 56, n. 7, 2012, pagg. 1392-1405; Cecchetti, S., Mohanty, M. e Zampolli, F., "The real effects of debt", *Working Paper Series*, n. 352, Banca dei regolamenti internazionali, 2011.

⁷ Cfr. *Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries*, FMI, 2013 e *Fiscal Sustainability Report 2015*, Commissione europea, 2015.

inferiore) al 60 per cento del PIL⁸. Verosimilmente, il livello specifico varia da paese a paese e dipende da un ampio ventaglio di elementi quali le caratteristiche strutturali dell'economia e i fattori istituzionali. Il volume di attività, specie liquide, detenute dalle amministrazioni pubbliche e la struttura del debito in termini di scadenze e detentori costituiscono altre determinanti importanti della propensione degli investitori a detenere oppure evitare i titoli emessi da un determinato soggetto sovrano. Al tempo stesso, i limiti al debito basati su stime dei dati precedenti non tengono generalmente conto di varie fonti di passività potenziali delle amministrazioni pubbliche. Anche se le proiezioni più recenti della spesa pubblica connessa all'invecchiamento della popolazione nell'area dell'euro indicano andamenti più favorevoli rispetto al passato, tale onere è ancora previsto significativo⁹.

Inoltre, durante gli episodi di tensione finanziaria, sufficienti margini di bilancio sono essenziali per sostenere la fiducia nella capacità del governo di salvaguardare la stabilità finanziaria¹⁰.

Nell'insieme, in un'ottica generale di policy, i riscontri esistenti segnalano l'importanza di abbassare i livelli elevati del debito pubblico per ripristinare la sostenibilità dei conti pubblici e sostenere il rafforzamento dei fondamentali.

Se l'evidenza empirica sta a indicare che la relazione fra debito e crescita è bidirezionale e che le crisi economiche, finanziarie e del debito sovrano rafforzano l'impatto negativo esercitato da ognuna di esse sul prodotto e sul benessere, il mantenimento del rapporto debito/PIL su livelli prudenti è essenziale per evitare ulteriori crisi del debito sovrano.

2.2 Insegnamenti tratti dai passati episodi di riduzione del debito pubblico

Vari lavori accademici hanno studiato i passati episodi di forte riduzione del debito pubblico e hanno riscontrato che è stata necessaria la presenza di un insieme di fattori in grado di abbassare i livelli di debito¹¹. Tra questi figurano

⁸ Ghosh et al. (2013) riscontrano rapporti debito/PIL "di equilibrio" o di lungo periodo molto inferiori per i paesi dell'area dell'euro (nella media del panel, 62 o 74 per cento a seconda delle ipotesi) rispetto ai limiti oltre i quali interviene il rischio di inadempienza. Checherita-Westphal et al. (2014), op. cit., rilevano un livello ottimale del 50 per cento del PIL per un panel di paesi dell'area dell'euro sulla base delle stime medie della produttività del capitale pubblico. Analogamente, Fall et al. (2015) riscontrano un livello del debito "ottimale" connesso al ruolo del debito pubblico nel finanziamento delle infrastrutture pubbliche al 50-80 per cento del PIL. Cfr. Ghosh, A., Kim, J., Mendoza, E., Ostry, J. e Qureshi, M., "Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies", *Economic Journal*, vol. 123(566), 2013; Fall, F., Bloch, D., Fournier, J.-M. e Hoeller, P., "Prudent debt targets and fiscal frameworks", *OECD Economic Policy Papers*, n. 15, luglio 2015.

⁹ Cfr. "The 2015 Ageing Report", *European Economy*, 3/2015, Commissione europea, 2015.

¹⁰ Tenuto conto fra l'altro del circolo vizioso fra banche e debito sovrano venutosi a creare durante la crisi, il conseguente rallentamento osservato per l'economia reale e il settore finanziario ha comportato un livello significativo di costi di bilancio e di passività potenziali per i governi. Per una disamina recente, cfr. l'articolo *L'impatto fiscale degli interventi a sostegno del settore finanziario durante la crisi* nel numero 6/2015 di questo Bollettino.

¹¹ Cfr. Nickel, C., Rother, P. e Zimmerman, L., "Major public debt reductions: lessons from the past, lessons for the future", *Working Paper Series*, n. 1241, BCE, 2012; Baldacci, E., Gupta, S. e Mulas-Granados, C., "Restoring Debt Sustainability After Crises: Implications for the Fiscal Mix", *IMF Working Paper*, WP/10/232, 2010; Abbas, S., Akitoby, B., Andritzky, J., Berger, H., Komatsuzaki, T. e Tyson, J., "Dealing with High Debt in an Era of Low Growth", *IMF Staff Discussion Note*, SDN/13/07, settembre 2013.

in particolare le azioni di riequilibrio dei conti pubblici, le misure che promuovono la crescita (quali ad esempio l'attuazione di riforme strutturali), un orientamento della politica monetaria favorevole alla ripresa e di norma anche consistenti programmi di privatizzazione.

Il riequilibrio durevole dei conti pubblici richiede diversi elementi. Più nello specifico, la riduzione del debito sembra maggiormente efficace quando si basa su un ridimensionamento permanente della spesa corrente (non produttiva). Altri fattori importanti sono: il rafforzamento delle istituzioni, compresa la definizione di validi quadri di bilancio basati su regole; l'esistenza di amministrazioni pubbliche efficaci; il sostegno di altri ambiti di policy, in particolare una politica monetaria orientata verso la stabilità dei prezzi e riforme strutturali in grado di rafforzare la capacità potenziale dell'economia di risolvere il problema del debito con la crescita. In questo contesto, il riquadro 1 presenta alcuni scenari relativi all'evoluzione del debito nell'area dell'euro dai quali si evince che diversi fattori – come le variazioni della crescita potenziale e dei tassi di interesse – influiscono sull'accumulo di debito da parte delle amministrazioni pubbliche.

L'esperienza passata mostra che molti Stati membri dell'UE hanno registrato avanzi primari significativi per periodi di tempo prolungati¹². Ciò vale in particolare per i paesi posti di fronte a livelli elevati e crescenti di debito pubblico in rapporto al PIL. La stabilizzazione e la riduzione del debito delle amministrazioni pubbliche ha generalmente richiesto un sostenuto sforzo iniziale di risanamento che ha permesso di conseguire considerevoli avanzi primari, mantenuti poi per un protratto periodo di tempo. Se il conseguimento di ampi avanzi primari può essere più difficile nell'attuale contesto di debolezza economica, le condizioni favorevoli dei tassi di interesse generano risparmi fiscali che dovrebbero essere utilizzati per ridurre il debito soprattutto nei paesi fortemente indebitati.

Riquadro 1

Scenari relativi all'evoluzione del debito nell'area dell'euro

Gli andamenti del debito pubblico sono determinati da tre fattori principali: l'effetto "snowball", il saldo primario delle amministrazioni pubbliche e il raccordo disavanzo-debito (Deficit-Debt Adjustment, DDA). L'equazione standard relativa all'accumulo del debito riassume quanto sopra come segue¹³:

$$\Delta b_t = \frac{i_t - g_t}{1 + g_t} b_{t-1} - p b_t + d d a_t$$

¹² Nell'insieme, dieci Stati membri dell'UE (Belgio, Bulgaria, Danimarca, Irlanda, Spagna, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Finlandia e Svezia) hanno registrato episodi ininterrotti di avanzo primario per dieci o più anni dalla fine degli anni '70. In termini cumulati fino al 2009, sette Stati membri dell'UE (Belgio, Bulgaria, Danimarca, Irlanda, Lussemburgo, Paesi Bassi e Finlandia) hanno evidenziato un avanzo primario superiore al 50 per cento del PIL. Cfr. i riquadri *La dinamica del debito pubblico e del saldo di bilancio primario negli Stati membri dell'UE* e *La passata esperienza dei paesi dell'UE nel mantenere elevati avanzi primari di bilancio* rispettivamente nei numeri di marzo e giugno 2011 del Bollettino mensile della BCE.

¹³ Per maggiori dettagli, cfr. l'articolo *La sostenibilità delle finanze pubbliche nell'area dell'euro* nel numero di aprile 2011 del Bollettino mensile della BCE.

La variazione del rapporto debito pubblico/PIL (Δb_t) in ciascun periodo è espressa come la somma del saldo primario attuale¹⁴ (pb_t), dell'effetto "snowball" (primo termine a destra¹⁵), che coglie l'impatto congiunto della spesa per interessi sulle consistenze cumulate di debito e della crescita del PIL in termini reali e dell'inflazione sul rapporto debito/PIL (attraverso il denominatore). Infine, il raccordo disavanzo-debito (dda_t) corrisponde a quella parte della variazione del rapporto debito/PIL che non si riflette nel disavanzo. Questi raccordi tra stock e flussi possono derivare ad esempio da operazioni finanziarie delle amministrazioni pubbliche oppure da proventi da privatizzazioni. I DDA hanno svolto un ruolo importante durante la crisi finanziaria¹⁶.

Per analizzare gli scenari di politica di bilancio e l'impatto degli stessi sull'accumulo del debito sono di norma utilizzate proiezioni deterministiche¹⁷. Nella relazione 2015 sulla sostenibilità di bilancio (*Fiscal Sustainability Report 2015*)¹⁸, la Commissione europea presenta le proiezioni per il debito a medio termine degli Stati membri dell'UE assieme ai valori aggregati relativi all'UE e all'area dell'euro fino al 2026. La relazione fa tra l'altro riferimento a uno scenario di base che ipotizza l'assenza di variazioni della politica di bilancio e uno che assume il rispetto dei requisiti del meccanismo preventivo del PSC. Sulla base delle ipotesi fondamentali sottiacenti il *Fiscal Sustainability Report 2015* della Commissione europea, il grafico A riporta una serie di scenari per il debito relativi all'aggregato dell'area dell'euro. Lo scenario di base per l'area dell'euro ipotizza una crescita potenziale dell'1,1 per cento in media nel periodo 2016-2026, mentre la crescita del deflatore del PIL dovrebbe salire gradualmente dall'1,2 al 2 per cento fra il 2016 e il 2020 per poi mantenersi costante. La chiusura dell'output gap è prevista per il 2020. Viene ipotizzato un aumento del tasso di interesse implicito¹⁹ dal 2,5 al 3,7 per cento nell'orizzonte di proiezione. Le proiezioni di base tengono conto dell'aumento della spesa connessa all'invecchiamento della popolazione previsto nella relazione 2015 sull'invecchiamento demografico (*2015 Ageing Report*) elaborata dalla Commissione europea.

Nell'ipotesi di invarianza delle politiche, l'incidenza del debito aggregato dell'area dell'euro sul PIL scenderebbe da circa il 94 per cento nel 2015 a circa l'84 per cento nel decennio successivo (cfr. la linea blu nel grafico A)²⁰. Il calo corrisponde a una flessione

¹⁴ Il saldo primario delle amministrazioni pubbliche è definito come il saldo complessivo al netto della spesa per interessi.

¹⁵ g_t denota la crescita del PIL in termini nominali e \hat{I}_t il tasso di interesse medio sul debito pubblico in essere.

¹⁶ Cfr. l'articolo *L'impatto fiscale degli interventi a sostegno del settore finanziario durante la crisi* nel numero 6/2015 di questo Bollettino.

¹⁷ Le proiezioni deterministiche del debito tradizionali si basano sull'equazione di accumulazione del debito e di norma valutano l'impatto delle variazioni delle variabili determinanti attraverso analisi di scenario.

¹⁸ Cfr. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip018_en.pdf

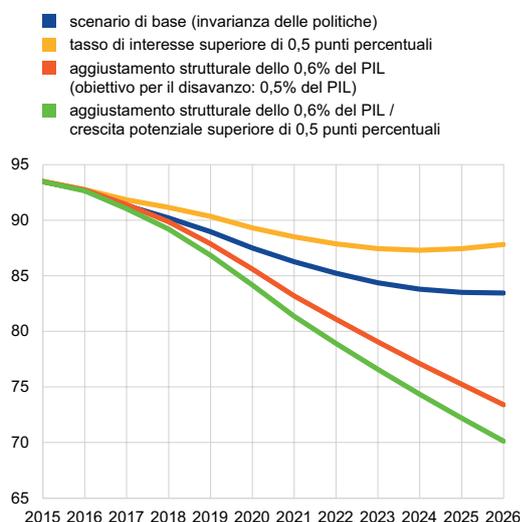
¹⁹ Il tasso di interesse implicito sul debito pubblico viene calcolato come la spesa per interessi sul debito dell'anno precedente in percentuale del debito dell'anno corrente.

²⁰ Lo scenario di base che ipotizza l'invarianza delle politiche nell'area dell'euro è fondato sulle ipotesi del *Fiscal Sustainability Report 2015* della Commissione europea. Fino al 2017, le proiezioni sul debito si basano sulle previsioni dell'inverno 2016 della Commissione europea. Dal 2018 (e fino al 2026) viene ipotizzato un andamento della crescita potenziale in linea con i profili per paese concordati nel Gruppo di lavoro sugli output gap (Output Gaps Working Group) del Comitato per la politica economica. Si assume che i tassi di interesse reali a lungo termine convergano verso il 3 per cento. Inoltre, si ipotizza che l'inflazione misurata dalla variazione del deflatore del PIL converga verso il 2 per cento entro il 2020 in parallelo con la chiusura dell'output gap. Secondo le ipotesi, il saldo strutturale dovrebbe risentire esclusivamente dei costi connessi all'invecchiamento demografico – come previsto nel *2015 Ageing Report* – e delle variazioni ipotizzate della spesa per interessi.

Grafico A

Scenari relativi all'evoluzione del debito nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)



Fonti: previsioni dell'inverno 2016 della Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

media annua del debito di circa l'1 per cento del PIL tra il 2016 e il 2026. Approssimativamente due terzi della correzione in termini nominali risulterebbero dagli avanzi primari, mentre il resto sarebbe connesso a un effetto "snowball" che determinerebbe (in media) una riduzione del debito. Si prevede tuttavia che questo secondo effetto passi a provocare un aumento del debito verso la fine del periodo in relazione all'ipotizzato aumento della spesa per interessi. Al tempo stesso, la crescita dei costi di bilancio connessi all'invecchiamento della popolazione ridurrebbe gradualmente gli avanzi primari. Entrambi gli effetti spiegano l'appiattimento del profilo del debito nella seconda metà dell'orizzonte di proiezione. La correzione del debito

aggregato dell'area dell'euro nello scenario di invarianza delle politiche è inferiore a quella richiesta dalla regola del PSC relativa al debito (per una descrizione, cfr. la sezione 3.2).

Un tasso di interesse superiore di 0,5 punti percentuali collocherebbe il debito su una traiettoria ascendente verso la fine del periodo considerato (cfr. la linea gialla nel grafico).

