



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# Bollettino economico

Numero 4 / 2016



# Indice

## Andamenti economici e monetari

Quadro generale	4
1 Contesto esterno	7
2 Andamenti finanziari	12
3 Attività economica	16
4 Prezzi e costi	21
5 Moneta e credito	25
6 Andamento della finanza pubblica	30

## Riquadri

1 Le implicazioni internazionali dei bassi prezzi del petrolio	33
2 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 27 gennaio al 26 aprile 2016	37
3 Bassi tassi d'interesse e reddito netto da interessi delle famiglie	42
4 Migliore tempestività della stima rapida del PIL trimestrale nell'area dell'euro: prime esperienze	45
5 Le raccomandazioni specifiche per le politiche di bilancio dei singoli paesi formulate nell'ambito del Semestre europeo 2016	49

## Articoli

1 Il ruolo delle istituzioni finanziarie non monetarie dell'area dell'euro per l'intermediazione finanziaria	53
2 L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro	72

## Statistiche

S1

# Andamenti economici e monetari

## Quadro generale

**Nella riunione di politica monetaria del 2 giugno 2016 il Consiglio direttivo ha valutato che l'insieme articolato delle decisioni adottate agli inizi di marzo sostiene il vigore della ripresa economica dell'area dell'euro e favorisce il ritorno dell'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento.** Le misure della BCE continuano a ridurre il costo del credito e contribuiscono a rafforzarne l'offerta. La ripresa economica nell'area dell'euro procede gradualmente. Un ulteriore stimolo, oltre a quello già considerato, dovrebbe provenire dalle misure di politica monetaria ancora da attuare, vale a dire dal programma di acquisto di attività del settore societario (corporate sector purchase programme, CSPP) e dalla nuova serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT II), che concorreranno a un ulteriore riequilibrio dei rischi per le prospettive di crescita e di inflazione. Nel contesto attuale è indispensabile assicurare che le condizioni di inflazione molto bassa non si radichino in effetti di secondo impatto sul processo di formazione di salari e prezzi. Il Consiglio direttivo seguirà con attenzione l'evoluzione delle prospettive per la stabilità dei prezzi e, se necessario per il conseguimento del suo obiettivo, agirà ricorrendo a tutti gli strumenti disponibili nell'ambito del suo mandato.

## Valutazione economica e monetaria al momento della riunione del Consiglio direttivo del 2 giugno 2016

**La crescita mondiale è rimasta debole nel primo trimestre del 2016.** In prospettiva, l'attività mondiale dovrebbe continuare a espandersi a un ritmo modesto. I bassi tassi di interesse, i miglioramenti nei mercati del lavoro e il clima di fiducia più positivo sostengono le prospettive per le economie avanzate. Il quadro per i paesi emergenti rimane invece più incerto in un contesto in cui la crescita si indebolisce in Cina e i paesi esportatori di materie prime si trovano in una fase di aggiustamento in risposta al calo dei prezzi di tali prodotti.

**Tra i primi di marzo e gli inizi di giugno i mercati finanziari dell'area dell'euro e del resto del mondo sono tornati a evidenziare condizioni più stabili.** Andamenti dell'economia mondiale migliori del previsto, un'ulteriore ripresa dei corsi petroliferi e uno stimolo monetario aggiuntivo nell'area dell'euro hanno sostenuto le valutazioni delle attività rischiose. Di conseguenza, nel periodo in esame le quotazioni azionarie dell'area hanno registrato un moderato incremento e l'annuncio degli acquisti di attività del settore societario da parte dell'Eurosistema ha accentuato in misura significativa il restringimento dei differenziali sulle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie. I rendimenti a lungo termine dei titoli sovrani dell'area sono lievemente diminuiti, seguendo da vicino i movimenti di quelli del resto del mondo. Nei mercati valutari, l'euro ha registrato un leggero rafforzamento.

**Prosegue la ripresa economica nell'area dell'euro.** Il PIL in termini reali dell'area è aumentato in misura significativa nel primo trimestre del 2016. La crescita continua a essere sostenuta dalla domanda interna, mentre è frenata dalla debolezza delle esportazioni. I dati più recenti indicano una prosecuzione della crescita nel secondo trimestre, anche se a un ritmo che potrebbe essere inferiore rispetto al primo trimestre.

**In prospettiva, il Consiglio direttivo si attende che la ripresa economica proceda a un ritmo moderato ma costante.** La domanda interna continua a essere sorretta dalla trasmissione delle misure di politica monetaria all'economia reale. Condizioni di finanziamento favorevoli e miglioramenti della redditività delle imprese seguitano a promuovere gli investimenti. Inoltre, i protratti incrementi dell'occupazione favoriti anche dalle passate riforme strutturali e i prezzi ancora relativamente bassi del petrolio forniscono un ulteriore sostegno al reddito disponibile reale delle famiglie e ai consumi privati. In aggiunta, l'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro è lievemente espansivo. Tuttavia, la ripresa economica dell'area continua a essere frenata dalle prospettive di crescita contenuta nei paesi emergenti, dai necessari aggiustamenti dei bilanci in una serie di settori e dalla lenta attuazione delle riforme strutturali.

**Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate nel giugno 2016 dagli esperti dell'Eurosistema indicano un incremento annuo del PIL in termini reali pari all'1,6 per cento nel 2016 e all'1,7 per cento nel 2017 e nel 2018.**

Rispetto all'esercizio condotto a marzo 2016 dagli esperti della BCE, le prospettive di crescita del PIL in termini reali sono state riviste al rialzo per il 2016 e mantenute sostanzialmente invariate per il 2017 e il 2018. Secondo la valutazione del Consiglio direttivo, i rischi per le prospettive di crescita dell'area dell'euro restano orientati verso il basso, ma risultano più equilibrati sulla scorta delle misure di politica monetaria attuate e dello stimolo che deve ancora manifestare i suoi effetti. I rischi al ribasso sono ancora connessi all'andamento dell'economia mondiale, all'imminente referendum sulla permanenza del Regno Unito nell'Unione europea e ad altri rischi geopolitici.

**Secondo la stima rapida dell'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è stata pari a -0,1 per cento in maggio.** Questo basso livello riflette i precedenti cali dei corsi dell'energia. In prospettiva, sulla base dei prezzi correnti dei contratti future per il petrolio, è probabile che i tassi di inflazione restino molto bassi o negativi nei prossimi mesi per poi risalire nella seconda metà del 2016, riflettendo in ampia misura gli effetti base del tasso di variazione sui dodici mesi delle quotazioni dell'energia. Sostenuti dalle misure di politica monetaria della BCE e dalla attesa ripresa economica, i tassi di inflazione dovrebbero recuperare ulteriormente nel 2017 e nel 2018.

**Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro elaborate nel giugno 2016 dagli esperti dell'Eurosistema prevedono un tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC dello 0,2 per cento nel 2016, dell'1,3 nel 2017 e dell'1,6 nel 2018.** Rispetto all'esercizio condotto a marzo 2016 dagli esperti della BCE, le prospettive per l'inflazione misurata sullo IAPC sono state riviste lievemente al rialzo per il 2016, in relazione ai recenti rincari del petrolio, e sono rimaste invariate per il 2017 e il 2018.

**Le misure di politica monetaria attuate a partire da giugno 2014 hanno chiaramente migliorato i flussi di credito nell'area dell'euro.** Il tasso di crescita dell'aggregato monetario ampio è diminuito leggermente in aprile, pur mantenendosi robusto, e quello dei prestiti ha continuato a recuperare gradualmente. Le fonti interne di creazione di moneta rimangono la determinante principale dell'espansione dell'aggregato monetario ampio. I bassi tassi di interesse, assieme agli effetti delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) e al programma ampliato di acquisto di attività (PAA) della BCE, continuano a sostenere la dinamica della moneta e del credito. Le banche hanno trasmesso le condizioni favorevoli di finanziamento alla clientela attraverso tassi sui prestiti più contenuti e le migliori condizioni di credito continuano a sostenere la ripresa della crescita dei prestiti. Si stima che il flusso complessivo annuale di finanziamento esterno alle società non finanziarie sia aumentato moderatamente nel primo trimestre del 2016. Nell'insieme, le misure di politica monetaria in atto da giugno 2014 hanno migliorato sostanzialmente le condizioni di prestito per famiglie e imprese e l'insieme articolato delle nuove misure di politica monetaria adottate a marzo di quest'anno sostiene il continuo recupero della crescita dei prestiti, favorendo la ripresa dell'economia reale.

## Decisioni di politica monetaria

**Nella valutazione del Consiglio direttivo, la verifica incrociata degli esiti dell'analisi economica con le indicazioni derivanti dall'analisi monetaria ha confermato la necessità di mantenere un grado appropriato di accomodamento monetario per assicurare il ritorno dell'inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento senza indebiti ritardi.** Il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE e continua ad attendersi che rimangano su livelli pari o inferiori agli attuali per un prolungato periodo di tempo, ben oltre l'orizzonte degli acquisti netti di attività da parte dell'Eurosistema. Quanto alle misure non convenzionali di politica monetaria, il Consiglio direttivo ha confermato l'intenzione di condurre gli acquisti mensili di attività, per 80 miliardi di euro, sino alla fine di marzo 2017, o anche oltre se necessario, e in ogni caso finché non riscontrerà un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi, coerente con il proprio obiettivo di inflazione. L'8 giugno l'Eurosistema ha avviato gli acquisti nell'ambito del CSPP. Inoltre, il 22 giugno condurrà la prima operazione della nuova serie di OMRLT II.

*La crescita modesta dell'economia mondiale registrata verso la fine dello scorso anno è proseguita anche nel primo trimestre del 2016. In prospettiva, l'attività globale dovrebbe continuare a espandersi a un ritmo moderato. I bassi tassi di interesse, il miglioramento delle condizioni nei mercati del lavoro e il clima di fiducia più positivo sostengono le prospettive per i paesi avanzati. Il quadro per le economie emergenti rimane invece più incerto poiché in Cina la crescita si indebolisce e nei paesi esportatori di materie prime è in corso una fase di aggiustamento in risposta al calo dei prezzi di tali prodotti.*

### Attività economica e commercio mondiale

**L'economia mondiale continua a espandersi a un ritmo moderato.** Gli indicatori dell'attività economica si sono stabilizzati, segnalando il protrarsi di una traiettoria costante per l'economia mondiale. Nei mercati finanziari il clima di fiducia è migliorato. Le incertezze continuano tuttavia a offuscare l'orizzonte in un contesto in cui i paesi affrontano gli effetti di alcuni sviluppi che stanno caratterizzando al momento il quadro internazionale, quali ad esempio: i bassi prezzi delle materie prime che incidono negativamente sugli esportatori di tali prodotti; l'inasprimento delle condizioni finanziarie, per lo più nelle economie emergenti, parzialmente connesso alla normalizzazione della politica monetaria statunitense; il graduale riequilibrio dell'economia cinese; rischi geopolitici, incluso l'imminente referendum nel Regno Unito.

**I prezzi delle materie prime hanno recuperato negli ultimi tre mesi.** Le quotazioni del greggio di qualità Brent hanno recuperato dal punto di minimo degli ultimi dodici anni raggiunto lo scorso gennaio; anche i corsi delle materie prime non petrolifere sono aumentati nello stesso periodo. Il recente rincaro del petrolio rispecchia l'effetto congiunto dell'indebolimento dell'offerta e del rafforzamento della domanda. L'offerta mondiale di greggio si è mantenuta piuttosto stabile a marzo e aprile per effetto dell'aumento della produzione nei paesi dell'OPEC e della diminuzione in quelli non appartenenti all'organizzazione, in particolare negli Stati Uniti. Al tempo stesso l'Agenzia internazionale per l'energia ha rivisto al rialzo le previsioni per la crescita della domanda mondiale di petrolio nel primo trimestre del 2016, ma ha lasciato invariate quelle relative all'insieme dell'anno. In un'ottica di più lungo periodo, tuttavia, i corsi petroliferi restano notevolmente inferiori ai massimi del 2014. Come indicato nel riquadro 1, l'atteso stimolo all'attività mondiale derivante dalla flessione pronunciata dei prezzi del petrolio è stato inferiore alle attese. Un elemento alla base di questo risultato è che le cause del calo delle quotazioni sono cambiate nel tempo. Mentre nel 2014 l'iniziale caduta dei prezzi è stata spiegata in gran parte dall'aumento considerevole dell'offerta di greggio, successivamente avrebbe riflesso l'indebolimento della domanda mondiale.

**Le politiche monetarie rimangono estremamente accomodanti nelle economie avanzate.** La curva dei future sui tassi sui Federal Fund dopo essersi appiattita nel mese di gennaio si è spostata verso l'alto. In un contesto in cui ci si attende

che i tassi di interesse restino bassi per un periodo di tempo prolungato nelle altre principali economie, è aumentata la prospettiva di una divergenza tra le politiche monetarie dei paesi avanzati.

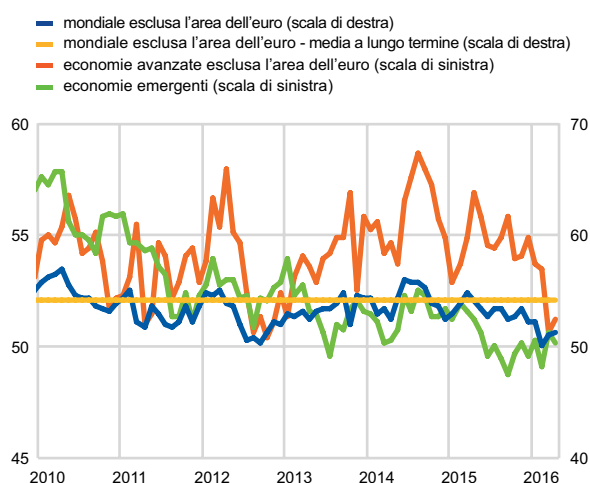
**La crescita modesta dell'economia mondiale registrata verso la fine dello scorso anno è proseguita anche agli inizi del 2016.** Nel primo trimestre la crescita del PIL è diminuita negli Stati Uniti e nel Regno Unito, mentre ha registrato un lieve aumento in Giappone. In media, l'attività economica si è indebolita anche nelle altre economie europee non appartenenti all'area dell'euro. I dati relativi alle economie emergenti sono più contrastanti. In Cina le statistiche macroeconomiche rimangono coerenti con un quadro di graduale rallentamento; l'attività economica è sostenuta dalla ripresa del settore immobiliare e dal vigore della spesa per infrastrutture nel primo trimestre. In Russia l'economia resta in una fase di profonda recessione, anche se vi sono segnali di superamento del punto di minimo grazie all'effetto positivo dei più alti prezzi del petrolio. Per contro, in Brasile il forte rallentamento economico è proseguito in presenza di un'elevata incertezza politica.

**Se gli indicatori congiunturali dell'attività economica mondiale si sono stabilizzati, la crescita del commercio ha perso notevolmente slancio.** In aprile l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto (esclusa l'area dell'euro) dopo essere sceso in febbraio sul livello più basso da oltre quattro anni ha registrato un lieve recupero (cfr. grafico 1). Tuttavia, gli indicatori anticipatori compositi dell'OCSE segnalano altresì un indebolimento della crescita nelle economie avanzate ed emergenti. Il commercio internazionale è tornato a contrarsi agli inizi del 2016. Le importazioni mondiali di beni sono diminuite dell'1,8 per cento in termini di volume nel primo trimestre dell'anno. Le stime dei volumi dell'interscambio sono state riviste nettamente al ribasso per gennaio e febbraio (cfr. figura 2). Anche se le economie avanzate hanno continuato a segnalare una crescita positiva delle importazioni, l'interscambio è stato molto

### Grafico 1

#### PMI composito del prodotto mondiale

(indice di diffusione)



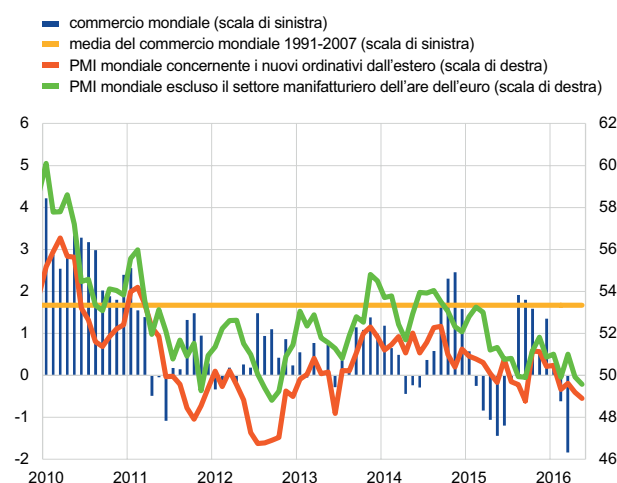
Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce ad aprile 2016.

### Grafico 2

#### Commercio mondiale di beni

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



Fonti: Markit, CPB ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce ad aprile 2016 per l'indice PMI e a marzo 2016 per il commercio mondiale.

debole nei paesi emergenti, in particolare in quelli asiatici. Il dato negativo del primo trimestre del 2016 ha fatto seguito a due trimestri consecutivi di crescita relativamente robusta delle importazioni. Effetti base connessi ai risultati particolarmente deboli di gennaio potrebbero segnalare un rafforzamento nei prossimi mesi, anche se le indagini continuano a indicare prospettive modeste per il commercio globale in un contesto in cui il PMI mondiale relativo ai nuovi ordinativi dall'estero è diminuito in aprile.

**Guardando al futuro, l'attività economica mondiale dovrebbe continuare a espandersi a un ritmo moderato, sostenuta dalle perduranti prospettive di una tenuta della crescita in gran parte dei paesi avanzati e dalla progressiva moderazione delle gravi recessioni in alcune grandi economie emergenti.** I tassi di interesse ancora bassi, il miglioramento delle condizioni nei mercati del lavoro e il clima di fiducia più positivo dovrebbero sostenere le prospettive per le economie avanzate. Il quadro per i paesi emergenti resta invece più incerto. Il progressivo rallentamento dell'economia cinese peserà verosimilmente sulla crescita nelle altre economie emergenti, in particolare in quelle dell'Asia. Tuttavia, la graduale ripresa di Russia e Brasile dopo la fase di profonda recessione dovrebbe sostenere la crescita mondiale.

**Per quanto concerne più nel dettaglio i singoli paesi, negli Stati Uniti l'attività economica dopo la moderazione del primo trimestre dell'anno dovrebbe mettere a segno una ripresa.** I fondamentali interni – riflessi nella robusta crescita dei posti di lavoro, nell'aumento dei salari nominali e nell'espansione del reddito disponibile reale – rimangono favorevoli e si prevede che la domanda interna rimanga la determinante fondamentale delle prospettive di crescita negli Stati Uniti. L'attività dovrebbe rafforzarsi gradualmente, sostenuta dal maggiore vigore dei consumi e dalla fine del processo di aggiustamento nel settore energetico. D'altro canto è probabile che le esportazioni nette continuino a frenare l'attività, dato l'apprezzamento passato del dollaro statunitense e la debole dinamica della domanda estera. Al tempo stesso, anche se i differenziali creditizi hanno registrato una lieve diminuzione, i tassi di interesse sono aumentati.

**Nel Regno Unito l'attività economica continua a espandersi a un ritmo costante.** Ci si attende una moderata ripresa dell'attività, trainata principalmente dai consumi poiché i bassi prezzi dei beni energetici continuano a far aumentare il reddito disponibile reale. Il tasso di variazione degli investimenti sorretto dall'allentamento delle condizioni creditizie resta positivo, seppur inferiore rispetto agli anni passati. Tuttavia la crescita è potenzialmente limitata dall'incertezza circa il referendum sull'appartenenza all'Unione europea.

**Le prospettive per il Giappone rimangono modeste.** Nel primo trimestre del 2016 il PIL giapponese ha segnato un recupero, dopo il calo dell'attività nel periodo precedente. In prospettiva, l'attività dovrebbe trarre beneficio dall'orientamento accomodante della politica monetaria e dall'effetto positivo sui redditi esercitato dal calo dei prezzi petroliferi. Un graduale aumento dei salari reali, che risente delle condizioni più tese nel mercato del lavoro, dovrebbe altresì sostenere la spesa delle famiglie. Si prevede che le esportazioni beneficino del graduale miglioramento della domanda estera, un effetto che sarà tuttavia moderato dal recente apprezzamento dello yen. Inoltre, l'azione di risanamento dei conti pubblici peserà sulla domanda.



**Nell'Europa centrale e orientale la crescita dell'attività economica reale dovrebbe rimanere robusta, ancorché difforme nei vari paesi.**

Le principali determinanti della crescita nella regione restano la dinamica vivace dei consumi privati, che beneficiano dell'aumento del reddito disponibile reale nel contesto di bassa inflazione, e la forte espansione degli investimenti sorretta dai fondi strutturali dell'UE.

**L'economia cinese dovrebbe rallentare nel medio periodo.**

I bassi prezzi del petrolio, il vigore dei consumi e il pronunciato miglioramento del mercato delle abitazioni continuano a sostenere l'attività economica. Il tasso di cambio (effettivo) del renminbi e i mercati finanziari più stabili hanno contribuito ad alleviare in parte le incertezze, particolarmente acute agli inizi dell'anno. Nel breve periodo si prevede che l'orientamento accomodante della politica monetaria e le azioni di stimolo fiscale forniscano un certo sostegno all'economia. Nel medio termine, tuttavia, la crescente enfasi sulla riduzione dell'eccesso di capacità in alcuni comparti dell'industria pesante e la gestione dei connessi crediti deteriorati dovrebbero far diminuire il ritmo di espansione.

**Nei paesi esportatori di materie prime prosegue il processo di aggiustamento in risposta al sensibile calo dei prezzi di tali prodotti.**

In Russia, dove perdura una fase di profonda recessione, i costi di finanziamento restano alti nonostante l'allentamento delle condizioni finanziarie intervenuto nel 2015. L'incertezza è elevata, il basso livello di fiducia delle imprese e i minori proventi petroliferi continuano a deprimere la spesa pubblica. In prospettiva, la crescita dovrebbe tornare lievemente positiva solo nella seconda metà del 2016 e collocarsi attorno al suo livello potenziale nel 2017. In Brasile le incertezze politiche, il peggioramento delle ragioni di scambio e l'inasprimento della politica monetaria e delle condizioni finanziarie pesano notevolmente sull'attività economica. In prospettiva, si prevede che la crescita registri una lieve ripresa dopo la fase di profonda recessione in un contesto in cui si stabilizzano i prezzi delle materie prime e si modera l'azione di freno sugli investimenti nei settori delle materie prime.

**Le prospettive per la crescita mondiale continuano nel complesso a indicare una ripresa graduale e disomogenea.**

Le proiezioni macroeconomiche formulate nel giugno 2016 dagli esperti dell'Eurosistema prevedono un aumento della crescita in termini reali del PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) dal 3,1 per cento del 2016 al 3,7 nel 2017 e al 3,8 nel 2018. La domanda estera dell'area dell'euro dovrebbe accelerare, dal 2,0 per cento del 2016 al 3,5 nel 2017 e al 4,0 nel 2018. La modesta ripresa dell'attività e del commercio prevista nello scenario di base riflette una tenuta della crescita nelle economie avanzate e una progressiva moderazione delle gravi recessioni nelle grandi economie emergenti e nello specifico in Russia e Brasile nell'orizzonte di proiezione, che compenserebbero il graduale rallentamento dell'economia cinese. Rispetto all'esercizio di marzo, le prospettive per la crescita mondiale sono state corrette lievemente al ribasso. Le revisioni della domanda estera dell'area sono sostanzialmente in linea con quelle della crescita globale.

**I rischi per le prospettive dell'attività mondiale rimangono orientati verso il basso, specialmente per le economie emergenti.**

Uno dei principali rischi al ribasso è un rallentamento più marcato nelle economie emergenti, Cina compresa.

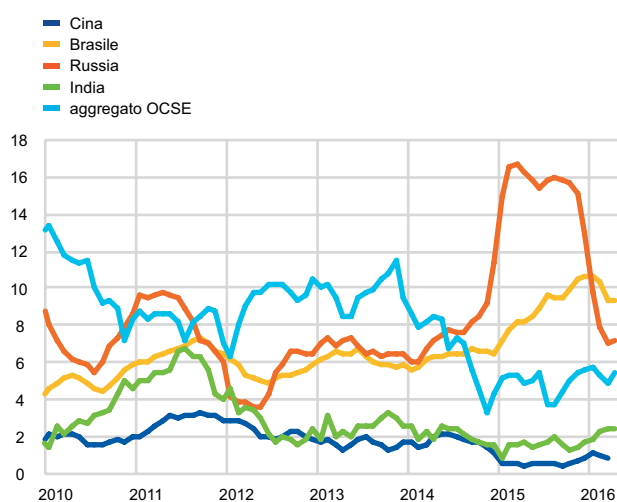
L'inasprimento delle condizioni finanziarie e le maggiori incertezze politiche possono esacerbare gli squilibri macroeconomici esistenti, peggiorando il clima di fiducia e frenando la crescita in misura superiore alle attese. Le incertezze sul piano delle politiche riguardo alla transizione economica in Cina possono far aumentare la volatilità finanziaria a livello mondiale. Le prospettive restano minate anche da rischi geopolitici, compreso l'imminente referendum nel Regno Unito. Infine, il livello persistentemente basso dei corsi petroliferi può aggravare gli squilibri fiscali o finanziari in alcuni paesi esportatori di petrolio.

## Andamenti dei prezzi a livello internazionale

### Grafico 3

#### Inflazione al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: statistiche nazionali e OCSE.

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

#### Gli effetti dei passati cali delle quotazioni petrolifere continuano a pesare sull'inflazione complessiva a livello mondiale.

Nell'area dell'OCSE l'inflazione al consumo sui dodici mesi è scesa allo 0,8 per cento in marzo, dall'1,0 di febbraio, per il maggiore contributo negativo della caduta dei prezzi dei beni energetici (cfr. grafico 3). Il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è rimasto invariato all'1,9 per cento da dicembre. Con riferimento alle principali economie emergenti, l'inflazione resta elevata in Brasile, ma è diminuita in Russia poiché sono venuti meno gli effetti del precedente deprezzamento del rublo. In Cina è aumentata lievemente, sulla scia di un temporaneo incremento dei prezzi dei beni alimentari.

#### L'inflazione a livello mondiale dovrebbe rimanere moderata nel breve periodo, per poi aumentare lentamente a partire dalla seconda metà del 2016.

La caduta dei prezzi del petrolio e delle altre materie prime agli inizi dell'anno, nonostante la recente ripresa, dovrebbe moderare ulteriormente l'inflazione nel breve

periodo. In prospettiva, l'inclinazione ascendente della curva dei contratti future sul petrolio implica un aumento delle quotazioni petrolifere nell'orizzonte di proiezione. Al tempo stesso, l'abbondante capacità inutilizzata a livello mondiale dovrebbe pesare sull'inflazione di fondo nel medio termine.

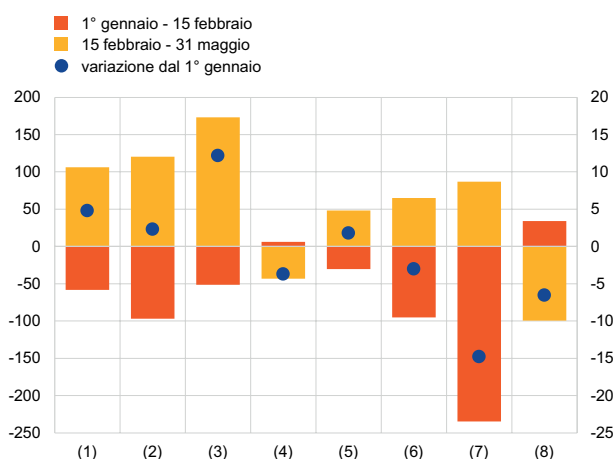
## 2 Andamenti finanziari

Fra i primi di marzo e i primi di giugno le condizioni nei mercati finanziari dell'area dell'euro sono tornate a essere più stabili rispetto agli inizi del 2016, così come quelle nei mercati internazionali. Le condizioni migliori del previsto dell'economia mondiale, l'ulteriore ripresa dei prezzi petroliferi e l'ulteriore stimolo monetario nell'area dell'euro hanno sostenuto le valutazioni delle attività rischiose sui mercati. Di conseguenza, le quotazioni azionarie nell'area dell'euro sono moderatamente aumentate nel periodo in rassegna, ossia fra il 9 marzo e il 1° giugno 2016, mentre l'annuncio di acquisti di attività del settore societario da parte dell'Eurosistema ha significativamente accentuato la flessione dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie (SNF). I rendimenti sui titoli sovrani a lungo termine dell'area sono leggermente calati, rispecchiando gli andamenti di quelli internazionali. Nei mercati dei cambi l'euro ha segnato un modesto apprezzamento.

### Grafico 4

#### Andamenti dei mercati finanziari

(scala di sinistra: variazioni in punti base per 4, 6, 7 e 8; scala di destra: variazioni percentuali per 1, 2, 3 e 5)



Fonti: S&P, Financial Times, JP Morgan, Haver Analytics, Merrill Lynch.  
Note: (1) S&P 500; (2) indice FTSE All-World, esclusi gli Stati Uniti; (3) quotazione del greggio di qualità Brent in dollari statunitensi; (4) rendimenti delle obbligazioni sovrane statunitensi a 10 anni; (5) media ponderata per il PIL espresso in PPA delle variazioni percentuali dei tassi di cambio delle economie di mercato emergenti (EME) rispetto al dollaro USA; (6) differenziale delle obbligazioni sovrane dell'indice Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI) di JP Morgan in punti base; (7) rendimento delle obbligazioni societarie statunitensi ad alto rendimento; (8) indice di volatilità (VIX) del Chicago Board Options Exchange (CBOE).

**Diversamente da quanto osservato a inizio anno, fra i primi di marzo e i primi di giugno 2016 i mercati finanziari dell'intera area dell'euro e quelli di tutto il mondo hanno attraversato un periodo di relativa tranquillità, beneficiando del miglioramento dell'economia mondiale e dei nuovi aumenti del prezzo del petrolio.**

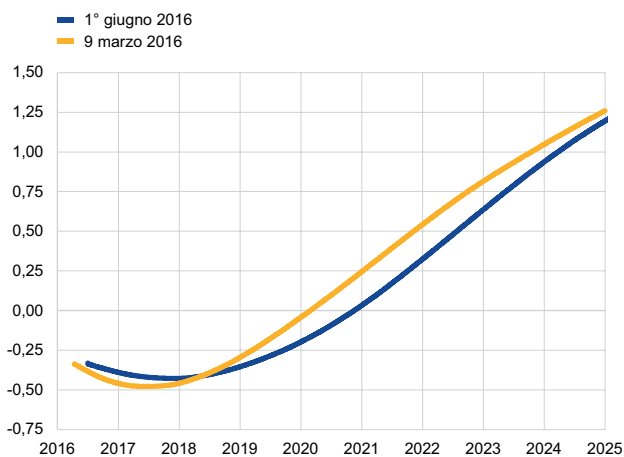
Tale miglioramento si iscrive in una tendenza iniziata a metà febbraio sulla scia della pubblicazione di dati economici positivi negli Stati Uniti, della ripresa dei corsi petroliferi e delle aspettative di un ulteriore stimolo monetario nell'area dell'euro. La concomitante distensione del clima nei mercati finanziari internazionali, accompagnata da un calo della volatilità, è proseguita dopo che il Consiglio direttivo ha annunciato misure aggiuntive di allentamento nella riunione di marzo. Nel complesso, questi sviluppi hanno aiutato i mercati azionari nella maggior parte delle economie avanzate a recuperare le perdite accumulate da inizio anno, mentre i differenziali sulle obbligazioni societarie si sono ridotti. Nei mercati emergenti si sono assottigliati i differenziali sui titoli sovrani e la maggior parte dei paesi ha registrato un miglioramento delle condizioni di finanziamento esterno (cfr. grafico 4).

**Il tasso euro overnight index average (Eonia) è calato nel periodo in esame, a seguito della decisione del Consiglio direttivo in marzo di ridurre di 10 punti base, al -0,40 per cento, il tasso sui depositi presso la banca centrale.** L'Eonia è diminuito di 9,7 punti base nel periodo in esame (9 marzo-1 giugno), riflettendo pienamente la trasmissione del taglio del tasso sui depositi presso la banca centrale. Dall'applicazione del taglio, all'inizio del secondo periodo di mantenimento delle riserve, l'Eonia è rimasto all'interno di un intervallo compreso fra -32 e -36 punti base, ad eccezione della fine del primo trimestre, quando è temporaneamente salito a -30 punti base. La liquidità in eccesso è aumentata approssimativamente di 144 miliardi di euro, a circa 845 miliardi, di riflesso agli acquisti effettuati dall'Eurosistema

## Grafico 5

### Tassi EONIA a termine

(valori percentuali in ragione d'anno)

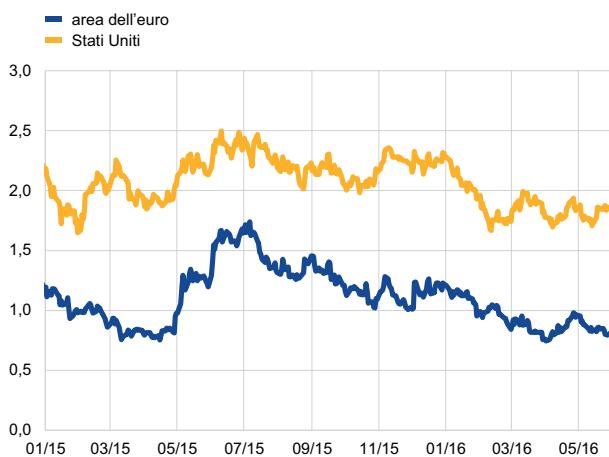


Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

## Grafico 6

### Rendimenti dei titoli di Stato decennali nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: Thomson Reuters.

Note: la voce "area dell'euro" indica la media ponderata per il PIL dei rendimenti dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro. La voce "Stati Uniti" indica il rendimento dei titoli decennali statunitensi. L'ultima osservazione si riferisce al 1° giugno 2016.

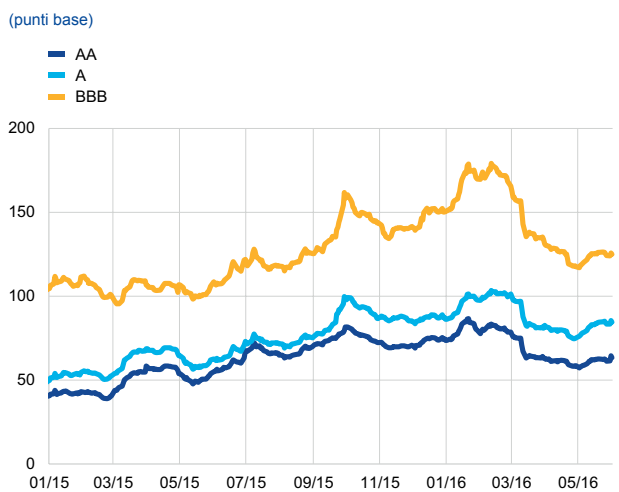
nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (cfr. anche il riquadro 2).

**Nel contesto di bassa volatilità generale, le variazioni della curva a termine dell'Eonia sono state contenute, con lievi flessioni nel segmento intermedio.** Nel segmento a breve la curva si è spostata marginalmente verso l'alto durante il periodo in rassegna, in ampia misura di riflesso alla revisione al rialzo da parte dei mercati finanziari dei tassi a termine a breve scadenza nell'area dell'euro il giorno della riunione di marzo del Consiglio direttivo. Nel segmento intermedio la curva si è invece spostata leggermente verso il basso, segnalando che gli operatori si attendevano che i tassi di riferimento della BCE sarebbero rimasti più bassi più a lungo. Per contro, i tassi a termine Eonia a più lunga scadenza sono rimasti pressoché invariati fra i primi di marzo e i primi di giugno (cfr. grafico 5).

**I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro sono leggermente calati nel periodo in rassegna, rispecchiando le variazioni dei rendimenti a lungo termine internazionali.** In marzo i rendimenti sovrani hanno seguito una traiettoria discendente, che ha portato la media ponderata in base al PIL dei rendimenti sovrani decennali dell'area dell'euro a toccare il minimo storico dello 0,75 per cento il 1° aprile 2016. Successivamente i rendimenti a lungo termine dell'area dell'euro sono aumentati, ma a partire dalla fine di aprile hanno registrato ripetute flessioni. Queste flessioni dei tassi a pronti a lungo termine erano in linea con la diminuzione dei tassi a termine Eonia a media scadenza e hanno portato il rendimento decennale ponderato per il PIL a chiudere il periodo in rassegna su un livello di 11 punti base inferiore a quello del 9 marzo (cfr. grafico 6). Nel complesso, i cali dei rendimenti sono risultati leggermente più pronunciati nel caso dei paesi dell'area con rating più elevato, ma si sono osservate riduzioni significative dei rendimenti obbligazionari ellenici

## Grafico 7

Differenziali di rendimento sulle obbligazioni di qualità più elevata delle società non finanziarie dell'area dell'euro per rating



Fonte: Thomson Reuters.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce al 1° giugno 2016.

## Grafico 8

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

(1° gennaio 2015 = 100)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce al 1° giugno 2016.

nel contesto della concessione di nuovi finanziamenti alla Grecia da parte dell'Eurogruppo. Sebbene i rendimenti a lungo termine dell'area dell'euro si siano di norma mossi in stretta sintonia con i corrispondenti rendimenti internazionali, i relativi differenziali tra gli Stati Uniti e l'area dell'euro si sono ampliati, riflettendo principalmente la percezione dei mercati di un'accresciuta divergenza fra le politiche monetarie di queste due economie.

**A seguito dell'annuncio del programma per l'acquisto di titoli del settore societario (corporate sector purchase programme, CSPP) da parte del Consiglio direttivo, i differenziali sulle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie si sono significativamente ridotti.** L'annuncio del CSPP in marzo ha accentuato la riduzione dei differenziali sulle obbligazioni delle SNF, che già era in corso nel contesto di miglioramento del clima di mercato internazionale a partire da metà febbraio. I differenziali hanno continuato progressivamente a calare, compreso dopo la pubblicazione dei dettagli attuativi del CSPP in occasione della riunione del Consiglio direttivo di metà aprile, per poi ampliarsi leggermente nel corso di maggio. Nel complesso, agli inizi di giugno i differenziali sulle obbligazioni delle SNF risultavano significativamente inferiori rispetto agli inizi di marzo (cfr. grafico 7). Pur seguendo un andamento simile, i differenziali sulle obbligazioni bancarie hanno segnato una flessione relativamente più contenuta.

**Le quotazioni azionarie dell'area dell'euro hanno registrato moderati guadagni nel contesto di bassa volatilità di mercato.** L'indice generale Euro Stoxx è aumentato del 2 per cento circa fra il 9 marzo e il 1° giugno 2016. A titolo di confronto, l'indice S&P 500 statunitense ha segnato un rialzo di approssimativamente il 6 per cento (cfr. grafico 8). I prezzi delle azioni bancarie dell'area dell'euro sono diminuiti del 2 per cento circa. Essi hanno inoltre registrato, in entrambe le direzioni, oscillazioni più pronunciate rispetto a quelle del mercato generale: sul

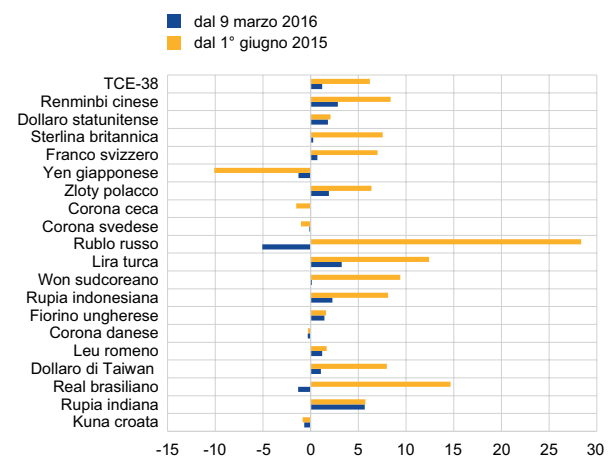
settore hanno infatti continuato a pesare i timori riguardo alla redditività delle banche, nonché eventi specifici ai singoli paesi e istituti.

**Per quanto concerne i mercati dei cambi, l'euro si è modestamente rafforzato in termini effettivi.** La moneta europea si è apprezzata tra gli inizi di marzo e la fine di aprile, in gran parte riflettendo l'evoluzione delle aspettative

## Grafico 9

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

Note: variazioni percentuali relative al 1° giugno 2016. TCE-38 è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle valute di 38 dei principali partner commerciali dell'area dell'euro.

sugli orientamenti di politica monetaria nelle principali economie. Essa ha inoltre beneficiato del migliorato clima di fiducia dopo la pubblicazione di dati superiori alle attese sull'attività economica nell'area dell'euro. A partire dagli inizi di maggio l'euro si è indebolito in termini effettivi, anche nei confronti del dollaro USA nel contesto di ampliamento dei differenziali sulle obbligazioni a lungo termine fra gli Stati Uniti e l'area dell'euro. Nel complesso, fra il 9 marzo e il 1° giugno l'euro ha guadagnato l'1,2 per cento in termini ponderati per l'interscambio (cfr. grafico 9). In termini bilaterali, la moneta europea si è apprezzata nei confronti del dollaro USA, del renminbi cinese, del franco svizzero, nonché delle divise di molte economie emergenti e di quelle di gran parte dei paesi dell'Europa centrale e orientale. Si è invece indebolito rispetto al rublo russo, allo yen giapponese e alle valute di alcuni paesi esportatori di materie prime.

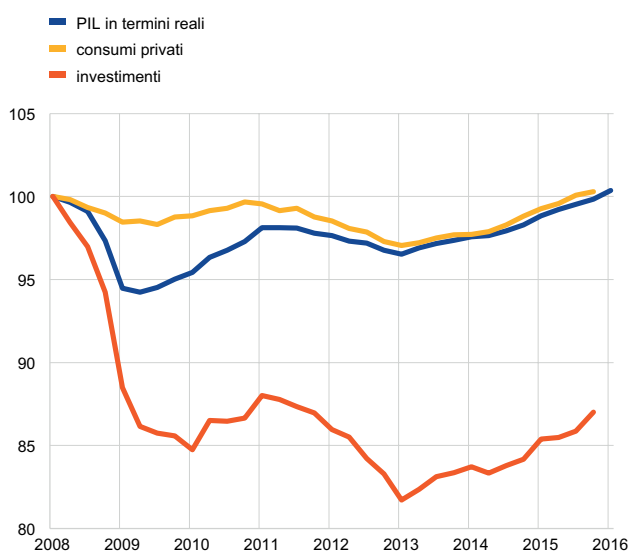
### 3 Attività economica

Nel primo trimestre del 2016 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato sensibilmente e la crescita continua a essere sospinta dalla domanda interna, mentre è frenata dalla debolezza delle esportazioni. Gli ultimi dati suggeriscono che la crescita si è protratta nel secondo trimestre, benché forse a un tasso inferiore a quello del periodo precedente. In prospettiva, si prevede che la ripresa economica prosegua a un ritmo moderato ma costante. La domanda interna è ancora sostenuta dalla trasmissione all'economia reale delle misure di politica monetaria della BCE. Le favorevoli condizioni di finanziamento e i miglioramenti della redditività delle imprese continuano a favorire gli investimenti. Oltre a ciò, l'aumento sostenuto dell'occupazione, anche grazie alle precedenti riforme strutturali, e i prezzi petroliferi ancora relativamente bassi forniscono un sostegno ulteriore al reddito disponibile reale delle famiglie e ai consumi privati. Inoltre, l'orientamento di politica fiscale nell'area dell'euro è lievemente espansivo. Tuttavia, la ripresa economica nell'area è ancora frenata dalle prospettive di crescita contenuta nei paesi emergenti, dagli aggiustamenti di bilancio necessari in diversi settori e dalla lenta attuazione delle riforme strutturali. Le proiezioni macroeconomiche formulate in giugno dagli esperti dell'Eurosistema prevedono una crescita del PIL reale dell'1,6 per cento nel 2016 e dell'1,7 nel 2017 e 2018.

#### Grafico 10

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

(indice: 1° trim. 2008 = 100)



Fonte: Eurostat.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce al primo trimestre del 2016 per il PIL reale e al quarto trimestre del 2015 per le sue componenti.

**L'espansione economica nell'area dell'euro si è rafforzata nel primo trimestre del 2016 e il livello del PIL reale ha ormai superato il valore massimo raggiunto nel 2008 (cfr. grafico 10).**

La crescita del PIL reale ha segnato una ripresa rispetto al periodo precedente in diversi paesi dell'area e sarebbe sostenuta dai contributi ancora positivi dei consumi privati e anche degli investimenti, che pure rimangono ben al di sotto del livello massimo osservato prima della crisi. È probabile che le esportazioni nette abbiano continuato a frenare la crescita nel primo trimestre del 2016, in ragione della debole espansione del commercio mondiale.

**La componente dei consumi privati avrebbe mostrato una certa tenuta nel primo trimestre del 2016 e rimane la determinante principale della ripresa in atto.**

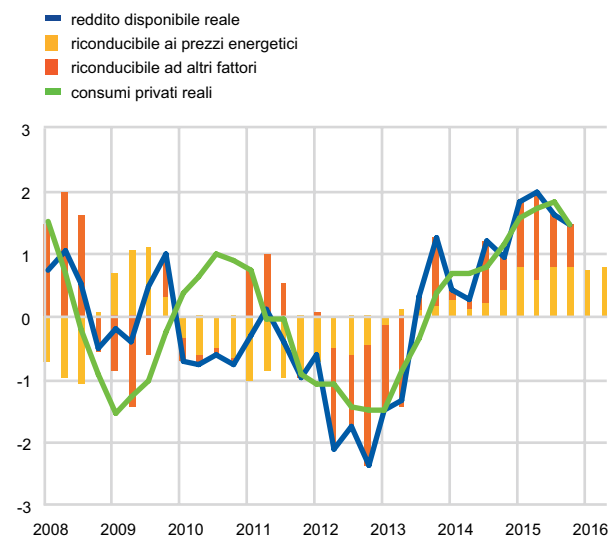
Nonostante un calo in marzo, le vendite al dettaglio e le immatricolazioni di nuove autovetture sono aumentate dell'1 per cento in termini congiunturali nel primo trimestre, dopo un temporaneo rallentamento nel quarto trimestre del 2015 dovuto alle minori vendite di abbigliamento stagionale e alla riduzione dei consumi energetici in ragione dell'inverno mite, nonché agli

effetti negativi degli attentati terroristici di novembre a Parigi. In una prospettiva di più lungo periodo, la spesa per consumi ha beneficiato dell'aumento del reddito disponibile reale delle famiglie, che a sua volta riflette soprattutto l'incremento dell'occupazione ma anche i minori prezzi del petrolio (cfr. grafico 11) e un tasso

## Grafico 11

### Reddito disponibile reale e consumi privati

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2015 per il reddito disponibile reale e i consumi privati. Il dato relativo al contributo dell'energia nel secondo trimestre si basa su dati mensili (stimati) fino a maggio 2016.

di risparmio piuttosto stabile. Inoltre, mentre per le famiglie nell'area dell'euro i redditi da interessi sono diminuiti dal 2008, il reddito netto da interessi si è mantenuto abbastanza stabile. Con la redistribuzione delle risorse dai risparmiatori netti ai prenditori netti, il reddito da interessi dovrebbe continuare nel complesso a sostenere i consumi privati (cfr. il riquadro 3 *Bassi tassi di interesse e reddito netto da interessi delle famiglie*). Inoltre, i vincoli sui bilanci delle famiglie si sono gradualmente ridotti e la fiducia dei consumatori ha ripreso slancio sulla scia del protratto calo del tasso di disoccupazione.

**Gli ulteriori miglioramenti nei mercati del lavoro dell'area dell'euro sostengono i consumi privati tramite il reddito aggregato da lavoro.** Nel quarto trimestre del 2015 l'occupazione è salita ancora, aumentando dello 0,3 per cento in termini congiunturali. Di conseguenza, l'occupazione si è collocata su un livello superiore dell'1,2 per cento rispetto a un anno prima, segnando l'incremento annuale più elevato dal secondo trimestre del 2008. Nel contempo, il tasso di disoccupazione, in calo costante dalla metà

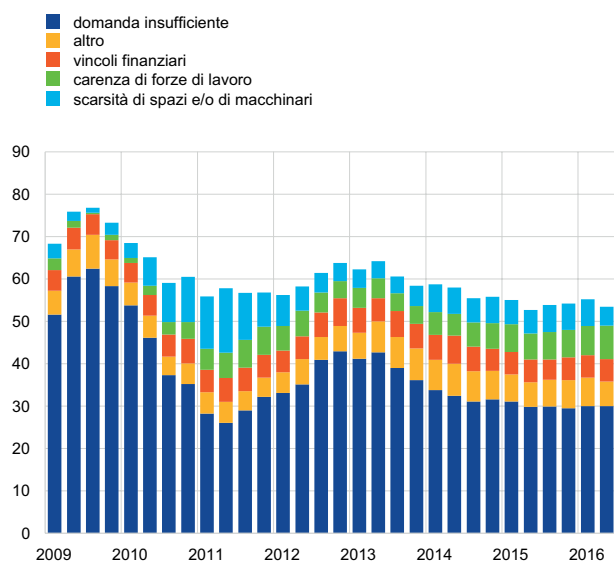
del 2013, si è collocato in aprile al 10,2 per cento, il livello minimo dall'agosto 2011. Dati più tempestivi come quelli desunti dalle indagini qualitative indicano il protrarsi di moderati miglioramenti nei mercati del lavoro dell'area. Malgrado questi andamenti favorevoli, le misure più ampie della disoccupazione, che considerano anche segmenti di popolazione in età lavorativa che devono accontentarsi di un'occupazione a tempo parziale o che si sono ritirati dal mercato del lavoro, rimangono comunque su livelli elevati. Circa il 4 per cento delle forze di lavoro è attualmente a tempo parziale involontario per mancanza di un'occupazione a tempo pieno e una percentuale analoga di lavoratori è scoraggiata e non cerca attivamente un'occupazione. Pertanto, è probabile che il mercato del lavoro nell'area dell'euro sia caratterizzato da un eccesso di offerta di lavoro nettamente superiore a quanto indicato dal solo tasso di disoccupazione.

**A seguito del maggiore utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero e del forte aumento della produzione dei beni di investimento, è probabile che la crescita degli investimenti sia continuata al ritmo sostenuto osservato al volgere dell'anno.** Le condizioni della domanda sono anch'esse migliorate, sostenendo così gli investimenti delle imprese. Dal 2013, ad esempio, la domanda viene indicata meno frequentemente come un fattore limitante la produzione nelle indagini della Commissione europea (cfr. grafico 12). Gli investimenti in edilizia residenziale, d'altro canto, sono stati sorretti probabilmente dalle condizioni meteorologiche favorevoli nel primo trimestre, ma anche dal rafforzamento dei mercati immobiliari più in generale, come testimonia l'incremento delle richieste di permessi di costruzione e di domande di mutui ipotecari. In prospettiva, la domanda di immobili residenziali dovrebbe essere ulteriormente sostenuta dai bassi tassi ipotecari e dall'aumento del reddito disponibile delle



**Grafico 12****Fattori che limitano la produzione**

(quote percentuali)

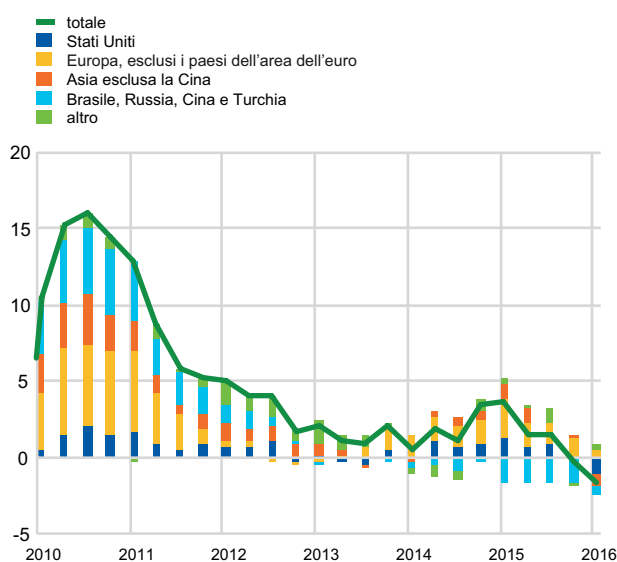


Fonte: Commissione europea.

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

**Grafico 13****Esportazioni di beni verso l'esterno dell'area dell'euro**

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



Fonte: Eurostat.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce al primo trimestre del 2016; si basa su dati mensili fino a febbraio 2016 per i paesi dell'UE e fino a marzo 2016 per tutti gli altri paesi.

famiglie, nonché dalla ricerca di rendimento in un contesto caratterizzato dai proventi contenuti delle attività alternative. Anche le migliori condizioni di finanziamento, i profitti crescenti e le ampie riserve di liquidità delle aziende nell'area dell'euro, unitamente al graduale miglioramento della domanda interna ed esterna, dovrebbero favorire gli investimenti delle imprese nel periodo a venire. Tuttavia, la ripresa degli investimenti totali potrebbe essere frenata dalla necessità di un ulteriore ridimensionamento della leva finanziaria delle imprese in alcuni paesi, dalle ridotte aspettative degli investitori riguardo la crescita a lungo termine e dalle prospettive di crescita contenuta nelle economie emergenti.

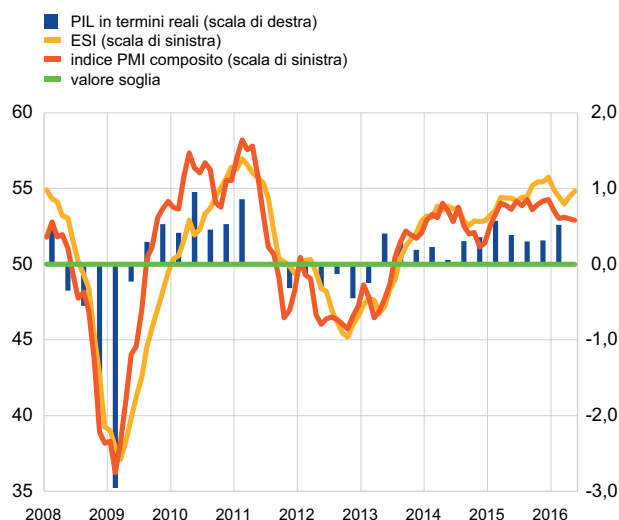
**Il rallentamento delle esportazioni sembra sia continuato nel primo trimestre del 2016, a seguito dell'andamento modesto del commercio mondiale (cfr. grafico 13).** Importanti mercati di sbocco per le esportazioni dell'area dell'euro, come gli Stati Uniti o anche la Svizzera e il Giappone, hanno contribuito negativamente alla crescita delle esportazioni, mentre quelle verso il Regno Unito sono aumentate in misura minore rispetto all'ultimo trimestre del 2015. Tra le grandi economie emergenti, in Brasile e Russia la debolezza della domanda ha continuato a frenare la crescita delle esportazioni di beni, mentre la Cina ha fornito un contributo sostanzialmente nullo, a fronte di quello negativo nel 2015.

**La crescita delle esportazioni dovrebbe aumentare solo in misura modesta nel breve termine, in un contesto di protratta debolezza del commercio mondiale.** Sia gli ordinativi dall'estero sia il clima di fiducia degli esportatori prefigurano un andamento ancora debole del commercio estero nel breve periodo e i recenti movimenti del tasso di cambio effettivo dell'euro non forniscono alcun contributo positivo. Tuttavia, ci si attende che le quote di mercato delle esportazioni si mantengano elevate in ragione degli effetti ritardati dei precedenti incrementi di

## Grafico 14

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

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



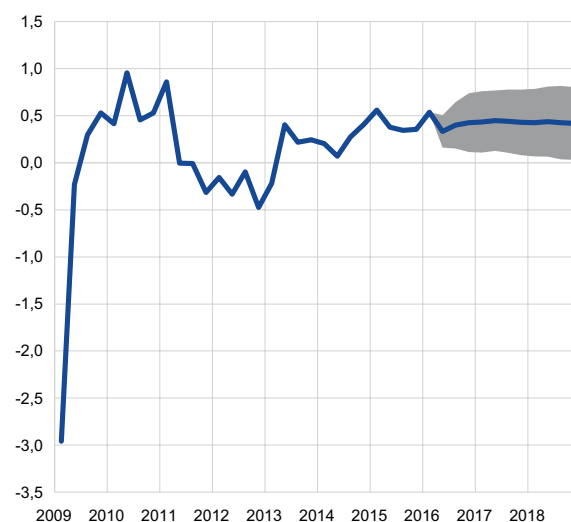
Fonti: Markit, DG-ECOFIN ed Eurostat.

Nota: L'ultima osservazione si riferisce al primo trimestre del 2016 per il PIL e a maggio 2016 per ESI e PMI. Gli indici PMI ed ESI sono normalizzati.

## Grafico 15

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

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



Fonte: Eurostat e l'articolo intitolato *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel giugno 2016*, pubblicato sul sito Internet della BCE il 2 giugno 2016.

competitività. Su orizzonti più lunghi, la crescita delle esportazioni dell'area dell'euro dovrebbe rafforzarsi gradualmente in linea con la domanda esterna all'area.

**Nel complesso, gli indicatori congiunturali disponibili segnalano il perdurare di una moderata crescita nel secondo trimestre del 2016.** L'indice di fiducia della Commissione europea (Economic Sentiment Indicator, ESI) è migliorato in aprile e maggio, mentre l'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto è peggiorato (cfr. grafico 14); entrambi gli indicatori si sono mantenuti su livelli superiori alle loro medie di lungo periodo. Tuttavia, la produzione industriale (al netto delle costruzioni) è diminuita in febbraio e marzo, segnalando alcuni rischi al ribasso per la crescita congiunturale dell'attività nel secondo trimestre a causa degli effetti negativi di trascinamento.

**In una prospettiva più lunga, la ripresa economica nell'area dell'euro dovrebbe proseguire, sorretta dalla trasmissione all'economia reale delle misure di politica monetaria della BCE.** Gli investimenti sarebbero favoriti anche da ulteriori miglioramenti della redditività delle imprese, mentre la spesa per consumi dovrebbe essere sostenuta sia dal perdurante aumento dell'occupazione sia dai prezzi petroliferi ancora relativamente bassi. Tuttavia, la ripresa economica continua a essere frenata dalle prospettive di crescita contenuta nei paesi emergenti.

**Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in giugno dagli esperti dell'Eurosistema prevedono una crescita annua del PIL in termini reali pari all'1,6 per cento nel 2016 e all'1,7 nel 2017 e nel 2018 (cfr. grafico 15).** Rispetto all'esercizio condotto in marzo dagli esperti della BCE, le prospettive per l'espansione del PIL in termini reali sono state riviste al rialzo per il 2016,

mentre sono rimaste sostanzialmente invariate per il 2017 e il 2018. I rischi per le prospettive di crescita nell'area dell'euro restano orientati verso il basso, ma il quadro complessivo dei rischi è migliorato a seguito delle misure di politica monetaria adottate e degli effetti di stimolo che progressivamente ne deriveranno. I rischi al ribasso seguitano a essere connessi agli andamenti dell'economia mondiale, all'imminente referendum in Gran Bretagna sull'adesione all'UE e ad altri rischi geopolitici.

## 4 Prezzi e costi

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è collocata a -0,1 per cento in maggio. Questo basso tasso di inflazione riflette i cali delle quotazioni dell'energia. In prospettiva, sulla base dei prezzi correnti dei contratti future per il petrolio, è probabile che l'inflazione rimanga su livelli molto contenuti o negativi nei prossimi mesi per poi risalire nella seconda metà del 2016, riflettendo principalmente effetti base connessi alla dinamica dei prezzi dei beni energetici. L'inflazione dovrebbe aumentare ancora nel 2017 e 2018, sorretta dalle misure di politica monetaria della BCE e dall'attesa ripresa economica. Questo andamento si riflette sostanzialmente anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in giugno dagli esperti dell'Eurosistema, che prefigurano un tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC dello 0,2 per cento nel 2016, dell'1,3 nel 2017 e dell'1,6 nel 2018. Rispetto all'esercizio di marzo condotto dagli esperti della BCE, le prospettive per l'inflazione armonizzata sono rimaste sostanzialmente stabili.

**L'inflazione complessiva è aumentata lievemente in maggio, pur rimanendo in territorio negativo.** Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC è salito da -0,2 a -0,1 per cento fra aprile e maggio, sospinto principalmente dai rincari dei beni energetici e da un lieve rialzo dell'inflazione nei servizi (cfr. grafico 16). A causa di questo aumento, dallo 0,9 all'1,0 per cento fra aprile e maggio, nello stesso periodo l'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari è salita dallo 0,7 allo 0,8 per cento.

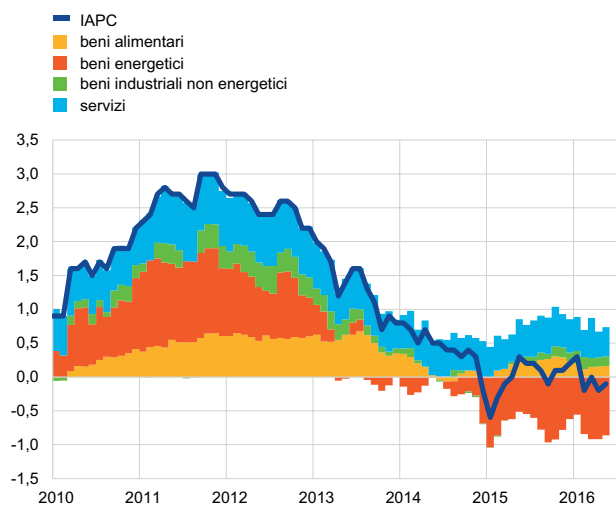
**I corsi dei beni energetici continuano a frenare l'inflazione complessiva.** Da quasi un anno e mezzo l'inflazione dei beni energetici fornisce un contributo negativo compreso fra 0,5 e un punto percentuale (cfr. grafico 16). Le quotazioni in dollari del petrolio sono progressivamente aumentate dopo aver toccato un minimo nel gennaio 2016, ma si collocano ancora ben al di sotto dei livelli osservati un anno fa. Di conseguenza, i recenti rialzi dei prezzi hanno concorso solo in minima parte a contenere il contributo negativo della componente energetica all'inflazione complessiva, considerando che a maggio 2016 l'inflazione dei beni energetici era ancora sul livello molto basso del -8,1 per cento. L'impatto del recente andamento al rialzo dei corsi petroliferi risulterà più chiaro una volta che le precedenti forti contrazioni dei prezzi usciranno dal calcolo del tasso di inflazione sui dodici mesi. L'impatto al rialzo connesso ai conseguenti effetti base spiega in buona parte l'atteso aumento dell'inflazione complessiva nel periodo a venire fino agli inizi del 2017 (cfr. figura 17).

**L'inflazione di fondo non mostra un chiaro andamento al rialzo.** Ciò è confermato da un'ampia gamma di misure alternative dell'inflazione di fondo (cfr. grafico 18). Dopo un incremento nella prima

### Grafico 16

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

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



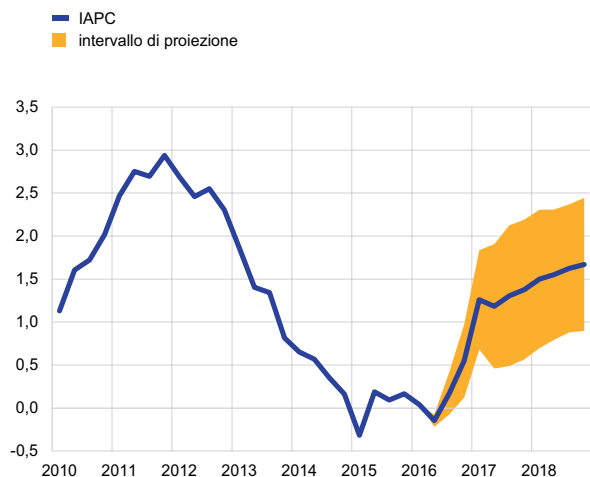
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2016 (stime rapide).

## Grafico 17

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



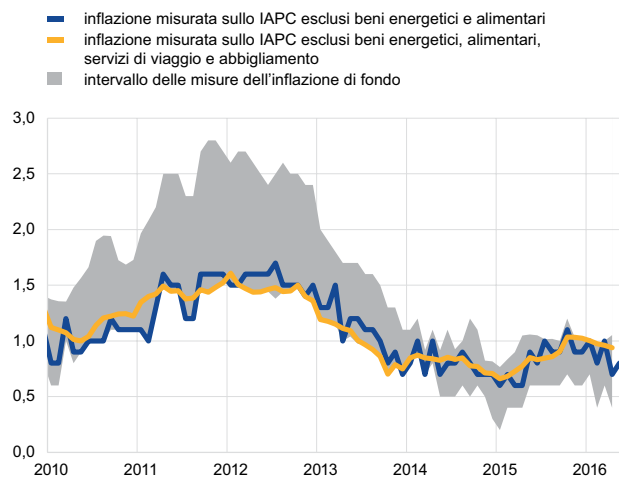
Fonti: Eurostat e l'articolo intitolato *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel giugno 2016* pubblicato sul sito internet della BCE il 2 giugno 2016.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce al primo trimestre del 2016 (dati effettivi) e al quarto trimestre del 2018 (proiezioni).

## Grafico 18

### Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: nell'intervallo delle misure dell'inflazione di fondo sono stati considerati: lo IAPC al netto dei beni energetici; lo IAPC esclusi beni energetici e alimentari non trasformati; lo IAPC esclusi beni energetici e alimentari; lo IAPC al netto dei beni alimentari, energetici, dei servizi di viaggio e abbigliamento; le medie troncate al 10 e al 30 per cento; la mediana dello IAPC e una misura basata su un modello fattoriale dinamico. Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2016 (IAPC esclusi beni energetici e alimentari, stima rapida) e ad aprile 2016 (tutte le altre misure).

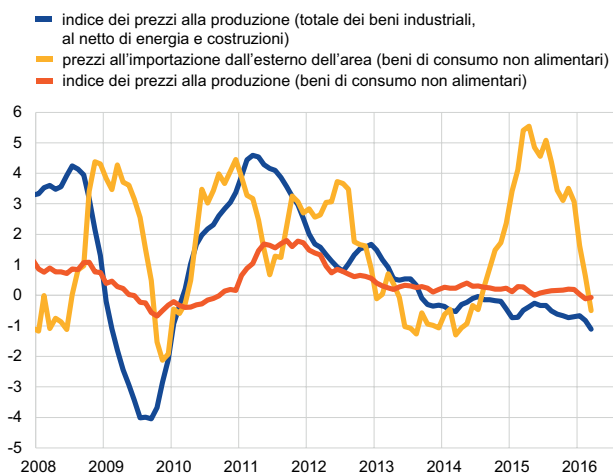
metà del 2015, i tassi tendenziali dell'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari hanno oscillato fra lo 0,8 e l'1,1 per cento dal luglio 2015 al marzo 2016. Recentemente il loro andamento è stato alquanto volatile, considerando che sono saliti dallo 0,8 per cento in febbraio all'1,0 in marzo per poi scendere allo 0,7 in aprile. Questo andamento è riconducibile soprattutto alla dinamica dell'inflazione nei servizi, aumentata dallo 0,9 per cento in febbraio all'1,4 in marzo, per poi tornare allo 0,9 in aprile. La recente volatilità dell'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari è dovuta in ampia misura a un effetto di calendario. La Pasqua è caduta in marzo nel 2016 ma in aprile nel 2015, per cui quest'anno l'inflazione dei servizi è aumentata in marzo ed è diminuita in aprile, soprattutto per le voci connesse ai viaggi, come i pacchetti vacanze. Se si considera l'inflazione armonizzata al netto non solo dei beni energetici e alimentari, ma anche di voci come viaggi, abbigliamento e calzature, che possono risentire fortemente degli effetti di calendario, l'inflazione di fondo ha mostrato un andamento molto più stabile, ma senza segnali evidenti di rialzo.

**L'inflazione delle importazioni è divenuta negativa e le pressioni sui prezzi alla produzione sono rimaste contenute.** Il tasso di inflazione all'importazione dei beni di consumo al netto dei beni energetici e alimentari è aumentato nel 2015, raggiungendo un massimo storico del 5,6 per cento nell'aprile dell'anno. A seguito del recente apprezzamento del tasso effettivo di cambio dell'euro, ma anche degli effetti delle pressioni disinflazionistiche mondiali derivanti dai ribassi del petrolio, questo tasso di inflazione è diminuito e a marzo è entrato in territorio negativo, collocandosi al -0,5 per cento (cfr. grafico 19). L'impatto del rallentamento dei prezzi all'importazione è evidente nella componente dei beni durevoli dell'inflazione armonizzata al consumo, che dopo un forte rialzo sta continuando a perdere vigore. Di recente sono diminuiti anche i tassi di inflazione di altre componenti dei sottoindici dei beni di consumo con

## Grafico 19

### Prezzi alla produzione e all'importazione

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

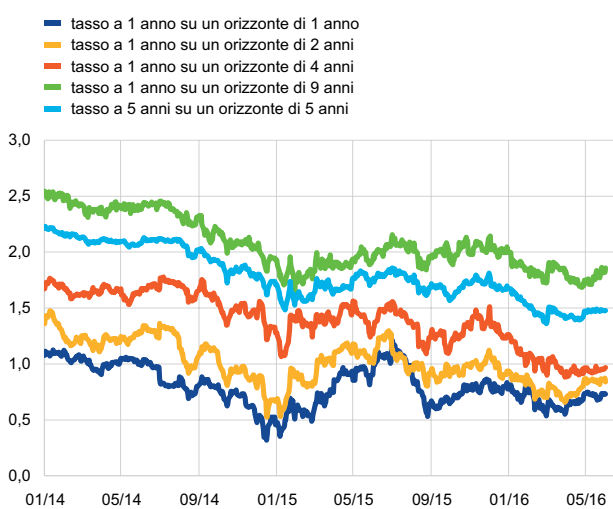


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2016.

## Grafico 20

### Misure delle attese di inflazione ricavate dal mercato

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.  
Nota: l'ultima osservazione si riferisce al 1° giugno 2016.

un contenuto di importazioni relativamente elevato, come i beni semidurevoli. Questo impatto diretto del tasso di cambio effettivo dell'euro attraverso i beni di consumo importati va distinto dagli effetti complessivi delle oscillazioni del cambio che si propagano lungo la filiera produttiva e la catena dei prezzi. Poiché tali effetti si concretizzano per intero dopo diversi trimestri, anche il precedente deprezzamento del tasso di cambio dell'euro continua a essere trasmesso. Tuttavia, per il momento, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari venduti sul mercato interno è rimasto contenuto, al -0,1 per cento in marzo (come in febbraio). I dati delle indagini sui prezzi di input e output nel periodo fino a maggio 2016 segnalano il persistere di modeste pressioni sui prezzi alla produzione.

### Le pressioni salariali sono rimaste su livelli contenuti.

Nel primo trimestre del 2016 la crescita dei salari contrattuali è diminuita lievemente all'1,4 per cento, rispetto all'1,5 nel quarto trimestre del 2015 e nell'insieme dell'anno. È probabile che la crescita dei salari sia stata frenata da una serie di fattori, fra cui: il perdurare di un ampio margine di capacità inutilizzata nel mercato del lavoro; la crescita relativamente debole della produttività connessa a un forte aumento dell'occupazione in settori dei servizi caratterizzati da produttività relativamente scarsa; il basso livello di inflazione; e il protrarsi degli effetti delle riforme del mercato del lavoro adottate negli scorsi anni in diversi paesi dell'area dell'euro<sup>1</sup>.

### Le misure delle attese di inflazione di lungo periodo ricavate dai mercati hanno continuato a stabilizzarsi, ma rimangono nettamente al di sotto di quelle desunte dalle indagini.

Il tasso di inflazione a cinque anni su un orizzonte quinquennale è aumentato recentemente, portandosi lievemente al di sopra del minimo storico toccato alla fine di febbraio (cfr. grafico 20). Tuttavia, in una prospettiva di più ampio respiro

le misure dell'inflazione basate sui mercati si sono mantenute su livelli modesti. In parte ciò segnala che per gli operatori di mercato è improbabile che l'inflazione aumenti nel breve periodo. Al contempo, questo indica anche che i premi correnti per il rischio di inflazione sono con ampia probabilità lievemente negativi, suggerendo che gli indicatori di inflazione basati sui mercati tendono a sottostimare lievemente l'inflazione futura. Nonostante il calo dell'inflazione effettiva e degli indicatori delle

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

attese di inflazione ricavati dai mercati, il rischio di deflazione valutato dal mercato è ancora molto limitato. A differenza degli indicatori basati sui mercati, le misure delle aspettative di inflazione a lungo termine desunte dalle indagini, come quelle incluse nella Survey of Professional Forecasters (SPF) e in Consensus Economics, hanno dimostrato una stabilità e una tenuta alle correzioni al ribasso nettamente superiori rispetto alle aspettative sul breve periodo. Secondo i risultati della più recente SPF, la previsione puntuale media dell'inflazione su un orizzonte a cinque anni si colloca all'1,8 per cento, invariata rispetto all'indagine precedente e il rischio al ribasso per tale aspettativa media sembra lievemente diminuito.

**In prospettiva, l'inflazione misurata sullo IAPC per l'area dell'euro si manterrebbe moderata nel 2016 per poi aumentare nel 2017 e nel 2018.**

In base alle informazioni disponibili a metà maggio, le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in giugno dagli esperti dell'Eurosistema indicano che l'inflazione si collochi allo 0,2 per cento nel 2016, per poi salire all'1,3 nel 2017 e all'1,6 nel 2018 (cfr. grafico 17)<sup>2</sup>. Nell'orizzonte temporale della proiezione, l'andamento dell'inflazione dei beni energetici dovrebbe svolgere un ruolo chiave nella definizione del profilo dell'inflazione armonizzata. Si prevede che l'inflazione dei beni energetici fornisca un contributo di nuovo positivo nel 2017 per via, in particolare, di forti effetti base al rialzo. L'inflazione di fondo (misurata, ad esempio, dallo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari) dovrebbe salire gradualmente negli anni a venire, via via che il miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro e la riduzione della capacità produttiva inutilizzata si tradurranno in incrementi di salari e margini di profitto. L'aumento dell'inflazione sarà sostenuto dagli effetti delle misure di politica monetaria della BCE e dalla protratta trasmissione dei precedenti deprezzamenti del tasso di cambio effettivo dell'euro. Rispetto all'esercizio di proiezione macroeconomica di marzo 2016 condotto dagli esperti della BCE, le prospettive per l'inflazione misurata sullo IAPC rimangono sostanzialmente stabili.

---

<sup>2</sup> Cfr. l'articolo *June 2016 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area* pubblicato sul sito Internet della BCE il 2 giugno 2016.

## 5 Moneta e credito

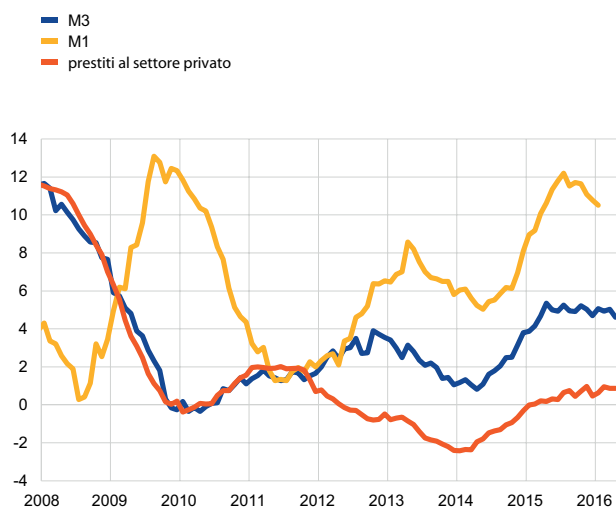
In aprile l'espansione monetaria ha registrato un leggero rallentamento, pur rimanendo sostenuta. Al tempo stesso è proseguita la graduale ripresa della crescita dei prestiti. La principale determinante della crescita dell'aggregato monetario ampio va ancora una volta ricercata nelle fonti interne di creazione di moneta. I bassi tassi di interesse, nonché gli effetti delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) e del programma ampliato di acquisto di attività (PAA) della BCE, hanno continuato a sostenere le dinamiche monetarie e creditizie. Le banche hanno trasmesso le proprie condizioni favorevoli di finanziamento nella forma di una riduzione dei tassi e il miglioramento nella crescita del credito continua a trarre vigore dal miglioramento delle condizioni di prestito. Si stima che il flusso annuo totale dei finanziamenti esterni alle società non finanziarie (SNF) sia moderatamente aumentato nel primo trimestre 2016.

**La crescita dell'aggregato monetario ampio si è lievemente ridotta, ma è rimasta sostenuta.** Il tasso di crescita sui dodici mesi della M3 è sceso al 4,6 per cento nell'aprile di quest'anno, dopo aver oscillato intorno al 5,0 per cento dal maggio 2015 (cfr. grafico 21). La crescita dell'aggregato monetario ampio è stata ancora una volta trainata dalle componenti più liquide. Nell'ultimo periodo la M1 ha dato segni di rallentamento: in aprile anche il suo tasso di crescita è diminuito, sebbene si mantenga su livelli elevati. Nel complesso, gli ultimi andamenti dell'aggregato monetario ristretto confermano ancora che l'area dell'euro rimane orientata nella direzione di una graduale ripresa economica.

**I depositi overnight, che rappresentano una quota significativa di M1, hanno continuato a sostenere la crescita di M3 (cfr. grafico 22).** Il contesto di tassi di interesse molto bassi ha determinato un incentivo a detenere le componenti più liquide di M3. Ciò trova conferma negli flussi positivi collegati alla vendita di titoli

**Grafico 21**  
M3, M1 e prestiti al settore privato

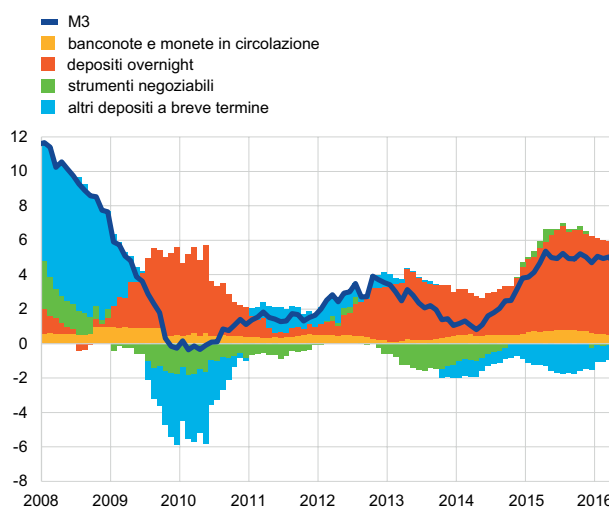
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.  
Nota: l'ultima osservazione si riferisce ad aprile 2016.

**Grafico 22**  
M3 e sue componenti

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



Fonte: BCE.  
Nota: l'ultima osservazione si riferisce ad aprile 2016.



del settore pubblico, di obbligazioni garantite e di attività cartolarizzate da parte del settore detentore di moneta, nel contesto del PPA. Per contro, i depositi a breve termine diversi da quelli overnight (ossia M2 meno M1) si sono ulteriormente contratti nel primo trimestre 2016 e in aprile. Inoltre, il tasso di crescita degli strumenti negoziabili (M3 meno M2), una componente esigua di M3, ha continuato a ridursi nel primo trimestre 2016 e in aprile, nonostante la ripresa in atto delle quote/partecipazioni di fondi comuni monetari.

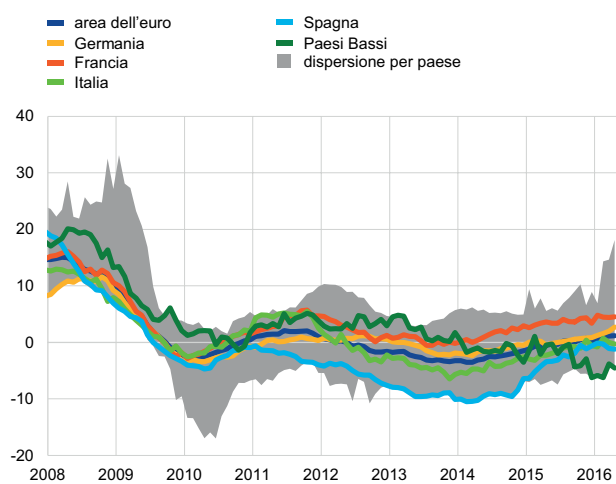
**Le fonti interne di creazione di moneta sono state anche in questo periodo la principale determinante della crescita dell'aggregato monetario ampio.** Al loro interno, il credito alle amministrazioni pubbliche ha continuato a essere il fattore più importante all'origine della creazione di moneta, mentre il credito al settore privato ha mostrato un progressivo recupero. La prima di queste due tendenze riflette le misure non convenzionali di politica monetaria della BCE, fra cui il programma di acquisto di attività del settore pubblico (public sector purchase programme, PSPP): una percentuale significativa delle attività acquistate nell'ambito del PSPP erano detenute da istituzioni finanziarie monetarie (IFM) (escluso l'Eurosistema). In aprile le passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve), il cui tasso di variazione sui dodici mesi risulta negativo dal giugno 2012, sono diminuite a un ritmo leggermente inferiore. Ciò rispecchia l'appiattimento della curva dei rendimenti, collegato alle misure non convenzionali della BCE, che ha ridotto gli incentivi degli investitori a detenere strumenti bancari a più lungo termine. Un'altra spiegazione può essere trovata nell'attrattiva delle OMRLT quale alternativa alla raccolta bancaria a più lungo termine sul mercato. Parallelamente, la posizione patrimoniale netta sull'estero del settore delle IFM ha continuato a frenare la crescita di M3, in parte per effetto dei deflussi di capitali dall'area dell'euro e del processo in atto di ribilanciamento dei portafogli a favore di strumenti di economie diverse dall'area dell'euro; una tendenza, questa,

ricongruibile alla vendita di titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro da parte di non residenti nell'ambito del PSPP.

### Grafico 23

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

Note: corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni. La dispersione fra paesi è calcolata come minimo/massimo su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce ad aprile 2016.

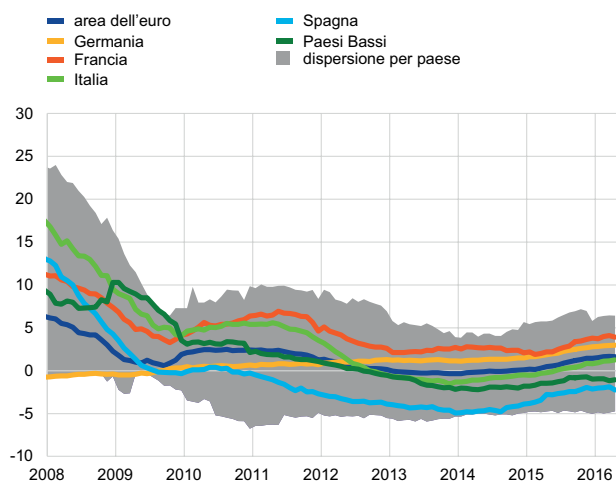
#### Le dinamiche dei prestiti hanno evidenziato una graduale ripresa, ma il credito bancario è rimasto debole.