In questo scenario, il tasso di interesse implicito sul debito pubblico è ipotizzato superiore di 0,5 punti percentuali a partire dal 2017. Rispetto allo scenario di base (cfr. la linea blu), la correzione media del debito nel periodo 2016-2026 scenderebbe da circa l'1 allo 0,5 per cento del PIL.

La dinamica meno favorevole del debito sarebbe principalmente connessa al fatto che l'effetto "snowball" inizia a sospingere il debito verso l'alto prima di quanto avviene nello scenario di base, poiché l'aumento dell'onere per interessi è superiore all'impatto al ribasso sul debito esercitato dalla crescita del PIL in termini nominali.

Una correzione strutturale in linea con quanto previsto nel meccanismo preventivo del PSC collocherebbe il rapporto debito/PIL aggregato dell'area dell'euro su una traiettoria discendente più accentuata, conformemente ai requisiti di una riduzione "in misura sufficiente" contenuti nella regola relativa al debito (cfr. la linea rossa nel grafico A). In base alla matrice che precisa gli obblighi di aggiustamento nel quadro del meccanismo preventivo del PSC²¹, lo scenario ipotizza un miglioramento annuo del saldo strutturale pari allo 0,6 per cento del PIL (a partire dal 2017) fino al raggiungimento di un obiettivo per il disavanzo strutturale dello 0,5 per cento del PIL. Tale correzione ridurrebbe il debito di circa il 2 per cento del PIL in media ogni anno fino al 2026 e consentirebbe quindi di soddisfare il requisito della regola del PSC relativa al debito. La maggiore correzione del debito rispetto allo scenario di base di invarianza delle politiche

²¹ Cfr. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0012&rid=1>

risulterebbe da un avanzo primario significativamente maggiore di circa l'1,5 per cento del PIL lungo l'orizzonte di proiezione.

L'ipotesi di una maggiore crescita del PIL potenziale si traduce in una traiettoria più favorevole del debito (cfr. la linea verde nel grafico). In questo scenario la correzione strutturale è associata a un aumento del tasso di crescita del PIL potenziale di 0,5 punti percentuali dal 2016, che potrebbe essere collegato ad esempio all'attuazione di riforme strutturali. Di conseguenza, l'effetto "snowball" diviene più negativo (vale a dire, riduce ulteriormente il debito) e questo determina un calo medio annuo del debito superiore al 2 per cento del PIL ogni anno nel periodo 2016-2026. La connessa correzione del debito sarebbe in linea con il requisito di una riduzione "in misura sufficiente" contenuto nella regola relativa al debito.

3 La regola del debito nel Patto di stabilità e crescita

3.1 Andamenti del debito pubblico nell'area dell'euro prima della crisi

Negli anni antecedenti la crisi del debito sovrano, molti paesi dell'area dell'euro non hanno sfruttato le opportunità offerte dal contesto economico e finanziario favorevole per costituire margini di bilancio a fronte di shock avversi. Una crescita robusta ma solo transitoria delle entrate, sorretta da un aumento insostenibile della domanda interna, è stata considerata permanente e questo ha innescato un ampliamento della spesa pubblica strutturale. Al tempo stesso, in molti paesi il considerevole calo degli oneri per interessi nel periodo antecedente l'avvio dell'Unione economica e monetaria (UEM) e nei primi anni della stessa è stato usato principalmente per aumentare la spesa invece che per ridurre il disavanzo e il debito delle amministrazioni pubbliche²². Di conseguenza, molti paesi dell'area dell'euro hanno compiuto progressi scarsi o nulli verso il rafforzamento della loro posizione di bilancio di fondo. In diversi Stati membri, il saldo strutturale si è di fatto deteriorato in questa fase di vigorosa crescita economica²³. Di conseguenza, anche se il rapporto debito pubblico/PIL è diminuito in molti paesi dell'area dell'euro negli anni antecedenti la crisi, la flessione è stata significativamente inferiore a quella auspicabile nelle circostanze economiche favorevoli dell'epoca. Di fatto, con la notevole eccezione del Belgio dove l'elevato rapporto fra debito pubblico e PIL è diminuito di circa 20 punti percentuali, vari paesi con i livelli di debito più elevati all'interno dell'area dell'euro agli inizi del decennio scorso hanno registrato aumenti ulteriori (ad esempio, il Portogallo) o cali solo molto ridotti (ad esempio, Grecia e Italia) nel periodo 2000-2007 (cfr. grafico 1). Quindi, anche il periodo di forte espansione antecedente la crisi non ha determinato

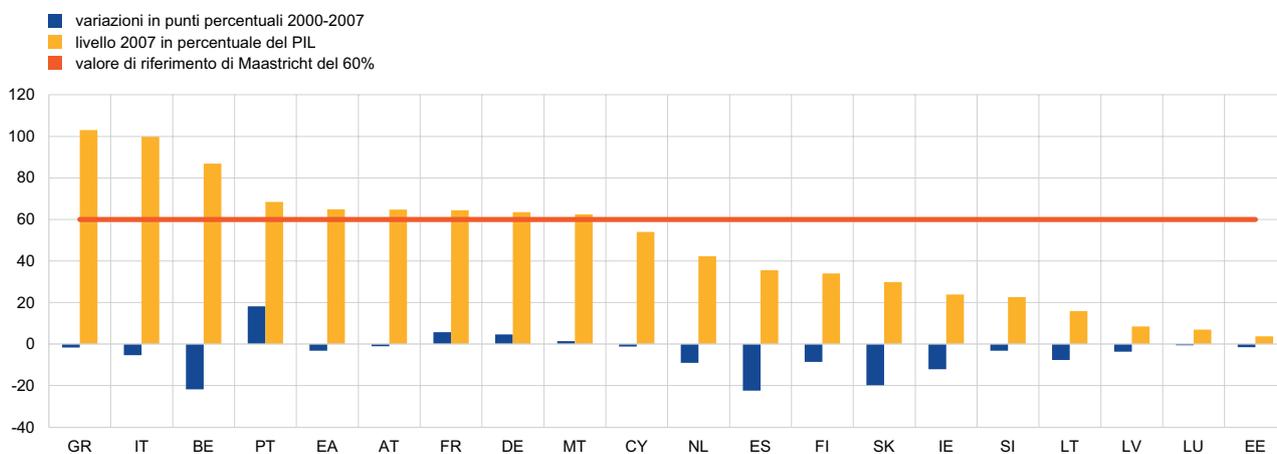
²² Cfr. anche *L'UEM e la conduzione delle politiche di bilancio* nel numero di gennaio 2004 del Bollettino mensile della BCE.

²³ Per una descrizione generale degli squilibri di bilancio prima della crisi, cfr. Kamps, C., de Stefani, R., Leiner-Killingner, N., Ruffer, R. e Sondermann, D., "The identification of macroeconomic imbalances: unexploited synergies under the strengthened EU governance framework", *Occasional Paper Series*, n. 157, BCE, 2014 e van Riet, A. (a cura di), "Euro area fiscal policies and the crisis", *Occasional Paper Series*, n. 109, BCE, 2010.

Grafico 1

Livello e variazione del rapporto debito pubblico/PIL nel periodo 2000-2007

(in percentuale del PIL)



Fonti: AMECO ed elaborazioni della BCE.

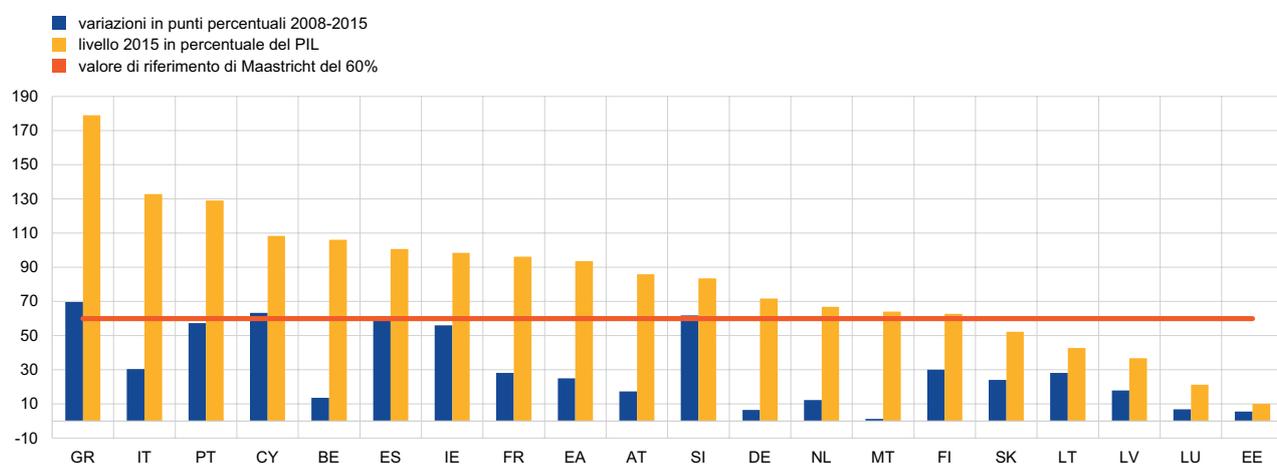
una diminuzione tendenziale degli elevati rapporti debito pubblico/PIL. Nel 2007 diversi paesi hanno registrato livelli molto superiori al valore di riferimento del 60 per cento fissato nel Trattato di Maastricht.

L'esplosione della crisi nel 2008 è stato seguito da un rapido accumulo del debito pubblico (cfr. grafico 2). Ciò va ricondotto al calo della crescita del PIL in termini reali, all'aumento dei rendimenti obbligazionari e al sostegno a volte considerevole fornito al settore finanziario. Si stima che il rapporto debito/PIL aggregato dell'area dell'euro abbia raggiunto un massimo nel 2014 al 94,5 per cento, dal 68,5 del 2007. L'incidenza del debito sul PIL nel 2015 sarebbe stata inferiore al valore di riferimento del 60 per cento in soli cinque dei 19 paesi che compongono l'area dell'euro, mentre sarebbe risultata superiore al 90 per cento in otto paesi

Grafico 2

Rapporto fra il debito delle amministrazioni pubbliche e il PIL nei paesi dell'area dell'euro nel periodo 2008-2015

(in percentuale del PIL)



Fonti: Previsioni dell'inverno 2016 della Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

e addirittura al 100 per cento in sei di questi (cfr. le previsioni dell'inverno 2016 pubblicate dalla Commissione europea).

Quando è stato attuato nel 1997, il Patto di stabilità e crescita dell'UE intendeva anche limitare la tendenza all'accumulo di disavanzo osservata in molti paesi dell'UE a partire dagli anni '70. La tendenza dei governi a condurre la politica di bilancio in modo miope con un'insufficiente focalizzazione sulle pressioni sulla spesa a medio termine e la sostenibilità dei conti pubblici nel lungo periodo determina prociclicità e un aumento del rapporto debito pubblico/PIL²⁴. Il PSC pertanto ancora le politiche di bilancio decentrate degli Stati membri dell'UE sulla base di valori di riferimento per il disavanzo pubblico e il debito fissati nel Trattato di Maastricht rispettivamente al 3 e 60 per cento del PIL. Inoltre la riforma del PSC attuata nel 2005 ha introdotto nell'ambito del meccanismo preventivo gli obiettivi di bilancio a medio termine (OMT), che fissano valori obiettivo specifici per paese per il saldo strutturale nel medio periodo e che sono volti tra l'altro ad assicurare la sostenibilità del debito tenendo altresì conto dei costi di bilancio connessi all'invecchiamento della popolazione²⁵.

Di fatto, il criterio del debito contenuto nel Patto non è mai stato attuato dall'avvio dell'UEM. In primo luogo, il monitoraggio del criterio del disavanzo contemplato dal PSC era stato ritenuto sufficiente dalla Commissione europea e dal Consiglio europeo per orientare le politiche di bilancio nazionali verso posizioni debitorie sostenibili²⁶. Questo è uno dei motivi per i quali scostamenti significativi dal valore di riferimento del 60 per cento del PIL per un periodo di tempo prolungato non hanno indotto il Consiglio ad adottare misure procedurali volte ad assicurare il ritorno verso la soglia del debito stabilita dal Trattato. In secondo luogo, il requisito di una riduzione "in misura sufficiente" fissato nel Trattato²⁷ non era stato reso operativo prima dell'introduzione del parametro di riferimento per la riduzione del debito nel 2011. In terzo luogo, forti scostamenti dai requisiti di sforzo strutturale di riferimento previsti dal meccanismo preventivo del Patto per assicurare progressi sufficienti verso posizioni di bilancio solide non erano penalizzati. In assenza di un meccanismo per la correzione degli sconfinamenti precedenti, tutto questo ha contribuito all'accumulo del debito pubblico.

²⁴ Cfr. ad esempio Hagen, J. von e Harden, I., "Budget processes and commitment to fiscal discipline", *European Economic Review*, vol. 39, 1995.

²⁵ Gli OMT sono fissati dagli Stati membri in base alle circostanze specifiche dei singoli paesi. Essi devono rispettare dei valori minimi e soddisfare tre scopi: a) gli Stati membri mantengono un margine di sicurezza rispetto al valore di riferimento per il disavanzo pari al 3 per cento del PIL durante le fasi di rallentamento del ciclo economico; b) il debito degli Stati membri è sostenibile tenendo conto degli effetti economici e di bilancio dell'invecchiamento demografico (vale a dire mediante un'anticipazione parziale del finanziamento degli aumenti previsti della spesa pubblica collegati all'invecchiamento della popolazione assicurando al tempo stesso la convergenza del rapporto fra debito e PIL al 60 per cento nel lungo periodo); c) agli Stati membri è consentito un certo margine per le manovre di bilancio, in particolare per tutelare gli investimenti pubblici. Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro *L'efficacia dell'obiettivo di medio termine per ancorare le politiche di bilancio* nel numero 4/2015 di questo Bollettino.

²⁶ Cfr. ad esempio la Parte IV del *Report on Public Finances in EMU 2015* pubblicato dalla Commissione europea, che rileva come il rapporto debito/PIL non abbia svolto un ruolo significativo nel determinare le raccomandazioni del Consiglio nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi.

²⁷ Cfr. l'articolo 126, paragrafo 2, lettera b), del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea.

Regole di bilancio che riguardano direttamente il livello del debito pubblico hanno il vantaggio di considerare gli andamenti passati dei conti pubblici. Più nello specifico, gli andamenti che trovano riflesso in variazioni del saldo primario di bilancio, l'evoluzione della spesa per interessi e il raccordo disavanzo-debito (come ad esempio il sostegno pubblico al settore finanziario) hanno come effetto cumulato la variazione del livello del debito pubblico. Di conseguenza, l'aumento di tale livello è meno probabile con regole relative al debito fatte osservare efficacemente rispetto a regole riguardanti il disavanzo che non comportano la correzione di sconfinamenti di bilancio precedenti^{28, 29}.

3.2 Le caratteristiche della regola del PSC relativa al debito

Come importante insegnamento tratto dalla crisi del debito sovrano, il criterio del debito contemplato dal Trattato dell'UE è stato reso operativo nel quadro delle riforme note come "six-pack" entrate in vigore a novembre 2011. L'articolo 126, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea prevede che la conformità alla disciplina di bilancio nell'UE sia esaminata in base tra l'altro al seguente criterio: "se il rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo superi un valore di riferimento, a meno che detto rapporto non si stia riducendo in misura sufficiente e non si avvicini al valore di riferimento con ritmo adeguato". In questo senso, la regola del debito rende operativo il ritmo appropriato di convergenza verso questo livello nel lungo periodo. Secondo il regolamento (CE) n. 1467/97 modificato dal regolamento (UE) n.1177/2011, si considera che il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto interno lordo si stia riducendo in misura sufficiente e si avvicini al valore di riferimento con un ritmo adeguato se il differenziale rispetto al valore del 60 per cento è diminuito negli ultimi tre anni a un ritmo medio di un ventesimo all'anno come parametro di riferimento. Con questa specificazione, la regola del debito mira ad assicurare che i paesi con gli squilibri di bilancio più ampi, riflessi in rapporti debito/PIL più elevati, si impegnino maggiormente per rendere possibile il ritorno su posizioni debitorie sicure.

La regola del PSC relativa al debito viene valutata in tre configurazioni. La prima configurazione è retrospettiva e riguarda l'evoluzione dei tre anni precedenti, la seconda è prospettica e considera gli andamenti dei due anni successivi e la terza è corretta per l'impatto del ciclo economico. In linea di principio, solo se un paese non soddisfa la regola in tutte e tre le configurazioni è possibile avviare una procedura per i disavanzi eccessivi (PDE) per violazione del criterio del debito. Ai paesi sottoposti a una PDE all'8 novembre 2011, data di entrata in vigore della

²⁸ Il Patto di bilancio firmato il 2 marzo 2012, come parte del Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione economica e monetaria, dalla maggioranza dei capi di Stato o di governo dell'Unione europea comporta una regola sul pareggio di bilancio che include in linea di principio un meccanismo di correzione automatica da recepire nell'ordinamento nazionale. Germania e Austria si sono dotate di norme (note come "regole del debito") consistenti in una regola sul pareggio di bilancio accompagnata da un meccanismo di correzione automatica degli scostamenti precedenti dai requisiti imposti dalla regola.

²⁹ Per un approfondimento, cfr. Eyraud, L. e Wu, T., "Playing by the Rules: Reforming Fiscal Governance in Europe", *IMF Working Paper*, WP/15/67, 2015, pag. 35.

regola del debito, si applicano disposizioni transitorie per i tre anni successivi alla correzione del deficit eccessivo. In questo periodo di transizione tali paesi devono compiere progressi sufficienti a raggiungere il parametro di riferimento per la riduzione del debito (la cosiddetta “regola del ventesimo”) a fine periodo in modo da assicurare il rispetto dello stesso nel periodo successivo. I progressi in questa fase di transizione sono misurati dalla correzione del saldo di bilancio strutturale, che deve essere in linea con il cosiddetto aggiustamento lineare strutturale minimo (Minimum Linear Structural Adjustment, MLSA)^{30, 31}.

La regola del PSC relativa al debito prevede un elemento di flessibilità in quanto tiene conto dei fattori rilevanti. Con riferimento alla preparazione della relazione di cui all’articolo 126, paragrafo 3, del Trattato sull’osservanza del criterio del debito, il PSC prevede una serie di fattori rilevanti (attenuanti o aggravanti) che possono essere presi in considerazione in caso di non osservanza del parametro di riferimento per la riduzione del debito. Questi fattori includono gli andamenti della posizione economica di medio periodo (compresi gli andamenti ciclici), l’evoluzione della posizione di bilancio a medio termine (inclusi i progressi precedenti lungo il percorso di avvicinamento all’OMT) e altri fattori che, a giudizio dello Stato membro oggetto di valutazione, sono rilevanti per valutare la conformità con il criterio del debito (ad esempio, il debito contratto sotto forma di sostegno bilaterale e multilaterale fra Stati membri).

3.3 Osservanza della regola del PSC relativa al debito fino ad oggi

La regola del PSC relativa al debito ha finora costituito un vincolo stringente solo per un numero limitato di paesi dell’area dell’euro. Dei 14 paesi con un rapporto debito/PIL superiore alla soglia del 60 per cento dall’entrata in vigore della regola del debito, vale a dire nel periodo 2012-2015, sette sono stati oggetto di una PDE e hanno dovuto conformarsi alle raccomandazioni del Consiglio per correggere i disavanzi eccessivi. Gli altri dovrebbero condurre politiche di bilancio che assicurino sia progressi sufficienti verso gli OMT nell’ambito del meccanismo preventivo del PSC sia il rispetto della regola del debito in modo da convergere verso la soglia per il debito pubblico fissata nel Trattato di Maastricht³².

Per gran parte dei paesi dell’area dell’euro con un elevato rapporto debito/PIL, la regola del debito è stata meno costrittiva rispetto al meccanismo preventivo del Patto. Di fatto, dalla sua entrata in vigore, la regola del debito ha

³⁰ Per maggiori dettagli, cfr. il codice di condotta del PSC: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/coc/code_of_conduct_en.pdf

³¹ L’aggiustamento strutturale annuale di un paese ai sensi della regola del debito non dovrebbe deviare di oltre lo 0,25 per cento del PIL dall’aggiustamento lineare strutturale minimo (MLSA) necessario per garantire che la condizione meno stringente in linea con il rispetto del parametro di riferimento per la riduzione del debito sia soddisfatta entro la fine del periodo di transizione. Al tempo stesso, durante il periodo di transizione l’aggiustamento strutturale annuale rimanente non dovrebbe mai superare lo 0,75 per cento del PIL. Cfr. il “Vademecum on the Stability and Growth Pact”, *Occasional Paper Series*, n. 151, Commissione europea, maggio 2013.

³² I paesi sottoposti a una PDE l’8 novembre 2011 devono attuare azioni di risanamento strutturale per un periodo di transizione di tre anni (vale a dire, l’MLSA). La Germania è uscita dalla PDE nel 2011, l’Italia nel 2012 e il Belgio, i Paesi Bassi e l’Austria nel 2013. La PDE avviata nei confronti di Malta sulla base del criterio del debito e revocata nel 2014 è intervenuta dopo le riforme del “six-pack”; pertanto, non è previsto un periodo di transizione.

Tavola 1**Osservanza della regola della PSC relativa al debito e meccanismo preventivo**

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

	Correzione dei deficit eccessivi	Periodo di transizione per la regola del debito	Variazione del saldo strutturale (punti percentuali)				Requisito della regola del debito durante il periodo di transizione (parametro di riferimento per il debito misurato dall'aggiustamento lineare strutturale minimo)				Scostamento rispetto al requisito della regola del debito durante il periodo di transizione (aggiustamento lineare strutturale minimo)				Scostamento rispetto al parametro di riferimento per il debito
			2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015	2015
Belgio	2013	2014-16	0,6	0,7	-0,1	0,2	,	,	0,7	1,1	,	,	0,8	0,9	,
Germania	2011	2012-14	1,2	0,4	0,6	-0,1	0,0	-0,7	-2,6	,	-1,2	-1,1	-3,2	,	-5,2
Irlanda	2015	2016-18	1,1	2,1	1,1	0,5	,	,	,	,	,	,	,	,	,
Italia	2012	2013-15	2,0	0,4	-0,2	0,1	,	0,8	1,0	2,3	,	0,4	1,2	2,2	,
Malta	2011	2012-14	-0,9	0,8	0,1	0,4	-0,6	-0,4	-1,7	,	0,3	-1,2	-1,8	,	-4,9
Paesi Bassi	2013	2014-16	1,3	1,3	0,4	-0,6	,	,	-0,6	-1,3	,	,	-1,0	-0,7	,
Austria	2013	2014-16	0,7	0,6	0,5	0,4	,	,	0,1	-0,2	,	,	-0,5	-0,6	,

Fonti: Previsioni per l'inverno 2016 della Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: La tavola esamina l'osservanza della regola del PSC relativa al debito da parte dei paesi dell'area dell'euro. Ad esempio, il deficit eccessivo del Belgio è stato corretto nel 2013 e il paese è entrato nel periodo di transizione verso la piena osservanza del parametro di riferimento per la riduzione del debito nel 2014. Il periodo di transizione di tre anni è quindi iniziato nel 2014 e avrà termine nel 2016. Il requisito per il Belgio ai sensi della regola del debito è di un MLSA corrispondente a un miglioramento del saldo strutturale pari allo 0,7 per cento del PIL in ciascun anno del periodo di transizione 2014-16. Nel 2014, tuttavia, il saldo strutturale del Belgio ha subito un deterioramento pari allo 0,1 per cento del PIL e quindi in tale anno lo scostamento rispetto al requisito MLSA è salito allo 0,8 per cento del PIL. Tale scostamento è stato distribuito uniformemente nei due anni rimanenti del periodo di transizione (2015 e 2016); di conseguenza, nel 2015 l'MLSA è salito di 0,4 punti percentuali, dall'originario 0,7 all'1,1 per cento del PIL. Si ritiene che nel 2015 il saldo strutturale del Belgio sia migliorato in misura corrispondente allo 0,2 per cento del PIL e che quindi per tale anno lo scostamento rispetto all'MLSA dell'1,1 per cento del PIL sia pari allo 0,9 per cento del PIL (vale a dire, 1,1 per cento meno lo sforzo dello 0,2 per cento del PIL realizzato nel 2015).

costituito un vincolo stringente per le politiche di bilancio solo nel caso di Belgio e Italia. La tavola 1 mostra che in questi due paesi gli sforzi strutturali richiesti per osservare la regola del debito (come riflesso nell'MLSA) sono stati costantemente superiori al parametro di riferimento di una correzione dello 0,5 per cento del PIL previsto nel meccanismo preventivo del PSC. In linea con la logica della regola del debito, lo sforzo strutturale richiesto è stato maggiore che per i paesi con un rapporto debito/PIL molto più vicino alla soglia del 60 per cento.

Gli scostamenti rispetto ai livelli richiesti dalla regola del debito si sono ampliati, specie nei paesi con un debito molto elevato.

Sia per il Belgio sia per l'Italia l'aggiustamento lineare strutturale minimo è aumentato gradualmente nel periodo considerato. Ciò riflette il meccanismo intrinseco della regola del debito, che prevede la correzione degli scostamenti precedenti dalla regola durante il periodo di transizione. Al tempo stesso, gli altri paesi hanno migliorato il saldo strutturale più di quanto sarebbe stato richiesto per assicurare l'osservanza della regola del debito. Nel 2014 lo scostamento è stato rispettivamente pari allo 0,8 e all'1,2 per cento del PIL in Belgio e in Italia (in base alle previsioni per l'inverno 2016 della Commissione europea) e nel 2015 si ritiene che sia salito a circa il 2 per cento nel caso dell'Italia.

Azioni di risanamento strutturale insufficienti nell'ambito del meccanismo preventivo del PSC, assieme ai minori requisiti di aggiustamento conseguenti alle recenti disposizioni sulla flessibilità, hanno contribuito agli scostamenti dal parametro di riferimento per la riduzione del debito (cfr. anche il riquadro 2).

Nel 2013 la Commissione ha presentato il cosiddetto quadro temporale per la convergenza, ossia il periodo di tempo per il conseguimento dell'OMT entro un dato anno da parte di ciascun paese dando seguito al Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance

nell'Unione economica e monetaria (noto come patto di bilancio)³³. Il meccanismo di correzione previsto dal patto di bilancio, che dovrebbe attivarsi automaticamente a livello nazionale in caso di uno “scostamento significativo” dall'OMT o dal percorso di aggiustamento verso di esso, avrebbe dovuto assicurare la rapida convergenza dei paesi verso i rispettivi OMT. Tuttavia, dal grafico 3 si evince che i progressi verso gli OMT non si sono realizzati come raccomandato all'epoca. Nel caso del Belgio queste carenze spiegano lo scostamento rispetto alla piena osservanza della regola del debito. Nella stessa ottica, se l'Italia avesse migliorato il suo saldo strutturale di circa 1,5 punti percentuali rispetto al livello del 2012 per conseguire il proprio OMT di un bilancio strutturale in pareggio nel 2014 (come previsto nel quadro temporale per la convergenza), lo scostamento rispetto al livello richiesto per assicurare l'osservanza con la regola del debito sarebbe stato quasi interamente riassorbito. Invece, il conseguimento degli OMT è stato spesso procrastinato. A questo si sono altresì aggiunti i minori requisiti di correzione derivanti dalla maggiore flessibilità nell'ambito del PSC concessa nel 2015 a seguito di una comunicazione della Commissione³⁴. Tali disposizioni hanno chiarito ma anche ampliato la flessibilità prevista nel PSC riguardo all'applicazione delle regole con riferimento alle condizioni cicliche, alle riforme strutturali e agli investimenti pubblici.

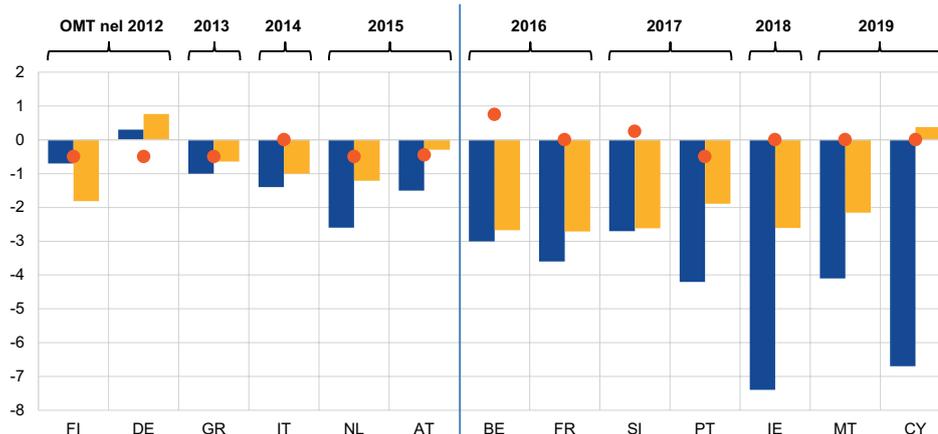
Grafico 3

Scostamento dei saldi strutturali rispetto al quadro temporale per la convergenza del 2013

(in percentuale del PIL)

■ saldo strutturale nel 2012
 ■ saldo strutturale nel 2015
 ● OMT nazionale

Scadenza per l'OMT nel quadro temporale per la convergenza



Fonti: Commissione europea (previsioni per l'inverno 2016 e Report on Public Finances in EMU 2013) ed elaborazioni della BCE.