La crescita del credito è moderatamente migliorata sia per le imprese sia per le famiglie. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è aumentato nel primo trimestre del 2016 ed è rimasto stabile in aprile (cfr. grafico 21). Benché rimanga contenuto (cfr. grafico 23), il tasso di crescita dei finanziamenti alle SNF ha segnato un notevole recupero dal livello minimo toccato nel primo trimestre 2014. Questo miglioramento ha interessato i maggiori paesi, sebbene i tassi di crescita dei prestiti rimangano negativi in alcuni di essi. Al confronto, il tasso di espansione dei mutui alle famiglie (corretto per l'effetto di cessioni e cartolarizzazioni) è leggermente aumentato nel primo trimestre 2016 ed è rimasto sostanzialmente invariato in aprile

## Grafico 24

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



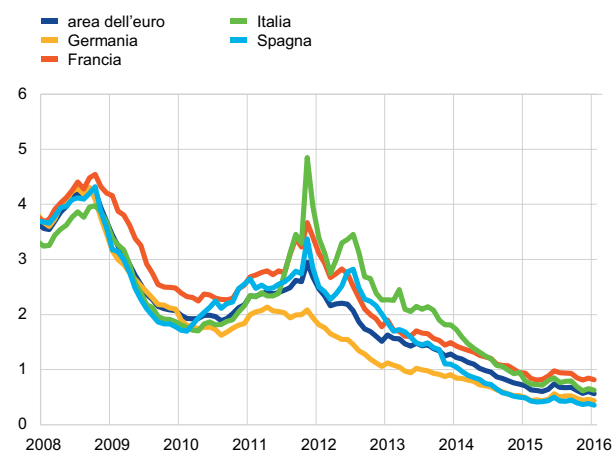
Fonte: BCE.

Note: flussi corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni. La dispersione fra paesi è calcolata come minimo/massimo su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce ad aprile 2016.

## Grafico 25

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

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



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

Note: il costo composto dei depositi è calcolato come media dei tassi sui nuovi depositi overnight, sui depositi con durata prestabilita e sui depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per i corrispondenti importi in essere. L'ultima osservazione si riferisce a marzo 2016.

(cfr. grafico 24). Queste dinamiche sono state favorite dalla significativa flessione osservata nei tassi sui finanziamenti bancari all'interno dell'area dell'euro fin dall'estate 2014 (dovuta in particolare alle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE) e dai miglioramenti nell'offerta e nella domanda di prestiti bancari. Ciò nonostante, il processo di risanamento dei bilanci bancari in corso e la persistenza in alcuni paesi di livelli elevati di prestiti deteriorati continuano a ostacolare la crescita del credito.

### Le variazioni nei criteri di affidamento e nella domanda di prestiti hanno ancora una volta favorito la crescita del credito.

L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di aprile ha messo in evidenza vari importanti fattori all'origine della crescita della domanda di prestiti, fra cui il basso livello generale dei tassi di interesse, il maggiore fabbisogno di finanziamenti per investimenti fissi e le prospettive favorevoli del mercato immobiliare (cfr. l'indagine all'indirizzo: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>). In tale contesto, il programma ampliato di acquisto di attività ha indotto un allentamento netto dei criteri di concessione del credito, in particolare sui termini e le condizioni. Le banche hanno inoltre segnalato che la liquidità addizionale fornita dal PAA e dalle OMRLT è stata utilizzata soprattutto per l'erogazione di prestiti. Al tempo stesso, le banche interpellate hanno dichiarato che il PAA ha avuto un impatto negativo sulla loro redditività. Malgrado gli sviluppi positivi descritti, la crescita dei prestiti è rimasta debole, continuando a risentire di fattori come le condizioni economiche modeste e il processo di risanamento dei bilanci delle banche. Inoltre, in alcune parti dell'area dell'euro condizioni di affidamento restrittive continuano a pesare sull'offerta di credito.

### I costi della raccolta bancaria si sono stabilizzati intorno al loro minimo livello storico.

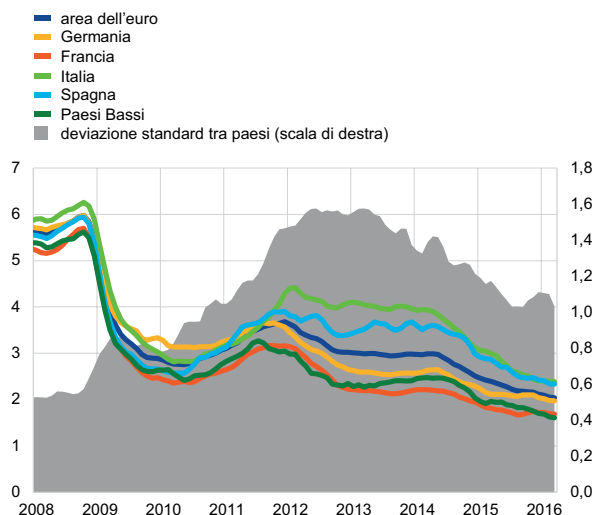
Il tasso composto della provvista bancaria è in calo da qualche anno (cfr. grafico 25), in un contesto di rimborsi netti di passività finanziarie a più lungo termine delle IFM.

In generale, l'orientamento accomodante di politica monetaria della BCE, il rafforzamento dei bilanci e la minore frammentazione dei mercati finanziari hanno favorito la riduzione dei costi composti della provvista. Parallelamente, per quanto riguarda l'accesso delle banche alla provvista, l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di aprile mostra che, con la sola eccezione delle cartolarizzazioni, non si è ravvisato alcun altro miglioramento nel primo trimestre 2016 per quanto riguarda gli altri principali strumenti di mercato.

## Grafico 26

### Indicatore composito del costo dei prestiti per le SNF

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



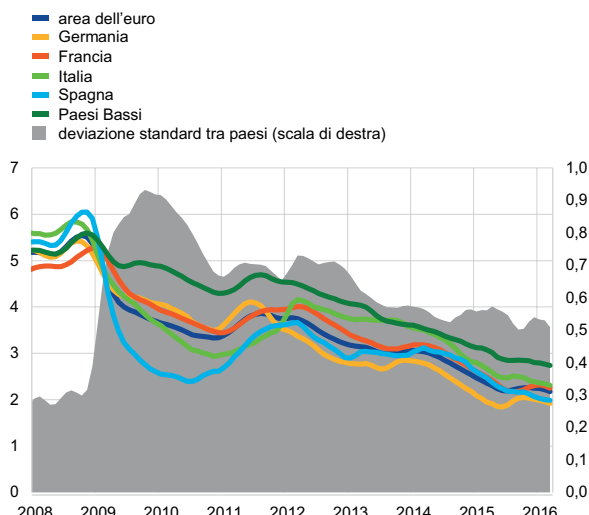
Fonte: BCE.

Note: l'indicatore del costo totale dei prestiti è calcolato aggregando i tassi a breve e a lungo termine con una media mobile di 24 mesi dei volumi di nuovi prestiti. La deviazione standard fra paesi è calcolata per una composizione fissa di dodici paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce a marzo 2016.

## Grafico 27

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

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



Fonte: BCE.

Note: l'indicatore del costo totale dei prestiti è calcolato aggregando i tassi a breve e a lungo termine utilizzando una media mobile di 24 mesi dei volumi di nuovi prestiti. La deviazione standard fra paesi è calcolata per una composizione fissa di dodici paesi dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce a marzo 2016.

### I tassi sui prestiti bancari al settore privato sono ulteriormente diminuiti (cfr. grafici 26 e 27).

Dal giugno 2014 i tassi compositi sui prestiti alle SNF e alle famiglie sono diminuiti in misura significativamente maggiore rispetto ai tassi di riferimento del mercato. A questo riguardo hanno avuto un effetto positivo la minore frammentazione nei mercati finanziari dell'area dell'euro e il miglioramento nella trasmissione delle misure di politica monetaria ai tassi sui finanziamenti bancari. Anche la diminuzione dei costi compositi della provvista bancaria ha favorito la riduzione dei tassi compositi sui prestiti. Dal giugno 2014 le banche hanno gradualmente trasmesso il calo nei propri costi di provvista nella forma di una riduzione dei tassi sui prestiti. Fra il maggio 2014 e il marzo 2016 i tassi compositi sui finanziamenti sia alle SNF sia alle famiglie dell'area dell'euro sono diminuiti di oltre 80 punti base, con riduzioni particolarmente marcate nei paesi più fragili. Nello stesso periodo i differenziali fra i tassi applicati ai prestiti di dimensioni molto ridotte (fino a 0,25 milioni di euro) e quelli sulle erogazioni di importo elevato (oltre 1 milione di euro) hanno seguito un andamento discendente. Ciò indica che generalmente le piccole e medie imprese stanno beneficiando più delle imprese di grandi dimensioni del calo dei tassi sui prestiti.

### Si stima che il flusso annuo totale di finanziamenti esterni alle SNF dell'area dell'euro sia moderatamente cresciuto nel primo trimestre 2016.

I finanziamenti esterni delle SNF continuano a essere inferiori ai livelli osservati agli inizi del 2012 (il massimo dopo la crisi finanziaria) e alla fine del 2004 (prima del periodo di espansione eccessiva del credito). La ripresa registrata da tali finanziamenti dagli inizi del 2014 è stata favorita dal miglioramento dell'attività economica, dalla ulteriore diminuzione del costo della provvista bancaria, dall'allentamento delle condizioni di affidamento delle banche e dal costo molto basso della raccolta

di capitale di debito sui mercati. Allo stesso tempo, le SNF hanno ulteriormente accresciuto le loro disponibilità liquide nel primo trimestre del 2016, portandole a nuovi massimi storici, a causa dei timori che permangono sul vigore della ripresa internazionale e dei bassi costi-opportunità.

**Le emissioni nette di titoli di debito delle SNF sono notevolmente aumentate nel marzo 2016, dopo la contrazione registrata in gennaio e febbraio.** Tale aumento è stato soprattutto il risultato di fattori particolari e ha dato luogo a un flusso positivo per tutto il trimestre. I dati di mercato mostrano che l'attività di emissione è cresciuta in misura modesta in aprile e in maggio, sospinta fra l'altro dal pacchetto di misure di politica monetaria della BCE di marzo. Le emissioni nette di azioni quotate da parte delle SNF sono rimaste contenute nel primo trimestre 2016.

**Il costo nominale complessivo dei finanziamenti esterni delle SNF dell'area dell'euro è leggermente diminuito dal marzo 2016, raggiungendo un nuovo minimo storico.** Questo calo si spiega principalmente con la flessione del costo del finanziamento azionario e, in misura minore, con quella del costo del finanziamento del debito sul mercato. Tali sviluppi sono stati favoriti dalle notizie economiche positive, dall'annuncio del pacchetto di misure di politica monetaria della BCE in marzo, nonché dal fenomeno globale di riduzione dei rendimenti.

*Il disavanzo di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe ridursi ulteriormente nell'orizzonte temporale di proiezione (2016-18), soprattutto come conseguenza del miglioramento delle condizioni cicliche e del calo degli interessi passivi. L'intonazione aggregata delle politiche fiscali nell'area dovrebbe essere espansiva nel 2016 e lievemente più restrittiva nel periodo 2017-18, nonostante ampie differenze tra paesi. In diversi Stati membri l'orientamento di bilancio comporta rischi di non osservanza del Patto di stabilità e crescita (PSC). In particolare, i paesi con alti livelli di debito devono compiere ulteriori sforzi di risanamento per condurre stabilmente il rapporto debito pubblico/PIL su un percorso discendente.*

**Ci si attende che il disavanzo delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro diminuisca nel periodo in esame.** Secondo le proiezioni macroeconomiche di giugno 2016 degli esperti dell'Eurosistema<sup>1</sup>, il rapporto fra disavanzo pubblico e PIL nell'area dovrebbe scendere dal 2,1 per cento del 2015 all'1,4 nel 2018 (cfr. la tavola). Rispetto all'esercizio del marzo 2016, nell'arco temporale considerato le prospettive per i conti pubblici hanno segnato un lieve miglioramento che è dovuto soprattutto al migliore quadro macroeconomico e ai minori interessi passivi, mentre le variazioni delle misure discrezionali di politica fiscale dovrebbero essere limitate. Le proiezioni sono meno ottimistiche rispetto a quanto indicato dai paesi dell'area nei rispettivi aggiornamenti dei programmi di stabilità per il 2016, che includono anche misure di bilancio non ancora approvate né interamente specificate.

**Secondo le proiezioni, l'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro risulterebbe espansivo nel 2016 e lievemente più restrittivo nel periodo 2017-18<sup>2</sup>.** L'allentamento dell'intonazione aggregata delle politiche di bilancio nel 2016, che può essere considerato sostanzialmente appropriato alla luce del grado di sottoutilizzo della capacità produttiva ancora presente nell'economia, riflette l'impatto delle misure fiscali discrezionali (quali i tagli alle imposte dirette e ai contributi previdenziali) in diversi paesi dell'area. Il lieve inasprimento nel periodo 2017-18 dovrebbe risultare dal contenimento della spesa pubblica, che compenserà le misure aventi effetti espansivi sul disavanzo dal lato delle entrate. Si prevede in particolare che la crescita della remunerazione del fattore lavoro e dei consumi intermedi sia inferiore a quella tendenziale del PIL nominale. Per contro, i trasferimenti sociali e gli investimenti pubblici dovrebbero crescere più del potenziale. L'intonazione delle politiche di bilancio nell'area dell'euro indicata nelle proiezioni cela grandi differenze tra paesi. Nei casi in cui è stato previsto un allentamento, le determinanti variano da un paese all'altro e vanno dal forte impatto dell'afflusso di rifugiati agli effetti della riduzione delle imposte e delle misure di bilancio che influiscono sul lato della spesa.

<sup>1</sup> Cfr. le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel giugno 2016, disponibili all'indirizzo <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eurosystemstaffprojections201606.it.pdf?8774facfb96d540891ce434a5ab4394b>

<sup>2</sup> L'orientamento delle politiche di bilancio è misurato dalla variazione del saldo di bilancio strutturale, ossia il saldo corretto per gli effetti del ciclo al netto di misure temporanee come l'assistenza pubblica a favore del settore finanziario. Per un'analisi del concetto di orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, cfr. l'articolo *L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

### **Il debito delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro continuerà a diminuire dall'attuale livello elevato.**

Il rapporto tra debito e PIL nell'area, che aveva toccato un punto di massimo nel 2014, è sceso al 90,7 per cento nel 2015 e secondo le proiezioni dovrebbe registrare un'ulteriore diminuzione graduale sino a raggiungere l'87,4 per cento entro la fine del 2018. La prospettata riduzione del debito pubblico è sostenuta da un'evoluzione favorevole del differenziale fra crescita e tassi di interesse, alla luce delle migliori prospettive macroeconomiche e dei bassi tassi di interesse ipotizzati. In aggiunta, contribuiranno al miglioramento delle prospettive per il debito anche modesti avanzi primari e raccordi disavanzo-debito negativi, imputabili fra l'altro a introiti da privatizzazioni. Rispetto all'esercizio di marzo, il calo del rapporto tra debito e PIL per l'aggregato dell'area dell'euro dovrebbe essere lievemente superiore come conseguenza principale dei maggiori avanzi primari e del più favorevole differenziale fra crescita e tassi di interesse. Nell'ottica di un confronto tra paesi, durante il periodo di proiezione il rapporto fra debito e PIL è previsto in calo in gran parte dell'area ma in aumento in alcuni paesi. In particolare, i paesi con alti livelli di debito devono compiere ulteriori sforzi di risanamento per condurre stabilmente il rapporto debito pubblico/PIL su un percorso discendente poiché il forte indebitamento li rende particolarmente vulnerabili di fronte a nuovi episodi di instabilità nei mercati finanziari o a un aumento dei tassi di interesse.

## **Tavola**

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

(in percentuale del PIL)	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
a. Entrate totali	46,6	46,8	46,6	46,1	45,9	45,9
b. Spese totali	49,6	49,3	48,6	48,0	47,6	47,2
di cui:						
c. Spese per interessi	2,8	2,7	2,4	2,2	2,1	2,0
d. Spese primarie (b - c)	46,8	46,7	46,2	45,8	45,5	45,3
Saldo di bilancio (a - b)	-3,0	-2,6	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4
Saldo di bilancio primario (a - d)	-0,2	0,1	0,3	0,3	0,4	0,6
Saldo di bilancio corretto per gli effetti del ciclo	-2,3	-1,9	-1,7	-1,9	-1,8	-1,6
Saldo strutturale di bilancio	-2,2	-1,7	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6
Debito lordo	91,1	92,0	90,7	90,0	89,0	87,4
<i>Per memoria:</i> PIL in termini reali (variazione percentuale sui dodici mesi)	-0,2	0,9	1,6	1,6	1,7	1,7

Fonti: Eurostat, BCE e proiezioni macroeconomiche di giugno 2016 degli esperti dell'Eurosistema.

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

**I rischi di inosservanza del PSC sono elevati in diversi paesi.** Nel tarare l'intonazione delle proprie politiche fiscali, i governi devono trovare un equilibrio fra la riduzione dell'alto livello del debito e l'esigenza di non ostacolare la ripresa, rispettando pienamente nel contempo i requisiti del PSC. I paesi che dispongono di margine di manovra nei conti pubblici fanno bene a utilizzarlo. Per contro, i paesi dove tale margine è esaurito dovrebbero continuare ad attuare le misure necessarie alla piena conformità con il PSC, contrastando dunque i rischi per la sostenibilità del debito e rafforzando la propria capacità di tenuta a shock futuri. Il 18 maggio la Commissione europea ha pubblicato le proposte di raccomandazioni specifiche per paese relative alle politiche economiche e di bilancio per gli Stati membri dell'UE. Ha inoltre ravvisato rischi di inosservanza dei requisiti di risanamento strutturale previsti dal PSC in molti

paesi e ha pubblicato delle raccomandazioni riguardanti l'attuazione del PSC<sup>3</sup>. Per assicurare credibilità, è essenziale che il quadro di riferimento per la governance delle finanze pubbliche sia applicato in modo corretto sul piano giuridico, trasparente e coerente nel tempo e nei diversi paesi. Inoltre, al fine di accrescere il loro margine di manovra per gli interventi di bilancio, i paesi dovrebbero adoperarsi per conseguire una composizione delle politiche di bilancio più favorevole alla crescita.

---

<sup>3</sup> Per una valutazione della recente comunicazione della Commissione europea, cfr. il riquadro, *Le raccomandazioni specifiche per le politiche di bilancio dei singoli paesi formulate nell'ambito del Semestre europeo 2016* in questo numero del Bollettino.

# Riquadro 1

## Le implicazioni internazionali dei bassi prezzi del petrolio

**Questo riquadro esamina l'impatto sull'attività mondiale esercitato dal calo dei corsi petroliferi negli ultimi due anni.** Dalla metà del 2014 i prezzi del petrolio sono nettamente diminuiti e agli inizi del 2016 hanno raggiunto il livello più basso degli ultimi dieci anni. Dal massimo di giugno 2014 al minimo di gennaio 2016 le quotazioni del greggio di qualità Brent sono scese di 82 dollari al barile (70 per cento). Successivamente hanno messo a segno una ripresa modesta, di circa 17 dollari al barile, e in base ai contratti future sul petrolio dovrebbero aumentare solo gradualmente nel medio periodo.

**Le determinanti del recente calo dei corsi petroliferi sono cambiate nel tempo.** Se nel 2014 la caduta delle quotazioni era dovuta in gran parte all'aumento considerevole dell'offerta di greggio, più di recente ha riflesso l'indebolimento della domanda mondiale. Dal lato dell'offerta, investimenti significativi e innovazioni tecnologiche – specie nell'estrazione del petrolio da scisti – hanno determinato un'impennata della produzione di greggio in una fase di indebolimento della crescita, soprattutto nelle economie emergenti caratterizzate da elevati consumi di energia, esercitando spinte al ribasso sui prezzi. Nel contempo la decisione di mantenere invariate le quote di produzione assunta dall'OPEC a novembre 2014 ha intensificato tali spinte in un contesto di scorte crescenti di greggio. Più di recente, tuttavia, è emerso il timore che la flessione dei corsi petroliferi sia da ricondurre principalmente alla più debole crescita mondiale.

**La diversa natura dello shock petrolifero presenta implicazioni differenti per l'economia mondiale.** Agli inizi del 2015 si riteneva che la diminuzione dei prezzi del petrolio indotta in larga parte da fattori dal lato dell'offerta esercitasse un considerevole impatto positivo netto sull'attività mondiale, principalmente attraverso due canali: 1) la redistribuzione del reddito dai paesi produttori a quelli consumatori di petrolio, che si riteneva avessero una maggiore propensione marginale alla spesa; 2) i guadagni di produttività derivanti dai minori costi degli input energetici, che avrebbero potuto stimolare gli investimenti e quindi l'offerta totale nei paesi importatori netti di greggio. Tuttavia, il maggior ruolo esercitato dalla domanda nella caduta delle quotazioni petrolifere dalla metà del 2015 suggerisce un impatto meno positivo sull'economia mondiale. Anche se i bassi prezzi del petrolio possono ancora sostenere la domanda interna attraverso l'aumento dei redditi reali nei paesi importatori netti di tale materia prima, ciò non compenserebbe necessariamente i più ampi effetti dell'indebolimento della domanda mondiale.

**Stime basate su modelli rilevano come l'impatto sull'economia mondiale dipenda dalla natura di fondo dello shock.** Le simulazioni<sup>1</sup> indicano che una caduta dei prezzi

<sup>1</sup> Per le simulazioni sono utilizzati il modello NiGEM (National Institute Global Econometric Model), la versione six-mod del Flexible System of Global Models del Fondo monetario internazionale e un modello autoregressivo vettoriale strutturale (SVAR) con restrizioni di segno per individuare gli shock petroliferi dal lato dell'offerta e della domanda.



del 10 per cento interamente legata a fattori dal lato dell'offerta accresce il PIL mondiale in misura compresa fra lo 0,1 e lo 0,2 per cento, mentre una flessione della stessa entità riconducibile per intero alla domanda è di norma associata a una diminuzione di oltre lo 0,2 per cento del PIL mondiale. Ipotizzando che il calo dalla metà del 2014 fosse ad esempio dovuto per il 60 per cento a fattori dal lato dell'offerta e per la parte rimanente a fattori dal lato della domanda, i modelli indicano che l'effetto congiunto dei due shock sull'attività mondiale sarebbe prossimo allo zero (o persino lievemente negativo).

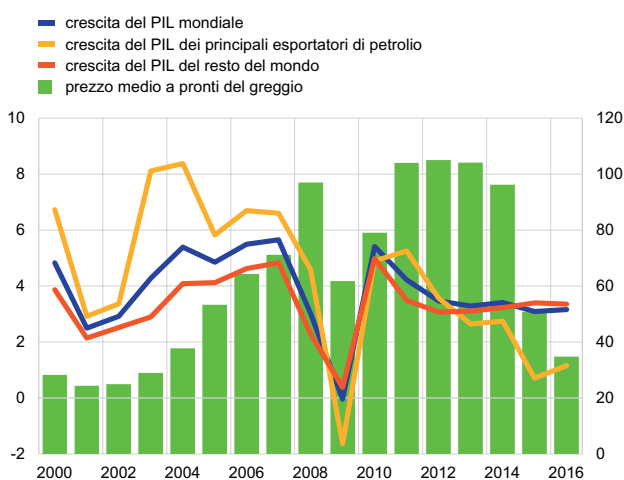
**L'esperienza dell'anno trascorso mostra altresì che le variazioni nei canali di trasmissione possono avere moderato l'impatto positivo atteso dei corsi petroliferi più bassi sull'attività mondiale.** Rispetto agli episodi precedenti di diminuzione dei prezzi del petrolio negli anni '80 e '90, l'effetto congiunto di diversi fattori contrastanti può avere modificato i meccanismi di propagazione del recente shock petrolifero.

**Da un lato, l'impatto sfavorevole sui paesi esportatori netti di petrolio è parso piuttosto severo ed è stato accompagnato da ricadute negative sulle altre economie emergenti.** In diversi paesi esportatori netti di petrolio, il calo dei corsi petroliferi ha interagito con altri shock (comprese le ripercussioni delle tensioni geopolitiche) nel generare un significativo aggiustamento macroeconomico. I principali esportatori netti sono riusciti a mitigare in qualche misura l'iniziale impatto sfavorevole sul PIL esercitato dalla recente caduta delle quotazioni con disavanzi di bilancio sostanziali e crescenti. Ciò nonostante, la crescita del prodotto in questi paesi è comunque diminuita notevolmente rispetto al resto del mondo (cfr. grafico A). In un quadro in cui i prezzi a pronti del greggio sono scesi ben al di sotto di quelli di pareggio fiscale, vale a dire del livello necessario a determinare il pareggio dei bilanci pubblici (cfr. grafico B), la situazione delle finanze pubbliche è divenuta sempre più

## Grafico A

### Rallentamento del PIL nei principali esportatori di petrolio: un raffronto con il resto del mondo

(scala di sinistra: crescita annua del PIL in termini reali in percentuale; scala di destra: prezzo medio annuo a pronti del greggio in dollari statunitensi al barile)

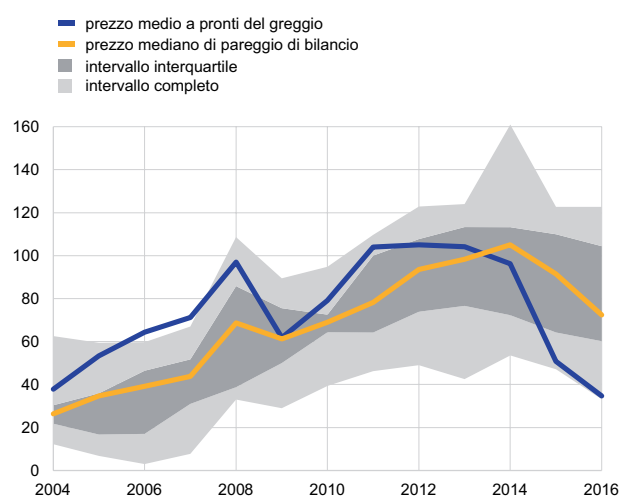


Fonti: Fondo monetario internazionale (FMI) ed elaborazioni degli esperti della BCE. Note: il gruppo di principali esportatori di petrolio include i 20 maggiori esportatori netti di greggio (Algeria, Angola, Arabia Saudita, Azerbaigian, Canada, Colombia, Ecuador, Emirati Arabi Uniti, Iran, Iraq, Kazakistan, Kuwait, Malaysia, Nigeria, Norvegia, Oman, Qatar, Russia, Uzbekistan e Venezuela). Il prezzo a pronti del greggio è la media semplice dei prezzi a pronti di tre qualità di greggio: Dated Brent, West Texas Intermediate e Dubai Fateh. Il 2016 è una previsione dell'FMI.

## Grafico B

### Prezzi di pareggio di bilancio per i principali esportatori di petrolio e prezzo a pronti del greggio

(dollari statunitensi al barile)



Fonti: Regional Economic Outlook dell'FMI ed elaborazioni degli esperti della BCE. Note: il prezzo di pareggio di bilancio è definito come il prezzo del petrolio che determina il pareggio del bilancio delle amministrazioni pubbliche. Il grafico mostra il livello mediano e l'intervallo dei prezzi di pareggio di bilancio per 10 grandi esportatori netti di petrolio in Medio Oriente, Asia centrale e Africa. Il prezzo a pronti del greggio è la media semplice dei prezzi a pronti di tre qualità di greggio: Dated Brent, West Texas Intermediate e Dubai Fateh. Il 2016 è una previsione dell'FMI.

difficile in diverse importanti economie produttrici di petrolio e in particolare in quelle con valute agganciate al dollaro statunitense o con altri regimi di amministrazione rigida dei tassi di cambio (quali Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Iran, Iraq, Nigeria e Venezuela). La politica monetaria è stata altresì vincolata nelle economie esportatrici di materie prime con tassi di cambio più flessibili (come Canada, Messico, Norvegia e Russia). Poiché le divise di questi paesi si sono (nettamente) deprezzate, le spinte inflazionistiche sono aumentate, limitando i margini per un allentamento della politica monetaria in risposta all'indebolimento della crescita. Infine, le tensioni finanziarie hanno esacerbato la caduta dei prezzi, specie nei paesi con esposizioni in valuta estera. Anche se i principali esportatori di petrolio rappresentano una quota relativamente ridotta dell'economia mondiale (circa il 15 per cento del PIL globale in termini di parità di potere di acquisto), le ripercussioni negative per i paesi con stretti legami commerciali o finanziari e gli effetti di fiducia su scala internazionale hanno pesato sull'attività economica mondiale.

**Dall'altro lato, l'aumento della domanda in diversi paesi importatori netti di petrolio a seguito degli introiti straordinari derivanti dal calo dei corsi petroliferi è stato finora piuttosto contenuto.** In un'ottica di più lungo periodo, questo potrebbe riflettere una minore intensità di utilizzo di energia rispetto ai precedenti episodi di flessione dei prezzi del greggio negli anni '80 e '90. Più di recente altri fattori potrebbero avere limitato la risposta dei consumi al calo delle quotazioni del petrolio in alcuni paesi, anche se risulta spesso difficile stabilire empiricamente il contributo individuale di ciascun fattore. Ad esempio, in alcuni paesi un aumento del risparmio personale potrebbe essere connesso a perduranti esigenze di riduzione della leva finanziaria che potrebbero avere indotto le famiglie a risparmiare una quota delle entrate straordinarie derivanti dal calo dei corsi petroliferi superiore a quella che sarebbe stata necessaria in assenza di tali esigenze. Potrebbero inoltre essere entrate in gioco le aspettative: è possibile che la spesa aumenti solo gradualmente se serve del tempo perché le famiglie si convincano della persistenza del più basso livello dei prezzi del petrolio. Al tempo stesso, nelle economie emergenti il risparmio pubblico derivante dai minori sussidi energetici è stato utilizzato per risanare le finanze pubbliche invece che per fornire uno stimolo aggiuntivo all'economia. Infine altri fattori, quali gli andamenti valutari e le correzioni al ribasso dei prezzi delle azioni e delle altre attività finanziarie in presenza di una maggiore incertezza riguardo all'economia mondiale, potrebbero avere moderato l'impatto positivo dei minori prezzi del petrolio sui consumi.

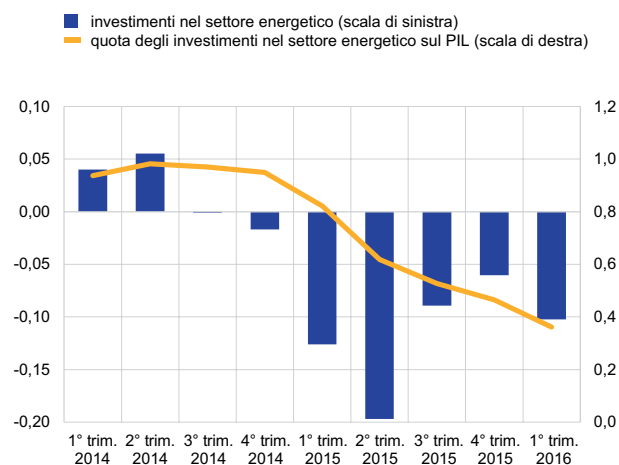
**Negli Stati Uniti, presi ad esempio come uno dei principali importatori netti di petrolio, i benefici per i consumi derivanti dal livello più contenuto dei corsi petroliferi sono stati inferiori rispetto a quanto inizialmente previsto e in larga parte compensati dal netto calo degli investimenti nel settore energetico.**

La flessione dei corsi petroliferi ha sostenuto i consumi, ma le incertezze riguardo al persistere di quotazioni basse possono avere inciso negativamente sul clima di fiducia, comportando un impatto del calo dei prezzi inferiore alle attese iniziali. Al tempo stesso gli effetti del più basso livello delle quotazioni del greggio sugli investimenti statunitensi nella produzione di petrolio di scisto sono stati significativi e amplificati dall'alto grado di leva finanziaria dei produttori di questo comparto e dalla vulnerabilità degli stessi ai vincoli di finanziamento. Dagli inizi della fase discendente dei corsi petroliferi a metà 2014, gli investimenti nel settore energetico sono diminuiti

## Grafico C

### Investimenti nel settore energetico statunitense

(scala di sinistra: contributo in punti percentuali alla crescita del PIL in termini reali sul trimestre precedente; scala di destra: percentuale del PIL)



Fonti: Bureau of Economic Analysis statunitense ed elaborazioni degli esperti della BCE.

cumulativamente del 65 per cento e hanno fornito un contributo negativo alla crescita del PIL (cfr. grafico C), mentre il numero di piattaforme estrattive è sceso a quasi un terzo del totale originario. Ciò nonostante, in termini netti, l'impatto stimato della caduta dei corsi petroliferi sul PIL statunitense fino al momento attuale è ritenuto modestamente positivo.

**In sintesi, gli andamenti recenti stanno a indicare come la diminuzione dei corsi petroliferi – che un anno fa era dovuta in larga parte a fattori dal lato dell'offerta – rifletta in misura crescente l'indebolimento della domanda mondiale.**

Mentre ci si attendeva che il calo dei prezzi del petrolio riconducibile principalmente a fattori dal lato dell'offerta esercitasse un impatto positivo netto sul PIL mondiale, è meno probabile che una flessione maggiormente legata agli andamenti della domanda fornisca un sostegno significativo all'attività globale.

Inoltre, la valutazione del ruolo del livello più basso

delle quotazioni petrolifere è offuscata da un grado elevato di incertezza. Una determinante di questa incertezza è rappresentata dai possibili problemi per la stabilità finanziaria e i conti pubblici in alcuni paesi esportatori di materie prime. Un ulteriore fattore è costituito dai timori di un più generale rallentamento economico nei paesi emergenti, alimentato dall'ampliamento degli squilibri interni e da condizioni finanziarie più tese in alcuni paesi.

## Riquadro 2

# Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 27 gennaio al 26 aprile 2016

**Questo riquadro descrive le operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE durante il primo e il secondo periodo di mantenimento delle riserve del 2016, ossia dal 27 gennaio al 15 marzo e dal 16 marzo al 26 aprile.** Il 10 marzo 2016 il Consiglio direttivo ha annunciato un pacchetto esauriente di decisioni di politica monetaria, comprendente il taglio di tutti i tassi di interesse di riferimento della BCE, l'ampliamento del programma di acquisto di attività finanziarie in termini sia di importi mensili sia di attività ammissibili, nonché una serie di quattro nuove operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT)<sup>1</sup>. Durante il secondo periodo di mantenimento, quindi, i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale (ORP), su quelle di rifinanziamento marginale (ORM) e sui depositi presso la banca centrale sono stati abbassati allo 0,00, 0,25 e -0,40 per cento rispettivamente, con effetto dal 16 marzo<sup>2</sup>. Il 30 marzo 2016 è stata regolata la settimana OMRLT per un importo di 7,3 miliardi di euro, rispetto ai 18,3 miliardi dell'OMRLT precedente nel dicembre 2015. L'ammontare totale assegnato nelle prime sette OMRLT si è portato così a 425,3 miliardi di euro<sup>3</sup>. L'Eurosistema ha inoltre continuato ad acquistare titoli del settore pubblico, obbligazioni garantite e attività cartolarizzate nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA)<sup>4</sup>, per un importo programmato passato da 60 a 80 miliardi di euro al mese nel secondo periodo di mantenimento.

### Fabbisogno di liquidità

**Nel periodo in esame il fabbisogno giornaliero medio di liquidità del sistema bancario, definito come la somma di fattori autonomi e riserve obbligatorie, si è collocato a 778,6 miliardi di euro, in rialzo di 72 miliardi rispetto al periodo di riferimento precedente (ovvero al settimo e all'ottavo periodo di mantenimento del 2015).** Il maggiore fabbisogno di liquidità è pressoché esclusivamente ascrivibile

<sup>1</sup> Il comunicato stampa del 10 marzo 2016 della BCE è consultabile sul sito Internet della BCE: <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310.it.html>

<sup>2</sup> Le ORP hanno continuato a essere condotte con procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione degli importi. La stessa procedura è rimasta in vigore per le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre mesi. Il tasso di interesse in ciascuna ORLT è stato posto pari alla media dei tassi delle ORP condotte nell'arco della durata della ORLT di riferimento. Le OMRLT hanno continuato a essere condotte con procedure d'asta a tasso fisso con un tasso di interesse pari a quello delle ORP.

<sup>3</sup> Per ulteriori informazioni sugli importi aggiudicati nelle OMRLT, cfr. gli analoghi riquadri nelle edizioni precedenti di questo Bollettino, nonché le informazioni sulle operazioni di mercato aperto disponibili sul sito Internet della BCE: [www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omo/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omo/html/index.en.html).

<sup>4</sup> Per informazioni dettagliate sul PAA, cfr. il sito Internet della BCE: [www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omt/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omt/html/index.en.html)

a un aumento dei fattori autonomi, cresciuti in media di 71,1 miliardi di euro, a 664,5 miliardi (cfr. tavola).

## Tavola

### Situazione di liquidità dell'Eurosistema

	Dal 27 gennaio 2016 al 26 aprile 2016		Dal 28 ottobre 2015 al 26 gennaio 2016		Secondo periodo di mantenimento		Primo periodo di mantenimento	
<b>Passività – Fabbisogno di liquidità (valori medi in miliardi di euro)</b>								
<b>Fattori di liquidità autonomi</b>	<b>1,770.1</b>	<b>(+54.3)</b>	<b>1,715.8</b>	<b>1,799.8</b>	<b>(+55.2)</b>	<b>1,744.6</b>	<b>(+24.5)</b>	
Banconote in circolazione	1,066.1	(+0.9)	1,065.3	1,069.3	(+5.9)	1,063.4	(-9.4)	
Depositi delle amministrazioni pubbliche	130.3	(+42.7)	87.6	147.4	(+31.7)	115.6	(+33.2)	
Altri fattori autonomi	573.7	(+10.7)	563.0	583.2	(+17.6)	565.6	(+0.8)	
<b>Strumenti di politica monetaria</b>								
Conti correnti	562.7	(+34.9)	527.9	570.0	(+13.5)	556.5	(-0.6)	
Riserve obbligatorie minime	114.1	(+0.9)	113.2	114.3	(+0.5)	113.9	(+0.6)	
Depositi presso la banca centrale	245.0	(+59.3)	185.7	262.0	(+31.5)	230.5	(+33.9)	
Operazioni di regolazione puntuale finalizzate all'assorbimento di liquidità	0.0	(+0.0)	0.0	0.0	(+0.0)	0.0	(+0.0)	
<b>Attività – Offerta di liquidità (valori medi in miliardi di euro)</b>								
<b>Fattori di liquidità autonomi</b>	<b>1,105.9</b>	<b>(-17.0)</b>	<b>1,122.9</b>	<b>1,113.0</b>	<b>(+13.3)</b>	<b>1,099.8</b>	<b>(-24.0)</b>	
Attività nette sull'estero	616.8	(+5.0)	611.9	627.3	(+19.5)	607.8	(-3.8)	
Attività nette denominate in euro	489.0	(-22.0)	511.0	485.7	(-6.2)	491.9	(-20.2)	
<b>Strumenti di politica monetaria</b>								
Operazioni di mercato aperto	1,472.2	(+165.3)	1,306.9	1518.9	(+86.8)	1,432.1	(+81.8)	
Operazioni d'asta offerte	521.9	(-10.6)	532.5	518.8	(-5.7)	524.5	(-14.0)	
ORP	60.6	(-8.4)	69.1	58.1	(-4.8)	62.9	(-8.7)	
Operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale	0.0	(+0.0)	0.0	0.0	(+0.0)	0.0	(+0.0)	
ORLT a tre mesi	41.1	(-14.3)	55.3	37.9	(-5.8)	43.7	(-7.9)	
ORLT a tre anni	0.0	(+0.0)	0.0	0.0	(+0.0)	0.0	(+0.0)	
ORLT mirate	420.2	(+12.1)	408.1	422.8	(+4.9)	417.9	(+2.6)	
Portafogli definitivi	950.3	(+175.9)	774.4	1,000.1	(+92.5)	907.6	(+95.8)	
Primo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	19.5	(-1.1)	20.6	19.2	(-0.6)	19.8	(-0.7)	
Secondo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	8.8	(-0.9)	9.8	8.7	(-0.3)	9.0	(-0.6)	
Terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	161.3	(+21.1)	140.2	167.0	(+10.7)	156.4	(+11.9)	
Programma per il mercato dei titoli finanziari	120.8	(-2.3)	123.1	119.7	(-2.0)	121.7	(-1.2)	
Programma per l'acquisto di attività cartolarizzate	18.7	(+3.4)	15.2	19.2	(+0.9)	18.3	(+2.8)	
Programma di acquisto del settore pubblico	621.2	(+155.7)	465.5	666.3	(+83.8)	582.5	(+83.6)	
Operazioni di rifinanziamento marginale	0.1	(-0.0)	0.1	0.2	(+0.1)	0.1	(-0.1)	
<b>Altre informazioni basate sulla liquidità (valori medi in miliardi di euro)</b>								
Fabbisogno aggregato di liquidità	778.6	(+72.0)	706.5	801.4	(+42.4)	759.0	(+48.9)	
Fattori autonomi <sup>1)</sup>	664.5	(+71.1)	593.3	687.1	(+41.9)	645.1	(+48.3)	
Liquidità in eccesso	693.6	(+93.3)	600.3	717.5	(+44.4)	673.1	(+32.9)	
<b>Andamento dei tassi di interesse (valori percentuali)</b>								
ORP	0.03	(-0.02)	0.05	0.00	(-0.05)	0.05	(+0.00)	
Operazioni di rifinanziamento marginale	0.28	(-0.02)	0.30	0.25	(-0.05)	0.30	(+0.00)	
Depositi presso la banca centrale	-0.35	(-0.09)	-0.25	-0.40	(-0.10)	-0.30	(+0.00)	
Media EONIA	-0.286	(-0.101)	-0.184	-0.340	(-0.101)	-0.239	(-0.013)	

Fonte: BCE.

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

1) Comprende "voci in via di definizione".