³³ Le scadenze relative al conseguimento degli OMT sono state fissate sulla base dei piani di bilancio a medio termine presentati nell'aggiornamento del 2013 ai programmi di stabilità e convergenza e in linea con il PSC. Cfr. "Report on Public Finances in EMU 2013", *European Economy*, numero 4, Commissione europea, 2013, Parte 1, Allegato 1.

³⁴ Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro *Flessibilità nell'ambito del Patto di stabilità e crescita* nel numero 1/2015 di questo Bollettino.

Riquadro 2

La coerenza del meccanismo preventivo del PSC con la regola del debito

Per definizione, i requisiti previsti dal meccanismo preventivo del PSC non sono necessariamente coerenti con quelli stabiliti dalla regola del debito. I primi mirano a conseguire e mantenere gli OMT specifici per paese, che costituiscono l'ancora del meccanismo preventivo. Il ritmo di convergenza verso l'OMT è determinato dalla matrice che precisa gli obblighi di aggiustamento. L'ancora della regola del PSC relativa al debito è invece rappresentata dal limite per il debito al 60 per cento del PIL stabilito nel Trattato. La convergenza verso questa ancora dovrebbe seguire la cosiddetta "regola del ventesimo", che prescrive una riduzione dell'eccesso rispetto al valore di riferimento al ritmo medio di un ventesimo l'anno. Possono di conseguenza determinarsi delle differenze nel ritmo di aggiustamento nell'ambito del meccanismo preventivo e nel quadro della regola del debito. Inoltre, il raggiungimento dell'OMT nazionale non assicura necessariamente l'osservanza della regola del debito³⁵.

In Belgio e in Italia sono emersi considerevoli scostamenti dal parametro di riferimento (transitorio) per la riduzione del debito. Al tempo stesso, entrambi i paesi sono stati considerati sostanzialmente conformi con il meccanismo preventivo. A febbraio 2015 la Commissione europea ha preparato due relazioni a norma dell'articolo 126, paragrafo 3, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea relative al Belgio e all'Italia nelle quali ha concluso che a prima vista, vale a dire prima di considerare tutti i fattori rilevanti, il criterio del debito previsto dal Trattato non era stato osservato in nessuno dei due casi dato che le previsioni dell'inverno 2015 mostravano considerevoli differenziali rispetto alla correzione strutturale richiesta. Al tempo stesso riteneva che sia il Belgio sia l'Italia fossero sostanzialmente conformi al previsto percorso di avvicinamento all'OMT, il che è stato considerato un fattore rilevante per la non apertura di PDE per violazione del criterio del debito nei due casi. Le discrepanze tra la valutazione nell'ambito del meccanismo preventivo e la valutazione di conformità con la regola del PSC relativa al debito erano connesse a una serie di fattori: a) i requisiti di aggiustamento nel quadro del meccanismo preventivo erano inferiori al parametro di riferimento di una correzione dello 0,5 per cento del PIL (per l'utilizzo delle disposizioni di flessibilità nel caso dell'Italia); b) la metodologia per la valutazione della conformità nell'ambito del meccanismo preventivo differisce da quella impiegata nel quadro della regola del debito; c) gli scostamenti dal parametro di riferimento per la riduzione del debito si cumulano nel tempo, mentre questo non avviene nell'ambito del meccanismo preventivo.

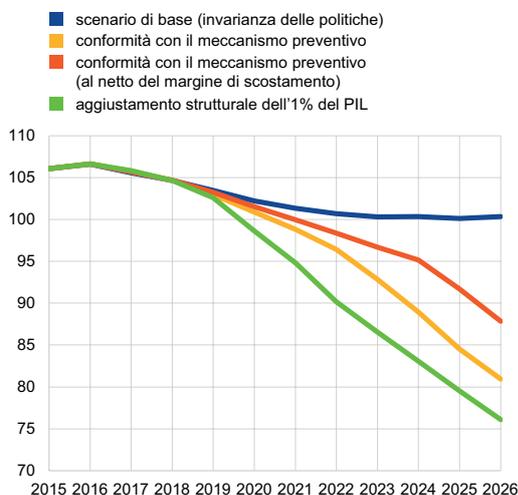
Scenari illustrativi per il debito stanno a indicare che la piena osservanza dei requisiti previsti dal meccanismo preventivo permetterebbe al Belgio e all'Italia di conformarsi al parametro di riferimento per la riduzione del debito a partire dal 2019 (cfr. la linea gialla nei grafici A e B). Gli scenari di piena osservanza ipotizzano un aggiustamento strutturale in linea con la matrice del meccanismo preventivo a partire dal 2017 fino al raggiungimento dell'OMT nazionale. Il Belgio migliorerebbe quindi il suo saldo strutturale dello 0,6 per cento del PIL nel periodo 2017-2019 e si conformerebbe al parametro di riferimento prospettico per la riduzione del debito a partire dal 2019. Di conseguenza, il debito pubblico scenderebbe in media di circa il 2,5 per cento del PIL ogni anno fino a raggiungere circa l'80 per cento del PIL nel 2026. Nel

³⁵ Nella sua recente comunicazione sulle tappe verso il completamento dell'Unione economica e monetaria, la Commissione ha annunciato che avrebbe formulato delle proposte intese ad assicurare la coerenza della metodologia tra la regola del debito della PDE e gli OMT degli Stati membri. Cfr. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?qid=1460219805062&uri=CELEX:52015DC0600>

Grafico A

Belgio: scenari per il debito pubblico

(in percentuale del PIL)

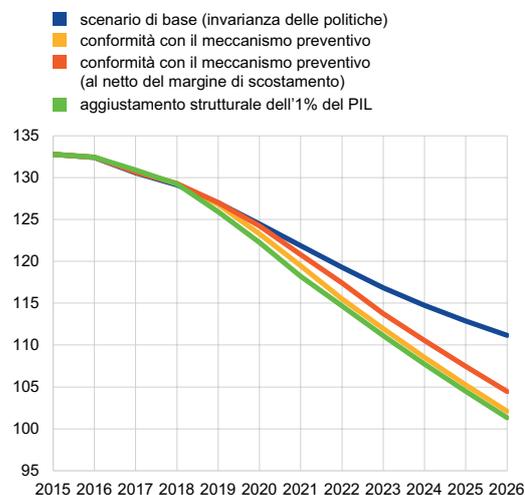


Fonti: previsioni dell'inverno 2016 della Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Grafico B

Italia: scenari per il debito pubblico

(in percentuale del PIL)



Fonti: previsioni dell'inverno 2016 della Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

caso dell'Italia, un aggiustamento strutturale dello 0,6 per cento del PIL nel 2017 e 2018 e dello 0,5 per cento del PIL nel 2019 sarebbe sufficiente ad assicurare la conformità con il parametro di riferimento prospettico per la riduzione del debito e l'OMT entro il 2019.

La sostanziale conformità con i requisiti del meccanismo preventivo, tuttavia, rimanderebbe indebitamente la conformità di Italia e Belgio con il parametro di riferimento prospettico per la riduzione del debito rispettivamente di uno e quattro anni (cfr. la linea rossa nei grafici A e B). Gli scenari di sostanziale conformità incorporano il margine di scostamento dello 0,25 per cento del PIL che impedisce l'adozione di provvedimenti procedurali nel quadro della procedura di scostamento significativo del meccanismo preventivo, nel senso che i requisiti di aggiustamento strutturale e l'OMT sono ridotti di tale misura³⁶. Nel caso del Belgio una correzione inferiore dello 0,25 per cento del PIL determinerebbe una posticipazione del raggiungimento dell'OMT di tre anni, al 2025. Di conseguenza, il profilo del debito risulta più piatto. Per l'Italia un aggiustamento annuo inferiore dello 0,25 per cento del PIL rimanderebbe il raggiungimento dell'OMT di un anno, al 2020.

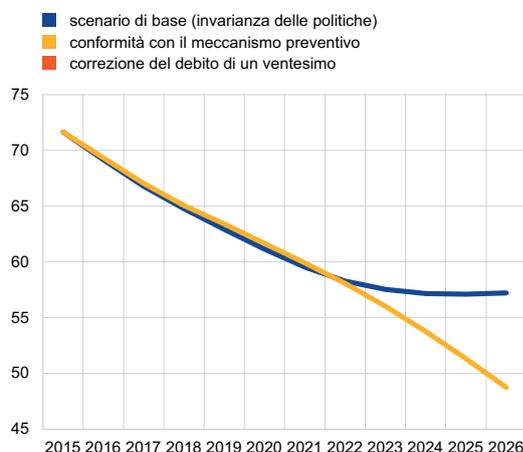
Una correzione strutturale dell'1 per cento del PIL verso l'OMT assicurerebbe la conformità con il parametro di riferimento prospettico per la riduzione del debito a partire dal 2018 sia in Italia sia in Belgio (cfr. la linea verde nei grafici A e B). In tale scenario il Belgio raggiungerebbe il proprio OMT nel 2020 e ridurrebbe il debito a circa il 75 per cento del PIL nel 2026. L'Italia conseguirebbe il pareggio di bilancio nel 2018 e ridurrebbe il proprio debito a circa il 100 per cento del PIL nel 2026.

³⁶ L'esperienza recente con l'attuazione del PSC mostra la tendenza degli Stati membri a internalizzare il margine di scostamento nella programmazione di bilancio per evitare misure procedurali. Ad esempio, nei progetti di documenti programmatici (PDP) relativi al 2016, solo cinque dei 12 Stati membri soggetti al meccanismo preventivo hanno presentato un progetto che è stato ritenuto conforme ai requisiti, mentre gli altri sono stati considerati sostanzialmente conformi ovvero a rischio di non conformità. Tuttavia, nessun PDP è stato ritenuto non conforme in misura particolarmente grave e quindi nessuno è stato respinto.

Grafico C

Germania: scenari per il debito pubblico

(in percentuale del PIL)

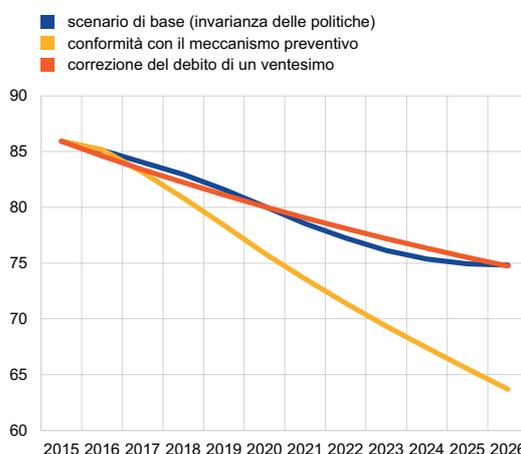


Fonti: previsioni dell'inverno 2016 della Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Grafico D

Austria: scenari per il debito pubblico

(in percentuale del PIL)



Fonti: previsioni dell'inverno 2016 della Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

La regola del debito non costituisce di norma un vincolo stringente per i paesi con rapporti debito/PIL più bassi che hanno raggiunto il proprio OMT. I grafici C e D mostrano alcuni

scenari per il debito di Germania e Austria. Poiché la Germania si colloca al momento al di sopra del proprio OMT, lo scenario di invarianza delle politiche implica un calo del rapporto debito/PIL maggiore a quello che si verificherebbe nello scenario di conformità con il meccanismo preventivo³⁷. La diminuzione media del rapporto debito/PIL nel periodo 2016-2026 è altresì maggiore rispetto al parametro di riferimento per la riduzione del debito di un ventesimo l'anno (cfr. la linea rossa nel grafico C)³⁸. Nel caso dell'Austria, il mantenimento dell'OMT nell'orizzonte 2016-2026 richiederebbe delle azioni di aggiustamento strutturale (rispetto allo scenario di base). Il profilo del debito nello scenario di conformità con il meccanismo preventivo mostra pertanto un maggiore calo medio del rapporto debito/PIL (cfr. grafico D).

3.4 Applicazione procedurale della regola del PSC relativa al debito

Finora è stata avviata una sola PDE in base al criterio del debito. A maggio 2013 il Consiglio ha avviato una PDE nei confronti di Malta, raccomandando uno sforzo di aggiustamento strutturale annuo dello 0,7 per cento del PIL nel 2013 e nel 2014 per assicurare il ritorno del disavanzo al 2,7 per cento del PIL nel 2014 in linea con la regola del debito. La PDE è stata revocata tempestivamente entro il termine fissato del 2014 e questo ha richiesto come prerequisito procedurale la conformità con la configurazione prospettica della regola del debito.

³⁷ Lo scenario di conformità con il meccanismo preventivo per la Germania ipotizza un graduale allentamento della posizione di bilancio strutturale fino al raggiungimento e al mantenimento dell'OMT a partire dal 2018.

³⁸ Lo scenario di conformità con il parametro di riferimento di una riduzione del debito di un ventesimo l'anno ipotizza un calo annuo del rapporto debito/PIL pari a un ventesimo della differenza tra il debito nell'anno precedente e il 60 per cento del PIL.

La considerazione di fattori attenuanti ha finora impedito l'avvio di una PDE per l'Italia e il Belgio nonostante i significativi scostamenti (cumulati) rispetto ai requisiti della regola del debito transitoria.

Le relazioni predisposte dalla Commissione a norma dell'articolo 126, paragrafo 3, del Trattato per Belgio e Italia alla luce degli scostamenti significativi rispetto ai requisiti hanno concluso che i due paesi erano all'epoca conformi al criterio del debito. La Commissione, nella sua valutazione, ha rilevato tre fattori considerati alla base degli scostamenti rispetto ai requisiti MLSA³⁹. In primo luogo, ha ritenuto che entrambi i paesi fossero (sostanzialmente) conformi con i requisiti di sforzo strutturale del meccanismo preventivo (cfr. anche il riquadro 2). In secondo luogo, ha tenuto conto delle condizioni economiche sfavorevoli connesse in particolare al contesto di bassa inflazione e crescita negativa in termini reali (nel caso dell'Italia). Come mostra il riquadro 3, tassi di crescita e di inflazione bassi influiscono di fatto negativamente sulla dinamica del debito e rendono di conseguenza più difficile la conformità con il parametro per la riduzione del debito. In terzo luogo, ha considerato l'attesa attuazione di riforme strutturali favorevoli alla crescita senza tuttavia quantificare la misura in cui tali riforme avrebbero prevedibilmente ridotto l'onere del debito nel tempo.

Per poter essere presi in considerazione in modo trasparente nella valutazione della conformità con il criterio del debito, i fattori attenuanti devono essere quantificati in base a metodologie concordate.

I fattori rilevanti attenuanti richiamati in precedenza che sono stati presi in considerazione nel caso dell'Italia e del Belgio sembrano di fatto particolarmente pertinenti nella valutazione della conformità con il criterio del debito poiché hanno reso più difficile per questi paesi l'attuazione dello sforzo strutturale necessario a conformarsi al parametro di riferimento per la riduzione del debito. Tuttavia, le relazioni a norma dell'articolo 126, paragrafo 3, del Trattato non attribuiscono l'intero scostamento dal parametro per la riduzione del debito ai singoli fattori attenuanti presi in considerazione. La connessa assenza di trasparenza rischia di minare l'attuazione coerente della regola del debito e di conseguenza la sua efficacia e la sua credibilità. I fattori rilevanti dovrebbero quindi essere quantificati nell'analisi e dovrebbero spiegare interamente lo scostamento rispetto ai requisiti della regola del debito. A questo scopo, la valutazione di conformità con il criterio del debito dovrebbe essere basata su un metodo che quantifica individualmente l'impatto di fattori rilevanti quali i bassi tassi di crescita e di inflazione, oltre che l'attuazione delle riforme strutturali e il loro contributo allo scostamento dal parametro per la riduzione del debito in modo trasparente⁴⁰. Un solido quadro di riferimento metodologico dovrebbe essere concordato ex ante e applicato in modo coerente nel tempo. In assenza di un'attuazione trasparente e coerente, esiste il rischio che la regola del debito venga messa in secondo piano.

³⁹ I fattori rilevanti possono essere presi in considerazione ai fini della regola del debito a prescindere dall'entità dello scostamento dal parametro di riferimento. Per contro, per i paesi con un debito superiore al 60 per cento del PIL non è possibile tenere conto dei fattori rilevanti ai fini di una PDE per violazione del criterio del disavanzo a meno che lo scostamento dal valore di riferimento non sia temporaneo e contenuto.

⁴⁰ Cfr. anche l'articolo *Gli effetti a breve termine sui conti pubblici delle riforme strutturali* nel numero 7/2015 di questo Bollettino, che sottolinea l'importanza di quantificare i costi a breve termine delle riforme nel contesto della clausola sulle riforme strutturali contenuta nel PSC. Ciò serve ad assicurare che tale clausola, ampliata dalla comunicazione sulla flessibilità consentita dal PSC pubblicata dalla Commissione a gennaio 2015, sia applicata in modo tale da preservare la sostenibilità dei conti pubblici e l'applicazione credibile delle disposizioni del PSC.

Riquadro 3

L'impatto di bassi tassi di inflazione e di crescita sui requisiti della regola del debito

Le sorprese negative riguardanti i dati sull'inflazione tendono a rendere più difficile l'osservanza dei requisiti della regola del debito nel breve periodo. Le entrate pubbliche di norma si adeguano più rapidamente della spesa primaria alle variazioni dei prezzi. Esse tendono a evolversi sostanzialmente in linea con gli andamenti dell'inflazione a seconda del ritmo di aggiustamento della base imponibile, mentre nel caso della spesa pubblica i massimali sono di norma stabiliti prima dell'attuazione effettiva e quindi le sorprese relative all'inflazione non determinano immediatamente una correzione. Di conseguenza, i saldi di bilancio tendono a risentire negativamente del calo inatteso dell'inflazione. Al tempo stesso, nella misura in cui i pagamenti per interessi sono sensibili agli andamenti di breve termine dell'inflazione (per esempio nel caso delle obbligazioni indicizzate all'inflazione o del debito a tasso variabile), una sorpresa negativa riguardante i dati sull'inflazione può comprimere la spesa per interessi contrastando l'impatto sfavorevole sul saldo primario. Nella relazione 2015 sulle finanze pubbliche nell'UEM (*Report on Public Finances in EMU 2015*)⁴¹, la Commissione europea ha analizzato l'impatto della sorpresa negativa riguardante l'inflazione nel 2014 negli Stati membri dell'UE. L'analisi sta a indicare che l'impatto sui saldi fiscali è stato in media piuttosto basso⁴². Nel contempo, e quel che è ancor più importante, un calo inatteso dell'inflazione accelera l'accumulo di debito pubblico attraverso un effetto di denominatore e rende quindi più difficile la conformità con il parametro di riferimento per la riduzione del debito. Se la bassa inflazione è accompagnata da una crescita debole (o da una contrazione) del PIL in termini reali, l'osservanza della regola del debito diventa più complicata. Una crescita debole o negativa in termini reali influisce negativamente sulla dinamica del debito attraverso un maggiore effetto "snowball" e l'impatto ciclico negativo sul saldo primario.

Sia in Belgio sia in Italia la correzione strutturale nel 2014 e nel 2015, secondo le previsioni dell'inverno 2016 della Commissione europea, è stata significativamente inferiore a quella richiesta dalla regola del debito (transitoria). In Belgio è stato registrato un allentamento della posizione di bilancio strutturale nel 2014, quando sarebbe stato invece necessario un aggiustamento dello 0,7 per cento del PIL. Nonostante una lieve correzione, nel 2015 lo scostamento rispetto al requisito previsto dalla regola del debito è stato significativo (vale a dire superiore allo 0,25 per cento del PIL)(cfr. grafico A). Nel caso dell'Italia (cfr. grafico B), l'aggiustamento strutturale dello 0,4 per cento del PIL nel 2013 è stato leggermente inferiore all'MLSA se si considera il margine di scostamento dello 0,25 per cento del PIL. Tuttavia, nel 2014 e nel 2015 la differenza rispetto all'MLSA è stata notevole.

Lo scostamento rispetto ai requisiti derivanti dalla regola del debito rimane significativo sia in Belgio sia in Italia al netto dell'impatto della bassa inflazione e della crescita negativa.

Simulazioni meccaniche stanno a indicare che i requisiti di aggiustamento ai sensi della regola del debito transitoria sono sensibili alle variazioni dell'inflazione e della crescita⁴³. Nel caso del Belgio,

⁴¹ Cfr. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip014_en.pdf

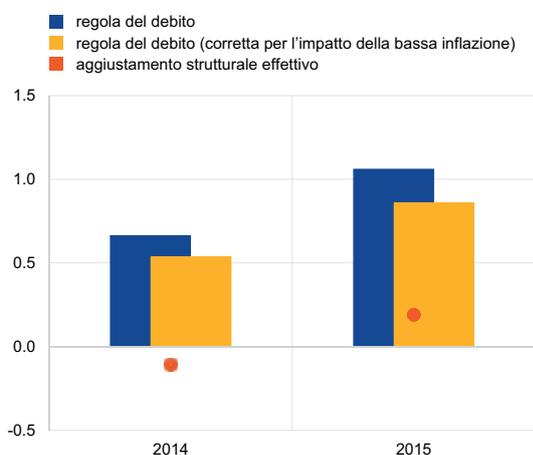
⁴² In base all'analisi, la semielasticità del disavanzo pubblico a una sorpresa deflazionistica di 1 punto percentuale è pari a circa lo 0,1 per cento del PIL nel primo anno e inferiore nel secondo.

⁴³ Le simulazioni sono state condotte sulla base del quadro metodologico per il calcolo dell'MLSA ai fini dell'applicazione del criterio del debito nel periodo di transizione, come stabilito nel "Vademecum on the Stability and Growth Pact" (cfr. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2013/pdf/ocp151_en.pdf). Solo l'effetto denominatore di una maggiore crescita del deflatore del PIL è preso in considerazione, data l'entità ridotta degli effetti diretti sui disavanzi complessivi.

Grafico A

Belgio: requisiti derivanti dalla regola del debito e aggiustamento strutturale effettivo

(in percentuale del PIL)

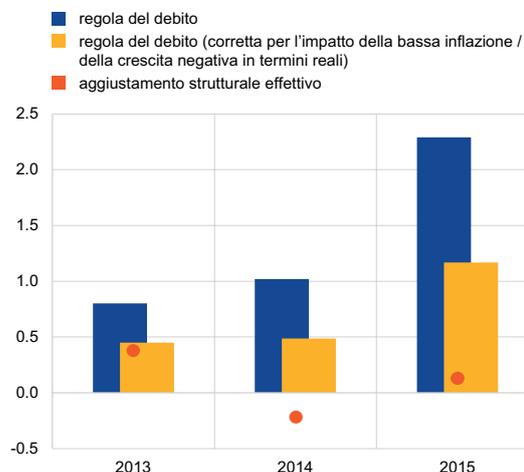


Fonti: previsioni dell'inverno 2016 della Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Grafico B

Italia: requisiti derivanti dalla regola del debito e aggiustamento strutturale effettivo

(in percentuale del PIL)



Fonti: previsioni dell'inverno 2016 della Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

ipotizzando una crescita del deflatore del PIL del 2 per cento a partire dal 2014, i requisiti derivanti dalla regola del debito si ridurrebbero di circa lo 0,2 per cento del PIL per anno nel 2014 e nel 2015 (cfr. grafico A). La correzione strutturale media dello 0,1 per cento del PIL realizzata nel periodo 2014-2015 è tuttavia significativamente inferiore a quella richiesta dalla regola del debito corretta per l'impatto della bassa inflazione (0,7 per cento del PIL in media nel periodo 2014-2015). Per l'Italia, oltre a un maggiore aumento del deflatore del PIL a partire dal 2014, le simulazioni ipotizzano una crescita nulla del PIL in termini reali nel 2014 (che di fatto è stata negativa in tale anno). Ciò riduce i requisiti di aggiustamento ai sensi della regola del debito di circa la metà fra il 2013 e il 2015 (cfr. grafico B). L'aggiustamento effettivo nel 2013 è sostanzialmente in linea con il requisito previsto dalla regola del debito corretta per l'impatto della crescita negativa e della bassa inflazione. Tuttavia, l'aggiustamento strutturale nel periodo 2014-2015 è significativamente inferiore a quello medio richiesto in base alla regola del debito (circa lo 0,7 per cento del PIL).

4

Conclusioni

La riduzione dell'eccesso di debito pubblico ("debt overhang") nell'area dell'euro rimane una priorità fondamentale sul piano delle politiche. Il livello aggregato del debito resta superiore al 90 per cento del PIL, ben al di sopra del valore di riferimento del 60 per cento stabilito nel Trattato. Gli scenari stilizzati relativi all'evoluzione del debito presentati in questo articolo mostrano che una correzione dei conti pubblici in linea con i requisiti del Patto di stabilità e crescita contribuirebbe nel giro di un decennio a ridurre considerevolmente il rapporto debito/PIL nell'area dell'euro, avvicinandolo al livello di riferimento. In assenza di tale azione sui bilanci, la correzione al ribasso del debito sarebbe molto più limitata per

motivi principalmente riconducibili alle crescenti pressioni sulla spesa connesse con l'invecchiamento della popolazione e all'aumento della spesa per interessi.

A livello di singoli Stati membri, la convergenza verso posizioni di bilancio solide e livelli di debito sostenibili sarà essenziale per ricostituire margini di bilancio e accrescere la tenuta dell'economia. Il parametro di riferimento per la riduzione del debito nel PSC – introdotto nel contesto delle riforme note come “six-pack” attuate nel 2011 per rendere operativo il criterio del debito – costituisce un quadro appropriato per indirizzare la riduzione dei livelli ancora elevati del rapporto debito/PIL in molti Stati membri. Se da un lato fornisce un parametro di riferimento numerico per il ritmo di riduzione, dall'altro tiene esplicitamente conto delle condizioni cicliche e offre una maggiore flessibilità in quanto considera i fattori rilevanti attenuanti che ostacolano la correzione richiesta.

La regola del PSC relativa al debito è stata introdotta come insegnamento importante della crisi del debito sovrano in Europa e dovrebbe essere applicata con rigore. Scostamenti considerevoli dai requisiti della regola del debito transitoria non hanno finora determinato l'avvio di procedure PDE basate sul criterio del debito, poiché è stato tenuto conto dei fattori attenuanti. In prospettiva occorre assicurare che l'osservanza dei requisiti di riduzione del debito non sia indebitamente ritardata.

L'applicazione della regola del debito deve basarsi su un quadro di riferimento metodologico ben definito e trasparente in modo da assicurare un'applicazione coerente tra paesi e nel tempo. In particolare, solo i fattori rilevanti quantificabili dovrebbero essere presi in considerazione nel valutare l'osservanza del criterio del debito. Un'adeguata quantificazione dell'impatto dei fattori rilevanti attenuanti e del contributo degli stessi alla determinazione degli scostamenti dal parametro di riferimento per la riduzione del debito accrescerà la trasparenza dell'analisi sottostante. La discrezionalità nell'applicazione della regola del debito risulterebbe di conseguenza ridotta e ciò favorirebbe un'attuazione più efficace.

L'esperienza dei passati episodi di riduzione del debito indica che l'abbassamento dei livelli elevati di debito pubblico richiede l'attuazione di politiche complementari. La politica monetaria orientata verso la stabilità dei prezzi già sostiene l'attività economica. Dovrebbe essere integrata da ulteriori riforme strutturali efficaci intese a far aumentare il potenziale di crescita dell'area dell'euro. Inoltre, le azioni di risanamento dei conti pubblici possono contribuire in misura decisiva ad aiutare i paesi a risolvere il problema del debito. A questo scopo le politiche fiscali dovrebbero restare conformi alle regole di bilancio del PSC. Al tempo stesso tutti i paesi dovrebbero mirare a una composizione delle politiche fiscali più favorevole alla crescita. Convergenza verso livelli inferiori di debito pubblico e ricostituendo risorse di bilancio di riserva, l'area dell'euro accrescerà la sua capacità di tenuta e il margine di manovra fiscale per fronteggiare shock economici potenzialmente avversi in futuro.

Statistiche

Indice

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

Ulteriori informazioni

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

Segni convenzionali nelle tavole

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

1 Contesto esterno

1.1 Principali partner commerciali, PIL e CPI

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

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

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

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

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

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

2) Esclusa l'area dell'euro.

2 Andamenti finanziari

2.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (EONIA)	Depositi a 1 mese (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (EURIBOR)	Depositi a 6 mesi (EURIBOR)	Depositi a 12 mesi (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,31	0,09
2015 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
mar.	-0,29	-0,31	-0,23	-0,13	-0,01	0,63	-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 ^{1),2)}					Area dell'euro ^{1),2)}	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro ^{1),2)}			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2015 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
mar.	-0,49	-0,49	-0,49	-0,30	0,26	0,75	1,18	1,03	-0,49	-0,47	0,25	1,21

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 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
mar.	322,2	3.031,4	598,6	257,6	595,8	271,6	155,9	483,1	366,3	248,1	349,9	746,9	2.022,0	16.897,3

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del finanziamento			
	A vista	Rimbor. sabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TVPA ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso			TVPA ³⁾	Indicatore composto del finanziamento					
			fino a 1 anno	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno			tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 e 5 anni	oltre 5 e 10 anni	oltre 10 anni
2015 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	2,02	2,41	2,17	2,35	2,50	2,24		
mag.	0,16	0,82	0,84	1,13	6,98	17,08	5,04	6,29	6,60	2,67	2,06	2,35	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	2,06	2,32	2,21	2,35	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.	0,12	0,62	0,63	1,24	6,65	16,88	5,31	6,29	6,65	2,53	1,98	2,23	2,30	2,40	2,53	2,23		
feb. ^(p)	0,12	0,60	0,60	0,90	6,66	16,88	5,00	6,13	6,47	2,59	2,00	2,20	2,23	2,33	2,49	2,20		

Fonte: BCE.