**L'aumento dei fattori autonomi è principalmente il risultato di un incremento dei fattori di assorbimento della liquidità.** A riguardo, il principale contributo è provenuto dai depositi delle amministrazioni pubbliche, cresciuti in media di 42,7 miliardi di euro, a 130,3 miliardi nel periodo in esame. Tale crescita, distribuita equamente fra il primo e il secondo periodo di mantenimento, riflette la riluttanza di alcune tesorerie a collocare la liquidità in eccesso nel mercato a tassi negativi, a causa di restrizioni sia di domanda sia di tasso. Gli altri fattori autonomi sono stati mediamente pari a 573,7 miliardi di euro, in crescita di 10,7 miliardi rispetto al periodo di riferimento precedente, principalmente per effetto di un aumento di altre passività denominate in euro verso residenti nell'area dell'euro. In aggiunta,

le banconote in circolazione sono risultate pari in media a 1.066,1 miliardi di euro, 0,9 miliardi in più rispetto al periodo precedente, fornendo il minore contributo al complessivo aumento dei fattori autonomi.

**I fattori di immissione di liquidità sono diminuiti nel periodo in esame, sulla scia di un calo delle attività nette denominate in euro.** Tali attività si sono collocate in media a 489,0 miliardi di euro, in calo di 22 miliardi rispetto al periodo di riferimento precedente. La loro flessione è stata più pronunciata durante il primo periodo di mantenimento, per effetto di un calo delle attività finanziarie detenute dall'Eurosistema a fini diversi dalla politica monetaria, nonché di un lieve aumento delle passività detenute dagli istituti esteri presso le banche centrali nazionali. Gli istituti esteri hanno accresciuto le proprie disponibilità malgrado l'ulteriore taglio del tasso sui depositi presso la banca centrale, forse per la scarsità di alternative di investimento attraenti nel mercato. Le attività nette sull'estero, inoltre, sono aumentate di 5 miliardi di euro, a 616,8 miliardi. Tale incremento si è verificato unicamente nel secondo periodo di mantenimento, a fronte di un calo marginale nel primo. L'aumento delle attività nette sull'estero si deve soprattutto a un rialzo del prezzo dell'oro espresso in dollari USA, solo in parte compensato dall'apprezzamento dell'euro nel primo trimestre del 2016.

**La volatilità dei fattori autonomi è rimasta elevata nel periodo in rassegna.**

Essa riflette principalmente le ampie oscillazioni dei depositi delle amministrazioni pubbliche e, in misura minore, la rivalutazione trimestrale delle attività nette sull'estero e delle attività nette denominate in euro. Il livello della volatilità è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al periodo di riferimento precedente, mentre quello dei fattori autonomi ha proseguito la sua tendenza al rialzo. Ciò nonostante, l'errore assoluto medio nelle previsioni settimanali dei fattori autonomi è diminuito di 1,4 miliardi di euro, a 6,0 miliardi, principalmente in ragione dei minori errori di previsione relativi ai depositi delle amministrazioni pubbliche.

## Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

**L'ammontare medio di liquidità offerta tramite operazioni di mercato aperto (operazioni d'asta e programma di acquisto di attività finanziarie) è aumentato di 165,3 miliardi di euro, a 1.472,2 miliardi (cfr. grafico).** L'aumento è dovuto interamente al programma di acquisto di attività.

**L'importo medio della liquidità offerta tramite operazioni d'asta è leggermente diminuito, di 10,6 miliardi di euro, portandosi a 521,9 miliardi di euro.**

**L'aumento della liquidità media offerta mediante le OMRLT è stato più che compensato dal calo di quella fornita con le operazioni ordinarie.** Più precisamente, le ORP e le ORLT a tre mesi sono diminuite di 8,4 e 14,3 miliardi di euro rispettivamente, mentre l'ammontare in essere delle OMRLT è aumentato di 12,1 miliardi di euro. Con l'aggiudicazione della OMRLT del marzo 2016, la flessione complessiva della liquidità offerta tramite operazioni d'asta è stata meno pronunciata nel secondo periodo di mantenimento che nel primo.

**L'importo medio della liquidità offerta tramite il programma di acquisto di attività è aumentato di 175,9 miliardi di euro, a 950,3 miliardi, principalmente per effetto del programma di acquisto di titoli del settore pubblico.** La liquidità media offerta mediante questo programma, tramite il terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite e il programma di acquisto di attività cartolarizzate è aumentata rispettivamente di 155,7, 21,1 e 3,4 miliardi di euro. Il rimborso delle obbligazioni detenute nell'ambito del programma per il mercato dei titoli finanziari e dei due precedenti programmi di acquisto di obbligazioni garantite si è elevato a 4,3 miliardi di euro.

## Liquidità in eccesso

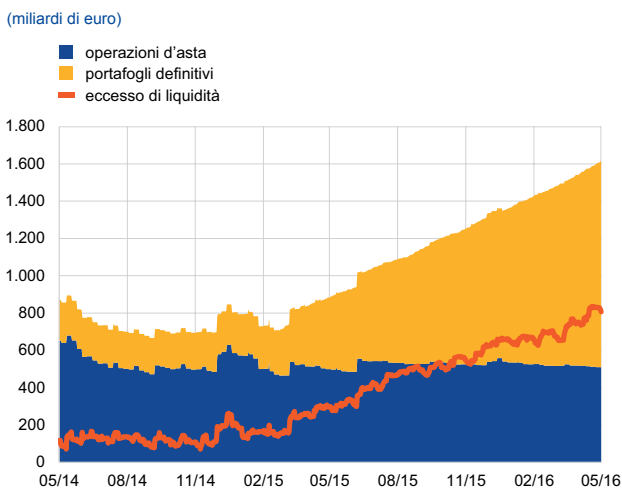
**A seguito degli andamenti sopra illustrati, nel periodo in esame la liquidità in eccesso media è aumentata di 93,3 miliardi di euro, a 693,6 miliardi (cfr. grafico).** L'aumento della liquidità è stato evidente in particolare nel secondo periodo

di mantenimento, quando la liquidità in eccesso media è salita di 44,4 miliardi di euro a causa dei maggiori acquisti e degli aumenti leggermente inferiori dei fattori autonomi rispetto al primo periodo di mantenimento. L'incremento relativamente contenuto durante il primo periodo di mantenimento è riconducibile soprattutto alla crescita più sostenuta dei fattori autonomi, che ha in parte assorbito l'espansione del programma di acquisto di attività.

**La crescita della liquidità in eccesso ha trovato riscontro soprattutto in un aumento del ricorso medio ai depositi presso la banca centrale, salito di 59,3 miliardi di euro, a 245 miliardi, nel periodo in rassegna.** La media delle disponibilità di conto corrente è anch'essa aumentata, sebbene in misura inferiore, segnando un incremento di 34,9 miliardi di euro, a 562,7 miliardi.

### Grafico

Andamento degli strumenti di politica monetaria ed eccesso di liquidità



Fonte: BCE.

## Andamenti dei tassi di interesse

**Nel periodo in esame i tassi del mercato monetario hanno continuato a diminuire sulla scia della riduzione al -0,40 per cento del tasso sui depositi presso la banca centrale.** Nel segmento non garantito, il tasso Eonia (euro overnight index average) si è collocato in media al -0,286 per cento, in calo rispetto al -0,184 per cento del periodo di riferimento precedente. Mentre nel primo periodo di mantenimento l'Eonia è rimasto pressoché invariato, il taglio di un ulteriore 0,10 per cento del tasso sui depositi presso la banca centrale, con effetto dall'inizio del secondo periodo di mantenimento, si è tradotto in un calo di

0,101 punti percentuali dell'Eonia. Nel contesto di protratto aumento della liquidità in eccesso, la trasmissione dei tassi negativi è stata pressoché immediata. In aggiunta, i tassi overnight nel segmento garantito sono calati in linea con il tasso sui depositi presso la banca centrale, avvicinandovisi ulteriormente. I tassi medi dei pronti contro termine overnight nel mercato GC Pooling<sup>5</sup> sono scesi al -0,332 e al -0,321 per cento, rispettivamente, per il paniere dei collateral standard e per quello ampliato, ovvero di 0,088 e 0,083 punti percentuali rispetto al periodo di riferimento precedente.

---

<sup>5</sup> Il mercato GC Pooling consente la negoziazione dei pronti contro termine sulla piattaforma Eurex a fronte di panieri standardizzati di collateral.



## Riquadro 3

### Bassi tassi d'interesse e reddito netto da interessi delle famiglie

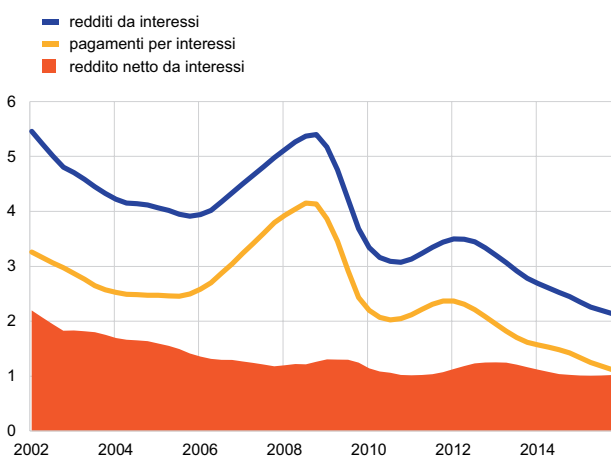
**L'orientamento accomodante di politica monetaria della BCE ha ridotto sostanzialmente i costi del finanziamento per imprese e famiglie, oltre ad abbassare i rendimenti sui risparmi.** Poiché le famiglie non solo contraggono prestiti ma effettuano anche risparmio, ci si chiede in che misura i minori tassi d'interesse abbiano influenzato il reddito netto da interessi dei nuclei familiari. Ciò assume particolare rilevanza quando si valuta l'impatto dei tassi di interesse inferiori sui consumi aggregati.

**Dall'autunno 2008 i redditi da interessi delle famiglie sono diminuiti di 3,2 punti percentuali come quota del reddito disponibile.** Il grafico A mostra l'evoluzione del reddito delle famiglie che detengono attività fruttifere di interessi, come depositi, obbligazioni e prestiti<sup>1</sup>. Sono esclusi tuttavia gli effetti esercitati dai minori tassi di interesse sul reddito e sulla ricchezza delle famiglie tramite gli investimenti di fondi pensione e compagnie di assicurazione sulla vita, nonché le plusvalenze su obbligazioni a lungo termine e azioni.

#### Grafico A

Pagamenti per interessi e redditi da interessi delle famiglie nell'area dell'euro

(percentuale del reddito disponibile lordo)



Fonti: BCE ed Eurostat.

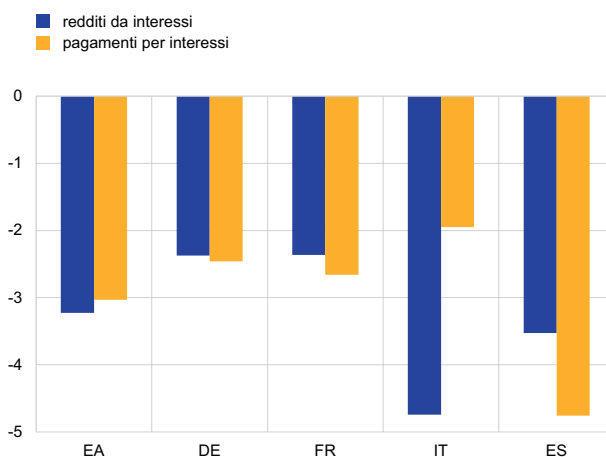
Note: pagamenti per interessi e redditi da interessi previa imputazione dei SIFIM (servizi di intermediazione finanziaria indirettamente misurati), in base alla somma dei quattro trimestri. L'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2015.

#### Grafico B

Pagamenti per interessi e redditi da interessi delle famiglie

3° trim. 2008 – 4° trim. 2015

(variazioni in percentuale del reddito disponibile lordo, punti percentuali)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Nota: pagamenti per interessi e redditi da interessi previa imputazione dei SIFIM (servizi di intermediazione finanziaria indirettamente misurati), in base alla somma dei quattro trimestri.

<sup>1</sup> Affinché siano coerenti con la misura del reddito disponibile e dei consumi delle famiglie, i pagamenti per interessi e i redditi da interessi sono *successivi* all'assegnazione dei servizi d'intermediazione non esplicitamente addebitati dalle istituzioni finanziarie, ma che sono pagati come parte del margine tra i tassi applicati ai risparmiatori e ai prenditori. Tale scelta non influisce sulle conclusioni dell'analisi.

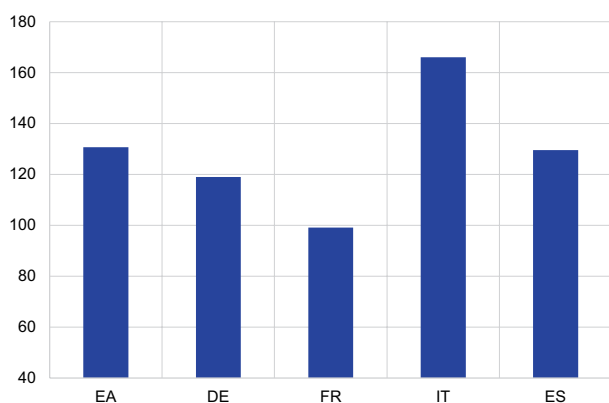
**Con la riduzione dei redditi da interessi, anche i pagamenti per interessi si sono contratti in misura considerevole.** Fra il terzo trimestre del 2008 e il quarto del 2015 i pagamenti per interessi sono diminuiti di circa 3 punti percentuali rispetto al reddito disponibile. Il calo dei redditi da interessi è comparabile a quello dei pagamenti per interessi, a indicare che in media il reddito netto da interessi delle famiglie nell'area dell'euro è rimasto per lo più invariato. Al contempo, nella misura

in cui i singoli nuclei familiari sono risparmiatori netti o prenditori netti, in termini di reddito netto da interessi alcune famiglie hanno guadagnato mentre altre hanno perso per effetto dei minori tassi d'interesse.

## Grafico C

### Attività fruttifere di interessi delle famiglie

(percentuale del reddito disponibile lordo)



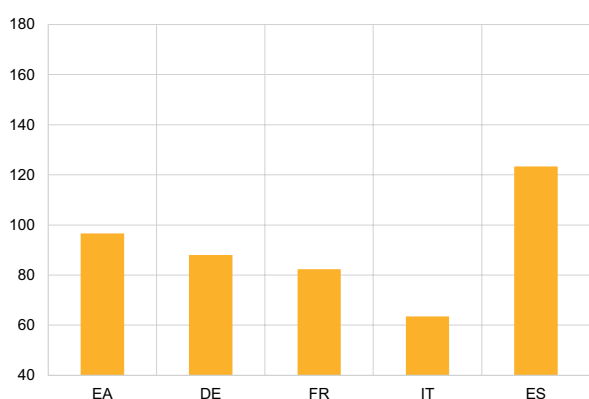
Fonti: BCE ed Eurostat.

Note: le attività fruttifere di interessi, riportate nella contabilità dell'area dell'euro, comprendono circolante e depositi, titoli di debito e prestiti. Media nel periodo dal terzo trimestre del 2008 al quarto del 2015 (dal primo trimestre del 2012 al quarto del 2015 per l'Italia), in base alla somma dei quattro trimestri.

## Grafico D

### Debito delle famiglie

(percentuale del reddito disponibile lordo)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Note: il debito delle famiglie corrisponde ai prestiti riportati nella contabilità dell'area dell'euro. Media nel periodo dal terzo trimestre del 2008 al quarto del 2015 (dal primo trimestre del 2012 al quarto del 2015 per l'Italia), in base alla somma dei quattro trimestri.

**Il reddito netto da interessi nel settore delle famiglie è rimasto abbastanza stabile in Germania e Francia, meno in Italia e Spagna.** Il grafico B mostra che in Germania e Francia i redditi da interessi e i pagamenti per interessi hanno subito una flessione comparabile, a indicare che la riduzione dei tassi d'interesse ha avuto effetti trascurabili sul reddito netto da interessi del settore delle famiglie nel suo insieme. Per contro, per le famiglie italiane il calo dei redditi da interessi è stato più che doppio rispetto a quello dei pagamenti per interessi, con effetti sfavorevoli sul reddito totale netto da interessi. Il motivo è che le famiglie italiane detengono una quota piuttosto ampia di attività fruttifere di interessi (cfr. grafico C), mentre sono relativamente meno indebitate (cfr. grafico D). In Spagna, la flessione dei pagamenti per interessi è stata sensibilmente più pronunciata rispetto a quella dei redditi da interessi, con effetti positivi sul reddito totale netto da interessi delle famiglie. Il calo più netto dei pagamenti per interessi in Spagna si spiega sia con l'elevato debito delle famiglie (grafico D), sia perché i tassi di interesse pagati su buona parte dei mutui sono indicizzati ai tassi dei mercati monetari. L'impatto più marcato sui pagamenti per interessi in Spagna è altresì in linea con l'evidenza che la politica monetaria è relativamente più incisiva nei paesi dove i mutui sono a tasso variabile<sup>2</sup>.

**Nonostante i minori redditi da interessi per i risparmiatori netti, i consumi privati continuano a essere sostenuti dai bassi tassi di interesse.** La riduzione dei tassi d'interesse in genere sostiene i consumi correnti tramite la sostituzione intertemporale dei consumi futuri, in quanto il credito diviene più economico e il risparmio meno remunerativo. Inoltre, dato che il reddito netto da interessi delle famiglie è

<sup>2</sup> Cfr. Calza A., Monacelli, T. e Stracca, L., "Housing finance and monetary policy", *Journal of the European Economic Association*, vol. 11, 2013, pagg. 101-122.

rimasto sostanzialmente invariato, i tassi di interesse inferiori hanno determinato soprattutto una redistribuzione delle risorse dai risparmiatori netti ai prenditori netti. Poiché i prenditori netti di norma hanno una propensione marginale al consumo superiore rispetto ai risparmiatori netti, questo canale di redistribuzione dei tassi d'interesse inferiori favorisce ulteriormente i consumi aggregati<sup>3</sup>.

**Tassi d'interesse più bassi sostengono la ricchezza e il reddito delle famiglie anche attraverso altri canali.** I nuclei familiari tendono non solo a risparmiare, ma anche a investire in attività diverse da cui non necessariamente ricavano pagamenti per interessi. Le evidenze mostrano che la riduzione dei tassi d'interesse ha esercitato un notevole impatto positivo sui prezzi di azioni e obbligazioni nell'area dell'euro<sup>4</sup>. Inoltre, i minori costi d'indebitamento oltre a favorire gli investimenti e i consumi, hanno altresì sostenuto il reddito delle famiglie attraverso un aumento dell'occupazione. Mantenendo i tassi d'interesse su livelli contenuti, la BCE ha stimolato la domanda necessaria a riportare l'economia al suo livello potenziale, affinché, in ultima analisi, i tassi d'interesse aumentino di nuovo.

---

<sup>3</sup> Cfr. Jappelli, T. e Pistaferri, L., "Fiscal policy and MPC heterogeneity", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 6, n. 4, 2014, pagg. 107-136.

<sup>4</sup> Cfr. Altavilla, C., Carboni, G. e Motto, R., "Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area", *Working Paper Series*, n. 1864, BCE, novembre 2015.

## Riquadro 4

# Migliore tempestività della stima rapida del PIL trimestrale nell'area dell'euro: prime esperienze

**Il 29 aprile 2016 l'Eurostat ha diffuso per la prima volta una stima rapida preliminare del PIL per l'area dell'euro e l'UE con un tempo di pubblicazione di 30 giorni dalla fine del periodo di riferimento (primo trimestre del 2016).** Questa nuova stima risponde alla richiesta, espressa da tempo dagli utenti, di informazioni più tempestive sull'espansione economica in Europa. L'obiettivo è quello di stabilire un calendario per la diffusione dei dati di contabilità nazionale a 30, 60 e 90 giorni dalla fine del trimestre di riferimento. Inoltre, si intende rispettare l'impegno assunto dal Sistema statistico europeo (SSE) affinché le autorità di politica economica dispongano di dati statistici affidabili, comparabili e tempestivi<sup>1</sup>. La stima rapida del PIL rilasciata 45 giorni dopo la fine del trimestre di riferimento (pubblicata a partire dal maggio 2003) è stata considerata una fase intermedia nel perseguimento di tale obiettivo<sup>2</sup>. Tale stima è utile per esaminare gli andamenti congiunturali nell'area dell'euro e offre importanti indicazioni per le analisi economiche, le proiezioni macroeconomiche e le previsioni a breve termine della BCE. L'Eurostat continuerà a pubblicarla in parallelo con la nuova stima rapida preliminare del PIL finché quest'ultima sarà consolidata e più paesi inizieranno a pubblicare le stime rapide preliminari nazionali. Tuttavia, nessuna di queste due stime anticipate fornisce informazioni sulle revisioni ai risultati dei trimestri precedenti, mentre eventuali revisioni della stima rapida preliminare del PIL sono possibili a ogni rilascio successivo.

**La metodologia sottostante la stima rapida preliminare del PIL nell'area dell'euro (e nella UE) è identica a quella adottata per compilare la stima rapida del PIL a 45 giorni<sup>3</sup>.** Il tasso di crescita sul trimestre precedente del PIL dell'area è stimato dai dati nazionali per aggregazione dei tassi di espansione destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario utilizzando i pesi annuali del PIL nazionale a prezzi correnti per l'anno precedente. Il PIL dell'area dell'euro si ricava poi applicando il tasso di crescita stimato per l'area nel trimestre in corso al livello del PIL nel trimestre precedente, contribuendo in tal modo anche alla definizione del tasso di espansione del PIL sul periodo corrispondente. La differenza principale

<sup>1</sup> Cfr. la *ESS Vision 2020*, pag. 5.

<sup>2</sup> Inizialmente solo quattro paesi dell'area dell'euro (Germania, Grecia, Italia e Paesi Bassi) hanno messo a disposizione dell'Eurostat le stime rapide del PIL nazionale a 45 giorni. L'Eurostat ha utilizzato alcuni indicatori correlati per stimare il PIL dei restanti paesi più grandi. In una certa misura, ciò ha rappresentato la base su cui i paesi hanno elaborato le stime rapide nazionali. Benché le stime rapide del PIL non ricadano nel quadro normativo del SEC 2010, né in quello del SEC 95, a questo fine hanno svolto un ruolo anche il maggiore ricorso ai metodi statistici e la condivisione delle esperienze fra paesi.

<sup>3</sup> La metodologia è illustrata in *Euro area and European Union GDP flash estimates at 30 days*, *Statistical working papers*, edizione 2016. Tale metodologia ha sostituito quella per la compilazione della *stima rapida del PIL* a 45 giorni dalla fine del trimestre di riferimento nel 2013.

rispetto alla stima rapida del PIL a 45 giorni è la disponibilità di dati nazionali per gli utilizzatori. Gran parte dei paesi dell'area dell'euro ancora non pubblica le stime rapide del PIL a 30 giorni, ma le fornisce all'Eurostat in via riservata quale contributo per compilare le stime rapide preliminari del PIL nell'area e nell'UE. Al momento solo sei paesi dell'area dell'euro, ossia Belgio, Spagna, Francia, Lettonia, Lituania e Austria (che nel 2015 rappresentavano il 39 per cento del PIL dell'area), pubblicano stime rapide del PIL a 30 giorni. La stima rapida preliminare del PIL dell'area per il primo trimestre del 2016 è stata basata su 11 paesi e ha compreso il 94 per cento del PIL totale dell'area, ricavato per il 55 per cento da dati forniti in via riservata<sup>4</sup>. La tavola sottostante presenta una panoramica delle procedure per il rilascio del PIL nazionale, oltre a indicare il grado di conformità ai requisiti previsti dal SEC 2010 per la diffusione dei dati a 60 giorni dalla fine del trimestre di riferimento. Da tale visione d'insieme si osserva che vi sono alcuni necessari compromessi fra la tempestività, il livello di dettaglio e la qualità nella compilazione dei conti nazionali trimestrali che vanno considerati quando si analizzano i dati.

## Tavola

### Stime del PIL e delle sue componenti pubblicate nel quadro dei conti nazionali trimestrali

Paese	Stima rapida preliminare del PIL (a 30 giorni)		Stima rapida del PIL (a 45 giorni)			Seconda stima del PIL (a 60 giorni)		
	Crescita del PIL	Componenti del PIL	Crescita del PIL	Crescita del PIL, stima o revisione?	Componenti del PIL	Data di pubblicazione	Crescita del PIL, stima o revisione?	Componenti del PIL
Belgio	pubblicazione	-	-	-	-	t + 60	revisione	si
Germania	-	-	pubblicazione	stima	-	t + 54	revisione	si
Estonia	-	-	pubblicazione	stima	-	t + 68	revisione	si
<b>Irlanda</b>	-	-	-	-	-	<b>t + 70</b>	<b>stima</b>	<b>si</b>
Grecia	-	-	pubblicazione	stima	-	t + 60	revisione	si
Spagna	pubblicazione	-	-	-	-	t + 55	revisione	si
Francia	pubblicazione	si	-	-	-	t + 60	revisione	si
Italia	-	-	pubblicazione	stima	-	t + 65	revisione	si
Cipro	-	-	pubblicazione	stima	-	t + 68	revisione	si
Lettonia	pubblicazione	-	-	-	-	t + 60	revisione	si
Lituania	pubblicazione	-	-	-	-	t + 60	revisione	si
<b>Lussemburgo</b>	-	-	-	-	-	<b>t + 85</b>	<b>stima</b>	<b>si</b>
<b>Malta</b>	-	-	-	-	-	<b>t + 70</b>	<b>stima</b>	<b>si</b>
Paesi Bassi	-	-	pubblicazione	stima	si	-	-	-
Austria	pubblicazione	si	-	-	-	t + 60	revisione	si
Portogallo	-	-	pubblicazione	stima	-	t + 60	revisione	si
Slovenia	-	-	-	-	-	t + 60	stima	si
Slovacchia	-	-	pubblicazione	stima	-	t + 68	revisione	si
Finlandia	-	-	pubblicazione	stima	-	t + 60	revisione	si
<b>Area dell'euro</b>	<b>pubblicazione</b>	<b>-</b>	<b>pubblicazione</b>	<b>revisione</b>	<b>-</b>	<b>t + 68</b>	<b>revisione</b>	<b>si</b>

Fonti: compilazione della BCE dai siti Internet degli istituti nazionali di statistica ed Eurostat.

Note: le stime rapide del PIL si riferiscono ai dati del 1° trim. 2016. Le seconde stime del PIL si riferiscono ai dati del 4° trim. 2015. Oltre alle stime riportate nella tavola, alcuni paesi sia dell'area (come Belgio e Francia) sia esterni all'area (come il Regno Unito) pubblicano terze stime del PIL all'incirca tre mesi dopo la fine del trimestre di riferimento. Tali stime comprendono le revisioni delle precedenti stime del PIL e dei principali aggregati. L'Eurostat ha sospeso la pubblicazione del terzo aggiornamento della banca dati del PIL dell'area nel settembre 2014, quando è entrato in vigore il SEC 2010. In aggiunta, i conti trimestrali per settore (la stima rapida pubblicata dopo circa 110 giorni e la stima finale a distanza di due settimane) potrebbero portare alla revisione della seconda stima del PIL dell'area dell'euro; tali conti tuttavia non sono ancora allineati ai conti trimestrali nazionali per l'area.

**La difficoltà principale incontrata nella compilazione a livello nazionale delle stime rapide del PIL a 30 giorni deriva dalla limitata disponibilità di dati alla fonte per il terzo mese del trimestre; la copertura dei dati alla fonte utilizzati nella compilazione del PIL nazionale migliora sensibilmente nelle**

<sup>4</sup> Stima della BCE basata sulle informazioni fornite dall'Eurostat circa la prima diffusione della stima rapida preliminare del PIL e sul relativo comunicato stampa del 29 aprile 2016.

**stime successive.** Per le stime rapide preliminari del PIL nazionale, il terzo mese di solito è stimato o parzialmente stimato applicando tecniche di modellizzazione statistica che utilizzano le informazioni mensili disponibili (ad esempio statistiche a breve termine, indagini presso le imprese, statistiche sui prezzi e stime preliminari dei dati alla fonte). Si applicano diversi metodi per compilare la stima rapida del PIL a livello nazionale: approcci diretti (ad esempio, i modelli autoregressivi a ritardi distribuiti e a fattori dinamici), indiretti (tecniche di disaggregazione temporale), modelli previsivi puri (modelli integrati autoregressivi a media mobile [ARIMA], modelli strutturali di serie storiche) o modelli multivariati (di tipo autoregressivo vettoriale [VAR], modelli strutturali). La scelta dipende dalla disponibilità di dati alla fonte a livello nazionale per il terzo mese, all'incirca a 28 giorni dopo la fine del trimestre di riferimento applicando, al contempo, le stesse procedure di compilazione seguite per la normale contabilità nazionale trimestrale (le stime diverse da quelle rapide) per assicurare la prossimità o comunque un elevato livello di consistenza con i risultati finali.

**Anche se è ancora troppo presto per valutare l'affidabilità della nuova stima rapida preliminare del PIL resa disponibile per l'area dell'euro, in base ai test dell'Eurostat<sup>5</sup> essa risponde a criteri di qualità predefiniti e raccomandati per l'ammissibilità.** I test hanno dato i seguenti risultati per la stima rapida preliminare del PIL nell'area dell'euro<sup>6</sup>:

- **Stima non distorta** della crescita del PIL nell'area dell'euro a 45 giorni con revisione media entro +/-0,05 punti percentuali e non più del 66,7 per cento delle revisioni nella stessa direzione. A fronte di tale criterio, i risultati per l'area dell'euro sono una revisione media di 0,0 punti percentuali e una eguale distribuzione delle revisioni verso l'alto e verso il basso.
- **Massima revisione assoluta media** per l'area dell'euro di 0,1 punti percentuali rispetto alla crescita del PIL della stima rapida a 45 giorni e di 0,13 punti percentuali rispetto alla crescita del PIL pubblicata circa 65 giorni dopo la fine del trimestre di riferimento. I risultati effettivi per l'area dell'euro sono stati pari a 0,06 punti percentuali in entrambi i casi.
- **Copertura sufficiente**, definita come il 70 per cento del PIL totale dell'area dell'euro. Nei trimestri considerati per le stime sperimentali, la copertura è stata in media pari all'83 per cento del PIL totale dell'area, toccando regolarmente il 94 per cento negli ultimi tre trimestri.

**Quando si esaminano i dati relativi al primo trimestre del 2016, la stima rapida preliminare del PIL nell'area dell'euro indica una crescita sul periodo precedente dello 0,55 per cento, rivista al ribasso di 0,03 punti percentuali allo 0,52 per cento con il rilascio della stima rapida del PIL a 45 giorni.** Ciò è ascrivibile a due fattori principali: in primo luogo, le revisioni risultanti dalla migliore

<sup>5</sup> Le stime sperimentali dell'area dell'euro condotte negli ultimi due anni per i tassi di crescita sia sul trimestre precedente sia sui dodici mesi sono basate su otto trimestri di test in tempo reale dal 1° trim. 2014 al 4° trim. 2015 e su otto trimestri di stime "ricostruite" dal 1° trim. 2012 al 4° trim. 2013.

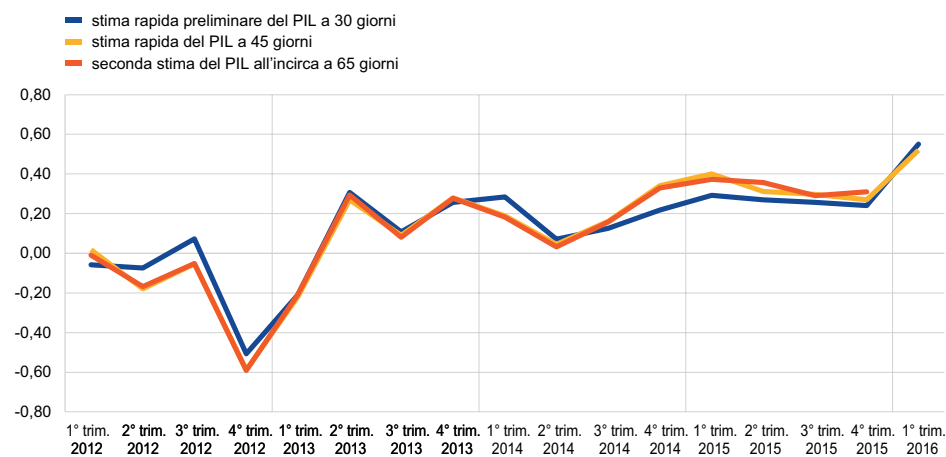
<sup>6</sup> Informazioni fornite dall'Eurostat in "Euro area and European Union GDP flash estimates at 30 days", *Statistical working papers*, edizione 2016.

qualità dei dati alla fonte a livello nazionale e, in secondo luogo, un grado di copertura dell'area dell'euro lievemente aumentato (97 per cento del PIL dell'area).

## Grafico

### Revisioni della crescita del PIL nell'area dell'euro

(tassi di crescita sul trimestre precedente; volumi calcolati su indici a catena destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: Eurostat.

**La riduzione dei tempi di pubblicazione delle stime sulla crescita trimestrale del PIL nell'area dell'euro da 45 a 30 giorni dopo la fine del trimestre di riferimento rappresenta un passaggio importante per le autorità di politica economica. Ne trarranno beneficio vari processi utili alla formulazione delle politiche monetarie, come le proiezioni e le analisi macroeconomiche. Il fatto che i dati sull'evoluzione del PIL nell'area dell'euro e nei paesi dell'area siano disponibili in anticipo permetterà di analizzare più in dettaglio le implicazioni di tali andamenti per le prospettive a breve termine.**

## Riquadro 5

# Le raccomandazioni specifiche per le politiche di bilancio dei singoli paesi formulate nell'ambito del Semestre europeo 2016

**Il 18 maggio 2016 la Commissione europea ha annunciato le raccomandazioni specifiche per paese proposte per le politiche economiche e di bilancio di tutti gli Stati membri dell'UE esclusa la Grecia, comprese le raccomandazioni per l'attuazione del Patto di stabilità e crescita (PSC) dell'UE.** Le raccomandazioni specifiche per paese dovranno essere approvate dai ministri economici e finanziari il 17 giugno e successivamente avallate dal Consiglio europeo il 28-29 giugno<sup>1</sup>. Le raccomandazioni del Consiglio sulle politiche di bilancio intendono assicurare che i paesi rispettino il PSC. Esse contengono quindi un parere sugli aggiornamenti dei programmi di stabilità e convergenza del 2016 che i governi hanno dovuto sottoporre alla Commissione europea e al Consiglio entro metà aprile. Le raccomandazioni specifiche per paese relative alle politiche di bilancio formulate nell'ambito del Semestre europeo 2016 dovranno essere recepite nei documenti programmatici di bilancio per il 2017 che i paesi dell'area dell'euro dovranno sottoporre all'Eurogruppo e alla Commissione europea entro metà ottobre. Questo riquadro passa in rassegna le raccomandazioni di politica di bilancio indirizzate ai 18 paesi dell'area dell'euro non beneficiari di programmi di assistenza.

**In base alle previsioni di primavera della Commissione europea, l'orientamento delle politiche di bilancio aggregate dell'area dell'euro dovrebbe essere leggermente espansivo nel 2016 e nel 2017<sup>2</sup>.** Da un lato, ciò indica che i paesi dell'area dell'euro che hanno conseguito l'obiettivo di bilancio a medio termine (OMT), in particolare la Germania, stanno impiegando parte dello spazio di manovra disponibile. Dall'altro lato, riflette inoltre il fatto che un grande numero di paesi, compresi quelli con elevati livelli di debito pubblico, non stanno mantenendo i rispettivi impegni di risanamento strutturale nell'ambito del Patto (cfr. la tavola).

**Di conseguenza, le raccomandazioni specifiche per paese della Commissione fanno rilevare i rischi collegati al mancato rispetto dei requisiti di risanamento strutturale del PSC in molti paesi dell'area dell'euro.** Stando alle previsioni della primavera 2016 della Commissione europea, nessuno dei paesi

<sup>1</sup> L'adozione delle raccomandazioni specifiche per paese da parte del Consiglio Economia e Finanza (Consiglio Ecofin) nella riunione prevista per il 12 luglio segnerà formalmente la fine del Semestre europeo 2016.

<sup>2</sup> Per una trattazione del concetto di orientamento delle politiche di bilancio dell'area dell'euro, cfr. l'articolo sul tema in questo numero del Bollettino economico.



con un disavanzo superiore al valore di riferimento del 3 per cento del PIL nel 2015 (ossia Portogallo, Spagna e Francia) dovrebbe conseguire un risanamento strutturale nel periodo 2016-17 (ossia una riduzione del disavanzo di bilancio mediante fattori diversi dall'impatto del ciclo economico e da misure temporanee di bilancio). Si prevedono inoltre carenze significative rispetto ai requisiti di aggiustamento strutturale nei paesi che si trovano attualmente interessati dalle disposizioni del meccanismo preventivo del Patto, e ciò nonostante che per alcuni di questi paesi tali requisiti siano stati marcatamente abbassati. Concretamente, a seguito del recente accordo sulle modalità per rendere operativa la flessibilità prevista dal PSC per le riforme strutturali<sup>3</sup>, i paesi che non hanno conseguito i rispettivi OMT possono perseguirli in tempi più lunghi realizzando interventi più contenuti di risanamento strutturale laddove attuino riforme strutturali, investimenti aggiuntivi e riforme pensionistiche<sup>4</sup>. I requisiti di risanamento strutturale sono stati ulteriormente ridotti in alcuni paesi per tenere conto dei costi sostenuti per l'accoglienza dei rifugiati e della spesa aggiuntiva per la sicurezza. Nel complesso, la flessibilità concessa ha abbassato mediamente i requisiti per procedere verso l'OMT dallo 0,5 per cento del PIL al -0,1 per cento del PIL nel 2016<sup>5</sup>. Eppure, a causa delle loro politiche di bilancio espansive, si prevede che i paesi interessati dalle disposizioni del meccanismo preventivo del PSC che non hanno ancora conseguito il rispettivo OMT manchino anche l'obiettivo ridotto, con uno scarto medio del -0,3 per cento del PIL. Ciò allunga ulteriormente i tempi necessari per conseguire gli OMT da parte degli Stati membri, ostacolando così il ritorno alla solidità dei conti pubblici proprio quando le condizioni finanziarie favorevoli offrirebbero un'opportunità unica in tal senso<sup>6</sup>.

**Le raccomandazioni per la politica di bilancio dei singoli paesi variano pertanto a seconda dello spazio di manovra disponibile.** Agli Stati membri i cui interventi strutturali non dovrebbero bastare per mantenere gli impegni presi nell'ambito del PSC viene richiesto di attuare misure ulteriori per assicurare l'osservanza richiesta. Ai paesi che non hanno ancora conseguito i propri OMT e che si prevede mantengano il debito delle amministrazioni pubbliche superiore al livello di riferimento del 60 per cento del PIL (Belgio, Francia, Spagna, Italia, Irlanda, Portogallo e Finlandia) viene inoltre raccomandato di impiegare per la riduzione del disavanzo eventuali poste positive impreviste, per esempio risparmi provenienti da pagamenti per interessi inferiori alle attese. Nel contempo, per quanto riguarda i paesi dell'area che hanno già conseguito i rispettivi OMT, si raccomanda alla Germania di portare gli investimenti pubblici, in particolare quelli in infrastrutture, istruzione, ricerca e innovazione, su una tendenza sostenuta al rialzo. Ai Paesi Bassi si raccomanda di dare la precedenza, nella spesa pubblica, al sostenimento di ulteriori investimenti in ricerca e sviluppo.

<sup>3</sup> Per maggiori dettagli, cfr. la posizione comune del Comitato economico e finanziario sulla flessibilità all'interno del Patto di stabilità e crescita all'indirizzo <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-14345-2015-INIT/en/pdf>.

<sup>4</sup> Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro *Flessibilità nell'ambito del Patto di stabilità e crescita* nel numero 1/2015 di questo Bollettino.

<sup>5</sup> Sono esclusi i paesi che hanno già conseguito i rispettivi OMT.

<sup>6</sup> Cfr. il riquadro *L'efficacia dell'obiettivo di medio termine per ancorare le politiche di bilancio* nel numero 4/2015 di questo Bollettino.

## Tavola

### Requisiti di risanamento strutturale nell'ambito del PSC per il periodo 2016-2017

(in punti percentuali del PIL)

	Interventi strutturali nel 2016	Impegno per interventi strutturali nell'ambito del PSC per il 2016	Per memoria: impegno per interventi strutturali nell'ambito del PSC per il 2016 (al netto della flessibilità concessa)	Interventi strutturali nel 2017	Impegno per interventi strutturali nell'ambito del PSC per il 2017
<b>Meccanismo preventivo del PSC</b>					
Belgio	0,3	0,3	0,6	0,2	0,6
Germania	-0,4	0,0	0,0	-0,1	0,0
Estonia	-0,5	0,0	0,0	-0,3	0,0
Irlanda	0,2	0,6	0,6	1,0	0,6
Italia	-0,7	-0,35	0,5	0,0	0,6
Cipro	-1,3	0,0	0,0	-0,9	0,0
Lettonia	0,3	0,3	0,8	0,0	-0,1
Lituania	-0,8	-0,7	0,0	0,4	0,1
Lussemburgo	-0,3	0,0	0,0	-1,1	0,0
Malta	0,7	0,6	0,6	0,4	0,6
Paesi Bassi	-0,6	-0,2	0,0	0,3	0,6
Austria	-0,9	-0,8	0,0	-0,3	0,0
Slovenia	0,2	0,5	0,6	-0,4	0,6
Slovacchia	0,2	0,25	0,25	0,6	0,5
Finlandia	-0,2	0,3	0,5	0,1	0,6
<b>Meccanismo correttivo del PSC</b>					
Portogallo (scadenza PDE 2015)	-0,2	0,6	0,6	-0,3	0,6
Spagna (scadenza PDE 2016)	-0,2	1,2	1,2	-0,1	0,6
Francia (scadenza PDE 2017)	0,0	0,8	0,8	-0,2	0,9

Fonti: previsioni di primavera 2016 e raccomandazioni specifiche per paese della Commissione europea.