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

2) Include istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

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

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
2015 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.	0,13	0,27	0,78	2,97	3,23	3,25	2,78	2,00	2,22	2,17	1,39	1,68	2,06	2,09
feb. ^(p)	0,13	0,24	0,71	2,93	3,16	3,28	2,76	1,96	2,11	2,10	1,28	1,48	1,73	1,98

Fonte: BCE.

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

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

2 Andamenti finanziari

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

	Consistenze							Emissioni lorde ¹⁾						
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche			
			Società finanziarie		Società non finanziarie	Ammini. strazione centrale			Altre ammini. strazioni pubbliche	Società finanziarie		Società non finanziarie	Ammini. strazione centrale	Altre ammini. strazioni pubbliche
			diverse dalle IFM	SVF						diverse dalle IFM	SVF			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A breve termine														
2013	1.253	483	122	.	67	529	53	508	314	31	.	44	99	21
2014	1.320	544	129	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1.261	521	136	.	61	478	65	334	151	36	.	32	82	34
2015 set.	1.325	544	127	.	75	520	59	345	162	31	.	29	93	30
ott.	1.338	551	144	.	74	509	60	363	172	31	.	32	86	42
nov.	1.350	558	144	.	73	509	66	311	140	39	.	30	75	26
dic.	1.261	521	136	.	61	478	65	294	133	50	.	27	57	26
2016 gen.	1.284	527	138	.	68	483	67	329	141	35	.	33	87	33
feb.	1.299	539	137	.	71	487	66	317	143	31	.	30	81	31
A lungo termine														
2013	15.109	4.404	3.088	.	921	6.069	627	222	70	39	.	16	89	9
2014	15.128	4.047	3.159	.	994	6.285	643	221	66	43	.	16	85	10
2015	15.179	3.781	3.215	.	1.065	6.482	637	213	66	44	.	13	81	8
2015 set.	15.256	3.860	3.234	.	1.042	6.488	632	256	63	82	.	14	93	4
ott.	15.327	3.854	3.289	.	1.048	6.500	636	232	78	44	.	12	89	10
nov.	15.372	3.864	3.275	.	1.061	6.528	644	196	67	34	.	16	67	11
dic.	15.179	3.781	3.215	.	1.065	6.482	637	153	49	60	.	16	23	4
2016 gen.	15.147	3.746	3.194	.	1.051	6.522	634	203	74	23	.	6	93	8
feb.	15.099	3.743	3.129	.	1.044	6.550	633	208	65	42	.	4	88	10

Fonte: BCE.

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

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

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazione centrale		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	
			Società finanziarie diverse dalle IFM		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	16.362,0	4.886,5	3.210,4	.	987,4	6.598,1	679,6	5.649,0	569,1	747,3	4.332,7
2014	16.447,6	4.590,6	3.288,5	.	1.052,4	6.823,2	692,9	5.958,0	591,1	784,6	4.582,3
2015	16.440,0	4.301,7	3.351,1	.	1.125,9	6.959,9	701,4	6.745,1	586,1	915,9	5.243,1
2015 set.	16.580,7	4.403,7	3.361,5	.	1.116,9	7.007,3	691,3	6.291,3	582,5	822,4	4.886,4
ott.	16.665,7	4.405,0	3.432,9	.	1.122,3	7.009,4	696,2	6.832,3	612,1	892,6	5.327,6
nov.	16.721,8	4.422,6	3.418,4	.	1.134,4	7.036,3	710,2	7.030,0	613,9	946,4	5.469,8
dic.	16.440,0	4.301,7	3.351,1	.	1.125,9	6.959,9	701,4	6.745,1	586,1	915,9	5.243,1
2016 gen.	16.431,2	4.273,1	3.332,2	.	1.119,3	7.005,6	701,1	6.337,8	490,7	856,2	4.990,9
feb.	16.398,0	4.281,2	3.265,9	.	1.114,9	7.037,1	698,9	6.235,8	471,7	872,8	4.891,3
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	-6,9	3,2	.	5,3	1,8	0,5	1,1	4,5	1,5	0,6
2015 set.	-0,5	-7,5	2,1	.	4,4	2,4	-1,9	1,0	3,3	0,6	0,7
ott.	0,1	-6,0	2,4	.	4,3	2,4	0,1	1,0	3,3	1,0	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	-6,9	3,2	.	5,3	1,8	0,5	1,1	4,5	1,5	0,6
2016 gen.	-0,7	-7,8	1,8	.	4,4	2,0	0,6	1,0	3,3	1,8	0,7
feb.	-1,0	-7,2	-0,2	.	2,8	2,0	-0,5	1,0	3,3	1,5	0,7

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

2.8 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38		
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUMP reale ²⁾	CLUPT reale	Nominale	IPC reale	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2013	101,2	98,2	96,7	91,1	102,1	98,6	111,9	95,6	
2014	101,8	97,9	96,7	91,3	102,4	100,2	114,7	96,1	
2015	92,4	88,4	89,1	83,4	91,4	91,2	106,5	87,9	
2015 2° trim.	91,2	87,5	88,2	82,2	90,4	90,1	104,4	86,3	
3° trim.	92,7	88,7	89,6	83,8	92,3	91,4	107,6	88,7	
4° trim.	92,4	88,4	89,3	83,9	91,0	91,0	107,7	88,4	
2016 1° trim.	94,1	89,5	90,9	.	.	.	110,4	90,1	
2015 ott.	93,6	89,6	90,4	-	-	-	109,0	89,7	
nov.	91,1	87,1	88,1	-	-	-	106,0	86,9	
dic.	92,5	88,3	89,3	-	-	-	108,0	88,4	
2016 gen.	93,6	89,1	90,4	-	-	-	109,9	89,6	
feb.	94,7	90,1	91,5	-	-	-	111,3	91,0	
mar.	94,1	89,4	90,8	-	-	-	110,0	89,7	
				<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2016 mar.	-0,7	-0,8	-0,7	-	-	-	-1,2	-1,4	
				<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2016 mar.	3,8	2,8	4,0	-	-	-	6,0	4,3	

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 CLUMP 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 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
2016 1° trim.	7,210	7,617	27,040	7,461	312,024	126,997	4,365	0,770	4,4924	9,327	1,096	1,102
2015 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
mar.	7,222	7,559	27,051	7,457	311,154	125,385	4,293	0,780	4,4666	9,285	1,092	1,110
							<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2016 mar.	-0,6	-1,0	0,0	-0,1	0,3	-1,5	-2,4	0,6	-0,3	-1,3	-0,9	0,1
							<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2016 mar.	6,8	-1,1	-1,2	0,0	2,5	-3,9	4,1	7,8	0,7	0,4	2,9	2,4

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

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

	Totale ¹⁾			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo 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>												
2015 1° trim.	22.500,8	23.313,7	-812,9	9.479,7	7.094,0	7.296,1	10.971,1	-67,3	5.101,9	5.248,6	690,4	13.190,0
2° trim.	22.094,2	22.748,5	-654,3	9.382,6	7.171,3	7.193,4	10.532,3	-26,1	4.885,9	5.044,9	658,5	12.815,0
3° trim.	21.653,1	22.261,8	-608,6	9.384,2	7.265,4	6.854,8	9.999,3	-33,6	4.803,5	4.997,1	644,2	12.660,8
4° trim.	22.101,4	22.519,6	-418,2	9.694,9	7.521,1	7.169,5	10.157,5	-42,6	4.635,4	4.840,9	644,2	12.498,8
<i>consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2015 4° trim.	212,5	216,5	-4,0	93,2	72,3	68,9	97,7	-0,4	44,6	46,5	6,2	120,2
<i>Transazioni</i>												
2015 1° trim.	599,2	618,0	-18,8	243,6	146,5	128,1	250,4	26,3	195,5	221,1	5,8	-
2° trim.	95,8	3,1	92,7	123,9	130,7	135,9	8,7	-0,1	-161,5	-136,3	-2,4	-
3° trim.	87,3	35,8	51,5	119,3	131,9	24,3	-67,4	-0,8	-58,2	-28,8	2,7	-
4° trim.	31,3	-149,9	181,2	114,7	77,7	106,2	-31,3	45,1	-239,3	-196,3	4,6	-
2015 set.	-32,9	-47,2	14,2	33,6	55,3	15,1	9,4	-3,7	-86,2	-111,9	8,3	-
ott.	235,4	109,0	126,3	119,5	62,6	63,4	24,4	8,0	50,6	22,1	-6,0	-
nov.	-74,3	-47,6	-26,7	-84,7	-14,3	23,7	1,9	17,9	-33,6	-35,2	2,5	-
dic.	-129,8	-211,3	81,5	80,0	29,5	19,1	-57,5	19,3	-256,2	-183,3	8,1	-
2016 gen.	136,7	151,7	-15,0	6,6	-9,9	-16,7	-50,5	10,0	137,9	212,1	-1,1	-
feb.	170,8	122,4	48,3	67,7	21,1	44,5	-30,4	4,4	52,9	131,8	1,1	-
<i>transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2016 feb.	611,8	226,5	385,3	494,4	375,2	334,6	-113,7	68,3	-290,6	-35,0	5,1	-
<i>transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2016 feb.	5,9	2,2	3,7	4,8	3,6	3,2	-1,1	0,7	-2,8	-0,3	0,0	-

Fonte: BCE.

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

3 Attività economica

3.1 Pil e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Formazione lorda di capitale fisso			Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾	
	Totale costruzioni				Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2013	9.931,8	9.595,2	5.558,5	2.094,5	1.949,0	1.004,3	573,1	366,7	-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	1.007,5	595,7	376,3	-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	1.020,5	631,9	396,5	-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	255,8	154,9	97,0	-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	253,4	155,6	99,8	-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	253,8	156,7	101,7	-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	256,4	161,2	102,7	-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	9,8	6,1	3,8	-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	1,0	2,1	1,5	-	-	1,4	2,1
2° trim.	0,4	0,0	0,3	0,3	0,1	-1,0	0,2	2,7	-	-	1,7	1,0
3° trim.	0,3	0,7	0,5	0,3	0,4	0,0	0,5	1,3	-	-	0,2	1,2
4° trim.	0,3	0,6	0,2	0,6	1,3	1,1	2,0	0,9	-	-	0,2	0,9
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2013	-0,3	-0,7	-0,6	0,2	-2,6	-3,6	-2,5	0,1	-	-	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	0,7	5,2	4,2	-	-	5,0	5,7
2015 1° trim.	1,3	1,4	1,6	1,1	2,0	0,0	5,0	2,7	-	-	5,3	6,0
2° trim.	1,6	1,4	1,7	1,2	2,6	0,4	4,6	5,2	-	-	6,0	5,8
3° trim.	1,6	1,9	1,8	1,2	2,5	0,4	3,1	6,9	-	-	4,6	5,5
4° trim.	1,6	2,2	1,5	1,6	3,4	1,2	5,0	6,5	-	-	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	0,1	0,3	-0,4	-	-
4° trim.	0,3	0,6	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,0	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	-0,2	0,0	0,2	0,4	-	-
2014	0,9	0,9	0,4	0,2	0,3	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	-	-
2015	1,6	1,7	0,9	0,3	0,5	0,1	0,3	0,2	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	0,0	0,3	0,2	-0,4	0,3	-	-
3° trim.	1,6	1,8	1,0	0,3	0,5	0,0	0,2	0,3	0,1	-0,2	-	-
4° trim.	1,6	2,2	0,8	0,3	0,7	0,1	0,3	0,2	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) Includono le acquisizioni al netto delle cessioni di oggetti di valore.

3 Attività economica

3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto e di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
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	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<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 ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Ocupati dipendenti	Ocupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amm. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
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
2015	100,0	85,3	14,7	3,4	15,1	6,0	24,9	2,7	2,6	1,0	13,3	24,0	7,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
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	-0,2	0,7	-0,1	-1,8	0,7	0,8	-0,9	1,0	1,9	0,7	0,7
2015	1,0	1,2	-0,2	0,1	0,3	-0,2	1,3	1,0	-0,1	1,7	2,8	0,8	0,6
2015 1° trim.	0,9	1,0	-0,2	-0,3	0,2	-0,3	1,2	0,4	-0,5	1,4	2,6	0,7	0,5
2° trim.	0,9	1,1	0,1	0,4	0,1	0,5	1,0	0,8	0,2	2,1	2,8	0,7	0,4
3° trim.	1,0	1,3	-0,4	0,1	0,5	-0,6	1,3	1,4	-0,1	1,7	3,0	0,9	0,4
4° trim.	1,2	1,5	-0,3	0,3	0,5	-0,4	1,6	1,5	0,0	1,2	3,0	0,9	1,3
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,8	2,9	2,8	1,0	12,5	21,8	6,3
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,7	25,8	2,9	2,7	1,0	12,7	21,9	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,4	15,6	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	12,9	21,9	6,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2013	-1,4	-1,4	-1,8	-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	-0,4	0,2	-1,7	0,6	1,0	-1,0	0,6	2,0	1,1	0,6
2015	1,2	1,4	0,1	0,9	0,7	0,4	1,0	1,9	-0,2	2,0	3,0	0,9	1,0
2015 1° trim.	0,7	0,9	-0,3	0,4	0,0	-0,6	0,6	0,7	-0,9	1,7	2,4	0,8	1,1
2° trim.	1,0	1,3	0,1	0,9	0,6	0,8	0,5	1,7	0,0	2,7	3,0	0,9	1,0
3° trim.	1,2	1,5	0,1	0,8	0,8	0,0	1,0	2,7	-0,4	2,9	3,5	1,1	1,1
4° trim.	1,3	1,6	0,1	1,3	0,9	0,5	1,4	2,1	0,2	0,8	2,9	0,7	1,5
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2013	-0,8	-0,7	-0,8	0,2	-0,2	-1,4	-0,8	-0,4	-0,5	-1,3	-1,1	-0,5	-1,2
2014	0,0	0,1	-0,1	-1,1	0,2	0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,4	0,1	0,4	-0,1
2015	0,1	0,2	0,3	0,8	0,4	0,6	-0,2	0,8	-0,1	0,3	0,2	0,1	0,3
2015 1° trim.	-0,2	-0,1	-0,1	0,7	-0,2	-0,2	-0,6	0,3	-0,4	0,3	-0,3	0,1	0,6
2° trim.	0,1	0,2	0,0	0,5	0,4	0,3	-0,5	0,8	-0,1	0,6	0,2	0,2	0,6
3° trim.	0,2	0,3	0,4	0,7	0,3	0,6	-0,3	1,2	-0,3	1,2	0,5	0,2	0,7
4° trim.	0,1	0,1	0,5	1,0	0,5	0,9	-0,1	0,6	0,2	-0,4	-0,1	-0,3	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 ¹⁾	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti ²⁾	
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni		in perc. delle forze di lavoro
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2013			100,0			81,3		18,7		53,6		46,4		
2013	159,334	4,6	19,218	12,0	5,9	15,623	10,7	3,595	24,4	10,300	11,9	8,918	12,1	1,4
2014	160,308	4,6	18,630	11,6	6,1	15,214	10,4	3,416	23,7	9,932	11,5	8,698	11,8	1,5
2015	160,556	.	17,437	10,9	5,6	14,293	9,8	3,144	22,3	9,251	10,7	8,186	11,0	1,6
2015 1° trim.	160,090	4,7	17,965	11,2	5,9	14,729	10,1	3,236	22,7	9,536	11,0	8,428	11,4	1,6
2° trim.	160,462	4,6	17,699	11,0	5,7	14,530	9,9	3,168	22,4	9,393	10,9	8,306	11,2	1,5
3° trim.	160,591	4,4	17,196	10,7	5,3	14,083	9,6	3,113	22,2	9,132	10,6	8,064	10,9	1,5
4° trim.	161,081	.	16,890	10,5	5,4	13,830	9,4	3,060	21,9	8,941	10,3	7,948	10,7	1,6
2015 set.	-	-	17,083	10,6	-	13,977	9,5	3,106	22,1	9,067	10,5	8,017	10,8	-
ott.	-	-	17,020	10,6	-	13,919	9,5	3,101	22,1	9,022	10,4	7,997	10,8	-
nov.	-	-	16,858	10,5	-	13,811	9,4	3,047	21,9	8,905	10,3	7,952	10,7	-
dic.	-	-	16,791	10,4	-	13,759	9,4	3,033	21,8	8,896	10,3	7,895	10,6	-
2016 gen.	-	-	16,673	10,4	-	13,663	9,3	3,010	21,7	8,795	10,2	7,878	10,6	-
feb.	-	-	16,634	10,3	-	13,622	9,3	3,011	21,6	8,812	10,2	7,822	10,5	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni BCE.