Note: nella tavola, un requisito pari a zero significa che il paese in questione si trovava al livello dell'OMT all'inizio dell'anno indicato.

Gli impegni per interventi strutturali nell'ambito del PSC riportati nella seconda e nell'ultima colonna riflettono i requisiti che per alcuni paesi sono stati ridotti per tenere conto della flessibilità accordata nell'attuazione di riforme strutturali, investimenti pubblici e riforme pensionistiche, nonché dei costi di accoglienza dei rifugiati e della spesa aggiuntiva per la sicurezza. PDE sta per procedura per i disavanzi eccessivi.

### Il 18 maggio la Commissione europea ha pubblicato anche le raccomandazioni relative all'attuazione del Patto di stabilità e crescita.

Esse erano favorevoli all'abrogazione delle procedure per i disavanzi eccessivi (PDE) di Irlanda e Slovenia entro le scadenze del 2015 nonché all'abrogazione di quella di Cipro in anticipo di un anno rispetto alla scadenza del 2016. Nei rapporti stilati ai sensi dell'articolo 126(3) del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE), la Commissione ha esaminato il mancato rispetto del criterio sul debito da parte di Belgio, Italia e Finlandia nel 2015 e deciso di non aprire una PDE. Nel caso della Finlandia il superamento per il 3,1 per cento del PIL del valore di riferimento del debito pubblico è giustificato da fattori attenuanti, fra cui il sostegno finanziario fornito ad altri paesi dell'area dell'euro per la salvaguardia della stabilità finanziaria nonché l'impatto negativo del ciclo economico. Per quanto riguarda il Belgio e l'Italia, i rapporti della Commissione consideravano fattori rilevanti come 1) il rispetto dei requisiti di risanamento strutturale nell'ambito del meccanismo preventivo del PSC, 2) le condizioni economiche sfavorevoli (ossia una crescita debole e una bassa inflazione), che complicano il rispetto della regola relativa al debito e 3) l'attuazione di riforme strutturali propizie alla crescita. Per entrambi i paesi la valutazione dell'aderenza alle disposizioni del meccanismo preventivo del PSC nell'arco del 2016-17 ha tenuto conto dell'abbassamento dei requisiti collegato alla flessibilità concessa per fronteggiare i costi dell'accoglienza ai rifugiati e della spesa aggiuntiva per la sicurezza. Oltre a ciò, nel caso dell'Italia è stata accordata ulteriore flessibilità per le riforme strutturali e gli investimenti che, in aggiunta alla flessibilità di

cui sopra, ha ridotto il requisito di risanamento strutturale per il 2016 dallo 0,5 al -0,35 per cento del PIL, anche alla luce dell'impegno delle autorità al sostanziale rispetto del PSC nel 2017. In autunno la Commissione rivaluterà la ripresa del percorso di aggiustamento verso l'OMT sulla base del documento programmatico di bilancio per l'anno prossimo. I giudizi sulla conformità con la regola relativa al debito non hanno considerato che le precedenti mancanze in materia di risanamento di bilancio costituissero un fattore aggravante né hanno quantificato in maniera esauriente l'impatto dei fattori rilevanti per assicurare che eventuali discrepanze rispetto alla regola del debito fossero pienamente spiegate<sup>7</sup>.

Le raccomandazioni specifiche per paese della Commissione europea invitavano inoltre a estendere di un anno le scadenze delle PDE per il Portogallo e la Spagna, al 2016 e 2017 rispettivamente, e prevedevano un requisito di risanamento strutturale dello 0,25 per cento quest'anno. Va rilevato che mentre le raccomandazioni specifiche per paese si basano sugli articoli 121 e 148 del TFUE, il Consiglio deve prendere le decisioni in merito alla procedura per disavanzi eccessivi secondo quanto stabilito dall'articolo 126 del TFUE. In aggiunta, sebbene l'articolo 10(3) del Regolamento del Consiglio (CE) n. 1467/97<sup>8</sup> richieda al Consiglio di agire immediatamente nel caso in cui un disavanzo eccessivo non sia stato corretto, la decisione di accompagnare eventualmente le proroghe concesse con un rafforzamento della PDE e potenziali sanzioni è stata posticipata agli inizi di luglio. In ogni caso, lo sforzo di risanamento strutturale dello 0,25 per cento del PIL raccomandato si rapporta a un aggiustamento di "almeno lo 0,5 per cento del PIL" previsto dall'articolo 3(4) del regolamento n. 1467/97.

Infine, la Commissione non ha raccomandato l'apertura di una procedura per scostamento eccessivo nel caso di Malta che, nell'ambito del meccanismo preventivo del PSC, in base alle previsioni di primavera 2016 della Commissione si discosta significativamente sia dal requisito di risanamento strutturale sia dal valore di riferimento per la spesa nel 2015.

**Per garantirne la credibilità è importante che il sistema di governance venga applicato in maniera giuridicamente solida, trasparente e coerente nel tempo e fra paesi.** Facendo tesoro degli insegnamenti della crisi, nel 2011 e nel 2013 sono stati apportati importanti miglioramenti al sistema della governance di bilancio dell'UE. A questo riguardo, rivestono particolare rilevanza l'introduzione della regola del debito nell'ambito del meccanismo correttivo del PSC e l'istituzione di una procedura per scostamenti significativi nell'ambito del meccanismo preventivo (per contribuire ad assicurare la realizzazione di progressi sufficienti verso l'OMT). Lo stesso vale per le modifiche del processo decisionale intese a schermare la Commissione europea da pressioni politiche e ad aumentare gli automatismi nell'applicazione delle regole e delle sanzioni. Affinché questi miglioramenti possano essere efficaci, è essenziale che il PSC sia applicato in maniera completa, trasparente e coerente. Il metodo con cui è stato attuato il PSC nel semestre europeo del 2016 solleva un certo numero di questioni che andranno esaminate.

<sup>7</sup> Cfr. l'articolo *Strategie di riduzione del debito pubblico nell'area dell'euro* nel numero 3/2016 di questo Bollettino.

<sup>8</sup> Regolamento (CE) n. 1467/97 del Consiglio del 7 luglio 1997 per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi.

## Articoli

# Il ruolo delle istituzioni finanziarie non monetarie dell'area dell'euro per l'intermediazione finanziaria

*All'indomani della crisi finanziaria internazionale, mentre il credito bancario mostra una ripresa lenta ma graduale, le istituzioni finanziarie non monetarie hanno ampliato la loro quota dell'intermediazione finanziaria nell'area dell'euro. In questo modo, hanno contribuito ad attenuare gli effetti della crisi finanziaria e di quella del debito sovrano sull'economia dell'area. Al tempo stesso, lo spostamento osservato nell'attività di intermediazione verso istituzioni diverse dalle banche potrebbe avere implicazioni per la trasmissione della politica monetaria. Il diverso trattamento regolamentare e prudenziale cui sono sottoposte, in particolare, sembrerebbe condurre alcune istituzioni finanziarie non monetarie ad adeguare più rapidamente delle banche le proprie esposizioni al rischio in risposta ai cambiamenti dei cicli economico e finanziario, accelerando così il processo di trasmissione. Altri settori, come gli investitori istituzionali che operano sul lungo periodo, potrebbero al contrario avere un effetto stabilizzante. Alla luce di ciò, è necessario valutare il crescente ruolo delle istituzioni finanziarie non monetarie, soggette a una regolamentazione e a una vigilanza meno stringenti, al fine di determinarne le possibili ripercussioni sulla trasmissione della politica monetaria. Occorre inoltre monitorare l'interazione tra l'insieme degli intermediari finanziari in un'ottica di politica monetaria.*

## 1 Introduzione

**Dopo la crisi finanziaria internazionale, a fronte di una lenta ripresa del credito erogato dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM), le istituzioni finanziarie non monetarie hanno rappresentato una quota crescente dell'intermediazione finanziaria nell'area dell'euro<sup>1</sup>.** Tra la fine del 2008 e il quarto trimestre 2015 le istituzioni finanziarie non monetarie hanno ampliato la propria quota di attività finanziarie presso le imprese finanziarie dell'area dell'euro dal 42 al 57 per cento<sup>2</sup>. Tali istituzioni hanno pertanto costituito un canale di finanziamento ai vari settori di un'economia dove, tradizionalmente, l'intermediazione finanziaria dipendeva soprattutto delle banche<sup>3</sup>.

**Fra le principali determinanti di questa evoluzione figura l'interazione di svariati fattori di natura sia ciclica sia strutturale.** Da un lato, ha ristagnato

<sup>1</sup> Le IFM dell'area dell'euro comprendono gli enti creditizi, i fondi del mercato monetario e l'Eurosistema.

<sup>2</sup> Le quote riportate si basano sull'ammontare in essere delle attività finanziarie totali detenute dal settore finanziario nel suo complesso e dai suoi sottosettori, e riflettono pertanto non soltanto la crescita effettiva, ma anche effetti di rivalutazione e riclassificazioni statistiche intervenuti tra un'osservazione puntuale e l'altra. I dati non comprendono le attività detenute dall'Eurosistema.

<sup>3</sup> I termini "IFM" e "banca" vengono qui utilizzati come sinonimi.

il credito erogato dalle banche dell'area dell'euro, che hanno dovuto far fronte alle ricadute della crisi finanziaria internazionale e di quella del debito sovrano dell'area. La ridotta offerta di finanziamenti bancari è una delle cause dell'aumento dell'attività di intermediazione da parte delle istituzioni finanziarie non monetarie. Allo stesso tempo, l'ascesa di tali istituzioni è stata favorita dal basso livello dei tassi di interesse all'indomani della crisi finanziaria, nonché da fattori strutturali di più lungo periodo, fra cui le tendenze demografiche e l'invecchiamento della popolazione. Questi fattori hanno indotto un incremento negli acquisti di prodotti offerti da imprese di assicurazione e fondi pensione e nei flussi di investimento verso fondi di investimento diversi dai fondi comuni monetari, dal momento che i rendimenti dei piani pensionistici esistenti sono risultati inferiori agli obiettivi. È inoltre possibile che l'arbitraggio regolamentare possa aver determinato il trasferimento di alcune attività di intermediazione dalle banche ai settori delle istituzioni finanziarie non monetarie.

**Un cambiamento strutturale dell'intermediazione finanziaria nell'area dell'euro, quale è lo spostamento dalle IFM alle istituzioni finanziarie non monetarie, ha implicazioni per la trasmissione della politica monetaria.** Gran parte dei canali di trasmissione della politica monetaria agisce influenzando il modo in cui gli intermediari finanziari forniscono finanziamenti all'economia. In questa situazione le banche mantengono un ruolo primario nell'area dell'euro. Tuttavia, le istituzioni finanziarie non monetarie, in ragione della loro crescente importanza, stanno assumendo un ruolo sempre più rilevante per la propagazione degli impulsi di politica monetaria. In tale ruolo, esse potrebbero reagire diversamente dalle banche ai cambiamenti nell'orientamento della politica monetaria, modificando così le modalità con cui essa si trasmette, attraverso i mercati finanziari e i bilanci degli intermediari, all'economia reale.

**Alcune istituzioni finanziarie non monetarie potrebbero imprimere un'accelerazione alla trasmissione della politica monetaria.** Gli enti appartenenti al settore degli altri intermediari finanziari (AIF), in particolare, potrebbero reagire più rapidamente delle banche agli impulsi di politica monetaria e ai cambiamenti delle prospettive economiche e finanziarie. Questo implica che potrebbero adeguarsi più velocemente nei momenti di crisi. In parte ciò è dovuto alla regolamentazione e alla vigilanza meno stringenti cui sono soggette alcune istituzioni finanziarie non monetarie. Le banche, per contro, in qualità di istituzioni raccogliatrici di depositi, detengono riserve presso le banche centrali e sono controparti dirette di queste ultime nelle operazioni di politica monetaria. Per questo motivo esse godono in genere anche di un sostegno del settore pubblico, cui si accompagnano una regolamentazione e una vigilanza molto approfondite.

**Di conseguenza, è fondamentale ai fini della politica monetaria comprendere le tendenze e gli andamenti nei settori delle istituzioni finanziarie non monetarie dell'area dell'euro.** Fatte queste premesse, la sezione 2 dell'articolo presenta brevemente i risultati degli studi accademici sul ruolo dei settori delle istituzioni finanziarie non monetarie per la trasmissione della politica monetaria. La sezione 3 descrive e analizza il ruolo di tali istituzioni all'interno del sistema finanziario dell'area dell'euro, mentre la sezione 4 esamina le tendenze osservate per quanto riguarda i singoli sottosettori di istituzioni finanziarie non monetarie dell'area dell'euro. Le sezioni 3 e 4 forniscono esempi di sviluppi che presentano implicazioni per la trasmissione della politica monetaria stando ai risultati riportati nella sezione 2. La sezione 5 contiene alcune considerazioni conclusive.

## Il ruolo delle istituzioni finanziarie non monetarie nella trasmissione della politica monetaria: rassegna della letteratura

**La politica monetaria influisce sull'economia attraverso vari settori e canali di trasmissione.** Gran parte di questi canali agisce influenzando le decisioni degli intermediari finanziari, che forniscono finanziamenti e opportunità di investimento ai settori finanziari e non finanziari dell'economia. Nell'area dell'euro le IFM, che comprendono banche e fondi comuni monetari, sono i principali fornitori di servizi finanziari nell'economia e svolgono quindi un ruolo primario nella trasmissione della politica monetaria. Ciò nonostante anche le istituzioni finanziarie non monetarie, in ragione della loro crescente rilevanza all'interno del settore finanziario, hanno attualmente assunto un ruolo più importante per la trasmissione degli impulsi di politica monetaria. Tali istituzioni comprendono i fondi comuni di investimento non monetari, gli altri intermediari finanziari (AIF) ad esclusione di imprese di assicurazione e fondi pensione e società veicolo finanziarie, ausiliari finanziari, prestatori di fondi e istituzioni finanziarie captive, e imprese di assicurazione e fondi pensione (cfr. il riquadro 1 per una classificazione dettagliata delle istituzioni finanziarie non monetarie basata sul Sistema europeo dei conti 2010).

**A causa dei loro diversi modelli di business e delle associate differenze in termini di obblighi giuridici e regolamentari, le istituzioni finanziarie non monetarie reagiscono diversamente dalle banche agli impulsi di politica monetaria.** Le banche, in qualità di istituzioni raccogliatrici di depositi, sono di norma intermediari finanziari fortemente regolamentati, soggetti a requisiti patrimoniali e di liquidità. Esse, insieme ai fondi comuni monetari (che si considera offrano prossimi sostituti dei depositi) e alle banche centrali, in quanto creatrici di moneta interna ed esterna, rispettivamente, formano il settore delle IFM. Tradizionalmente, quindi, il settore delle IFM è stato considerato il punto di partenza naturale per analizzare il meccanismo di trasmissione monetaria nei sistemi finanziari a prevalenza bancaria. Al tempo stesso le banche, in qualità di istituzioni di deposito soggette a obblighi di riserva, hanno accesso nei momenti di difficoltà alla liquidità di emergenza offerta dalle banche centrali e, ove si rendano insolventi, sono soggette a un processo ordinato di risoluzione che può comportare l'offerta di sostegno pubblico. Anche le istituzioni finanziarie non monetarie sono intermediari finanziari che possono svolgere attività di trasformazione delle scadenze della liquidità e al trasferimento del rischio di credito, ma in genere non hanno accesso al sostegno pubblico o alla liquidità della banca centrale.

**Il meccanismo attraverso il quale si trasmette la politica monetaria è stato oggetto negli ultimi decenni di analisi approfondite e studi empirici.** In particolare negli ultimi anni, questi studi si sono occupati principalmente del ruolo svolto dalle attività e passività delle banche, che costituiscono la principale fonte di capitale di debito per le società non finanziarie e le famiglie dell'area dell'euro. Alcuni dei meccanismi individuati in queste ricerche, tuttavia, possono fornire indicazioni anche sui processi che coinvolgono in varia misura i settori delle istituzioni finanziarie non monetarie.

**In linea generale, i canali di trasmissione della politica monetaria comprendono un canale del tasso di interesse (o del costo del capitale), un canale del credito**

**in generale e un canale dell'assunzione di rischio<sup>4</sup>.** Sebbene potenzialmente questi tre canali possano funzionare allo stesso modo sia per le IFM sia per le istituzioni finanziarie non monetarie, potrebbero esservi differenze in termini di rapidità e intensità della trasmissione degli impulsi di politica monetaria. Ciò si deve, ad esempio, alle possibili interazioni con i diversi contesti regolamentari e di vigilanza in cui gli intermediari finanziari operano. In particolare, la presenza di intermediari non bancari meno regolamentati, e quindi più flessibili, può accelerare la trasmissione<sup>5</sup>, poiché tali intermediari possono adeguare più rapidamente la propria esposizione al rischio in funzione dei cambiamenti nelle condizioni finanziarie<sup>6</sup>.

**In particolare alcune istituzioni finanziarie non monetarie sembrano rispondere più velocemente delle banche alle variazioni dei cicli economico e finanziario.**

Alcuni studi mostrano infatti che il grado di leva finanziaria dei broker e dei dealer in valori mobiliari è prociclico e collegato alle variazioni della politica monetaria. Un inasprimento di quest'ultima tende ad abbassare l'assunzione di rischio dei broker-dealer, inducendo un aumento del prezzo del rischio<sup>7</sup>. Per quanto riguarda gli altri intermediari, alcuni studi mostrano che le imprese di assicurazione e i fondi pensione, essendo investitori di lungo periodo, dovrebbero essere in linea di principio più inclini a guardare oltre la volatilità di mercato di breve periodo e svolgere un ruolo anticiclico<sup>8</sup>. Al tempo stesso, questi investitori istituzionali dipendono fortemente da rendimenti stabili a reddito fisso e si sono dimostrati piuttosto reattivi alle variazioni dei tassi di interesse. Ad esempio, le compagnie di assicurazione, che detengono ampi quantitativi di titoli, tendono alla ricerca di rendimento, poiché fra le attività che soddisfano i requisiti regolamentari cui sono soggette scelgono sistematicamente gli investimenti più rischiosi<sup>9</sup> e tale comportamento sembra intensificarsi quando i tassi di interesse sono bassi. Parallelamente, tuttavia, gli orizzonti di lungo periodo dei loro investimenti ne accrescono la resilienza di fronte a variazioni improvvise dei tassi di politica monetaria. Per quanto riguarda i fondi di investimento, le evidenze disponibili supportano generalmente la convinzione che un abbassamento dei tassi di interesse reali determini una riallocazione dei portafogli di investimento a favore di attività più rischiose (dal mercato monetario al mercato azionario, più rischioso), provocando

---

<sup>4</sup> Per una descrizione dettagliata di questi canali, cfr. l'articolo *La politica monetaria e l'offerta di prestiti nell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2009 del Bollettino mensile della BCE.

<sup>5</sup> Le imprese di assicurazione e i fondi pensione, nonché i fondi di investimento, sono sottoposti a requisiti regolamentari volti a tutelare i sottoscrittori delle polizze. La principale differenza fra queste entità e il settore bancario risiede nell'accesso alla liquidità della banca centrale e nella garanzia pubblica dei depositi bancari.

<sup>6</sup> Per una trattazione dei cambiamenti nella trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro, cfr. ad esempio l'articolo "The shadow banking system in the euro area: overview and monetary policy implications", *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, marzo 2014 e Beck, G., Kotz, H.-H. e Zabelina, N., "Lost in translation? ECB's monetary impulses and financial intermediaries' responses", *White Paper*, n. 36, SAFE, aprile 2016.

<sup>7</sup> Cfr. in particolare Adrian, T. e Shin, H.S. "Liquidity and Leverage", *Journal of Financial Intermediation*, 19 (3), luglio 2010, pagg. 418-437 e, degli stessi autori, "Procyclical Leverage and Value-at-Risk", *Review of Financial Studies* 27(2), febbraio 2014, pagg. 373-403.

<sup>8</sup> Cfr. ad esempio "Procyclicality and structural trends in investment allocation of insurance corporations and pension funds", *Discussion Paper* della Bank of England e del Procyclicality Working Group, luglio 2014.

<sup>9</sup> Cfr. Becker, B., e Ivashina, V., "Reaching for Yield in the Bond Market", *Journal of Finance*, vol. 70, n. 5, ottobre 2015, pagg. 1863-1902.

rialzi significativi delle quotazioni azionarie nei paesi dove si riscontra una forte preferenza per gli investimenti in attività nazionali (c.d. home bias)<sup>10</sup>.

**Nell'insieme, gli studi effettuati indicano che il crescente ruolo delle istituzioni finanziarie non monetarie all'interno del settore finanziario potrebbe comportare una trasmissione in qualche misura più rapida degli shock monetari, in particolare attraverso il canale dell'assunzione di rischio.** Al tempo stesso, le analisi storiche condotte di recente mostrano che gli andamenti del credito e della moneta in senso ampio hanno cominciato a divergere dopo i primi anni settanta, quando gli intermediari finanziari non bancari hanno iniziato a fornire un importante contributo all'intermediazione creditizia in vari paesi, sebbene in misura inferiore nell'area dell'euro<sup>11</sup>. In linea con ciò, si rileva che le istituzioni finanziarie non monetarie provocano una più elevata variazione nel tempo della velocità della moneta e del credito, che comporta potenzialmente una maggiore instabilità nella trasmissione della politica monetaria<sup>12</sup>. Più in generale, il ruolo crescente di tali istituzioni incide sull'importanza relativa dei diversi canali di trasmissione della politica monetaria.

## Riquadro 1

Le istituzioni finanziarie in base alla classificazione del Sistema europeo dei conti 2010

---

**I conti finanziari costituiscono il quadro di riferimento per l'analisi del settore finanziario,** poiché forniscono una presentazione esauriente delle posizioni finanziarie, delle transazioni finanziarie e degli altri flussi all'interno dell'economia. Nell'Unione europea i conti finanziari sono redatti in base ai concetti e alle definizioni contenuti nel Sistema europeo dei conti 2010 (SEC 2010) e nelle linee guida della BCE sui conti finanziari trimestrali, garantendo una rilevazione uniforme in tutta l'area dell'euro e la comparabilità fra paesi<sup>13</sup>.

**Il SEC 2010 definisce il settore finanziario in generale come l'insieme delle unità istituzionali la cui attività principale consiste nella produzione di servizi finanziari<sup>14</sup>.** Oltre agli intermediari finanziari, questa definizione comprende gli ausiliari finanziari, i prestatori di fondi e le istituzioni

<sup>10</sup> Cfr. Hau, H. e Lai, S., "Asset Allocation and Monetary Policy: Evidence from the Eurozone", *Journal of Financial Economics*, di prossima pubblicazione. Varie analisi si sono inoltre occupate di esaminare in che modo la politica monetaria influenzi le decisioni di investimento dei fondi comuni monetari. Le evidenze si basano sui fondi comuni monetari statunitensi che, in ragione delle loro dimensioni, sono importanti fornitori di liquidità. Considerata la regolamentazione cui sono soggetti, comprese le ultime modifiche regolamentari che verranno attuate nei prossimi mesi, questi intermediari non dovrebbero disporre di margini significativi per poter operare un trasferimento dei rischi (cfr. Chodorow-Reich, G., "Effects of Unconventional Monetary Policy on Financial Institutions", *Brookings Papers on Economic Activity* (primavera), 2014, pagg. 155-204, e La Spada, G., "Competition, Reach for Yield, and Money Market Funds", *Staff Reports*, n. 753, Federal Reserve Bank di New York, dicembre 2015).

<sup>11</sup> Cfr. Schularick, M. e Taylor, A.M., "Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008", *American Economic Review*, 102(2): 1029-61, 2012.

<sup>12</sup> Cfr. Adrian, T. e Liang, N., "Monetary Policy, Financial Conditions, and Financial Stability", *Staff Reports*, n. 690, Federal Reserve Bank di New York, settembre 2014.

<sup>13</sup> Cfr. il Regolamento (UE) n. 549/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013 relativo al Sistema europeo dei conti nazionali e regionali nell'Unione europea (GU L 174 del 26.6.2013, pag. 1) e l'Indirizzo della BCE relativo agli obblighi di segnalazione statistica della BCE nel settore dei conti finanziari trimestrali (GU L 2 del 7.1.2014, pag. 34).

<sup>14</sup> I conti finanziari coprono tutte le entità residenti nell'area dell'euro, ma non quelle residenti all'estero. Essi considerano inoltre tutte le unità istituzionali, indipendentemente dalla loro eventuale appartenenza a una società più grande o a un gruppo bancario.



finanziarie captive. Gli ausiliari finanziari, come i mediatori o i consulenti, agevolano le transazioni finanziarie fra parti terze senza configurarsi giuridicamente come controparte. Essi quindi non assumono rischi in proprio e le loro posizioni finanziarie sono generalmente poco consistenti. I prestatori di fondi e le istituzioni finanziarie captive sono definiti come unità istituzionali le cui attività o passività non sono per la maggior parte negoziate in mercati aperti. Ne è un esempio una società veicolo che raccoglie fondi su mercati aperti (ad esempio mediante l'emissione di titoli di debito), ma finanzia esclusivamente la casa madre. Al contrario, i fondi fiduciari e le istituzioni finanziarie captive possono ricevere fondi da una singola famiglia o impresa e investirli nei mercati finanziari.

**Gli intermediari finanziari sono suddivisi in sottosettori a seconda della loro principale forma di finanziamento.** Le istituzioni finanziarie monetarie (IFM) comprendono la BCE e le banche centrali nazionali, che emettono moneta e depositi, gli istituti di deposito e i fondi comuni monetari. Questi ultimi appartengono al settore delle IFM poiché emettono quote e partecipazioni considerate prossimi sostituti dei depositi bancari.

**Le istituzioni finanziarie non monetarie non possono emettere depositi né quote o partecipazioni a fondi comuni monetari.** Dal momento che non raccolgono depositi o prossimi sostituti dei depositi presso il pubblico, tali istituzioni non sono soggette al medesimo quadro di regolamentazione delle IFM. In base alle loro passività principali, sono facilmente identificabili tre sottosettori delle istituzioni finanziarie non monetarie: i fondi di investimento diversi dai fondi monetari, le imprese di assicurazione e i fondi pensione (cfr. la tavola A).

## Tavola A

### Istituzioni finanziarie monetarie e non monetarie secondo il SEC 2010

Istituzioni finanziarie monetarie (IFM)	
Autorità bancarie centrali	
Istituti di deposito, escluse le autorità bancarie centrali	
Fondi comuni monetari	
Istituzioni finanziarie non monetarie	
<b>Altre istituzioni finanziarie</b> (ossia società finanziarie diverse da IFM, società di assicurazione e fondi pensione)	
<b>Fondi di investimento diversi dai fondi comuni monetari</b>	Fondi comuni di investimento diversi dai fondi comuni monetari, compresi fondi di investimento immobiliari, "fondi di fondi", fondi indice quotati (exchange traded fund - ETF) e fondi speculativi. I fondi di investimento possono essere aperti o chiusi.
<b>Altre istituzioni finanziarie esclusi i fondi di investimento</b>	
<b>Altri intermediari finanziari (AIF)</b>	
Società veicolo finanziarie preposte a operazioni di cartolarizzazione	Società veicolo create per l'acquisto di attività, quali portafogli di prestiti, dal titolare originario.
Operatori in valori mobiliari e strumenti derivati	Operatori in valori mobiliari e strumenti derivati che acquisiscono attività o assumono in passività per proprio conto (in contrapposizione ai mediatori di borsa, che rientrano nella categoria degli ausiliari finanziari).
Società finanziarie erogatrici di prestiti	Ad esempio società finanziarie che operano nei settori del leasing finanziario, della vendita rateale, del factoring o dell'offerta di finanziamenti personali o commerciali.
Società finanziarie specializzate	Ad esempio società di venture capital e di sviluppo, società di finanziamento delle esportazioni e delle importazioni, intermediari finanziari che acquisiscono depositi o assumono prestiti unicamente nei confronti di IFM e controparti centrali.
<b>Ausiliari finanziari</b>	Ad esempio mediatori di borsa, società che gestiscono le emissioni di titoli, società che forniscono infrastrutture per i mercati finanziari, holding operative di gruppi di società finanziarie.
<b>Prestatori di fondi e istituzioni finanziarie captive</b>	Ad esempio società fiduciarie, società di partecipazione, società veicolo che rispondono ai criteri per la classificazione come unità istituzionali e che raccolgono fondi sui mercati aperti a beneficio della società madre, società che erogano prestiti attingendo ai fondi forniti da uno sponsor.
<b>Imprese di assicurazione</b>	Società che svolgono come attività principale il pooling dei rischi nella forma di assicurazione diretta o riassicurazione.
<b>Fondi pensione</b>	Società che svolgono come attività principale il pooling dei rischi e l'offerta di reddito al pensionamento.

**I fondi di investimento diversi dai fondi comuni monetari raccolgono fondi quasi esclusivamente attraverso l'emissione di quote o partecipazioni e investono nei mercati finanziari o immobiliari.** Fanno eccezione a questo semplice modello di finanziamento i fondi speculativi, i quali possono presentare volumi ingenti di altre passività, come prestiti e strumenti derivati finanziari.

**Le imprese di assicurazione e i fondi pensione raccolgono fondi offrendo sistemi di assicurazione e pensionistici.** Le imprese di assicurazione possono offrire prodotti assicurativi al pubblico nonché sistemi pensionistici a gruppi di dipendenti. I servizi dei fondi pensione sono per legge limitati all'offerta di sistemi pensionistici a determinati gruppi di lavoratori dipendenti e indipendenti. Le passività di imprese di assicurazione e fondi pensione consistono principalmente di riserve tecniche di assicurazione, rilevate nei conti finanziari come diritti a rendite e assicurazioni sulla vita e diritti pensionistici. Gli enti di previdenza e assistenza sociale o sanitaria a partecipazione obbligatoria gestiti dalle amministrazioni pubbliche non sono inclusi in questa definizione.

**Il quarto gruppo di intermediari finanziari è dato in via residuale dagli “altri intermediari finanziari” (AIF), che insieme agli ausiliari finanziari e alle istituzioni finanziarie captive formano la categoria delle “altre istituzioni finanziarie esclusi i fondi comuni di investimento non monetari”.** Questo sottosectore è assai eterogeneo e comprende ad esempio le società veicolo preposte a operazioni di cartolarizzazione, gli operatori in valori mobiliari e strumenti derivati, le società finanziarie erogatrici di prestiti (principalmente società di leasing finanziario o di factoring) e altre società finanziarie specializzate. Tali istituzioni sono soggette a una regolamentazione meno stringente e la loro rilevanza economica e finanziaria varia ampiamente tra paesi. Le statistiche dell'area dell'euro che le riguardano si fondano generalmente su informazioni indirette, ricavate ad esempio dai mercati mobiliari o da informazioni sui settori controparte (come i prestiti delle IFM ad altre istituzioni finanziarie). Un processo di raccolta dei dati a livello di area dell'euro esiste unicamente per le società veicolo e si basa su un regolamento della BCE. Le società veicolo sono create per l'acquisizione di attività, ad esempio portafogli di prestiti erogati da un'IFM o da un altro prestatore. Esse finanziano l'acquisto delle attività dal detentore originario mediante l'emissione di titoli garantiti da attività (ABS)<sup>15</sup>. Così facendo, le società veicolo accrescono la liquidità del detentore originario e consentono agli acquirenti di ABS di investire in un portafoglio specifico di attività. A causa della mancanza di dati armonizzati che consentano di identificare separatamente questi sottosectori, ai fini dei conti finanziari dell'area dell'euro gli altri intermediari finanziari sono raggruppati insieme agli ausiliari finanziari e alle società finanziarie captive.

---

### 3 I ruoli delle istituzioni finanziarie non monetarie all'interno del sistema finanziario dell'area dell'euro

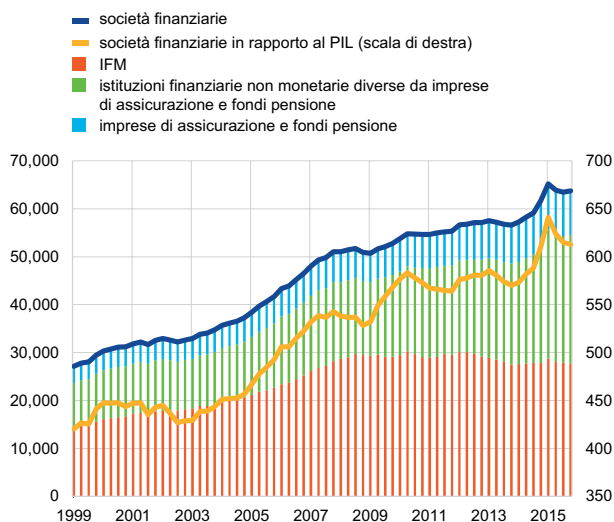
**Negli anni precedenti la crisi gli intermediari sia bancari sia non bancari avevano aumentato l'assunzione di rischio e la crescita del credito e favorito**

<sup>15</sup> Per una descrizione precisa, cfr. la nota informativa relativa alle statistiche sulle società veicolo raccolte ai sensi del Regolamento BCE/2013/40, consultabile sul sito Internet della BCE all'indirizzo <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/fvc/html/index.en.html>.

## Grafico 1

### Attività finanziarie totali detenute dalle società finanziarie dell'area dell'euro

(consistenze; scala di sinistra: miliardi di euro; scala di destra: in percentuale del PIL nominale)



Fonte: BCE.

Note: società finanziarie e IFM escluso l'Eurosistema. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre 2015.

**una rapida espansione del settore finanziario** (cfr. grafico 1). Gli intermediari finanziari avevano utilizzato la cartolarizzazione per gestire in maniera più flessibile i propri bilanci e aumentare così l'offerta di credito complessiva. Attraverso questo processo, prestiti illiquidi (rischiosi) erano stati trasformati in strumenti negoziabili a breve termine, assimilabili a moneta, percepiti come pressoché privi di rischio, e detenuti dalle banche o venduti a famiglie, imprese o investitori istituzionali. Con l'insorgere della crisi dei mutui sub-prime negli Stati Uniti, nel 2007, divenne evidente che questi sviluppi non erano sostenibili. Negli anni successivi, il tracollo delle cartolarizzazioni effettuate tramite canali non bancari, spesso sponsorizzati da banche, è stato uno dei fattori che ha contribuito alla brusca contrazione nel flusso di credito bancario. Le banche non erano infatti più in grado di trasferire il rischio fuori dai propri bilanci (un processo che aveva favorito l'erogazione di nuovi prestiti), e anzi dovettero riportare in bilancio i rischi che avevano spostato fuori dai propri conti. Questa esperienza illustra come le modifiche contabili e regolamentari possano offuscare la linea di demarcazione fra prestiti bancari e non bancari, favorendo il canale dell'assunzione di

rischio e alterando la trasmissione della politica monetaria<sup>16</sup>.

#### **Le dimensioni del settore finanziario dell'area dell'euro hanno continuato a crescere dopo la crisi finanziaria internazionale, ma a un ritmo inferiore e con andamenti diversi fra le istituzioni finanziarie non monetarie e le IFM.**

Tra la fine del 2008 e la fine del 2015 le attività finanziarie detenute dalle società finanziarie dell'area dell'euro sono aumentate da 51.000 miliardi di euro (528 per cento del PIL) a 64.000 miliardi di euro (613 per cento del PIL). Nello stesso periodo, la quota di queste attività detenuta dalle IFM è scesa dal 58 al 43 per cento, mentre la corrispondente quota delle istituzioni finanziarie non monetarie è salita dal 42 al 57 per cento. Di questa, il 42 per cento è riconducibile alle istituzioni finanziarie non monetarie diverse da imprese di assicurazione e fondi pensione (in aumento di 11,8 punti percentuali rispetto a fine 2008) e il 15 per cento alle imprese di assicurazione e ai fondi pensione (in rialzo di 2,7 punti percentuali).

#### **A seguito della crisi finanziaria internazionale e di quella del debito sovrano dell'area dell'euro, nonché delle collegate modifiche regolamentari, le banche hanno registrato un rallentamento nella crescita dei bilanci o hanno provveduto alla dismissione di attività.**

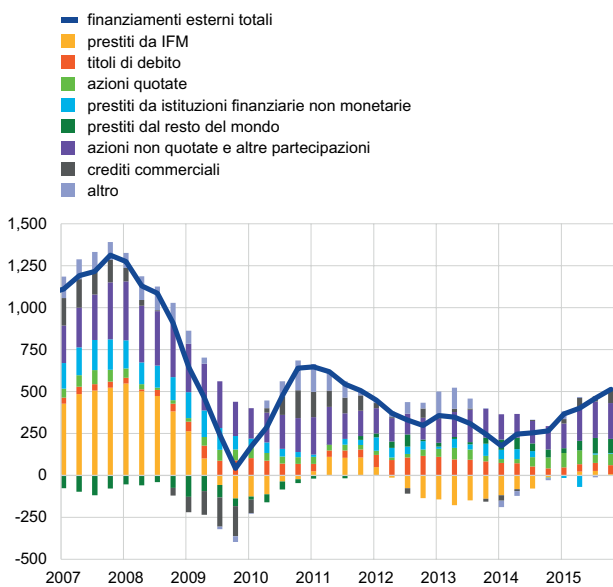
In particolare, dal lato dell'offerta di credito, il fragile contesto economico ha provocato un'impennata dei prestiti deteriorati e un marcato peggioramento dei bilanci bancari. Nel contempo, l'inasprimento della regolamentazione e dell'attività di vigilanza, unitamente alla debolezza della crescita e ai bassi tassi di

<sup>16</sup> Cfr. anche Altunbas, Y., Gambacorta, L. and Marqués-Ibáñez, D., "Securitisation and the bank lending channel", *European Economic Review*, 53(8): 996-1009, 2009 e Moutot, P. et al., "The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 75, BCE, Francoforte sul Meno, ottobre 2007.

## Grafico 2

### Finanziamenti esterni totali delle società non finanziarie dell'area dell'euro

(flussi annui; miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Note: "altro" corrisponde alla differenza fra il totale e gli strumenti riportati nel grafico, e include i prestiti fra imprese nonché il ragguglio fra i dati dei conti finanziari e non finanziari. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre 2015.

interesse, hanno messo a dura prova i modelli di business esistenti delle banche, costringendole ad adeguarsi al nuovo contesto. Le misure non convenzionali della BCE, tuttavia, hanno fornito liquidità e favorito l'attività creditizia, attenuando i rischi di una riduzione disordinata del grado di leva finanziaria nell'intero settore bancario. Dal lato della domanda di credito, la debolezza economica e le quotazioni depresse delle attività hanno abbassato il valore delle garanzie reali stanziata a fronte di prestiti al settore privato non finanziario. Insieme, questi fattori hanno dato luogo a un irrigidimento netto dei criteri di affidamento e alla restrizione del credito bancario alle società non finanziarie e alle famiglie nel 2008 e nel 2009, e ancora nel 2011 e nel 2012.

**Mentre i flussi netti di finanziamenti dalle IFM alle società non finanziarie si sono contratti nel 2009 e nel 2010, e ancora tra il 2012 e il 2014, quelli provenienti dalle istituzioni finanziarie non monetarie sono rimasti positivi** (cfr. grafico 2). In

questo periodo i fondi offerti dalle istituzioni finanziarie non monetarie hanno assunto prevalentemente la forma di finanziamenti azionari di mercato e non, emissioni di titoli di debito e concessione di prestiti.

L'offerta sostenuta di finanziamenti da parte delle

istituzioni finanziarie non monetarie dopo la crisi è stata favorita da una serie di fattori e ha avuto un impatto stabilizzante sull'economia dell'area dell'euro<sup>17</sup>.

- **In primo luogo, il livello molto basso dei tassi di interesse e la collegata ricerca di rendimento da parte degli investitori ha favorito l'intermediazione finanziaria ad opera delle istituzioni finanziarie non monetarie.** Nello specifico, l'attività di tali istituzioni è stata agevolata da fattori che hanno inciso sulle scelte di portafoglio dal lato dell'attivo dei settori non finanziari, come il minore rendimento dei depositi bancari, il calo dei premi al rischio e la ripresa di una serie di mercati di attività. Dal lato del passivo, i progressi nel risanamento dei bilanci hanno consentito alle imprese dell'area dell'euro di accedere a fonti di finanziamento diverse dal credito bancario, come emissioni azionarie e di debito. Nella misura in cui tali andamenti sono ricollegabili al basso livello dei tassi di interesse dovuto alla politica monetaria della BCE, essi forniscono un altro esempio del meccanismo di funzionamento del canale dell'assunzione di rischio per la trasmissione della politica monetaria.
- **In secondo luogo, l'attività di intermediazione finanziaria da parte delle istituzioni finanziarie non monetarie ha beneficiato di fattori strutturali, quali le tendenze demografiche.** L'invecchiamento della popolazione ha indotto un aumento delle sottoscrizioni di assicurazioni vita e degli investimenti

<sup>17</sup> Cfr. anche gli articoli *Interazione fra gli intermediari finanziari e impatto sull'analisi monetaria* e *La crisi finanziaria alla luce dei conti dell'area dell'euro nella prospettiva dei flussi di fondi*, rispettivamente nei numeri di gennaio 2012 e ottobre 2011 del Bollettino mensile della BCE.

previdenziali, in parte di riflesso ai maggiori timori delle famiglie riguardo alla sostenibilità dei sistemi pensionistici sia pubblici sia privati, considerata la minore crescita potenziale, gli elevati livelli del debito sovrano e i bassi rendimenti dei piani pensionistici esistenti.