1) Non destagionalizzati.

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

3.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Indicatore BCE riferito ai nuovi ordinativi industriali	Vendite al dettaglio				Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)	Raggruppamenti principali di industrie							Totale	Alimentari, bevande, tabacco	Non alimentari	Carburante	
		Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
Variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2013	-0,6	-0,6	-0,9	-0,5	-0,4	-0,8	-2,3	-0,1	-0,6	-0,6	-1,0	-0,8	-4,4
2014	0,9	1,8	1,3	1,8	2,6	-5,4	1,7	3,3	1,5	0,7	1,6	-0,1	3,8
2015	1,6	1,8	0,9	2,1	2,1	0,5	-0,9	2,6	2,7	1,7	2,8	2,7	8,9
2015 2° trim.	1,5	1,8	1,0	2,8	1,1	-0,9	-1,0	5,4	2,7	1,7	3,0	2,9	6,9
3° trim.	1,9	2,2	1,0	2,7	2,8	0,0	-1,1	2,2	3,4	2,6	3,4	3,0	9,4
4° trim.	1,3	1,7	1,6	1,7	1,7	-2,0	0,3	1,6	2,4	1,2	2,5	2,1	10,4
2016 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	9,4
2015 ott.	2,1	2,3	1,6	3,6	1,3	0,9	0,0	0,7	2,5	1,2	2,8	1,4	5,8
nov.	1,8	2,0	2,3	2,0	1,5	-0,3	0,4	3,4	2,1	1,0	2,1	2,1	10,9
dic.	-0,1	0,8	0,9	-0,4	2,4	-6,0	0,5	0,6	2,5	1,4	2,6	2,8	15,1
2016 gen.	2,9	3,9	2,0	4,2	6,5	-2,8	4,9	1,6	2,0	1,2	2,5	-0,6	10,9
feb.	0,8	1,8	1,9	3,0	0,8	-5,2	2,5	.	2,4	2,9	1,7	-0,5	10,3
mar.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	7,6
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2015 ott.	0,7	0,5	0,1	1,1	0,7	1,8	0,4	1,6	-0,1	-0,3	0,1	-0,3	-1,1
nov.	-0,1	-0,1	0,8	-1,3	0,1	-1,8	1,1	0,9	0,1	0,0	-0,1	0,4	2,4
dic.	-0,5	-0,2	-0,2	-0,6	0,3	-3,3	-0,7	0,0	0,6	0,6	0,7	1,3	4,9
2016 gen.	1,9	1,8	0,9	2,9	2,6	3,1	2,4	-0,9	0,3	0,4	0,5	-0,1	1,3
feb.	-0,8	-0,8	0,0	-0,3	-1,7	-1,2	-1,1	.	0,2	0,5	-0,2	-0,2	-0,9
mar.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-2,3

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	6,8	-	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 2° trim.	103,6	-3,2	81,1	-5,2	-24,4	0,0	7,7	88,3	52,3	53,4	54,1	53,9
3° trim.	104,4	-2,9	81,3	-7,0	-22,5	3,0	10,4	88,4	52,3	53,6	54,0	53,9
4° trim.	106,2	-2,4	81,7	-6,4	-18,4	5,1	12,6	88,6	52,8	54,0	54,2	54,1
2016 1° trim.	104,0	-3,8	.	-8,3	-19,1	2,0	10,6	.	51,7	52,9	53,3	53,2
2015 ott.	106,0	-1,9	81,5	-7,5	-20,1	6,5	12,3	88,7	52,3	53,6	54,1	53,9
nov.	105,9	-3,3	-	-5,9	-17,5	5,8	12,7	-	52,8	54,0	54,2	54,2
dic.	106,6	-2,0	-	-5,7	-17,6	2,9	12,8	-	53,2	54,5	54,2	54,3
2016 gen.	105,0	-3,1	81,9	-6,3	-19,0	2,7	11,5	88,5	52,3	53,4	53,6	53,6
feb.	103,9	-4,1	-	-8,8	-17,6	1,4	10,8	-	51,2	52,3	53,3	53,0
mar.	103,0	-4,2	-	-9,7	-20,8	1,8	9,6	-	51,6	53,1	53,1	53,1

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

3.7 Conti riepilogativi per le famiglie e le società non finanziarie

(prezzi correnti, salvo diversa indicazione; dati non destagionalizzati)

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo) ¹⁾	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto ²⁾	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto ³⁾	Tasso di risparmio (netto)	Tasso di indebitamento ⁴⁾	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto)	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto netto	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	12,4	98,8	-1,7	1,7	-5,3	-0,1	-3,0	30,9	1,5	132,7	1,5	-6,6	1,2
2013	12,7	97,3	-0,3	1,2	-4,1	0,5	-1,8	32,2	3,3	130,3	2,1	-1,4	0,9
2014	12,7	96,6	0,7	1,8	0,9	2,8	1,2	31,9	3,7	131,5	1,6	3,3	0,9
2015 1° trim.	12,7	96,0	1,8	2,0	-0,4	4,0	1,5	32,3	4,4	134,0	2,0	2,8	1,2
2° trim.	12,8	95,7	2,0	2,0	-0,4	2,7	1,6	33,1	5,1	133,1	2,6	4,8	1,4
3° trim.	12,7	95,6	1,6	2,0	1,3	2,6	2,0	33,0	5,4	132,0	3,0	3,7	1,7
4° trim.	.	.	1,5	2,2	4,1	3,4	2,9	33,9	7,0	131,8	3,3	8,7	1,7

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

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

3 Attività economica

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

	Conto corrente											Conto Capitale ¹⁾	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2015 1° trim.	892,4	808,1	84,3	514,7	439,0	187,7	170,5	164,7	138,9	25,4	59,7	8,8	7,6
2° trim.	905,2	822,5	82,8	525,8	445,3	190,5	171,8	162,6	146,9	26,4	58,4	9,7	37,4
3° trim.	892,6	810,3	82,3	514,2	434,6	190,5	174,5	162,6	144,0	25,3	57,2	9,7	4,1
4° trim.	894,9	810,6	84,3	515,8	431,9	195,3	180,5	157,7	140,8	26,0	57,4	15,4	8,9
2015 set.	298,9	268,1	30,7	171,6	143,8	63,5	58,4	55,5	47,1	8,2	18,9	3,0	1,6
ott.	300,8	272,9	27,9	172,8	144,8	64,8	60,6	54,3	48,0	8,8	19,5	4,9	1,8
nov.	299,1	269,5	29,5	172,0	144,2	65,4	59,7	52,9	46,3	8,8	19,3	4,3	1,9
dic.	295,0	268,2	26,9	170,9	142,9	65,1	60,1	50,5	46,6	8,5	18,6	6,3	5,2
2016 gen.	292,4	264,9	27,5	171,9	141,5	64,0	60,3	48,0	44,8	8,5	18,4	2,7	3,5
feb.	288,2	269,1	19,0	166,5	141,8	64,3	57,5	48,9	47,5	8,6	22,3	3,5	1,2
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2016 feb.	3.576,0	3.254,5	321,5	2.067,0	1.747,1	768,0	702,9	638,0	571,3	103,0	233,3	44,6	57,6
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2016 feb.	34,4	31,3	3,1	19,9	16,8	7,4	6,8	6,1	5,5	1,0	2,2	0,4	0,6

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

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

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	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	510,2	241,7	106,1	149,8	423,0	448,7	260,2	70,8	109,7	315,7	55,5
2° trim.	8,2	4,2	514,0	242,6	106,0	153,4	429,4	453,8	265,2	70,7	110,8	317,9	60,0
3° trim.	4,5	0,9	507,8	235,0	105,7	153,7	423,5	446,4	255,0	71,3	113,3	318,2	51,0
4° trim.	3,4	2,3	509,7	238,5	105,2	154,8	426,4	445,4	250,2	72,7	114,7	324,7	45,5
2015 set.	0,8	-0,4	167,9	77,7	35,2	50,4	141,1	148,3	84,3	23,9	37,8	107,0	15,8
ott.	0,4	-0,6	168,3	79,9	34,9	50,8	142,8	148,8	84,5	24,8	37,7	107,6	16,1
nov.	6,2	4,4	170,9	78,8	35,1	51,7	141,2	148,3	82,8	24,1	38,3	107,9	14,5
dic.	4,0	3,5	170,5	79,7	35,2	52,3	142,5	148,4	82,9	23,9	38,7	109,2	14,9
2016 gen.	-2,0	-2,8	166,9	77,7	33,1	50,5	139,1	144,1	79,4	22,7	38,2	105,1	12,3
feb.	1,3	2,1	168,0	.	.	.	139,9	147,8	.	.	.	110,9	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2015 1° trim.	2,6	5,0	119,1	115,3	121,2	123,5	119,0	106,7	106,6	107,9	105,8	108,8	106,1
2° trim.	2,9	2,4	117,1	113,6	119,1	121,5	118,2	104,2	104,1	104,0	104,7	107,2	99,4
3° trim.	1,3	3,0	116,8	111,9	118,9	122,5	117,0	106,0	105,7	106,9	106,7	107,9	99,5
4° trim.	0,8	5,2	117,8	115,2	117,8	122,6	117,5	107,8	108,6	106,5	107,6	110,1	103,4
2015 ago.	2,2	5,3	115,1	110,6	116,6	121,4	114,2	105,2	105,4	106,3	105,7	105,4	100,7
set.	-1,5	2,5	116,4	111,7	119,7	120,5	117,4	106,5	106,8	106,5	106,3	108,7	100,8
ott.	-1,7	3,3	117,1	115,4	118,5	122,0	118,8	107,5	108,3	111,1	106,2	110,2	103,8
nov.	3,7	7,4	118,5	114,3	118,5	122,4	116,9	107,5	107,2	106,7	108,0	110,2	96,2
dic.	0,5	5,0	117,8	115,9	116,5	123,5	116,8	108,4	110,3	101,8	108,8	109,9	110,2
2016 gen.	-3,7	-0,6	116,8	114,2	111,0	120,8	115,2	107,5	108,1	101,1	106,6	106,7	108,2

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

4 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati		
	Indice: 2005 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni ener- getici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi ammini- strati	Prezzi ammini- strati
		Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
in perc. del totale nel 2015	100,0	100,0	69,7	56,6	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 2° trim.	100,5	0,2	0,8	-0,5	1,1	0,5	0,3	0,6	0,2	2,4	0,3	0,1	0,9	
3° trim.	100,0	0,1	0,9	-0,8	1,2	0,0	0,2	0,4	0,2	-2,5	0,4	0,0	0,9	
4° trim.	100,2	0,2	1,0	-0,6	1,2	-0,1	0,1	0,9	0,1	-3,0	0,2	0,1	0,6	
2016 1° trim.	99,2	0,0	1,0	-0,8	1,1	-0,4	0,1	-0,8	0,2	-4,4	0,2	0,0	0,3	
2015 ott.	100,3	0,1	1,1	-0,8	1,3	0,1	0,0	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	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,6	
dic.	100,2	0,2	0,9	-0,5	1,1	-0,2	0,0	-0,7	0,0	-1,8	0,0	0,2	0,7	
2016 gen.	98,7	0,3	1,0	-0,3	1,2	-0,2	0,0	-0,3	0,1	-2,7	0,1	0,3	0,3	
feb.	98,9	-0,2	0,8	-1,0	0,9	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-1,3	0,0	-0,2	0,3	
mar.	100,1	0,0	1,0	-1,1	1,4	0,3	0,0	0,5	0,0	1,0	0,3	-0,1	0,4	

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

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

4 Prezzi e costi

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni										Prezzi delle costruzioni	Prezzi degli immobili residenziali ¹⁾	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ¹⁾
	Totale (indice: 2010 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2010	100,0	100,0	78,0	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	1,6	.
2015 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	1,2	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	1,6	5,1
4° trim.	102,7	-3,1	-2,5	-0,7	-2,0	0,6	-0,2	-0,3	0,2	-9,4	-0,1	2,3	.
2015 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	0,5	-0,3	-0,4	0,2	-8,9	-	-	-
2016 gen.	100,9	-3,0	-2,0	-0,7	-1,8	0,4	-0,2	-0,2	0,1	-9,1	-	-	-
feb.	100,2	-4,2	-3,0	-0,8	-2,1	0,4	-0,4	-0,5	-0,1	-12,8	-	-	-

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

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

4.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2010 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾		Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
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 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
2016 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	32,5	-13,3	-4,8	-18,2	-13,7	-9,8	-17,2
2015 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	-14,4	-5,5	-19,5	-14,1	-9,5	-18,3
mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	36,5	-10,8	-5,1	-14,1	-12,3	-10,2	-14,2