- **In terzo luogo, alcune istituzioni finanziarie non monetarie sono state interessate in misura minore, rispetto alle banche, dall'inasprimento della regolamentazione, il che ha creato opportunità di arbitraggio regolamentare.** Va nondimeno sottolineato che ampie parti del settore delle istituzioni finanziarie non monetarie, come le imprese di assicurazione e i fondi pensione, sono di fatto soggette a una regolamentazione e a una vigilanza approfondite. Di conseguenza, è probabile che l'arbitraggio regolamentare abbia giocato in questi casi solo un ruolo secondario nel passaggio delle attività finanziarie dalle banche alle istituzioni finanziarie non monetarie.
- **Infine, la crescente rilevanza delle istituzioni finanziarie non monetarie all'interno del settore finanziario dell'area dell'euro riflette anche cambiamenti di ordine metodologico.** La transizione al SEC 2010 ha comportato l'assimilazione all'interno del gruppo delle istituzioni finanziarie non monetarie di un ampio insieme di entità, come le società veicolo, che precedentemente erano classificate nel settore delle società non finanziarie come le imprese cui offrono generalmente i propri servizi. Di fatto, la rapida espansione delle società veicolo spiega il 15 per cento circa dell'aumento complessivo delle dimensioni del settore finanziario tra la fine del 2008 e la fine del 2015.

**Col tempo il miglioramento delle statistiche permetterà di isolare e analizzare in maggiore dettaglio i flussi finanziari tra settori.** Una volta che saranno disponibili serie storiche più lunghe dei nuovi dati che forniscono una scomposizione cosiddetta "who-to-whom" (da chi a chi) degli strumenti negoziabili, sarà forse possibile trarre conclusioni più nette. La BCE ha cominciato a pubblicare dati di questo tipo nell'aprile 2016 (cfr. il riquadro 2). Tali statistiche possono essere ad esempio utilizzate per condurre analisi dettagliate del ruolo dei vari settori istituzionali nell'offerta diretta e indiretta di finanziamenti alle diverse parti dell'economia. Insieme agli indicatori macroeconomici, del mercato finanziario e del clima di fiducia, esse possono inoltre fornire migliori indicazioni sulle scelte di allocazione dei portafogli di investimento dei vari settori economici.

## Riquadro 2

Ampliamento dei conti dell'area dell'euro con nuovi dati "who-to-whom" per i titoli negoziabili

---

**Nell'aprile 2016, nell'ambito del sistema dei conti dell'area dell'euro, la BCE ha cominciato a pubblicare all'interno dei conti finanziari dati trimestrali su base "who-to-whom" sui titoli<sup>18</sup>.** I dati "who-to-whom" rilevano le operazioni e le posizioni finanziarie identificandone simultaneamente sia il settore creditore (detentore dell'attività) sia il settore debitore (emittente della corrispondente passività). Essi rappresentano un importante ampliamento della presentazione tradizionale dei conti finanziari. Quest'ultima rileva il portafoglio finanziario di un settore distinguendo il tipo di strumento e,

<sup>18</sup> I dati verranno pubblicati con cadenza trimestrale all'interno del secondo comunicato stampa, completo, sugli andamenti economici e finanziari dell'area dell'euro per settore istituzionale.

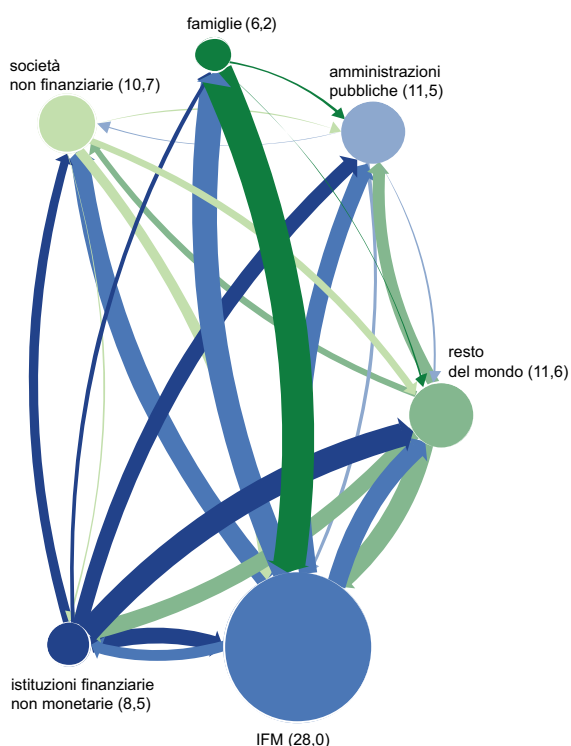
se disponibile, la scadenza, senza però fornire dettagli riguardo ai settori emittenti controparte (ossia i settori per i quali le attività finanziarie del portafoglio in questione costituiscono delle passività). Analogamente, le passività di ogni settore sono disaggregate per strumento ed eventualmente per scadenza, senza fornire dettagli su quali siano i settori controparte creditori di tali passività. La presentazione “who-to-whom”, pertanto, arricchisce le informazioni fornite dai conti finanziari rivelando l'intera rete di connessioni fra detentori ed emittenti a livello di settori istituzionali.

**I dati in parola sono pubblicati sotto forma di serie trimestrali per l'area dell'euro a partire dal quarto trimestre 2013 e comprendono gli importi in essere, le transazioni finanziarie e le rivalutazioni.** Viene fatta distinzione fra tre tipi di strumenti, ossia titoli di debito (classificati in base alla scadenza originaria come titoli a breve e titoli a lungo termine), azioni quotate e quote/partecipazioni in fondi di investimento (che raggruppano le quote/partecipazioni emesse sia dai fondi comuni monetari sia da quelli non monetari). I residenti nell'area dell'euro sono suddivisi in otto settori istituzionali (famiglie, società non finanziarie, IMF, fondi comuni di investimento non monetari, altre istituzioni finanziarie, imprese di assicurazione, fondi pensione e amministrazioni pubbliche), in qualità sia di detentori sia di

### Grafico A

Relazioni di finanziamento (prestiti, depositi e titoli di debito) su base “who-to-whom”

(consistenze nel quarto trimestre 2015; migliaia di miliardi di euro)



Note: le dimensioni dei nodi sono combinazioni proporzionali delle passività di ciascun settore sotto forma di prestiti, depositi e titoli di debito (comprese le attività intrasettoriali). Gli importi in essere di queste passività sono indicati fra parentesi. I depositi possono costituire passività soltanto per il settore delle IFM, le amministrazioni pubbliche e il resto del mondo. Lo spessore delle frecce che collegano due settori indica l'importo totale dei finanziamenti da un settore all'altro ottenuto combinando questi strumenti. Sono riportate soltanto le relazioni di finanziamento congiunte superiori a 150 miliardi di euro.

emittenti di titoli. A questi si aggiungono i non residenti nell'area dell'euro in qualità di detentori di titoli emessi dai vari settori residenti. I non residenti vengono inoltre considerati con riferimento ai titoli da loro emessi nel caso in cui tali titoli siano detenuti dai settori residenti.

**I dati su base “who-to-whom” sono compilati in modo analogo agli altri dati dei conti finanziari.** Le statistiche di diversa fonte sono gerarchizzate e combinate, colmando eventuali lacune di copertura e assicurando che la classificazione e la valutazione di tutte le transazioni e posizioni siano coerenti con il SEC 2010. I dati “who-to-whom” per prestiti e depositi sono disponibili nell'ambito dei conti dell'area dell'euro dal 2010. Per quanto riguarda i titoli negoziabili, varie statistiche di fonte BCE contengono già da qualche tempo informazioni sufficientemente dettagliate sulle controparti, tali da poter ricavarne dati “who-to-whom” per varie coppie di settori detentori ed emittenti. Le numerose lacune che ancora esistevano sono state colmate mediante la raccolta, effettuata dalla BCE dagli inizi del 2014, di statistiche sulle disponibilità in titoli<sup>19</sup>.

<sup>19</sup> Cfr. anche l'articolo *Chi detiene cosa? Le nuove informazioni sulle disponibilità in titoli*, nel numero 2/2015 di questo Bollettino.

Soltanto di recente, quindi, è divenuto possibile fornire una presentazione “who-to-whom” dei conti finanziari che copra anche i titoli negoziabili.

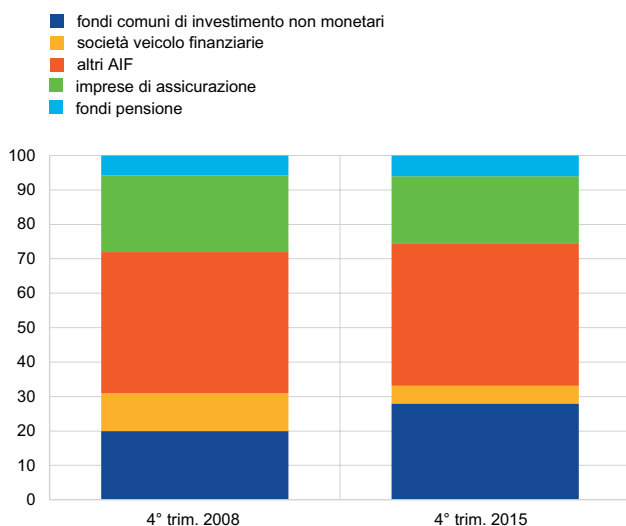
**Fermo restando il ruolo centrale del settore delle IFM per il finanziamento di tutti i settori dell’economia dell’area dell’euro, le istituzioni finanziarie non monetarie sono anch’esse un’importante fonte diretta di finanziamenti, specialmente per i settori delle amministrazioni pubbliche e delle società non finanziarie.** Ciò emerge con chiarezza dal grafico A, che illustra la rete di attività intersettoriali ottenuta combinando tutti gli strumenti rappresentativi di debito (ossia prestiti, depositi e titoli di debito) per cui si dispone di dati “who-to-whom”. Il flusso significativo di finanziamenti alle IFM da parte delle istituzioni finanziarie non monetarie è inoltre un indizio del ruolo che queste ultime svolgono indirettamente nell’offerta di credito ad altri settori. Infine, le istituzioni finanziarie non monetarie svolgono un ruolo cruciale nel veicolare credito fra l’area dell’euro e il resto del mondo.

## 4 Il ruolo dei vari settori delle istituzioni finanziarie non monetarie nell’area dell’euro

### Grafico 3

Quota delle attività finanziarie totali detenuta dal settore delle istituzioni finanziarie non monetarie dell’area dell’euro

(consistenze; valori percentuali)



Fonte: BCE.

Note: le attività detenute dagli altri AIF sono calcolate sottraendo le attività detenute dai fondi comuni di investimento non monetari e dalle società veicolo finanziarie dalle attività detenute dal settore aggregato degli AIF.

**Gli altri intermediari finanziari (AIF) rappresentano la maggiore categoria di istituzioni finanziarie non monetarie.** Si tratta di un gruppo residuale composto da un insieme assai eterogeneo di istituzioni<sup>20</sup>.

Nell’insieme esso detiene una quota pari al 41 per cento delle attività finanziarie totali delle istituzioni finanziarie non monetarie (cfr. grafico 3). Le quote di pertinenza dei fondi comuni di investimento non monetari e delle imprese di assicurazione sono pari rispettivamente al 28 e al 19 per cento, mentre le società veicolo e i fondi pensione detengono quote assai inferiori.

**L’aumento delle dimensioni del settore finanziario tra la fine del 2008 e la fine del 2015 è attribuibile per una metà alle transazioni effettive messe in atto dagli AIF** (cfr. grafico 4). L’altra metà si deve in gran parte agli effetti di rivalutazione associati alla ripresa e al successivo repentino rialzo delle quotazioni azionarie e obbligazionarie. All’interno della categoria degli AIF, il 40 per cento dell’accumulo netto di attività finanziarie era riconducibile ai fondi comuni di investimento non monetari, la parte restante alle altre istituzioni della categoria.

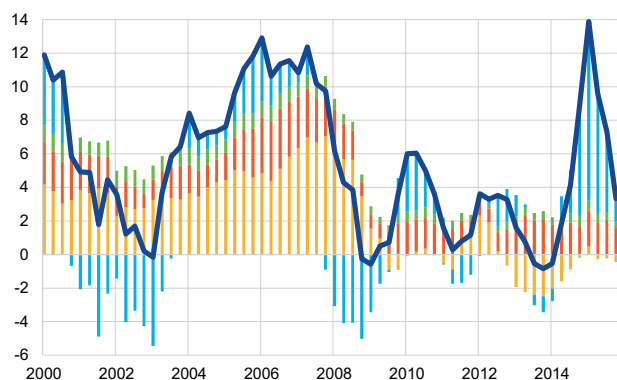
<sup>20</sup> In questa sezione la definizione della categoria “altri AIF” è diversa da quella utilizzata nella classificazione presentata nella tavola 1 del riquadro 1. A causa della limitatezza dei dati, è possibile isolare solo i fondi comuni di investimento non monetari e le società veicolo finanziarie. Di conseguenza, le attività detenute dagli altri AIF sono state calcolate in via residuale sottraendo dalle attività detenute dal settore aggregato degli AIF quelle detenute da fondi comuni di investimento non monetari e da società veicolo finanziarie.

#### Grafico 4

### Variazioni delle attività finanziarie totali detenute dalle società finanziarie dell'area dell'euro

(consistenze; variazioni percentuali annue; contributi in punti percentuali)

- variazione totale
- di cui: acquisti netti di attività finanziarie da parte delle IFM
- di cui: acquisti netti di attività finanziarie da parte degli AIF
- di cui: acquisti netti di attività finanziarie da parte di imprese di assicurazione e fondi pensione
- di cui: effetti di rivalutazione e riclassificazioni



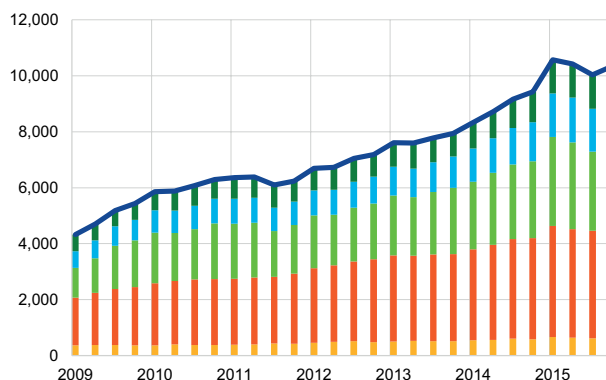
Fonte: BCE.  
Nota: società finanziarie e IFM escluso l'Eurosistema. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre 2015.

#### Grafico 5

### Attività finanziarie detenute dai fondi comuni di investimento non monetari dell'area dell'euro

(consistenze ; miliardi di euro)

- attività totali
- depositi e prestiti
- titoli di debito
- azioni
- quote e partecipazioni in altri fondi comuni di investimento non monetari e monetari
- altro



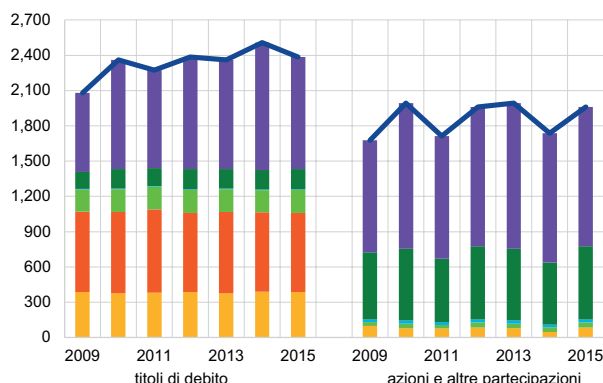
Fonte: BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre 2015.

#### Grafico 6

### Disponibilità in titoli dei fondi comuni di investimento non monetari dell'area dell'euro, in base al settore

(consistenze ; miliardi di euro)

- totale
- IMF
- amministrazioni pubbliche
- AIF
- imprese di assicurazione e fondi pensione
- società non finanziarie
- resto del mondo



Fonte: BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre 2015.

## 4.1 I fondi comuni di investimento non monetari

**Ai fondi comuni di investimento non monetari è riconducibile una quota crescente (attualmente pari al 28 per cento) delle attività finanziarie totali detenute dalle istituzioni finanziarie non monetarie dell'area dell'euro** (cfr. grafico 3). Tali fondi ricoprono pertanto un ruolo significativo e sempre maggiore nell'offerta di finanziamenti di mercato alle banche e alle società non finanziarie dell'area dell'euro<sup>21</sup>. Le loro attività si compongono principalmente di titoli di debito e di partecipazioni azionarie (cfr. grafico 5). I fondi comuni di investimento non monetari detengono circa il 13 e il 9 per cento dei titoli di debito emessi rispettivamente dalle società non finanziarie e dalle banche dell'area dell'euro (cfr. grafico 6), nonché il 14 per cento delle azioni quotate emesse da questi due settori. Va rilevato, tuttavia, che il 40 per cento dei loro titoli di debito e il 60 per cento delle loro azioni e altre partecipazioni consiste di titoli emessi dal resto del mondo. Ciò potrebbe riflettere sia la preferenza dei fondi stessi per investimenti in

<sup>21</sup> Cfr. anche l'articolo *Le statistiche armonizzate della BCE sui fondi di investimento dell'area dell'euro e il loro impiego come strumento di analisi a fini di politica monetaria*, nel numero di agosto 2010 del *Bollettino mensile* della BCE.



portafogli geograficamente diversificati, sia le dimensioni ridotte dei mercati azionari e obbligazionari dell'area dell'euro in relazione ai mercati mobiliari internazionali.

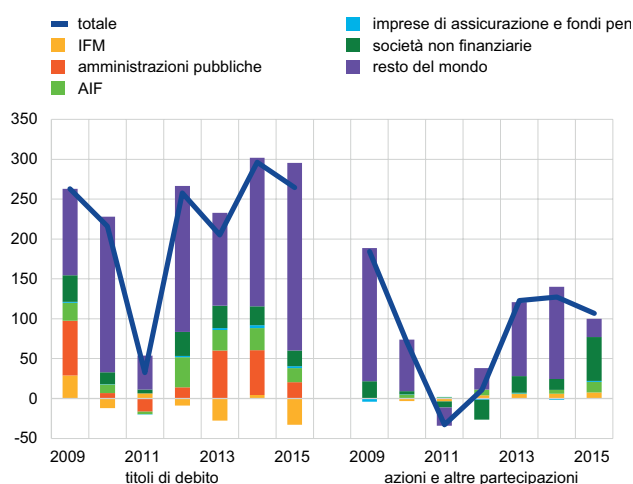
**Il contesto di tassi di interesse bassi e le dinamiche demografiche sono tra le possibili ragioni dell'accresciuta rilevanza del settore dei fondi comuni di investimento non monetari a partire dalla crisi finanziaria internazionale.**

In particolare, il livello contenuto dei tassi sui depositi ha reso più appetibile l'investimento in titoli, favorendo l'attività dei fondi. Analogamente, le misure di politica monetaria hanno concorso a una riduzione dei premi al rischio, a un miglioramento del clima di fiducia degli investitori e a un calo dell'avversione al rischio, tutti fattori che hanno a loro volta sostenuto l'intensificazione dei flussi finanziari diretti verso i fondi comuni di investimento non monetari. Tali andamenti sembrerebbero essere in linea con il funzionamento del

**Grafico 7**

**Acquisti netti di titoli da parte dei fondi comuni di investimento non monetari dell'area dell'euro, in base al settore**

(flussi annui; miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre 2015.

canale dell'assunzione di rischio per la trasmissione della politica monetaria, trattato nella sezione 2. Infine, i fondi comuni di investimento non monetari hanno tratto vantaggio dai timori delle famiglie dell'area dell'euro riguardo alle prestazioni pensionistiche future. Questi timori hanno determinato un aumento del risparmio che, considerati i bassi tassi di interesse, è stato incanalato verso attività più rischiose al fine di ottenere un livello di rendimento tale da consentire alle famiglie di conseguire il grado desiderato di modulazione dei consumi nell'arco della vita.

**A partire dal culmine della crisi finanziaria internazionale alla fine del 2008, le disponibilità in titoli azionari dei fondi comuni di investimento non monetari sono cresciute in misura maggiore di quelle in titoli di debito** (cfr. grafico 5).

Tale andamento è dovuto agli effetti di valutazione legati alla netta ripresa delle quotazioni azionarie rispetto ai minimi osservati dopo il tracollo di Lehman Brothers. Di fatto, gli acquisti netti di titoli di debito da parte dei fondi non monetari hanno di gran lunga superato quelli di titoli azionari (cfr. grafico 7).

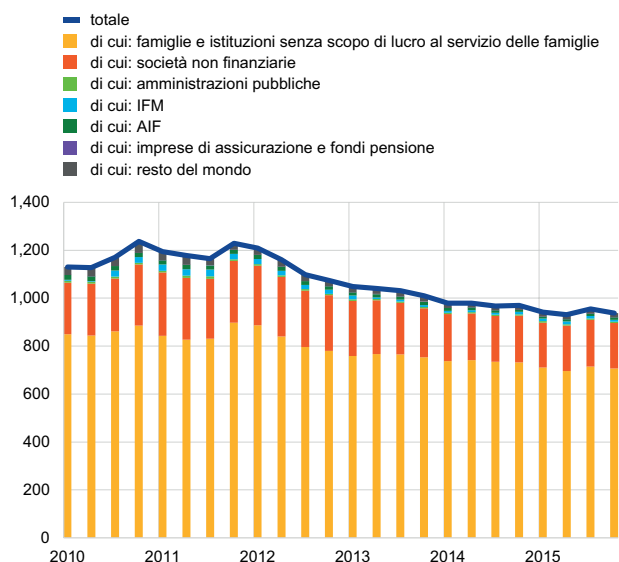
**I fondi comuni di investimento non monetari hanno inoltre generalmente**

**privilegiato l'investimento in attività estere** (cfr. grafico 7), probabilmente in relazione a una lieve diminuzione della propensione all'acquisto di attività domestiche (home bias) degli investitori dell'area dell'euro all'apice della crisi del debito sovrano. I fondi non monetari hanno inoltre leggermente ridimensionato l'esposizione nei confronti del settore bancario dell'area dell'euro. In una certa misura, tale sviluppo è riconducibile al calo del fabbisogno finanziario delle banche dell'area, considerate l'esigenza di ridurre la leva finanziaria, nonché la possibilità, per le banche, di raccogliere fondi mediante i depositi della clientela e le operazioni con la banca centrale.

## Grafico 8

### Prestiti cartolarizzati originati da IFM dell'area dell'euro, in base al settore prestatore

(consistenze, miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre 2015.

## 4.2 Le società veicolo finanziarie

**Le attività finanziarie detenute dalle società veicolo sono andate gradualmente diminuendo a partire dalla crisi finanziaria internazionale, di riflesso alla diminuzione delle operazioni di cartolarizzazione che avevano precedentemente consentito alle banche di trasferire i rischi fuori bilancio** (cfr. grafico 8)<sup>22</sup>. Essendo coinvolte in modo primario nella cartolarizzazione di prestiti alle famiglie, le società veicolo detengono il 12 per cento dei diritti sui prestiti alle famiglie dell'area dell'euro, mentre la quota corrispondente per i prestiti alle società non finanziarie è inferiore, pari al 3 per cento<sup>23</sup>.

**Fra le potenziali determinanti della contrazione delle società veicolo rientrano le pressioni per una riduzione della leva finanziaria e la stigmatizzazione di questi veicoli all'indomani della crisi finanziaria internazionale.** Con il risanamento dei bilanci da parte delle banche e del settore privato non finanziario, è venuta meno l'espansione creditizia necessaria a sostenere ulteriormente la cartolarizzazione di prestiti.

Al tempo stesso, il ruolo preminente delle società veicolo nelle turbolenze del 2008 e 2009, l'evoluzione della regolamentazione e altri fattori strutturali hanno innescato un calo dei prodotti cartolarizzati, e ciò benché cartolarizzazioni più semplici, trasparenti e robuste abbiano il potenziale di migliorare l'intermediazione finanziaria<sup>24</sup>.

## 4.3 Altri AIF

**Gli altri AIF hanno accresciuto significativamente le proprie attività finanziarie, che rappresentano il 41 per cento del totale delle istituzioni finanziarie non monetarie dell'area dell'euro, e riconducibili per circa un quarto a società veicolo finanziarie<sup>25</sup>.** Al fine di beneficiare di un regime fiscale vantaggioso e della tecnologia finanziaria, le società veicolo (consociate di un'altra società) sono generalmente domiciliate in un paese, interno o esterno all'area dell'euro, diverso da quello dove ha sede la casa madre<sup>26</sup>. I fondi

<sup>22</sup> Cfr. anche l'articolo *Nuove caratteristiche delle statistiche monetarie e finanziarie*, nel numero 8/2015 di questo Bollettino.

<sup>23</sup> Entrambi i dati sono al netto dei prestiti intrasettoriali.

<sup>24</sup> Cfr. "The case for a better functioning securitisation market in the European Union", redatto dagli esperti della Bank of England e della Banca centrale europea, maggio 2014.

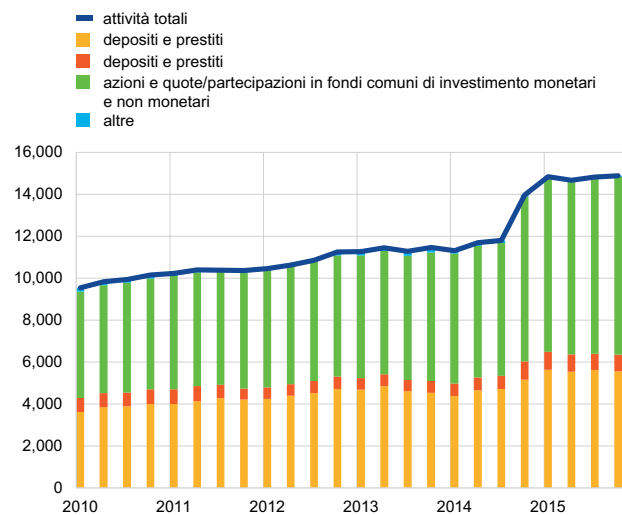
<sup>25</sup> Cfr. anche van der Veer, K., Klaaijsen, E. e Roerink, R., "Shedding a clearer light on financial stability risks in the shadow banking system", *Occasional Studies*, vol. 13, n. 7, De Nederlandsche Bank, 2015.

<sup>26</sup> In base al SEC 2010, le società veicolo finanziarie domestiche sono classificate come consociate all'interno del settore degli AIF solo se si configurano come unità istituzionali indipendenti (che godono cioè di autonomia decisionale), mentre quelle ubicate in un paese estero rientrano sempre nel settore degli AIF.

## Grafico 9

### Attività finanziarie detenute dagli altri AIF residenti nell'area dell'euro

(consistenze, miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Note: le attività detenute dagli altri AIF sono calcolate sottraendo le attività detenute dai fondi comuni di investimento non monetari e dalle società veicolo finanziarie dalle attività detenute dal settore aggregato degli AIF. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre 2015.

raccolti sul mercato obbligazionario dalle società veicolo e trasferiti alle case madri sotto forma di prestiti rappresentano quasi un terzo dell'aumento delle attività finanziarie totali detenute dagli altri AIF registrato a partire dalla crisi finanziaria internazionale.

#### Gli altri AIF detengono dal lato dell'attivo principalmente titoli azionari e crediti per prestiti

(cfr. figura 9). Ciò si deve al fatto che nel settore degli altri AIF predominano in genere modelli di business altamente specializzati. Le società che forniscono capitali di rischio e di sviluppo e le società di partecipazione offrono capitale di rischio alle imprese, mentre le società di leasing finanziario e le società veicolo finanziarie erogano prestiti.

#### A causa della scarsità di dati più di dettaglio sugli altri AIF e dell'eterogeneità di questa categoria, risulta difficile effettuare un'analisi approfondita.

Ciò nonostante, è probabile che la diminuzione dell'avversione al rischio e i miglioramenti nel clima di fiducia degli investitori dopo la crisi finanziaria internazionale abbiano favorito l'attività almeno di

alcuni altri AIF, ad esempio le società che forniscono capitali di rischio, come sottolineato nella sezione 2. Inoltre, così come l'arbitraggio fiscale è uno dei motivi per la creazione di società veicolo finanziarie, l'arbitraggio regolamentare potrebbe essere uno dei fattori all'origine degli andamenti nel settore degli altri AIF, sebbene non siano disponibili evidenze univoche al riguardo.

## 4.4 Le imprese di assicurazione e i fondi pensione

### Le attività finanziarie delle imprese di assicurazione e dei fondi pensione rappresentano il 25 per cento delle attività totali detenute dalle istituzioni finanziarie non monetarie dell'area dell'euro.

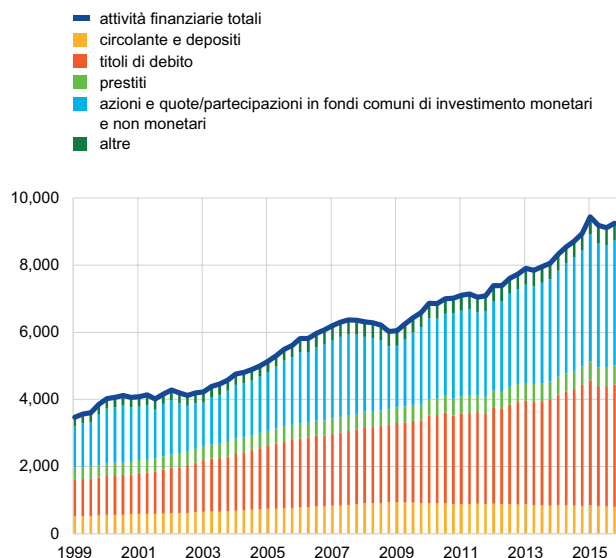
I portafogli di questa categoria di intermediari sono investiti principalmente in titoli di debito, specie delle amministrazioni pubbliche, e in azioni (cfr. grafici 10 e 11). Ciò rispecchia la volontà di questi intermediari di far corrispondere l'attivo al loro passivo, che consiste principalmente di passività con una scadenza residua lunga a fronte di prestazioni per assicurazioni vita e prestazioni pensionistiche. La preferenza delle imprese di assicurazione e dei fondi pensione per i titoli pubblici si deve in ampia misura alle loro politiche istituzionali di allocazione delle attività e alle dimensioni relativamente ridotte del mercato delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro.

**Le imprese di assicurazione e i fondi pensione sono inoltre un'importante fonte di finanziamento per il settore privato.** Essi detengono il 19 e il 15 per

## Grafico 10

### Attività finanziarie detenute dalle imprese di assicurazione e dai fondi pensione dell'area dell'euro

(consistenze; miliardi di euro)



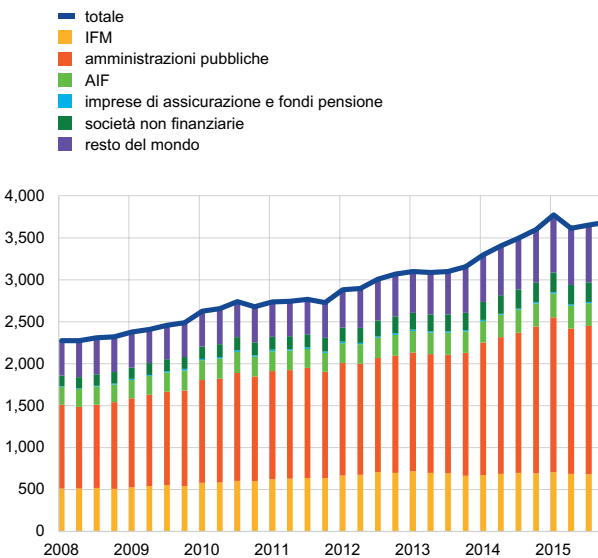
Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre 2015.

## Grafico 11

### Titoli di debito detenuti da imprese di assicurazione e fondi pensione dell'area dell'euro, in base al settore emittente

(consistenze; miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre 2015.

cento dei titoli di debito emessi rispettivamente dalle società non finanziarie e dalle banche dell'area dell'euro, oltre a circa il 3 per cento delle azioni quotate emesse da tali settori. Al tempo stesso, detengono anche il 20 per cento dei titoli di debito degli emittenti sovrani dell'area dell'euro. Per contro i prestiti di imprese di assicurazione e fondi pensione a favore di famiglie e società non finanziarie nell'area dell'euro sono relativamente modesti, e rappresentano rispettivamente appena il 3 e l'1 per cento dei prestiti totali in essere verso questi prenditori<sup>27</sup>. Ciò nonostante, con l'avvento di nuove leggi e di innovazioni tecnologiche che hanno reso possibile l'offerta di prestiti per il tramite di piattaforme online specializzate, in alcuni paesi dell'area dell'euro le imprese di assicurazione hanno cominciato a fare concorrenza alle banche nel mercato dei prestiti ipotecari alle famiglie.

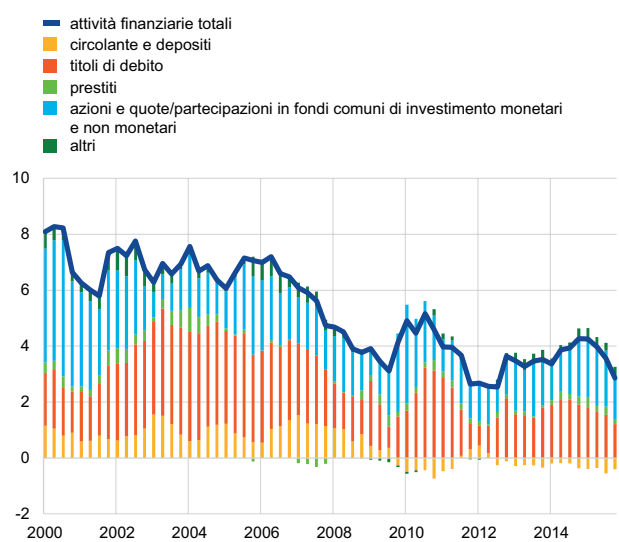
**Dopo la leggera diminuzione immediatamente dopo la crisi finanziaria internazionale, le attività finanziarie delle imprese di assicurazione e dei fondi pensione hanno conosciuto un'espansione significativa negli ultimi anni.** I fattori all'origine di tale andamento sono probabilmente simili a quelli citati in relazione ai fondi comuni di investimento non monetari e includono fattori collegati all'invecchiamento della popolazione nonché gli effetti positivi esercitati dalla politica monetaria accomodante sulla fiducia, sull'assunzione di rischio e sulle quotazioni dei titoli. In tale contesto, le imprese di assicurazione e i fondi

<sup>27</sup> I dati sui prestiti sono riportati al netto delle esposizioni intrasettoriali.

## Grafico 12

### Investimenti finanziari delle imprese di assicurazione e dei fondi pensione dell'area dell'euro

(variazioni percentuali annue; contributi in punti percentuali)



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre 2015.

pensione hanno accresciuto l'esposizione al rischio (nei limiti statutari consentiti) investendo in azioni e quote/partecipazioni di fondi comuni di investimento non monetari piuttosto che in titoli di debito (cfr. grafico 12). Nel 2014 e 2015 i flussi annui provenienti dalle imprese di assicurazione e dai fondi pensione e diretti verso questi strumenti hanno di fatto raggiunto livelli simili a quelli osservati nel 1999 e nel 2000. Ancora una volta questo è un esempio del funzionamento dei canali di trasmissione della politica monetaria descritti nella sezione 2.

**Un esame del periodo precedente la crisi finanziaria internazionale fornisce ulteriori evidenze del fatto che le scelte di portafoglio di imprese di assicurazione e fondi pensione reagiscono ai cicli finanziari<sup>28</sup>.** In particolare,

fra il 2003 e il 2008 queste istituzioni avevano incrementato le proprie disponibilità di titoli di debito in misura significativamente maggiore rispetto alle loro esposizioni azionarie, nonostante le condizioni favorevoli dei mercati azionari e l'appiattimento della curva dei rendimenti (cfr. grafico 12). Tale

comportamento rifletteva il mutamento nella loro propensione al rischio dopo che le perdite incorse a seguito dello scoppio della bolla tecnologica nel 2000 le aveva costrette a un risanamento dei bilanci. Rifletteva inoltre la risposta delle imprese di assicurazione e dei fondi pensione a varie modifiche regolamentari, contabili e di valutazione<sup>29</sup>.

## 5 Conclusioni

**A fronte del ridimensionamento dell'offerta di credito da parte delle banche dell'area dell'euro all'indomani della crisi finanziaria internazionale e di quella del debito sovrano dell'area dell'euro, è andato crescendo il ruolo delle diverse istituzioni finanziarie non monetarie nell'intermediazione finanziaria, concorrendo ad attenuare gli effetti di tali crisi per l'economia dell'area dell'euro.** Questa evoluzione è stata favorita dal livello molto contenuto dei tassi di interesse, che ha spinto gli investitori alla ricerca di rendimento da fattori strutturali, come l'invecchiamento della popolazione nell'area dell'euro e, in misura minore,

<sup>28</sup> Le serie temporali relative alle imprese di assicurazione e ai fondi pensione cominciano a inizio di questo secolo, ossia prima di quelle relative agli altri settori di istituzioni finanziarie non monetarie di cui alla sezione 4.

<sup>29</sup> Cfr. anche "ESRB report on the regularly treatment of sovereign exposures", Comitato europeo per il rischio sistemico, marzo 2015, "Risk transfer and the insurance industry", Global Financial Stability Report, *World Economic and Financial Surveys*, Fondo monetario internazionale, aprile 2004 e "Risk management and the pension fund industry", Global Financial Stability Report, *World Economic and Financial Surveys*, Fondo monetario internazionale, settembre 2004.

dall'arbitraggio regolamentare. In tale contesto, i fondi comuni di investimento non monetari, le imprese di assicurazione e i fondi pensione, in particolare, hanno accresciuto negli ultimi anni il loro ruolo nell'intermediazione finanziaria nell'area dell'euro. Essendo importanti detentori di titoli di debito e azioni, queste entità hanno fornito un significativo ammontare di finanziamenti all'economia reale, sebbene non esclusivamente a beneficio dell'area dell'euro, dal momento che prediligono di norma una diversificazione internazionale dei loro investimenti. Fra gli altri AIF, le società di venture capital hanno verosimilmente tratto vantaggio dalla ricerca di rendimento, mentre l'attività delle società veicolo si associa spesso a operazioni di arbitraggio fiscale da parte delle imprese sponsor.

### **Queste tendenze hanno implicazioni per la trasmissione della politica**

**monetaria.** Come evidenziato nella sezione 2, i canali di trasmissione della politica monetaria all'economia reale coinvolgono, in forme diverse, le istituzioni finanziarie sia monetarie sia non monetarie. Tuttavia, i diversi modelli di business che caratterizzano questi due gruppi di intermediari finanziari dell'area dell'euro, e che trovano riflesso nella diversa regolamentazione e vigilanza loro applicate, comportano che l'accrescimento dell'importanza nel ruolo assunto dalle istituzioni finanziarie non monetarie possa accelerare la trasmissione (indiretta) della politica monetaria.

**L'accresciuto ruolo delle istituzioni finanziarie non monetarie richiede pertanto un'analisi più integrata dell'interazione fra i diversi intermediari finanziari e i canali di trasmissione che affiancano o sostituiscono i canali tradizionali del credito bancario e dei tassi di interesse.** A livello dei singoli settori di istituzioni finanziarie non monetarie, i fondi comuni di investimento non monetari, le imprese di assicurazione e i fondi pensione potrebbero avere implicazioni meno rilevanti per la trasmissione della politica monetaria. Così come le IFM, infatti, essi sono soggetti a regolamentazione e vigilanza, per cui gli impulsi di politica monetaria dovrebbero trasmettersi all'economia reale in modo analogo a quanto avviene con le IFM, sebbene tramite canali diversi. Lo stesso non può necessariamente dirsi, tuttavia, per il settore degli altri AIF. Dal momento che alcuni altri AIF non sono sottoposti allo stesso livello di esame delle banche, essi richiedono un monitoraggio particolarmente attento, poiché i loro finanziamenti rischiano di avere natura maggiormente ciclica, con implicazioni per la stabilità della trasmissione della politica monetaria. Tuttavia, proprio in questo ambito del sistema finanziario dell'area dell'euro i dati scarseggiano, ma la disponibilità di serie temporali più lunghe e di nuove statistiche, come i dati "who-to-whom" presentati nel riquadro 2 di questo articolo, potrà forse rimediare in futuro ad alcune di queste carenze.

# L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro

Questo articolo analizza il concetto di un orientamento delle politiche di bilancio adeguato per l'intera area dell'euro nel contesto dell'architettura istituzionale dell'Unione economica e monetaria (UEM). A tale scopo, valuta le iniziative recenti volte a migliorare il coordinamento delle politiche nazionali di bilancio per assicurare un orientamento appropriato nell'insieme dell'area, che contemperino l'obiettivo della sostenibilità delle finanze pubbliche con quello della stabilizzazione del quadro macroeconomico.

È opinione diffusa che le politiche di bilancio nazionali debbano assicurare la sostenibilità del debito pubblico, mentre gli stabilizzatori automatici possono operare liberamente in modo da attutire gli shock specifici per paese. Al tempo stesso, di fronte a una crisi molto grave come la profonda recessione del 2008-2009, i soli stabilizzatori automatici di bilancio potrebbero essere insufficienti ad assorbire lo shock; in tali casi possono rendersi necessari interventi discrezionali aggiuntivi, che non devono tuttavia mettere a repentaglio la sostenibilità delle finanze pubbliche nel medio periodo. Tutti questi elementi sono contenuti nelle regole del Patto di stabilità e crescita (PSC), il quale non prevede tuttavia disposizioni per i paesi che hanno conseguito risultati migliori di quelli richiesti dalle regole.

Potrebbero esistere delle circostanze in cui la conduzione indipendente delle politiche di bilancio nazionali non si traduce in un orientamento adeguato a livello di area dell'euro. Questo articolo esamina le proposte al riguardo contenute nella relazione dei cinque presidenti<sup>1</sup>, compresa l'istituzione di un Comitato europeo per le finanze pubbliche – che dovrebbe divenire operativo entro settembre 2016 – incaricato di offrire consulenza alla Commissione europea in merito all'orientamento delle politiche di bilancio adeguato a livello sia nazionale sia europeo, nel rispetto delle regole del PSC. A più lungo termine, la relazione prevede che siano istituite un Tesoro dell'area dell'euro per migliorare la condivisione del processo decisionale in materia di politiche economiche e di bilancio e una funzione di stabilizzazione macroeconomica per l'area.