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

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

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

4 Prezzi e costi

4.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)					Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2013	4,8	-	-	-2,1	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 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.	-2,2	1,9	3,7	-8,6	-0,8	45,6	53,6	49,2	49,6
2016 1° trim.	-4,7	0,8	3,4	-9,3	-1,7	41,5	52,5	47,7	49,0
2015 ott.	-2,5	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.	-5,6	1,5	3,4	-10,4	-1,4	40,8	52,4	47,6	48,9
mar.	-4,4	0,5	3,7	-9,4	-2,9	41,6	52,5	47,1	49,1

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

4.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2012 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ¹⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2013	101,4	1,4	1,5	1,1	1,2	1,9	1,8
2014	102,7	1,3	1,3	1,2	1,3	1,2	1,7
2015	104,2	1,5	1,8	0,6	1,6	1,4	1,5
2015 1° trim.	97,6	1,9	2,1	1,1	2,0	1,5	1,5
2° trim.	108,3	1,7	2,2	0,4	1,8	1,6	1,5
3° trim.	101,6	1,1	1,5	0,2	1,2	0,9	1,5
4° trim.	109,4	1,3	1,5	0,7	1,2	1,6	1,5

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

4 Prezzi e costi

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

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

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5 Moneta e credito

5.1 Aggregati monetari¹⁾

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	7	M3-M2				
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni			
1	2	3	4	5	8	9	10	11				
Consistenze												
2013	909,7	4.476,3	5.386,1	1.683,3	2.142,8	3.826,1	9.212,1	121,4	418,1	86,5	626,0	9.838,1
2014	968,5	4.952,3	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 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.	1.044,5	5.622,6	6.667,1	1.450,2	2.156,8	3.607,0	10.274,0	86,1	471,1	78,7	635,9	10.909,9
feb. ^(p)	1.046,9	5.669,2	6.716,1	1.430,3	2.165,1	3.595,4	10.311,4	92,9	475,3	88,3	656,5	10.967,9
Transazioni												
2013	45,6	250,4	295,9	-114,4	45,5	-68,9	227,0	-11,6	-48,7	-63,3	-123,6	103,4
2014	58,2	379,3	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 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	67,3
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	27,9	-14,0	-6,1	-12,2	-32,3	-4,4
2016 gen.	10,1	54,7	64,8	3,1	-3,7	-0,6	64,2	9,1	-2,7	4,7	11,1	75,3
feb. ^(p)	2,4	46,0	48,4	-18,2	8,3	-9,8	38,6	6,7	4,2	8,5	19,4	58,0
Variazioni percentuali												
2013	5,3	5,9	5,8	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-9,2	-10,4	-38,0	-16,1	1,0
2014	6,4	8,4	8,1	-5,4	0,1	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,7	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 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.	6,1	11,3	10,5	-7,4	0,7	-2,7	5,5	-29,2	9,4	-16,1	-1,5	5,0
feb. ^(p)	5,7	11,2	10,3	-7,4	1,0	-2,5	5,4	-27,9	9,4	-12,4	-1,1	5,0

Fonte: BCE.

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

5 Moneta e credito

5.2 Depositi di M3¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ²⁾	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche ⁴⁾
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2013	1.710,5	1.186,7	397,8	109,8	16,2	5.413,6	2.539,7	874,7	1.994,5	4,7	804,8	194,9	300,1
2014	1.815,2	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	1.927,4	1.480,9	321,8	116,5	8,2	5.751,1	3.061,0	694,3	1.993,1	2,6	989,4	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.	1.927,4	1.480,9	321,8	116,5	8,2	5.751,1	3.061,0	694,3	1.993,1	2,6	989,4	224,6	362,5
2015 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.	1.927,4	1.480,9	321,8	116,5	8,2	5.751,1	3.061,0	694,3	1.993,1	2,6	989,4	224,6	362,5
2016 gen.	1.966,2	1.521,0	319,9	115,5	9,8	5.764,6	3.077,4	694,5	1.989,1	3,6	983,0	224,2	377,7
feb. ^(a)	1.977,4	1.530,9	320,9	116,0	9,6	5.795,1	3.102,8	693,4	1.996,0	3,0	979,6	232,0	373,4
Transazioni													
2013	98,2	90,1	-6,9	9,1	5,9	107,9	182,4	-100,1	31,9	-6,2	-15,1	-13,3	-7,8
2014	69,5	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	99,8	140,2	-34,1	4,9	-11,2	194,8	302,8	-108,2	0,7	-0,4	76,7	-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.	14,5	18,6	-2,8	0,7	-2,0	56,2	72,1	-11,4	-4,0	-0,5	19,1	4,2	6,1
2015 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	-10,1	3,8	-0,1	-1,2	21,4	28,6	-5,5	-2,1	0,4	21,1	-2,4	5,5
dic.	-3,1	-3,3	1,3	-0,3	-0,8	24,2	28,4	-3,9	1,0	-1,3	2,5	2,1	-8,8
2016 gen.	40,3	41,2	-1,6	-0,9	1,6	13,9	16,4	0,5	-4,0	1,0	-5,7	-0,5	15,0
feb. ^(a)	10,9	9,5	1,1	0,5	-0,1	30,4	25,2	-1,1	6,8	-0,6	-3,7	7,9	-2,7
Variazioni percentuali													
2013	6,1	8,2	-1,7	8,9	56,4	2,0	7,7	-10,3	1,6	-56,7	-1,9	-6,4	-2,5
2014	4,0	7,6	-6,4	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 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.	6,5	10,8	-9,0	4,4	-17,6	3,8	10,5	-11,3	0,2	-12,4	9,2	-3,1	9,8
feb. ^(a)	6,5	10,5	-7,5	4,7	-28,8	4,0	10,5	-10,1	0,4	-25,5	7,0	1,8	7,8

Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								
	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 ²⁾	A società non finanziarie ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾	A imprese di assicurazione e fondi pensione			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
2013	3.404,9	1.096,7	2.308,2	12.709,1	10.544,4	10.929,5	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	10.989,6	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	10.989,6	4.273,4	5.307,5	887,3	123,6	1.301,1	786,8
2015 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	908,2	124,4	1.287,6	798,2
dic.	3.893,3	1.109,5	2.783,9	12.679,6	10.591,7	10.989,6	4.273,4	5.307,5	887,3	123,6	1.301,1	786,8
2016 gen.	3.965,3	1.117,2	2.848,1	12.689,8	10.617,5	11.013,8	4.289,2	5.312,0	890,8	125,5	1.306,0	766,3
feb. ^(p)	4.005,6	1.117,7	2.888,0	12.728,2	10.658,6	11.043,9	4.301,6	5.330,8	899,8	126,4	1.308,7	760,9
Transazioni												
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	96,7	68,5	48,5	0,7	98,0	-24,7	-5,5	24,2	4,0
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	1,5	-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	7,6	23,5	18,1	-1,4	23,4	-1,0	2,6	-22,4	6,5
2015 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	16,2	27,3	25,3	7,0	15,0	2,2	3,1	-19,1	8,0
nov.	36,6	-1,5	38,1	18,7	35,4	31,3	12,5	8,3	14,6	0,0	-20,4	3,7
dic.	26,7	-7,1	33,9	-27,3	-39,1	-38,6	-20,9	0,1	-17,9	-0,5	17,1	-5,2
2016 gen.	61,5	5,1	56,4	26,8	35,9	33,0	22,3	6,7	4,9	2,0	7,0	-16,0
feb. ^(p)	36,7	0,1	36,6	44,6	43,2	40,7	15,0	18,8	8,6	0,8	3,8	-2,4
Variazioni percentuali												
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,3	10,9	-5,1	1,9
2014	2,1	1,5	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	0,6	0,4	0,0	1,9	-2,7	-4,2	1,9	0,5
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	0,6	0,4	0,0	1,9	-2,7	-4,2	1,9	0,5
2015 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	-0,2	-1,4	-0,7	3,4
dic.	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,6	0,4	0,0	1,9	-2,7	-4,2	1,9	0,5
2016 gen.	8,7	-2,5	13,8	0,9	0,8	0,6	0,5	1,9	-2,5	-9,6	2,4	-0,3
feb. ^(p)	10,1	-2,4	15,9	1,2	1,1	0,9	0,6	2,2	-1,5	-6,9	2,9	-1,4

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 ¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
		Corretto per cessioni e cartolarizzazioni ⁴⁾					Corretto per cessioni e cartolarizzazioni ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
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	5.639,0	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	5.639,0	595,6	3.948,3	763,6
2015 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	755,6	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	5.639,0	595,6	3.948,3	763,6
2016 gen.	4.289,2	4.352,3	1.048,5	765,8	2.475,0	5.312,0	5.643,3	596,4	3.953,2	762,4
feb. ⁴⁾	4.301,6	4.360,5	1.051,1	775,8	2.474,8	5.330,8	5.651,7	602,5	3.966,7	761,6
Transazioni										
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	0,7	6,4	-45,7	32,3	14,1	98,0	76,7	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	0,5	-22,6	13,5	7,6	23,4	18,3	5,1	20,3	-1,9
2015 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.	12,5	9,4	15,5	-2,4	-0,7	8,3	8,7	2,6	3,6	2,1
dic.	-20,9	-19,0	-32,5	5,8	5,7	0,1	2,1	-0,6	4,2	-3,4
2016 gen.	22,3	24,1	13,1	6,2	3,0	6,7	6,2	1,2	6,0	-0,6
feb. ⁴⁾	15,0	17,9	3,5	11,4	0,1	18,8	9,4	6,3	13,2	-0,7
Variazioni percentuali										
2013	-2,9	-3,2	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,4	-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 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.	0,5	0,6	-3,1	4,7	0,8	1,9	1,4	4,0	2,1	-0,5
feb. ⁴⁾	0,6	0,9	-2,9	6,3	0,5	2,2	1,6	5,2	2,3	-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 ¹⁾

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

	Passività delle IFM						Attività delle IFM			
	Detenuti dalle amministrazioni centrali ²⁾	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro					Attività nette sull'estero	Altre		
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni	Capitali e riserve		Totale	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali ³⁾	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali ³⁾
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	2.551,6	1.331,3	283,5	205,9	135,6
2015 1° trim.	283,2	7.320,8	2.258,5	90,6	2.395,7	2.576,0	1.505,5	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	2.551,6	1.331,3	283,5	205,9	135,6
2015 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	2.551,6	1.331,3	283,5	205,9	135,6
2016 gen.	306,2	7.049,6	2.174,2	78,6	2.221,8	2.575,0	1.308,2	302,4	215,0	141,7
feb. ^(a)	294,6	7.074,4	2.185,3	77,6	2.193,1	2.618,4	1.305,8	297,2	246,6	142,5
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	-217,0	-104,0	-13,5	-203,6	104,1	-97,2	-7,4	21,4	-4,0
2015 1° trim.	15,5	-36,9	-27,8	-2,6	-52,3	45,8	3,4	33,3	51,7	21,0
2° trim.	-18,0	-87,3	-34,7	-3,9	-50,5	1,9	-0,2	-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	-55,2	-47,5	-3,9	-42,3	38,5	-36,3	13,7	-7,7	-4,3
2015 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	10,7	54,4	-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	-10,1	-3,0	-0,5	-18,5	11,9	-31,8	-0,4	-11,7	-10,4
2016 gen.	27,8	-33,3	-9,3	-1,1	-22,5	-0,4	-30,0	11,5	9,1	6,9
feb. ^(a)	-11,5	-14,8	11,4	-1,0	-30,9	5,7	-49,9	0,3	31,6	0,9
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	4,2	-	-	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	4,2	-	-	11,6	-2,9
2015 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	4,2	-	-	11,6	-2,9
2016 gen.	3,4	-3,3	-4,4	-15,3	-8,8	3,4	-	-	5,7	7,0
feb. ^(a)	10,0	-3,4	-3,6	-15,5	-9,4	3,1	-	-	8,2	-1,8

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
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 ¹⁾

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

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

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno ²⁾					Vita residua media ³⁾	Rendimento nominale medio ⁴⁾						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere					Transazioni	
		Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso		Emissioni	Rimborsi
	Scadenze fino a 1 anno												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	16,5	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	14,9	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
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.	15,1	13,1	4,5	2,0	0,5	6,5	3,1	1,3	0,3	3,5	2,9	0,6	1,7
2° trim.	15,1	13,1	4,8	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,5
3° trim.	15,1	13,1	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
2015 ott.	15,5	13,5	4,2	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
nov.	15,6	13,6	4,5	2,0	0,5	6,5	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
dic.	14,9	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016 gen.	15,1	13,2	5,4	2,0	0,5	6,6	2,8	1,2	0,1	3,3	3,0	0,3	1,2
feb.	15,4	13,5	4,9	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	3,0	0,3	1,2
mar.	15,4	13,6	4,8	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	3,0	0,3	1,1

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio	Germania	Estonia	Irlanda	Grecia	Spagna	Francia	Italia	Cipro	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Disavanzo (-)/avanzo(+) pubblico										
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	
Debito pubblico										
2011	102,2	78,4	5,9	109,3	172,0	69,5	85,2	116,4	65,8	
2012	104,1	79,7	9,5	120,2	159,4	85,4	89,6	123,2	79,3	
2013	105,1	77,4	9,9	120,0	177,0	93,7	92,3	128,8	102,5	
2014	106,7	74,9	10,4	107,5	178,6	99,3	95,6	132,3	108,2	
2014 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	Lituania	Lussemburgo	Malta	Paesi Bassi	Austria	Portogallo	Slovenia	Slovacchia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Disavanzo (-)/avanzo(+) pubblico										
2011	-3,4	-8,9	0,5	-2,6	-4,3	-2,6	-7,4	-6,6	-4,1	-1,0
2012	-0,8	-3,1	0,2	-3,6	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,2	-2,1
2013	-0,9	-2,6	0,7	-2,6	-2,4	-1,3	-4,8	-15,0	-2,6	-2,5
2014	-1,5	-0,7	1,4	-2,1	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,8	-3,3
2014 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
Debito pubblico										
2011	42,8	37,2	19,2	69,8	61,7	82,2	111,4	46,4	43,3	48,5
2012	41,4	39,8	22,1	67,6	66,4	81,6	126,2	53,7	51,9	52,9
2013	39,1	38,8	23,4	69,6	67,9	80,8	129,0	70,8	54,6	55,6
2014	40,6	40,7	23,0	68,3	68,2	84,2	130,2	80,8	53,5	59,3
2014 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, 2016**

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

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 20 aprile 2016.

ISSN 2363-3433 (ePub)
ISSN 2363-3433 (online)
Numero di catalogo dell'UE QB-BP-16-003-IT-E (epub)
Numero di catalogo dell'UE QB-BP-16-003-IT-N (online)

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