## 1 Introduzione

**Nell'Unione economica e monetaria (UEM), le politiche di bilancio sono una responsabilità nazionale. A questo riguardo, devono assicurare la sostenibilità del debito pubblico e attutire gli shock specifici per paese.**

La sostenibilità delle finanze pubbliche è una condizione necessaria per assicurare la stabilità dei prezzi all'interno dell'area dell'euro. Al tempo stesso, in un'unione monetaria la politica di bilancio rimane un importante strumento a disposizione dei

<sup>1</sup> Cfr. *Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa*, Commissione europea, Bruxelles, giugno 2015, disponibile all'indirizzo Internet: [https://ec.europa.eu/priorities/sites/beta-political/files/5-presidents-report\\_it.pdf](https://ec.europa.eu/priorities/sites/beta-political/files/5-presidents-report_it.pdf).

governi per affrontare circostanze specifiche nazionali. In assenza di un'autorità di bilancio centrale, le politiche di bilancio nazionali sono disciplinate dalla normativa comune dell'UE per le finanze pubbliche – il Patto di stabilità e crescita (PSC) – concordato nel 1997 per rendere operative le regole di bilancio del trattato di Maastricht<sup>2</sup>. Nel PSC, le politiche di bilancio nazionali sono considerate una questione di interesse comune: dovrebbero essere coordinate e non imporre costi sproporzionati agli altri partecipanti all'UEM<sup>3</sup>.

**La disciplina del PSC guida gli Stati membri verso il conseguimento di solide posizioni di bilancio e fornisce i margini di manovra necessari per attuare le normali fluttuazioni cicliche attraverso gli stabilizzatori automatici.**

Gli Stati membri stabiliscono gli obiettivi di bilancio a medio termine (OMT), che sono intesi ad assicurare il progresso verso il conseguimento di finanze pubbliche sostenibili lasciando al tempo stesso margini di manovra per la politica di bilancio. Le correzioni necessarie per conseguire l'OMT sono definite in termini strutturali (ossia al netto dell'impatto del ciclo economico e delle misure una tantum) e quindi permettono in generale il pieno funzionamento degli stabilizzatori automatici. Questo dovrebbe essere sufficiente ad affrontare le normali fluttuazioni cicliche a livello nazionale. In tali circostanze, le azioni discrezionali tese a stabilizzare il ciclo economico attraverso misure di bilancio attive vengono di norma considerate poco efficaci<sup>4</sup>. Al tempo stesso il PSC non contiene regole sulla conduzione della politica di bilancio per i paesi che hanno conseguito risultati migliori di quelli richiesti dalle regole ed è quindi asimmetrico a questo riguardo.

**L'attuale assetto istituzionale per la governance delle finanze pubbliche nell'Unione europea (UE) non contiene regole o strumenti volti a gestire direttamente l'intonazione delle politiche di bilancio per l'intera area dell'euro e questo costituisce una differenza fondamentale rispetto a federazioni fiscali come gli Stati Uniti.**

Di fatto, in assenza di strumenti centralizzati di politica di bilancio, l'orientamento nell'area dell'euro costituisce semplicemente la somma di quelli dei singoli paesi appartenenti. Tuttavia, in alcune situazioni può apparire giustificata una gestione più attiva dell'orientamento della politica di bilancio complessivo dell'area dell'euro. Il PSC contiene delle disposizioni che permettono ai paesi di fornire uno stimolo di bilancio in circostanze eccezionali, purché questo non metta a repentaglio la sostenibilità delle finanze pubbliche a medio termine. Al tempo stesso il PSC non obbliga i paesi con margini di manovra ad avvalersene. Non esiste quindi alcuna garanzia del fatto che il coordinamento delle politiche di bilancio nazionali attraverso il PSC si traduca in una intonazione adeguata delle

<sup>2</sup> Cfr. anche l'articolo *L'UEM e la conduzione delle politiche di bilancio* nel numero di gennaio 2004 del Bollettino mensile della BCE.

<sup>3</sup> Cfr. gli articoli 121 e 126 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, i quali recitano rispettivamente: "Gli Stati membri considerano le loro politiche economiche una questione di interesse comune e le coordinano nell'ambito del Consiglio" e "Gli Stati membri devono evitare disavanzi pubblici eccessivi". L'articolo 126 indica inoltre che la conformità alla disciplina di bilancio viene esaminata sulla base di due criteri, il rapporto tra il disavanzo pubblico e il prodotto interno lordo e il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto interno lordo, in relazione a determinati valori di riferimento (specificati rispettivamente pari al 3 e al 60 per cento nel Protocollo (n. 12) sulla procedura per i disavanzi eccessivi).

<sup>4</sup> Cfr. gli articoli *L'influenza delle politiche di bilancio sulla stabilità economica e sui prezzi e il funzionamento degli stabilizzatori automatici di bilancio nell'area dell'euro*, rispettivamente nei numeri di aprile 2004 e aprile 2002 del Bollettino mensile della BCE.



politiche di bilancio per il complesso dell'area dell'euro. Alla luce di ciò, la relazione dei cinque presidenti dal titolo *Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa* pubblicata a metà 2015 evidenzia la necessità di riflettere su come assicurare che “la somma dei saldi dei bilanci nazionali determini una posizione di bilancio adeguata per la zona euro nel suo complesso”<sup>5</sup>.

**La relazione dei cinque presidenti ipotizza, come passo nell'ambito di una revisione articolata dell'architettura istituzionale dell'UEM, un indirizzo più attivo dell'orientamento della politica di bilancio a livello di area dell'euro.**

In questo contesto, la relazione prevede l'istituzione di un Tesoro dell'area dell'euro per accrescere la collegialità delle decisioni in materia di politica di bilancio e propone altresì di creare una funzione centrale di stabilizzazione macroeconomica per integrare gli stabilizzatori automatici a livello nazionale se i bilanci nazionali sono sopraffatti da shock macroeconomici molto forti.

**Nel valutare l'“adeguatezza” dell'intonazione della politica di bilancio a livello sia nazionale sia di area dell'euro, in futuro la Commissione europea si avvarrà di un Comitato europeo per le finanze pubbliche, che avrà funzioni consultive e che dovrebbe divenire operativo entro settembre 2016.**

Secondo la relazione dei cinque presidenti, il Comitato europeo per le finanze pubbliche “dovrebbe condurre verso una maggiore osservanza delle regole di bilancio comuni, un dibattito pubblico più informato e un coordinamento più intenso delle politiche di bilancio nazionali”<sup>6</sup>.

**Su questo sfondo, il presente articolo discute il concetto di un orientamento adeguato della politica di bilancio a livello di area dell'euro nel contesto del quadro istituzionale dell'UE.** A tal fine, valuta le recenti iniziative volte a migliorare il coordinamento delle politiche di bilancio nazionali per assicurare un orientamento appropriato nell'insieme dell'area dell'euro che contemperino l'obiettivo della sostenibilità delle finanze pubbliche con quello della stabilizzazione macroeconomica.

**L'articolo è strutturato come segue:** la seconda sezione passa brevemente in rassegna l'evoluzione dell'intonazione della politica di bilancio nell'area dell'euro durante il decennio scorso e la terza ne analizza il concetto di adeguatezza; la quarta riflette sui limiti al coordinamento dell'orientamento all'interno dell'attuale assetto istituzionale dell'UE per le politiche di bilancio; la quinta prende le mosse da questa analisi per ricavare considerazioni istituzionali connesse al lavoro del previsto Comitato europeo per le finanze pubbliche, oltre che al Tesoro dell'area dell'euro e al bilancio comune dell'area; la sesta sezione conclude.

## 2 Andamenti recenti dell'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro

**L'orientamento della politica di bilancio è volto a rilevare gli interventi discrezionali di politica di bilancio attuati dai governi.** In concreto, vi sono due modi principali per misurare l'orientamento della politica di bilancio

<sup>5</sup> Cfr. *Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa*, op. cit.

<sup>6</sup> Cfr. *Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa*, op. cit.

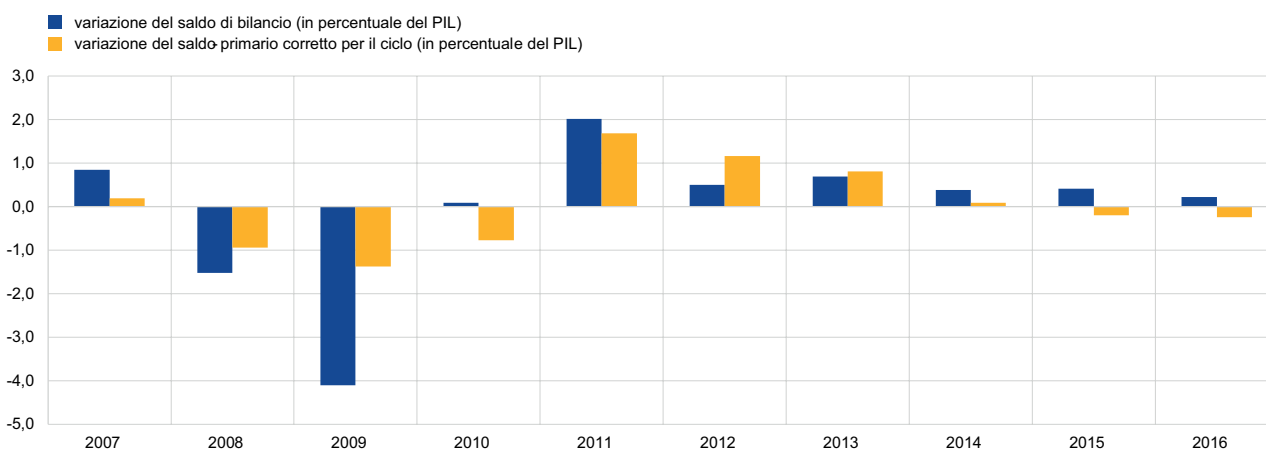
(cfr. il riquadro 1). Il primo è la variazione del saldo primario corretto per il ciclo economico, che sottrae la componente ciclica e la spesa per interessi dal saldo di bilancio complessivo. Il secondo è rappresentato dalle stime bottom-up degli interventi discrezionali delle politiche di bilancio, che riassumono gli effetti delle misure di policy incluse nelle leggi di bilancio nazionali.

**Come mostra il grafico 1, l'orientamento delle politiche di bilancio a livello di area dell'euro sembra essere divenuto lievemente espansivo dopo vari anni di intonazione restrittiva.** Il grafico presenta l'orientamento della politica di bilancio, misurato dalla variazione del saldo primario corretto per il ciclo, nel periodo 2007-2016. Esso mostra un'intonazione espansiva nel triennio 2008-2010, per effetto dell'impatto di diverse misure di stimolo, tra le quali il piano europeo di ripresa economica (European Economic Recovery Plan, EERP) varato dalla Commissione a novembre 2008 e corrispondente a circa l'1,5 per cento del PIL dell'area dell'euro. A questo periodo ha fatto seguito una restrizione nel triennio 2011-2013, che ha rispecchiato le ampie misure di risanamento dei conti pubblici attuate nei paesi dell'area per ripristinare la sostenibilità del debito e correggere i disavanzi eccessivi emersi durante la crisi del debito sovrano. L'intonazione delle politiche di bilancio è stata sostanzialmente neutrale nel 2014 in assenza di ampie misure correttive in gran parte dei paesi dell'area. Secondo le previsioni dell'inverno 2016 della Commissione europea, l'intonazione complessiva per l'area dell'euro dovrebbe essere lievemente espansiva nel biennio 2015-2016.

## Grafico 1

### Variazioni del saldo di bilancio e del saldo primario corretto per il ciclo per l'aggregato dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)



Fonti: AMECO ed elaborazioni della BCE.

## Riquadro 1

### La misurazione dell'orientamento della politica di bilancio

**L'impulso iniziale fornito dalle politiche di bilancio viene trasmesso all'economia attraverso diversi canali, che si differenziano tra di loro in base alla capacità del governo di influire sugli effetti di bilancio nel breve periodo.** Un importante canale agisce attraverso

gli “stabilizzatori automatici di bilancio”, che forniscono un sostegno automatico alla domanda privata mediante alcune componenti intrinseche dei bilanci pubblici. In particolare durante una fase di rallentamento dell’economia, in assenza di interventi da parte del governo, i sussidi di disoccupazione e le altre prestazioni sociali aumentano mentre il gettito fiscale tende a diminuire e questo contribuisce all’attenuazione del ciclo economico. L’entità di questi stabilizzatori automatici è strettamente connessa alle dimensioni del sistema di protezione sociale e del sistema fiscale<sup>7</sup>. Inoltre le politiche di bilancio possono influire sull’attività economica per il tramite dell’attuazione da parte dei governi di misure di bilancio discrezionali che incidono sulle entrate e sulla spesa del settore pubblico<sup>8</sup>.

**Il concetto di orientamento della politica di bilancio è inteso a rilevare solo la parte dell’impulso iniziale all’attività economica delle politiche di bilancio derivante dagli interventi discrezionali dei governi.** Nella pratica, l’orientamento delle politiche di bilancio viene misurato utilizzando due indicatori principali. Il primo è il saldo primario corretto per il ciclo<sup>9</sup>, che sottrae la componente ciclica e la spesa per interessi dal saldo complessivo. Il secondo è rappresentato dalle stime bottom-up degli interventi discrezionali di politica di bilancio, che riassumono gli effetti delle misure di policy incluse nelle leggi di bilancio nazionali.

**L’orientamento della politica di bilancio misurato dal saldo primario corretto per il ciclo è difficile da valutare in tempo reale.** In primo luogo, per poter distinguere le variazioni del saldo di bilancio complessivo indotte dalle misure di policy dall’impatto del ciclo economico, occorre rilevare l’entità dell’output gap (ossia della differenza del prodotto effettivo rispetto al suo livello potenziale). Le stime in tempo reale di quest’ultimo, una variabile non osservabile, sono tuttavia soggette a frequenti revisioni ex post. Ciò distorce la stima dell’orientamento in tempo reale, in quanto la quota dell’impulso di bilancio attribuita alle azioni discrezionali può risultare eccessivamente alta o bassa<sup>10</sup>. In secondo luogo, la stima in tempo reale può essere distorta dagli andamenti delle entrate fiscali, la cui reazione alla crescita economica non è in linea con le elasticità standard. Ad esempio, in una fase di espansione dell’economia, la stima dell’orientamento della politica di bilancio può segnalare un aumento delle entrate fiscali, che in tempo reale viene considerato riconducibile ad azioni discrezionali di politica di bilancio. Ex post, tuttavia, potrebbe emergere che tale aumento è stato invece dovuto a entrate inattese connesse ad andamenti transitori delle basi imponibili, legati a fluttuazioni temporanee di fattori quali, ad esempio, i prezzi delle attività e del petrolio.

**Per contro, le stime bottom-up degli interventi discrezionali di politica di bilancio sono volte a individuare l’impatto delle singole misure di imposizione e spesa.**

Dal lato delle entrate, l’individuazione di una misura e il calcolo del suo impatto rispetto a uno

<sup>7</sup> Un ulteriore impatto si riferisce al pagamento degli interessi sul debito pubblico, che costituisce un flusso finanziario tra il governo e l’economia. Tuttavia, nel breve periodo la capacità dei governi di influire sull’entità della spesa per interessi è limitata e agisce principalmente per il tramite delle strategie di gestione del debito.

<sup>8</sup> Per una descrizione dell’impulso di bilancio e delle sue componenti, cfr. la sezione 3.2 di van Riet, A. (a cura di), “Euro area fiscal policies and the crisis”, *Occasional Paper Series*, n. 109, BCE, 2010, pagg. 22-26.

<sup>9</sup> Nella pratica vengono anche utilizzate delle varianti di questa misura, quali la variazione del saldo strutturale o del saldo primario strutturale (cfr. il riquadro 3).

<sup>10</sup> Per un approfondimento, cfr. Kamps, C., De Stefani, R., Leiner-Killinger, N., Ruffer, R. e Sondermann, D. “The identification of fiscal and macroeconomic imbalances – unexploited synergies under the strengthened EU governance framework”, *Occasional Paper Series*, n. 157, BCE, 2014.

scenario a legislazione vigente è relativamente semplice. Dal lato della spesa, distinguere l'effetto di una misura di spesa da quello di altri andamenti economici (in termini, ad esempio, di disoccupazione, sviluppi demografici) è meno evidente e richiede la misurazione degli andamenti della spesa rispetto a un parametro di riferimento che dovrebbe idealmente essere esogeno. Ad esempio, il parametro di riferimento per la spesa nella parte preventiva del PSC si basa sulla crescita media nel lungo periodo del prodotto potenziale, mentre l'approccio bottom-up nella parte correttiva è fondato sulla crescita tendenziale. Anche queste variabili relative alla crescita non sono osservabili<sup>11</sup>.

**Nell'insieme, le raccomandazioni di policy riguardanti l'orientamento di politica di bilancio devono riconoscere i motivi di cautela che ne caratterizzano la misurazione.** Non è solo l'entità "esatta" delle misure discrezionali di politica di bilancio ad essere difficile da rilevare in tempo reale, ma anche la direzione dell'intonazione. Non è di fatto possibile concludere con certezza se l'orientamento sia restrittivo oppure espansivo, e se questo avvenga in un contesto economico in fase di miglioramento oppure di peggioramento, poiché è difficile determinare la posizione di un paese nel ciclo economico.

---

### 3 Cosa si intende per orientamento adeguato della politica di bilancio nell'area dell'euro?

#### 3.1 L'orientamento della politica di bilancio e il giusto equilibrio fra sostenibilità e stabilizzazione

**Le politiche di bilancio discrezionali sono generalmente considerate uno strumento debole di stabilizzazione macroeconomica durante le normali fasi cicliche.** In primo luogo serve del tempo per adottare e attuare una misura di bilancio, specie nel caso di ampi programmi di nuova introduzione ("ritardo di attuazione"). In secondo luogo le misure a sostegno dell'economia sono di norma difficili da ritirare una volta attuate, per le resistenze dei gruppi che ne beneficiano. In terzo luogo è difficile individuare correttamente l'entità, i tempi e il meccanismo economico di uno stimolo di bilancio. Di conseguenza vi è ad esempio il rischio che gli effetti economici di una misura discrezionale comincino a essere avvertiti solo quando l'economia ha già iniziato a recuperare, rendendo lo strumento prociclico invece che anticiclico<sup>12</sup>.

**Esiste pertanto un ampio consenso circa il fatto che gli stabilizzatori automatici di bilancio rappresentano "la prima linea di difesa" in quanto**

<sup>11</sup> Per un approfondimento, cfr. *La valutazione dello sforzo di risanamento delle finanze pubbliche* nel numero di ottobre 2014 del Bollettino mensile della BCE.

<sup>12</sup> Cfr. Taylor, J.B., "Reassessing discretionary fiscal policy", *Journal of Economic Perspectives*, vol.14, n. 3, 2000, pagg. 21-36. Per un esame dettagliato del ruolo svolto dagli stimoli di bilancio nell'economia e delle caratteristiche auspicabili delle misure adottate, che dovrebbero ad esempio essere tempestive, mirate e temporanee, cfr. van Riet, A., op. cit.

**costituiscono una risposta prevedibile e sistematica ai normali shock asimmetrici**<sup>13</sup>. In particolare durante una fase di rallentamento dell'economia, in assenza di interventi da parte del governo, i sussidi di disoccupazione e le prestazioni sociali aumentano mentre il gettito fiscale tende a diminuire, e questo contribuisce all'attenuazione del ciclo economico. Nell'area dell'euro l'entità di questi stabilizzatori automatici di bilancio varia da paese a paese; in media risulta tuttavia relativamente elevata nel confronto ad esempio con gli Stati Uniti, data la maggiore ampiezza del sistema di protezione sociale e del sistema fiscale dei paesi dell'area<sup>14</sup>.

**In circostanze eccezionali, i soli stabilizzatori automatici possono essere considerati insufficienti ad attutire l'impatto estremamente negativo e prolungato di forti fluttuazioni nel ciclo**<sup>15</sup>. Al tempo stesso, l'efficacia di uno stimolo discrezionale di bilancio è generalmente maggiore in tali circostanze. Se da un lato l'entità dei moltiplicatori di bilancio nel breve periodo è caratterizzata da una notevole incertezza, dall'altro evidenze recenti indicano che questi moltiplicatori possono essere più ampi durante recessioni profonde o crisi finanziarie oppure quando i margini di intervento della politica monetaria sono limitati. In una fase di crisi grave e protratta, il rischio di errata individuazione e valutazione dell'entità di uno shock è più limitato e di conseguenza il rischio di errori di policy è inferiore. Allo stesso tempo, i moltiplicatori di bilancio possono essere ridotti (o persino negativi) in presenza di livelli elevati del debito pubblico e di timori crescenti per la sostenibilità dello stesso<sup>16</sup>.

**L'orientamento della politica di bilancio influisce sia sulla sostenibilità delle finanze pubbliche sia sulla stabilizzazione, il che implica un trade-off per le politiche espansive.** Ad esempio, le misure di stimolo tendono da un lato a far aumentare il prodotto nel breve periodo, e dall'altro ad accrescere il debito e quindi i rischi per la sostenibilità. L'entità di questi singoli effetti dipende, tra le altre cose, dalla natura dello stimolo (vale a dire dal fatto che sia permanente o temporaneo e dal tipo di strumento utilizzato), dallo stato iniziale delle finanze pubbliche e dalle condizioni finanziarie e macroeconomiche osservate<sup>17</sup>.

<sup>13</sup> I tradizionali modelli dinamici stocastici di equilibrio economico generale (Dynamic Stochastic General Equilibrium, DSGE) neo-keynesiani riflettono altresì l'opinione dominante secondo la quale il ruolo fondamentale in termini di stabilizzazione macroeconomica dovrebbe essere svolto dalla politica monetaria mentre il ruolo della politica di bilancio dovrebbe limitarsi al funzionamento degli stabilizzatori automatici. Cfr. Brendon, C. e Corsetti, G., "COEURE Survey: Fiscal and Monetary Policies after the Crises", *CEPR Discussion Papers*, n. 11088, 2016. Cfr. anche l'analisi in van Riet, A., op. cit.

<sup>14</sup> Le stime sono diverse nei vari studi. Cfr. ad esempio Dolls, M., Fuest, C. e Peichl, A., "Automatic Stabilizers and Economic Crisis: US vs. Europe", *NBER Working Paper Series*, n. 16275, National Bureau of Economic Research, 2010, in cui si rileva che gli stabilizzatori automatici assorbono il 38 per cento di uno shock proporzionale sui redditi nell'UE, contro il 32 per cento negli Stati Uniti.

<sup>15</sup> Per un'analisi, cfr. Brendon, C. e Corsetti, G., op. cit. Pur avvertendo che le misure discrezionali di politica di bilancio costituiscono di norma uno strumento anticiclico meno efficace della politica monetaria, Taylor (op. cit.) segnala che la politica di bilancio potrebbe svolgere un ruolo nei casi in cui la politica monetaria è limitata dalla vicinanza dei tassi di interesse a breve termine al loro limite inferiore (zero lower bound). In tali circostanze, occorrerebbe dichiarare esplicitamente il modo in cui sarebbe utilizzata la politica di bilancio, poiché tali regole sono più difficili da specificare e attuare nella pratica rispetto a quelle analoghe per la politica monetaria. Cfr. anche la discussione nel riquadro 2.

<sup>16</sup> Per un'analisi, cfr. l'articolo *I moltiplicatori di bilancio e la tempistica di risanamento* nel numero di aprile 2014 del Bollettino mensile della BCE.

<sup>17</sup> Per una trattazione degli effetti delle azioni di risanamento dei conti pubblici sul prodotto e sul debito, cfr. anche Warmedinger, T., Checherita-Westphal, C. e Hernández de Cos, P., "Fiscal multipliers and beyond", *Occasional Paper Series*, n. 162, BCE, 2015.

**L'intonazione della politica di bilancio viene di norma ritenuta adeguata se assicura un appropriato equilibrio tra l'obiettivo di sostenibilità e quello di stabilizzazione.** Non esiste quindi di norma un *unico* orientamento “adeguato”, bensì una serie di possibili orientamenti in grado di contemperare l'obiettivo di stabilizzazione con quello di sostenibilità, attribuendo tuttavia pesi diversi a ciascuno dei due. La letteratura teorica ed empirica non offre chiare indicazioni su dove risieda il punto di equilibrio ottimale. Segnala tuttavia che i governi dovrebbero reagire con più determinazione ai vincoli legati alla sostenibilità quando i loro livelli di debito sono elevati. Di fatto, in tali regimi l'impatto dell'azione di risanamento dei conti pubblici sulla stabilizzazione del prodotto è mitigato per il tramite degli effetti di fiducia attraverso il canale dei tassi di interesse. Qualunque raccomandazione in merito all'intonazione “adeguata” della politica di bilancio richiede quindi di rendere operativi gli obiettivi di sostenibilità e di stabilizzazione e questo comporta che si tenga conto del livello del debito del paese in questione (cfr. il riquadro 3 per una valutazione della metrica utilizzata dalla Commissione europea nel verificare l'adeguatezza dell'orientamento della politica di bilancio).

**La misurazione dello sforzo di stabilizzazione necessario non è facile.**

Di norma, la decisione di un governo di accrescere o ridurre il sostegno all'economia dipende dalla sua valutazione dello stato di quest'ultima, misurato - ad esempio - dal livello dell'output gap e dalla velocità con la quale il governo intende colmarlo. Tuttavia, come spiegato nel riquadro 1, le stime dell'output gap sono soggette a un'elevata incertezza e potrebbero quindi fornire segnali errati in tempo reale riguardo alla necessità di stabilizzazione<sup>18</sup>. È questo il motivo per cui la politica monetaria ha da lungo tempo ridotto l'enfasi posta su indicatori non osservabili come l'output gap, i cui errori di misurazione hanno costituito una delle determinanti principali della Grande Inflazione degli anni '70<sup>19</sup>.

**Parimenti, non esiste un indicatore semplice capace di valutare se il debito pubblico è sostenibile oppure no.** Un debito pubblico sostenibile è quello il cui servizio può essere onorato in ogni momento<sup>20</sup>. Al tempo stesso, tutte le analisi sulla sostenibilità del debito sovrano (debt sustainability analysis, DSA) dipendono dalle ipotesi assunte<sup>21</sup>. Un approccio comprensivo per la DSA dovrebbe di norma considerare sia la dinamica del debito sia il livello al quale questo si stabilizza, valutare la solidità del percorso di riduzione del debito in vari scenari avversi e tener conto degli altri indicatori pertinenti (quali il fabbisogno delle amministrazioni pubbliche, la struttura del debito pubblico, l'entità delle contingent liabilities, la qualità delle istituzioni e i rischi politici). Nella sua valutazione della sostenibilità

<sup>18</sup> Cfr. Cimadomo, J., “Fiscal policy in real time”, *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 114, n. 2, 2012, pagg. 440-465, e Kamps et al., op. cit.

<sup>19</sup> Cfr. *La “Grande inflazione”: insegnamenti per la politica monetaria* nel numero di maggio 2010 del Bollettino mensile della BCE.

<sup>20</sup> Per una disamina dei concetti teorici e pratici relativi alla sostenibilità, cfr. l'articolo *L'analisi della sostenibilità del debito pubblico nell'area dell'euro* nel numero di aprile 2012 del Bollettino mensile della BCE.

<sup>21</sup> Cfr. ad esempio gli approcci per l'analisi sulla sostenibilità del debito adottati dal Fondo monetario internazionale (FMI) e dalla Commissione europea, rispettivamente, in *Staff Guidance Note for public debt sustainability analysis in market-access countries*, FMI, 2013, e *Fiscal Sustainability Report 2015*, Commissione europea, gennaio 2016.

nell'ambito della governance economica europea, la Commissione europea adotta tre indicatori volti a riassumere i rischi di breve, medio e lungo periodo, che si aggiungono a un approccio più completo per la DSA. Su questo sfondo, il riquadro 2 offre una panoramica della letteratura che illustra come le funzioni di reazione di bilancio passate (stimate) hanno fornito in modo empirico una risposta agli obiettivi di stabilizzazione e di sostenibilità.

## Riquadro 2

### Le funzioni di reazione della politica di bilancio

---

**La letteratura in materia di funzioni di reazione della politica di bilancio può far luce sulla condotta passata nei paesi dell'area dell'euro con riferimento sia alla sostenibilità sia alla stabilizzazione.** Benché non sia sufficiente a garantire l'adozione di politiche adeguate in futuro, la conduzione della politica di bilancio in passato può fornire indicazioni utili circa le modalità con cui i governi hanno tenuto conto degli obiettivi di sostenibilità e/o di stabilizzazione. L'approccio della funzione di reazione della politica di bilancio è di norma utilizzato come un test debole sulla sostenibilità dei conti pubblici, a partire da Bohn (1998)<sup>22</sup>. Di conseguenza, si ritiene che un governo rispetti i vincoli legati alla sostenibilità se reagisce sistematicamente agli aumenti del rapporto debito/PIL accrescendo l'incidenza dell'avanzo primario sul PIL<sup>23</sup>. La letteratura copre obiettivi di ricerca collegati, compresa la stima delle "reazioni della politica di bilancio" seguendo la letteratura sulle regole di politica monetaria (Taylor, 2000)<sup>24</sup> o i lavori sui regimi di politica di bilancio attivi e passivi (Leeper, 1991).<sup>25</sup> La maggior parte degli studi empirici sulle funzioni di reazione della politica di bilancio verifica la condizione di sostenibilità stimando la risposta della politica di bilancio (di norma il saldo primario, ma anche il saldo primario corretto per il ciclo) al (valore ritardato del) rapporto debito/PIL e tenendo conto delle condizioni cicliche (output gap corrente), in aggiunta ad altri fattori. La specificazione di una funzione di reazione della politica di bilancio in termini sia di debito sia di output gap permette di valutare gli sforzi dispiegati (o meno) dalle autorità in termini di stabilizzazione sia del debito pubblico sia del prodotto<sup>26</sup>.

---

<sup>22</sup> Cfr. Bohn, H., "The Behavior of U.S. Public Debt and Deficits", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 113, n. 3, 1998.

<sup>23</sup> Come indicato in vari studi, questo può essere considerato un test solo debole della sostenibilità perché, tra le altre cose, è probabile che vi sia un limite superiore per il rapporto tra l'avanzo primario e il PIL. Quando l'incidenza del debito sul PIL è molto elevata, aumenta la probabilità di dover conseguire un avanzo primario troppo ambizioso rispetto a quanto fatto in passato (fiscal fatigue). Cfr. Gosh, A.R., Kim, J.I., Mendoza, E.G., Ostry, J.D. e Quereshi, M.S., "Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies", *Economic Journal*, vol. 123, n. 566, febbraio 2013, pagg. F4-F30.

<sup>24</sup> Cfr. Taylor J.B., op. cit. Per un'applicazione, cfr. Galí, J. e Perotti, R., "Fiscal policy and monetary integration in Europe", *Economic Policy*, vol. 18, n. 37, ottobre 2003, pagg. 533-572.

<sup>25</sup> Cfr. Leeper, E., "Equilibria under 'active' and 'passive' monetary and fiscal policies", *Journal of Monetary Economics*, vol. 27, n. 1, 1991, pagg. 129-147. Per un'applicazione, cfr. Afonso, A. e Toffano, P., "Fiscal regimes in the EU", *Working Paper Series*, n.1529, BCE, aprile 2013.

<sup>26</sup> Cfr. fra l'altro l'analisi in Plödt, M. e Boeing-Reicher, C., "Estimating fiscal policy reaction functions: The role of model specification", *Journal of Macroeconomics*, vol. 46, dicembre 2015, pagg. 113-128.

**Mentre una regola di politica monetaria come quella di Taylor è stata attentamente esaminata nella pratica, con buoni risultati nei periodi passati<sup>27</sup>, la letteratura sulla funzione di reazione della politica di bilancio non fornisce coefficienti di reazione “di riferimento” per definire un comportamento normativo.** Si assume invece che un coefficiente di reazione positivo e statisticamente significativo per il valore ritardato del debito costituisca una condizione sufficiente, ma non necessaria, della sostenibilità. Maggiore è il coefficiente, più forte sarà la reazione all'aumento del debito. Serve particolare cautela nel trarre conclusioni sulla sostenibilità del debito esclusivamente a partire dalle stime della funzione di reazione della politica di bilancio basate sui comportamenti pregressi. Per quanto concerne la reazione della politica di bilancio all'output gap, un coefficiente positivo (negativo) e statisticamente significativo viene di norma interpretato come evidenza a favore di una politica di bilancio anticiclica (prociclica).

**Per i paesi dell'area dell'euro, in generale la letteratura sulla funzione di reazione della politica di bilancio rileva che i governi hanno in media preso in (qualche) considerazione i vincoli legati alla sostenibilità.** La reattività è apparsa molto maggiore durante la recente crisi del debito sovrano nell'area dell'euro con le sue origini nella crisi economica e finanziaria mondiale del 2008<sup>28</sup>. Nell'insieme esistono evidenze di non linearità nella reazione del governo al debito, in un contesto in cui l'obiettivo di sostenibilità riceve maggiore attenzione quando il livello del debito è elevato<sup>29</sup>. L'evidenza riguardo alla reattività durante il periodo successivo alla firma del Trattato di Maastricht e quello a partire dall'adozione dell'euro è più controversa; alcuni studi recenti segnalano tuttavia una reattività media maggiore dopo la firma del Trattato di Maastricht, cui ha però fatto seguito un calo durante il periodo compreso tra l'adozione dell'euro e lo scoppio della crisi<sup>30</sup>.

**Per quanto concerne il ruolo di stabilizzazione della politica di bilancio, la maggior parte dell'evidenza disponibile segnala un significativo ruolo anticiclico per il tramite degli stabilizzatori automatici e in misura minore attraverso interventi discrezionali di politica di bilancio.** Ad esempio, alcuni studi passati concludono che non vi sono evidenze del fatto che il Trattato di Maastricht e il PSC abbiano impedito agli stabilizzatori automatici di svolgere la loro funzione nei paesi dell'area dell'euro. Al contrario, tali paesi avrebbero rafforzato la natura anticiclica della loro politica di bilancio (fino al 2002)<sup>31</sup>. Questi e altri studi concludono che sia la politica di bilancio nel suo insieme sia la componente discrezionale hanno reagito in modo

<sup>27</sup> Taylor ha proposto dei coefficienti per la reazione dei tassi di interesse reali a breve termine pari a 0,5 sia per l'output gap sia per il gap di inflazione, con “valori prossimi a questo suggerimento riscontrati comunemente nei lavori empirici negli Stati Uniti negli anni '80 e '90” e altresì “che determinano buoni risultati negli esercizi di simulazione” (cfr. Taylor, op. cit.).

<sup>28</sup> Cfr. tra l'altro, l'analisi e la descrizione generale della funzione di reazione della politica di bilancio (fiscal reaction function, FRF) contenute in *Fiscal Sustainability Report 2015*, op. cit.

<sup>29</sup> Cfr. ad esempio De Groot, O., Holm-Hadulla, F. e Leiner-Killinger, N., “Cost of borrowing shocks and fiscal adjustment”, *Journal of International Money and Finance*, vol. 59, 2015, pagg. 23-48 e Plödt and Boeing-Reicher, op. cit. Quando il rapporto debito/PIL è molto elevato, aumenta la probabilità di dover conseguire un avanzo primario troppo ambizioso rispetto a quanto fatto in passato (fiscal fatigue). Cfr. Gosh et al., op. cit.

<sup>30</sup> Cfr. ad esempio Bénétrix, A.S. e Lane, P.R., “Fiscal cyclicality and EMU”, *Journal of International Money and Finance*, vol. 34(C), 2013, pagg. 164-176; Plödt e Boeing-Reicher, op. cit.; Weichenrieder, A. e Zimmer, J., “Euro membership and fiscal reaction functions”, *International Tax and Public Finance*, vol. 21, n. 4, 2014, pagg. 598-613. Il secondo studio avverte tuttavia che in termini di significatività statistica la diversa reazione nel periodo dell'area dell'euro è sensibile alle variazioni delle specificazioni, come ad esempio all'esclusione della Grecia dal gruppo di paesi considerati.

<sup>31</sup> Cfr. Gali e Perotti, op. cit.



anticiclico dalla firma del Trattato di Maastricht. Tuttavia, l'evidenza sulle misure discrezionali di bilancio e per la reattività durante il periodo successivo all'adozione dell'euro è più debole.

**Nell'insieme esistono riscontri del fatto che, in media, i governi nell'area dell'euro reagiscono sia all'obiettivo di stabilizzazione sia a quello di sostenibilità.** Diversi studi segnalano miglioramenti nella conduzione della politica di bilancio dal punto di vista di entrambi gli obiettivi dopo la firma del Trattato Maastricht e un indebolimento della reattività subito dopo l'adozione dell'euro. La crisi ha agito come strumento di disciplina per la sostenibilità, in un contesto in cui è stata osservata una reazione all'aumento del debito maggiore rispetto al passato in molti paesi dell'area dell'euro durante la crisi (almeno fino al 2012-2013, il termine dell'orizzonte temporale considerato negli studi).

---

### 3.2 Elementi specifici di un orientamento adeguato della politica di bilancio a livello di area dell'euro

**Così come a livello nazionale, anche per l'insieme dell'area dell'euro un orientamento adeguato della politica di bilancio sarebbe volto a raggiungere un equilibrio tra l'obiettivo di sostenibilità e quello di stabilizzazione.** Nello specifico, le esigenze di stabilizzazione del quadro macroeconomico sarebbero valutate rispetto all'entità dell'output gap per l'insieme dell'area dell'euro, mentre una valutazione dei rischi per la sostenibilità del debito inizierebbe rilevando gli andamenti del debito pubblico complessivo.

**Tuttavia, l'orientamento della politica di bilancio per l'insieme dell'area dell'euro costituisce al momento un concetto puramente meccanico, risultante dall'aggregazione delle posizioni dei singoli paesi.** In assenza di uno strumento centralizzato di politica di bilancio, l'orientamento dell'area dell'euro rileva semplicemente la somma delle politiche discrezionali nazionali. La sua direzione può quindi riflettere andamenti nazionali molto diversi, ad esempio un'intonazione restrittiva in alcuni paesi e una espansiva in altri, con esiti non sempre necessariamente ottimali.

**La valutazione dell'intonazione della politica di bilancio a livello di area dell'euro e dei singoli paesi può presentare incoerenze dovute a vari motivi.** Tali incoerenze possono essere causate da preferenze eterogenee a livello di area dell'euro e a livello nazionale in merito all'importanza relativa dei due obiettivi di assicurare la sostenibilità dei conti pubblici e la stabilizzazione del quadro macroeconomico. Pertanto, il perseguimento degli obiettivi da parte delle politiche nazionali non determina necessariamente un esito "ottimale" a livello di area dell'euro. Inoltre possono emergere problemi se il precedente mancato rispetto delle richieste del PSC e i connessi timori per la sostenibilità dei conti pubblici richiedono un inasprimento della politica di bilancio prociclico in alcuni paesi dell'area, mentre altri con margini di manovra nel bilancio godono di condizioni macroeconomiche favorevoli e non sono quindi incentivati a condurre politiche espansive. Di fatto, nell'ambito della valutazione dei documenti programmatici di bilancio dei paesi

dell'area dell'euro, l'Eurogruppo ha sottolineato ripetutamente che mentre l'orientamento complessivo implicito nei documenti poteva essere considerato sostanzialmente adeguato, la sua composizione era problematica in quanto i paesi con squilibri di bilancio pregressi non rispettavano pienamente i requisiti del PSC e quelli con margini di manovra non li utilizzavano appieno<sup>32</sup>.

**Inoltre, un'aggregazione meccanica potrebbe non rilevare adeguatamente l'impatto delle politiche nazionali sull'economia dell'area dell'euro.** Si tratta del caso in cui un impulso di bilancio in un paese dell'area dell'euro si ripercuote sugli altri paesi. I legami commerciali tra paesi costituiscono il principale canale di trasmissione di tale impatto<sup>33</sup>. Se ad esempio una politica di bilancio espansiva viene attuata in un paese avente considerevoli legami commerciali con altri paesi al di fuori dell'area, l'aumento della domanda sia interna sia dell'area dell'euro risulta inferiore rispetto a quello che si avrebbe se la stessa politica fosse attuata in un paese avente legami commerciali soprattutto all'interno dell'area. A parità di impulso di bilancio, la valutazione dell'orientamento nell'area dell'euro (come pura aggregazione meccanica della posizione dei singoli paesi) e l'impatto della stessa sull'economia dell'area possono variare a seconda dell'entità di tali effetti di propagazione.

**È importante tenere presente che l'intonazione della politica di bilancio a livello di area dell'euro può essere considerata "adeguata" solo se salvaguarda le esigenze di sostenibilità di tutti i paesi dell'area.** Poiché la politica di bilancio nell'UEM rimane una responsabilità nazionale, la sostenibilità del debito sovrano deve essere assicurata in tutti i paesi dell'area: i problemi di sostenibilità di un paese possono infatti presentare ripercussioni sfavorevoli per gli altri, oltre che per la conduzione delle politiche comuni a livello di area dell'euro. Gli indicatori di sostenibilità applicati al rapporto debito/PIL complessivo per l'insieme dell'area possono quindi essere utilizzati solo come parametro di riferimento oppure a fini indicativi. In particolare, un'intonazione considerata auspicabile per l'area potrebbe non essere necessariamente raggiungibile attraverso l'aggregazione delle politiche di bilancio nazionali se alcuni paesi affrontano gravi rischi per la sostenibilità del debito. In altre parole, la divergenza tra i livelli di debito nei paesi dell'area accresce la probabilità che l'aggregazione delle politiche nazionali non determini un orientamento adeguato per l'area nel suo insieme.

### Riquadro 3

La metrica utilizzata dalla Commissione europea per valutare l'adeguatezza della politica di bilancio

---

**Nella sua relazione del 2015 sulle finanze pubbliche nell'UEM, la Commissione europea ha proposto un approccio per valutare l'adeguatezza della politica di bilancio nell'area dell'euro<sup>34</sup>.** In base a questo metodo, l'orientamento delle politiche di bilancio - misurato dalla

<sup>32</sup> Cfr. ad esempio *Eurogroup Statement on the Draft Budgetary Plans for 2016*, 23 novembre 2015.

<sup>33</sup> L'entità degli effetti di propagazione tra bilanci dipende da vari fattori, quali le elasticità del commercio e gli eventuali effetti di fiducia nei mercati finanziari che influiscono sui premi per il rischio sovrano. Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro *Effetti di propagazione tra bilanci nell'area dell'euro* nel numero di aprile 2014 del Bollettino mensile della BCE.

<sup>34</sup> Cfr. l'allegato A1 al "Report on Public Finances in EMU – 2015", *European Economy – Institutional Papers*, n. 14, Commissione europea, dicembre 2015.

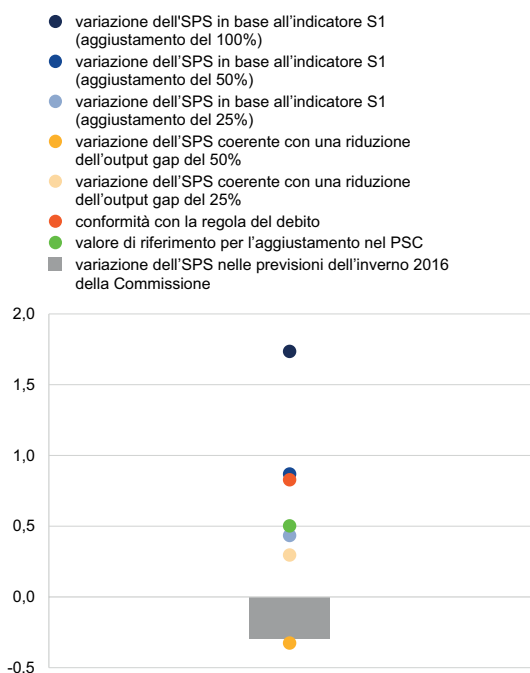
variazione del saldo primario strutturale (SPS) - è valutato rispetto a un duplice criterio: da un lato la necessità di affrontare i rischi per la sostenibilità nel lungo periodo e dall'altro l'obiettivo di assicurare la stabilizzazione del quadro macroeconomico nel breve periodo.

**Nella valutazione della Commissione, la componente relativa alla sostenibilità è rilevata da una variante dell'“indicatore S1”.** Nello specifico, l'indicatore S1 quantifica la correzione cumulata del saldo primario strutturale nei successivi cinque anni che sarebbe necessaria per ridurre il debito pubblico al 60 per cento del PIL nel 2030, tenendo anche conto delle passività implicite connesse all'invecchiamento della popolazione. Un quarto di questa correzione cumulata è poi considerato come sforzo di risanamento anticipato che si rende necessario in un determinato anno per soddisfare il criterio di sostenibilità. Ripartendo lo sforzo di risanamento, l'indicatore S1 non costituisce di fatto un indicatore di sostenibilità puro ma tiene implicitamente conto del criterio di stabilizzazione. Dal punto di vista esclusivo della sostenibilità, sarebbe preferibile anticipare l'intero sforzo nel primo anno poiché questo riduce al minimo lo sforzo di risanamento totale<sup>35</sup>.

### Grafico A

Valutazione dell'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro nel 2016

(in percentuale del PIL)



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

**Il criterio di stabilizzazione macroeconomica nella valutazione della Commissione è rilevato dalla variazione del saldo primario strutturale che sarebbe coerente con una chiusura dell'output gap del 25 o del 50 per cento, rispettivamente, in un determinato anno<sup>36</sup>.** Le componenti di sostenibilità e di stabilizzazione della valutazione non sono legate attraverso pesi relativi, ma vengono valutate separatamente. L'approccio è quindi inteso a fornire un'analisi positiva, più che normativa, degli andamenti di bilancio considerando un intervallo di valori basato su specificazioni diverse delle esigenze di sostenibilità e di stabilizzazione<sup>37</sup>.

Analogamente all'analisi della Commissione, il grafico A presenta un intervallo di valori illustrativo dell'orientamento adeguato

<sup>35</sup> Cfr. l'articolo "Fiscal multipliers and the timing of consolidation", op. cit., e Warmedinger, T. et al., op. cit.

<sup>36</sup> La variazione del saldo primario strutturale che sarebbe automaticamente coerente con le variazioni dell'output gap considerate è calcolata ipotizzando un moltiplicatore di bilancio di 0,8.

<sup>37</sup> Per ulteriori dettagli sull'approccio alla valutazione dell'adeguatezza dell'orientamento fiscale, cfr. l'allegato 1 ("Assumptions underlying the assessment of fiscal stance") in "Report on Public Finances in EMU – 2015", op. cit.

della politica di bilancio, utilizzando specificazioni alternative degli obiettivi di sostenibilità e stabilizzazione.

### **Al momento, l'obiettivo di sostenibilità richiede chiaramente una restrizione**

**dell'orientamento nell'area dell'euro.** Nella sua analisi, la Commissione ipotizza che il 25 per cento dello sforzo di risanamento totale segnalato dall'indicatore S1 debba essere attuato nel 2016 per soddisfare il criterio della sostenibilità. In base alle previsioni dell'inverno 2016 della Commissione europea, tale correzione per l'area dell'euro corrisponderebbe a circa lo 0,4 per cento del PIL (cfr. il pallino celeste nel grafico A)<sup>38</sup>. Questo livello è inferiore a quello di riferimento dello 0,5 per cento del PIL previsto dal PSC (cfr. il pallino verde nel grafico A) e anche a quello dello 0,8 per cento del PIL che sarebbe necessario per colmare il divario rispetto alla regola sul debito nella sua versione prospettica, prevista dal PSC (cfr. il pallino arancione nel grafico A). Al tempo stesso un aggiustamento strutturale pari allo 0,8 per cento del PIL ridurrebbe il disavanzo strutturale dell'area dell'euro a circa lo 0,5 per cento del PIL, in linea con il livello massimo dell'obiettivo a medio termine previsto nel Patto di bilancio<sup>39</sup>. Inoltre, tale correzione corrisponderebbe approssimativamente a un "anticipo" del 50 per cento dello sforzo di risanamento totale in base all'indicatore S1 (cfr. il pallino blu al centro nel grafico A). Una piena chiusura del "divario di sostenibilità" come segnalato dall'indicatore S1 richiederebbe un aumento del saldo primario strutturale dell'area dell'euro in pari a circa l'1,7 per cento del PIL nel 2016. Nell'insieme, questa analisi di sensibilità indica che l'obiettivo di sostenibilità richiede chiaramente una restrizione dell'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro, e l'indicatore preferito dalla Commissione europea fornisce un limite inferiore per la correzione strutturale richiesta.

### **L'obiettivo di stabilizzazione, d'altro canto, non fornisce una chiara raccomandazione su quale sia l'intonazione della politica di bilancio per l'area dell'euro adeguata all'attuale quadro congiunturale.**

Secondo le previsioni dell'inverno 2016 della Commissione europea, l'output gap nell'area si ridurrà di circa il 40%, dal -1,8 per cento del PIL del 2015 al -1,1 nel 2016. Pertanto il limite inferiore della componente relativa alla stabilizzazione, che richiede una riduzione dell'output gap pari al 25 per cento nel 2016, è coerente con una restrizione dell'intonazione della politica di bilancio corrispondente a circa lo 0,3 per cento del PIL (cfr. il pallino giallo chiaro nel grafico A). D'altro canto, una riduzione mirata dell'output gap del 50 per cento – il limite superiore nell'analisi della Commissione – richiederebbe un'espansione di circa lo 0,3 per cento del PIL nel 2016.

### **Nell'insieme, l'analisi indica che il previsto allentamento dell'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro dello 0,3 per cento del PIL nel 2016 è fortemente sbilanciato**

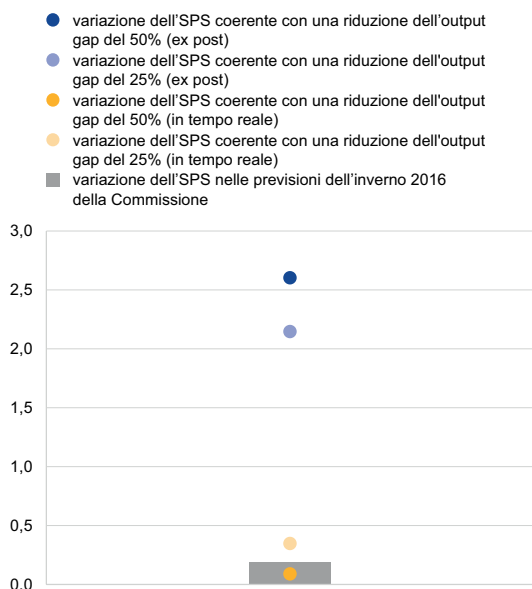
<sup>38</sup> Si noti come i calcoli per l'indicatore S1 siano basati su proiezioni deterministiche del debito per il periodo fino al 2030. Tali proiezioni si fondano sulle previsioni dell'inverno 2016 della Commissione europea. Oltre l'orizzonte previsivo, le proiezioni ipotizzano una chiusura dell'output gap entro il 2020 e un aumento parallelo della crescita del deflatore del PIL al 2 per cento. Le ipotesi per la crescita potenziale sono desunte dallo scenario T+10 del Gruppo di lavoro sugli Output Gap (Output Gaps Working Group) costituito nell'ambito del Comitato di politica economica (Economic Policy Committee, EPC) e utilizzando le ipotesi contenute nel rapporto del 2015 sull'invecchiamento della popolazione (*2015 Ageing Report*) pubblicato dalla Commissione europea. Anche i costi connessi con l'invecchiamento della popolazione sono tratti dal suddetto rapporto.

<sup>39</sup> Il Patto di bilancio del Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione economica e monetaria richiede che le parti contraenti raggiungano posizioni di bilancio in equilibrio o in avanzo. Questa regola si ritiene rispettata quando non viene superato un limite per il disavanzo strutturale dello 0,5 per cento del PIL.

## Grafico B

Obiettivo di stabilizzazione: valutazione in tempo reale ed ex post per il 2007

(in percentuale del PIL)



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

verso l'obiettivo di stabilizzazione e si discosta invece in misura significativa sia dall'obiettivo di sostenibilità sia dal parametro di riferimento stabilito dal PSC.

**La valutazione dell'obiettivo di stabilizzazione in base agli andamenti dell'output gap può risentire di problemi connessi con le stime real-time.** Come spiegato

in precedenza, un confronto per l'area dell'euro tra le stime dell'output gap e le rispettive stime contenute nelle serie storiche delle previsioni in tempo reale indica una tendenza a misurare erroneamente gli output gap in tempo reale. Questi problemi di stima in tempo reale possono tradursi in valutazioni molto diverse dell'adeguatezza dell'orientamento rispetto al criterio di stabilizzazione a seconda che si utilizzino dati ex

post o in tempo reale. La figura B fornisce un esempio illustrativo per il 2007. La previsione della primavera 2007 della Commissione europea stimava un output gap negativo dello 0,4 per cento del PIL per l'area dell'euro nel 2007. Rispetto al 2006, ciò implicava una chiusura del gap di circa il 50 per cento, a indicare che un'intonazione sostanzialmente neutrale delle politiche di bilancio sarebbe stata considerata adeguata rispetto al limite inferiore della componente di stabilizzazione (cfr. il pallino giallo scuro nel grafico B). Una chiusura dell'output gap in misura pari al 25 per cento sarebbe stata coerente con una lieve restrizione dell'intonazione della politica di bilancio, corrispondente a circa lo 0,3 per cento del PIL. Al tempo stesso, il criterio di sostenibilità non avrebbe costituito un vincolo poiché il rapporto debito/PIL nell'area dell'euro si collocava attorno al 65 per cento. Pertanto, rispetto alla metrica della Commissione europea e in base ai dati in tempo reale, il lieve inasprimento pari allo 0,2 per cento del PIL (cfr. la barra grigia nel grafico B) sarebbe stato considerato sostanzialmente adeguato. Tuttavia, la stima contenuta nelle previsioni dell'inverno 2016 della Commissione europea indica che l'output gap dell'area dell'euro nel 2007 non era lievemente negativo ma fortemente positivo (+2,6 per cento del PIL)<sup>40</sup>. In base ai dati ex post, una chiusura dell'output gap positivo in misura rispettivamente pari al 25 e 50 per cento sarebbe stata coerente con un forte aumento del saldo primario strutturale (cfr. i pallini blu nel grafico B). Con il senno di poi, un maggiore inasprimento della politica di bilancio nei periodi di congiuntura economica favorevole prima della crisi sarebbe parso più adeguato. Questo esempio evidenzia la grande incertezza connessa con il ricorso all'output gap nella valutazione in tempo reale dell'orientamento della politica di bilancio.

<sup>40</sup> Lo stesso vale per il 2006, quando l'output gap è stato stimato a -0,8 per cento del PIL in tempo reale, mentre l'ultima previsione della Commissione suggerisce un valore pari a +1,4 per cento del PIL.

## Limiti dell'attuale assetto istituzionale per la definizione dell'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro

**L'attuale quadro istituzionale dell'UE non prevede disposizioni o strumenti volti a gestire direttamente l'orientamento delle politiche di bilancio complessivo nell'area dell'euro e questo costituisce una differenza fondamentale tra l'area dell'euro e federazioni quali gli Stati Uniti.** Di fatto le politiche di bilancio sono condotte nei 19 paesi appartenenti all'area dell'euro sulla base dei bilanci nazionali e all'interno di contesti istituzionali diversi. Il bilancio dell'UE dispone di risorse comuni che sono utilizzate in particolare per promuovere la coesione economica e sociale tra Stati membri, ma è di dimensioni piuttosto ridotte (circa l'1 per cento del PIL aggregato dell'UE), non è specifico per l'area dell'euro e non è focalizzato sulla stabilizzazione macroeconomica. A livello di area dell'euro il quadro istituzionale è stato integrato dal Meccanismo europeo di stabilità (MES), uno strumento per la gestione delle crisi inteso a fornire assistenza finanziaria ai paesi dell'area che affrontano o rischiano di dover affrontare difficoltà di finanziamento. Nell'insieme, tuttavia, l'assenza di strumenti di bilancio comuni a livello centrale contrasta nettamente con la situazione di federazioni quali gli Stati Uniti, dove a livello federale operano importanti strumenti di policy quali la definizione delle politiche di imposizione e di importanti funzioni di spesa, ad esempio per ambiti come la difesa, lo stato sociale e l'assicurazione sanitaria.

**In particolare, il PSC influisce sull'intonazione complessiva delle politiche di bilancio in modo indiretto invece di indirizzarla direttamente.** Le politiche di bilancio decentrate dei paesi dell'area dell'euro sono coordinate dal PSC, che tiene conto del ciclo economico. Come indicato nel riquadro 4, il PSC contiene una moltitudine di disposizioni per i paesi nell'ambito sia della parte preventiva sia di quella correttiva del Patto, che modulano lo sforzo strutturale richiesto a seconda delle condizioni economiche e – in misura inferiore – del rapporto debito pubblico/PIL. Di conseguenza, il PSC incide sull'orientamento aggregato della politica di bilancio nell'area dell'euro indirettamente.

**Inoltre, il PSC non obbliga i paesi che hanno margini di manovra a contribuire a realizzare un orientamento complessivo considerato auspicabile.** Come indicato nel grafico 1, si prevede che l'intonazione delle politiche di bilancio nell'area dell'euro sia lievemente espansiva nel 2016. Al tempo stesso, mentre una serie di paesi dell'area è stata considerata a rischio di non conformità con il PSC e quindi necessita di ulteriori misure restrittive<sup>41</sup>, altri dispongono ancora di margini di manovra secondo le regole del PSC. Ciò nonostante, il PSC non contiene disposizioni che incentivino questi paesi a utilizzare i margini esistenti per fornire un sostegno all'economia dell'area dell'euro. La logica del PSC è di stabilire requisiti minimi, più che obiettivi, per le politiche di bilancio nazionali e lascia i singoli Stati membri liberi di porsi obiettivi che si spingano oltre i requisiti minimi.

<sup>41</sup> Cfr. la dichiarazione dell'Eurogruppo sul follow-up della valutazione dei documenti programmatici di bilancio per il 2016 (*Eurogroup statement on the follow-up to the Draft budgetary plans for 2016*), disponibile all'indirizzo <http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2016/03/07-eurogroup-statement-draft-budgetary-plans-2016>.

**Gli sviluppi recenti in ambito legislativo tendono ad accrescere il coordinamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro.** In particolare il Regolamento (UE) n. 473/2013 entrato in vigore il 30 maggio 2013 include disposizioni comuni per il monitoraggio e la valutazione dei documenti programmatici di bilancio e chiede al Consiglio di formulare raccomandazioni di policy per l'insieme dell'area dell'euro, comprese indicazioni in merito all'orientamento complessivo delle politiche di bilancio nell'area. Ad esempio, per rafforzare la portata di queste indicazioni, nell'ambito del Semestre europeo (il ciclo annuale di coordinamento e sorveglianza delle politiche economiche) del 2016 la formulazione di queste raccomandazioni per l'area dell'euro è stata anticipata a novembre 2015<sup>42</sup>. Gli Stati membri dovrebbero tenere conto di queste raccomandazioni nel definire la loro strategia di policy. Pertanto, invece di indirizzare attivamente l'orientamento a livello di area dell'euro, questo anticipo permette alla Commissione e al Consiglio di valutare i documenti programmatici di bilancio dei singoli paesi dell'area per l'anno successivo alla luce dell'intonazione complessiva raccomandata per l'insieme dell'area.

#### **Riquadro 4**

##### **Disposizioni volte a tener conto dello stato dell'economia nel PSC**

---

**Le disposizioni del PSC tengono conto dello stato dell'economia.** La riforma del PSC attuata nel 2005 ha introdotto il concetto di saldo strutturale, che considera gli effetti del ciclo economico sul saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche. A questo scopo ha definito l'obiettivo di bilancio a medio termine (OMT), che stabilisce livelli per il saldo strutturale a medio termine specifici per paese. Essi sono intesi, tra le altre cose, ad assicurare la sostenibilità del rapporto debito pubblico/PIL tenendo conto anche degli oneri di finanza pubblica connessi con l'invecchiamento della popolazione. Al tempo stesso gli OMT sono volti ad assicurare margini di manovra di bilancio sufficienti ad affrontare i periodi di congiuntura sfavorevole e preservare gli investimenti pubblici<sup>43</sup>.

**Il PSC prevede un ruolo significativo per il funzionamento degli stabilizzatori automatici di bilancio.** Questi stabilizzatori sono inclusi negli esistenti sistemi tax-benefit e operano automaticamente lungo il ciclo e quindi assecondano il percorso di aggiustamento strutturale dei singoli paesi. Al tempo stesso, i paesi che hanno raggiunto il proprio OMT possono permettere agli stabilizzatori automatici di operare liberamente e questo contribuisce ad attenuare il ciclo economico.

---

<sup>42</sup> Cfr. anche la Raccomandazione del Consiglio sulla politica economica della zona euro (COM(2015) 692 def.), disponibile all'indirizzo [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2016/ags2016\\_euro\\_area\\_recommendations.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2016/ags2016_euro_area_recommendations.pdf)

<sup>43</sup> Gli OMT sono fissati dagli Stati membri in base alle specifiche circostanze nazionali. Devono rispettare dei valori minimi e sono volti a conseguire tre obiettivi: 1) gli Stati membri mantengono un margine di sicurezza per evitare che il disavanzo ecceda il valore di riferimento del 3 per cento del PIL durante le fasi di rallentamento del ciclo economico; 2) il rapporto debito/PIL degli Stati membri è sostenibile tenendo conto degli effetti economici e di bilancio dell'invecchiamento demografico (ossia anticipando in parte gli aumenti previsti della spesa pubblica connessi all'invecchiamento e garantendo al tempo stesso la convergenza del rapporto debito/PIL verso il 60 per cento nel lungo periodo); 3) 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.

**Inoltre, nell'ambito della parte preventiva, il PSC prevede una modulazione delle richieste di correzione dei conti pubblici in base alla posizione nel ciclo economico e ad altri fattori.** Il 12 febbraio 2016 il Consiglio Ecofin ha approvato una posizione comune sulle modalità con cui tener conto del ciclo economico, delle riforme strutturali e degli investimenti nell'ambito delle esistenti regole del PSC. Una matrice specifica stati diversi dell'economia associandoli agli aggiustamenti strutturali necessari. Nello specifico definisce i periodi di congiuntura favorevole e distingue gli andamenti economici che si verificano in circostanze peggiori rispetto a quelle normali in congiuntura sfavorevole, molto sfavorevole ed eccezionalmente sfavorevole. La matrice modula la correzione strutturale necessaria per l'avvicinamento all'OMT in base all'entità dell'output gap, della crescita economica e del rapporto debito/PIL. Tali richieste possono essere ridotte se il paese attua riforme strutturali o effettua investimenti pubblici e la riduzione cumulata possibile è limitata a un massimo dello 0,75 per cento del PIL. Di conseguenza, in un contesto economico sfavorevole anche ai paesi con un elevato rapporto debito/PIL potrebbe essere consentito un deterioramento del saldo strutturale senza che questo comporti l'inosservanza delle regole di bilancio dell'UE.

**Nell'ambito della parte correttiva del PSC, la scadenza per la procedura per i disavanzi eccessivi (PDE) può essere definita su orizzonti di diversi anni e ulteriormente prorogata.** Ciò permette di ripartire nel medio periodo la correzione strutturale richiesta, tenendo conto così delle considerazioni connesse alla stabilizzazione. Inoltre, nel valutare la conformità con i requisiti della regola di bilancio si prendono in considerazione vari fattori rilevanti, quali ad esempio la bassa inflazione<sup>44</sup>.

**Il PSC contiene altresì una clausola generale di flessibilità introdotta con le riforme del "six-pack"<sup>45</sup> nel 2011, che può comportare riduzioni generalizzate dello sforzo strutturale richiesto.** La clausola può essere attivata, sia per singoli paesi sia per l'intera area dell'euro, quando si verifica un evento eccezionale al di fuori del controllo degli Stati membri che influisce in modo rilevante sulla posizione di bilancio delle amministrazioni pubbliche, oppure nei periodi di grave recessione economica per l'area dell'euro o per l'Unione nel suo insieme<sup>46</sup>. In questi casi è possibile uno scostamento dalle richieste di aggiustamento della parte preventiva del Patto. Analogamente, è possibile modulare lo sforzo di risanamento dei conti pubblici richiesto dalle PDE e le scadenze fissate nella Procedura possono essere prorogate. Tuttavia, per i paesi sottoposti alla parte correttiva, dovrebbe in linea di principio applicarsi una correzione strutturale annua pari allo 0,5 per cento del PIL. Ad ogni modo, la clausola generale di flessibilità può essere attivata solo se non mette a repentaglio la sostenibilità di medio periodo delle finanze pubbliche dello Stato membro interessato. Le condizioni esatte per l'applicazione di questa clausola (compresa la metrica relativa alla sostenibilità) non sono definite in modo esplicito<sup>47</sup>.

---

<sup>44</sup> Cfr. l'articolo *Strategie di riduzione del debito pubblico nell'area dell'euro* nel numero 3/2016 di questo Bollettino.

<sup>45</sup> Per maggiori informazioni in merito al "six pack", cfr. il riquadro *Il nuovo quadro di riferimento dell'UE per la governance economica* nel numero di luglio 2012 del Bollettino mensile della BCE.

<sup>46</sup> Una grave recessione economica viene definita come un periodo prolungato di crescita negativa e/o di ampi output gap negativi.

<sup>47</sup> Secondo la Commissione europea, questa disposizione eccezionale dovrebbe essere utilizzata esclusivamente in presenza di circostanze molto rare. Cfr. "Vademecum on the Stability and Growth Pact", *European Economy – Occasional Papers*, n. 151, Commissione europea, maggio 2013.



## 5 Considerazioni istituzionali relative alla definizione futura dell'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro

### 5.1 Il Comitato europeo per le finanze pubbliche

**Il neocostituito Comitato europeo per le finanze pubbliche fornirà alla Commissione europea indicazioni in merito all'adeguatezza dell'orientamento della politica di bilancio a livello sia nazionale sia di area dell'euro nell'ambito delle regole del PSC.** Facendo seguito alla relazione dei cinque presidenti, la Decisione (UE) 2015/1937 della Commissione<sup>48</sup> ha istituito un Comitato europeo per le finanze pubbliche che, una volta divenuto pienamente operativo, fornirà una valutazione dell'attuazione delle disposizioni del PSC e delle implicazioni delle politiche di bilancio nazionali per l'orientamento complessivo nell'area dell'euro.

**Il Comitato europeo per le finanze pubbliche non disporrà di strumenti di policy atti a influire attivamente sulla definizione delle politiche di bilancio.** Contribuirà piuttosto in una veste consultiva alla sorveglianza multilaterale nell'area dell'euro. Tuttavia, la Decisione della Commissione non specifica come il Comitato svolgerà la propria funzione consultiva: in particolare, resta poco chiaro il modo in cui sarebbe coinvolto nelle procedure del Semestre europeo, ossia il ciclo annuale di coordinamento delle politiche economiche e di bilancio nell'UE.

**Dato l'assetto istituzionale previsto, non è chiaro come il Comitato europeo per le finanze pubbliche potrà effettivamente svolgere il proprio ruolo.** Il fatto che, secondo la Decisione della Commissione, il Comitato europeo per le finanze pubbliche opererà nel quadro della struttura istituzionale della Commissione europea e non avrà una forte voce pubblica minerà probabilmente la sua credibilità come istituzione indipendente con funzioni consultive in materia di policy<sup>49</sup>.

**Da un punto di vista operativo, il Comitato europeo per le finanze pubbliche dovrà sviluppare un rigoroso quadro metodologico sul quale basare la sua valutazione dell'orientamento della politica di bilancio.** La Decisione della Commissione resta vaga anche riguardo al modo in cui il Comitato svolgerà i propri compiti nel concreto. Se la valutazione della conformità degli Stati membri con le regole di bilancio dell'UE può basarsi su consolidate fondamenta metodologiche, lo stesso non vale per la valutazione dell'adeguatezza dell'orientamento delle politiche di bilancio, specie a livello di area dell'euro. Dato il mandato del Comitato europeo per le finanze pubbliche di fornire le proprie valutazioni nell'ambito delle regole del PSC, sarà importante assicurare che la conformità con il PSC in tutti gli Stati membri e i rischi per la sostenibilità del debito costituiscano elementi essenziali della valutazione dell'intonazione delle politiche di bilancio.

<sup>48</sup> Decisione (UE) 2015/1937 della Commissione del 21 ottobre 2015 che istituisce un Comitato consultivo indipendente europeo per le finanze pubbliche.

<sup>49</sup> Cfr. il riquadro *La creazione del Comitato europeo per le finanze pubbliche* nel numero 7/2015 di questo Bollettino.

## 5.2 Opzioni per una migliore definizione delle politiche di bilancio a livello di area dell'euro

**Nel contesto di un'ampia revisione dell'architettura istituzionale dell'UEM, la relazione dei cinque presidenti propone due strumenti di bilancio a livello di area dell'euro: una funzione di stabilizzazione macroeconomica e un Tesoro dell'area dell'euro.** L'esperienza della crisi ha dimostrato che, in assenza di strumenti di politica monetaria a livello nazionale, le politiche di bilancio possono risultare sopraffatte quando gli shock specifici per paese sono molto forti e non sufficientemente attenuati dalla capacità di assorbimento dell'economia e del settore finanziario. Al tempo stesso, come discusso nella quarta sezione, la conduzione delle politiche nazionali non determina necessariamente un orientamento adeguato a livello di area dell'euro. Possono quindi risultare utili strumenti centralizzati di politica di bilancio per affrontare più efficacemente gli shock idiosincratici e/o indirizzare meglio l'orientamento complessivo quando opportuno.

**Una funzione di stabilizzazione macroeconomica a livello di area dell'euro potrebbe integrare gli stabilizzatori automatici operanti su scala nazionale in particolari condizioni.** Mentre il disegno definitivo di una funzione di stabilizzazione macroeconomica per l'area dell'euro dipenderà dalla volontà politica, dovrebbero essere rispettati alcuni principi in modo da preservare gli incentivi ad attuare politiche di bilancio rigorose e a correggere le debolezze strutturali a livello nazionale. Come sottolineato nella relazione dei cinque presidenti, tale funzione non dovrebbe né mirare a una perequazione dei redditi né comportare trasferimenti permanenti tra Stati membri. Essa dovrebbe assumere la forma di una stabilizzazione automatica e non essere finalizzata ad attenuare il ciclo economico con misure di bilancio. Tale funzione di stabilizzazione non sarebbe quindi uno strumento per indirizzare attivamente l'intonazione delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, ma ridurrebbe piuttosto la necessità per i paesi dell'area di affrontare i forti shock nazionali ricorrendo a politiche discrezionali.

**L'assicurazione reciproca contro gli shock asimmetrici attraverso una funzione di stabilizzazione richiederà una convergenza in altri ambiti di policy.** In questo contesto, la relazione dei cinque presidenti sottolinea che qualunque passo verso la condivisione dei rischi deve essere preceduto da un nuovo processo di convergenza verso strutture economiche più resilienti nei paesi dell'area dell'euro.

**A più lungo termine potrebbe essere istituito un Tesoro dell'area dell'euro dotato degli strumenti di bilancio necessari a contribuire alla definizione dell'intonazione complessiva nell'area dell'euro.** Questo Tesoro centrale costituirebbe l'unico modo per indirizzare nei fatti l'orientamento delle politiche di bilancio nell'area. Tuttavia, per essere efficace, occorre che il Tesoro disponga di una capacità di bilancio sufficientemente ampia da consentirgli di reagire agli shock economici nell'area. È chiaro che la creazione di un Tesoro con queste caratteristiche richiederebbe articolate riforme istituzionali, e in particolare un trasferimento di sovranità al livello dell'area dell'euro attraverso una modifica del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea. Un futuro Tesoro dell'area dell'euro dovrebbe essere democraticamente legittimato e responsabile del proprio operato per poter svolgere funzioni di politica di bilancio a livello centrale.

**Le recenti riforme istituzionali hanno inteso rafforzare il punto di vista complessivo a livello di area dell'euro al momento di valutare le politiche di bilancio nell'area.** Dopo le riforme del "two-pack" nel 2013<sup>50</sup>, il Consiglio –

basandosi sulla valutazione dei documenti programmatici di bilancio dei paesi dell'area dell'euro condotta dalla Commissione – formula ora raccomandazioni di policy per l'insieme dell'area, che includono indicazioni sull'adeguatezza dell'intonazione complessiva delle politiche di bilancio. Gli Stati membri dovrebbero tenere conto di queste indicazioni al momento di definire la loro strategia di policy nel contesto dell'aggiornamento annuale dei propri programmi di stabilità. Al tempo stesso, quando sarà operativo, il neocostituito Comitato europeo per le finanze pubbliche fornirà alla Commissione indicazioni sull'adeguatezza dell'intonazione a livello sia nazionale sia di area dell'euro, nell'ambito delle regole del PSC. Il PSC, tuttavia, non include alcun obbligo di contribuire all'orientamento delle politiche di bilancio dell'area.

**L'adeguatezza dell'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro non è semplice da valutare.** La valutazione deve contemperare vari obiettivi,

in particolare per quanto concerne la sostenibilità e la stabilizzazione, e tenere conto di seri problemi di misurazione che riguardano in particolare l'output gap. Se l'approccio della Commissione europea alla valutazione dell'orientamento a livello nazionale e di area dell'euro fornisce un'utile base per la discussione, occorre tuttavia un ulteriore impegno al fine di sviluppare un rigoroso quadro metodologico che sia sufficientemente robusto per trarre conclusioni di policy. L'osservanza delle disposizioni del PSC e la tempestiva correzione dei rischi sulla sostenibilità del debito devono essere elementi fondamentali della valutazione dell'intonazione delle politiche di bilancio.

**Il Patto di stabilità e crescita offre alle politiche di bilancio degli Stati membri la flessibilità necessaria per reagire alle fluttuazioni cicliche assicurando al tempo stesso progressi adeguati verso posizioni di bilancio sane e sostenibili.** La piena e coerente attuazione del PSC è essenziale per fare in

modo che i mercati abbiano fiducia nella capacità della governance dell'UE di coordinare efficacemente le politiche di bilancio all'interno dell'UEM. Al tempo stesso l'osservanza delle regole del PSC permetterà agli Stati membri di ricostituire margini di manovra e accrescere la loro capacità di attutire efficacemente gli effetti degli shock economici futuri.

**La responsabilità decentrata nella definizione delle politiche di bilancio, tuttavia, non si traduce necessariamente in un orientamento adeguato a livello di area dell'euro.** Appare pertanto auspicabile la realizzazione di due

ulteriori funzioni nella futura architettura istituzionale dell'UEM. In primo luogo, la creazione di una funzione di stabilizzazione macroeconomica per l'area dell'euro può attutire gli effetti di forti shock idiosincratici che, come è avvenuto nella crisi recente, possono superare la capacità di stabilizzazione a livello nazionale.

<sup>50</sup> Cfr. il riquadro *I due regolamenti per rafforzare la governance economica nell'area dell'euro* nel numero di aprile 2013 del Bollettino mensile della BCE.

L'obiettivo di questa funzione centrale di stabilizzazione macroeconomica consisterebbe non nell'indirizzare in modo attivo l'orientamento delle politiche di bilancio dell'area, bensì nel fornire un livello ulteriore di stabilizzazione automatica che ridurrebbe la necessità di attuare politiche discrezionali su scala nazionale. Una funzione centrale di stabilizzazione dovrebbe essere ben concepita, in maniera da preservare gli incentivi all'attuazione di rigorose politiche di bilancio e all'adozione di misure atte ad affrontare le debolezze strutturali nazionali. Nel contempo l'accesso a una futura funzione di stabilizzazione macroeconomica dovrebbe essere subordinato alla realizzazione di progressi significativi in termini di convergenza economica nell'area dell'euro, per conseguire strutture economiche con un livello di resilienza omogeneo, in grado di assicurare che la funzione di stabilizzazione non implichi trasferimenti permanenti tra Stati membri. Una maggiore condivisione dei rischi nell'area dovrebbe essere altresì accompagnata da un processo decisionale più condiviso in materia di politiche economiche. In secondo luogo, a più lungo termine, un Tesoro dell'area dell'euro potrebbe essere dotato di strumenti di bilancio atti a contribuire direttamente alla definizione dell'orientamento nell'area. Ciò richiederebbe un trasferimento di sovranità al livello dell'area dell'euro attraverso una modifica del Trattato. Una forte legittimità e responsabilità democratica costituisce un presupposto essenziale per un Tesoro dell'area dell'euro incaricato di svolgere funzioni di politica di bilancio.



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

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

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

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

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

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

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

2) Esclusa l'area dell'euro.

## 2 Andamenti finanziari

### 2.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <sup>1)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (EONIA)	Depositi a 1 mese (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (EURIBOR)	Depositi a 6 mesi (EURIBOR)	Depositi a 12 mesi (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,31	0,09
2015 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
apr.	-0,34	-0,34	-0,25	-0,14	-0,01	0,63	-0,02
mag.	-0,34	-0,35	-0,26	-0,14	-0,01	0,64	-0,03

Fonte: BCE.

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

### 2.2 Curve dei rendimenti

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

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro <sup>1),2)</sup>					Area dell'euro <sup>1),2)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro <sup>1),2)</sup>			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2015 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
apr.	-0,54	-0,52	-0,50	-0,27	0,34	0,86	1,28	1,13	-0,50	-0,45	0,33	1,39
mag.	-0,56	-0,54	-0,53	-0,33	0,22	0,76	1,17	1,03	-0,53	-0,48	0,19	1,19

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 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
apr.	323,4	3.031,2	623,9	254,7	597,3	273,2	153,6	491,4	364,9	252,3	337,0	772,7	2.075,5	16.543,5
mag.	319,5	2.983,7	602,3	248,6	591,6	279,5	150,8	491,9	357,8	252,1	335,4	755,7	2.065,6	16.612,7

Fonte: BCE.



## 2 Andamenti finanziari

### 2.4 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti alle famiglie (nuove operazioni) <sup>1), 2)</sup> (valori percentuali su base annua; medie nel periodo, salvo diversa indicazione)

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del finanziamento			
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAE <sup>3)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso			TAE <sup>3)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso					
			fino a 1 anno	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno		tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni		oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni	
																		1
2015 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	2,49	2,24		
mag.	0,16	0,82	0,83	1,13	6,98	17,08	5,04	6,29	6,60	2,67	2,06	2,36	2,09	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	0,64	0,99	6,71	16,98	5,22	6,03	6,43	2,64	2,06	2,32	2,30	2,41	2,58	2,26		
nov.	0,14	0,65	0,64	0,96	6,68	16,91	5,23	6,22	6,60	2,68	2,04	2,31	2,32	2,45	2,62	2,27		
dic.	0,13	0,64	0,64	0,98	6,61	16,95	4,84	5,94	6,25	2,53	1,99	2,27	2,27	2,41	2,55	2,22		
2016 gen.	0,12	0,62	0,63	1,25	6,65	16,88	5,31	6,29	6,65	2,53	1,99	2,22	2,30	2,40	2,53	2,23		
feb.	0,12	0,60	0,60	0,89	6,66	16,88	5,01	6,13	6,46	2,61	1,99	2,19	2,23	2,33	2,48	2,19		
mar. <sup>(p)</sup>	0,11	0,58	0,59	0,87	6,63	16,88	5,14	5,98	6,35	2,53	1,89	2,09	2,10	2,24	2,38	2,10		

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 (TAE<sup>3)</sup>).

### 2.5 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti a e sui depositi da società non finanziarie (nuove operazioni) <sup>1), 2)</sup> (valori percentuali su base annua; medie nel periodo, salvo diversa indicazione)

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore 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 apr.	0,19	0,30	0,90	3,34	3,46	3,58	2,97	2,18	2,60	2,26	1,63	1,93	2,02	2,34
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	1,42	1,53	2,03	2,15
set.	0,17	0,26	0,98	3,20	3,23	3,51	2,89	2,03	2,25	2,21	1,53	1,87	2,17	2,22
ott.	0,16	0,26	0,80	3,09	3,18	3,42	2,89	2,04	2,28	2,20	1,45	1,69	2,02	2,15
nov.	0,16	0,23	0,84	3,05	3,14	3,39	2,88	2,02	2,16	2,20	1,43	1,62	1,98	2,12
dic.	0,14	0,23	0,85	3,01	3,07	3,18	2,77	2,01	2,13	2,17	1,47	1,77	1,92	2,08
2016 gen.	0,13	0,27	0,77	2,97	3,23	3,25	2,78	2,00	2,22	2,17	1,39	1,67	2,07	2,09
feb.	0,13	0,24	0,70	2,93	3,16	3,28	2,76	1,96	2,11	2,09	1,33	1,47	1,74	2,01
mar. <sup>(p)</sup>	0,13	0,14	0,87	2,89	3,04	3,22	2,68	1,92	2,03	2,02	1,36	1,77	1,77	2,04

Fonte: BCE.

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

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

## 2 Andamenti finanziari

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

	Consistenze							Emissioni lorde <sup>1)</sup>						
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche			
			Società finanziarie		Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale			Altre ammini- strazioni pubbliche	Società finanziarie		Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche
			diverse dalle IFM	SVF						diverse dalle IFM	SVF			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>A breve termine</b>														
2013	1.255	483	124	.	67	529	53	508	314	31	.	44	99	21
2014	1.318	542	129	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1.260	517	139	.	61	478	65	334	150	36	.	32	82	34
2015 ott.	1.336	547	146	.	74	509	60	363	172	32	.	32	86	42
nov.	1.348	554	146	.	73	509	66	311	140	39	.	30	75	26
dic.	1.260	517	139	.	61	478	65	295	133	51	.	27	57	26
2016 gen.	1.284	524	142	.	68	483	67	329	141	35	.	33	87	33
feb.	1.300	535	141	.	71	487	66	317	143	31	.	30	81	31
mar.	1.283	515	134	.	72	493	69	319	123	37	.	30	89	40
<b>A lungo termine</b>														
2013	15.111	4.403	3.090	.	921	6.069	628	222	70	39	.	16	89	9
2014	15.130	4.046	3.162	.	995	6.285	642	220	65	43	.	16	85	10
2015	15.179	3.783	3.211	.	1.067	6.482	637	213	66	44	.	13	81	8
2015 ott.	15.332	3.856	3.289	.	1.050	6.500	636	232	78	43	.	12	89	10
nov.	15.376	3.866	3.275	.	1.063	6.528	644	196	67	34	.	16	67	11
dic.	15.179	3.783	3.211	.	1.067	6.482	637	154	49	61	.	16	23	4
2016 gen.	15.150	3.753	3.188	.	1.053	6.522	634	205	75	23	.	6	93	8
feb.	15.086	3.750	3.107	.	1.046	6.550	633	208	65	42	.	4	88	10
mar.	15.097	3.727	3.071	.	1.056	6.604	639	246	73	38	.	25	94	17

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	
<b>Consistenze</b>											
2013	16.366,6	4.886,4	3.214,6	.	987,4	6.598,1	680,1	5.649,0	569,1	742,5	4.337,4
2014	16.448,0	4.588,1	3.290,7	.	1.053,3	6.823,2	692,7	5.958,0	591,1	780,6	4.586,3
2015	16.439,0	4.300,1	3.349,8	.	1.127,8	6.959,9	701,4	6.744,8	586,1	911,6	5.247,1
2015 ott.	16.667,7	4.403,1	3.434,8	.	1.124,2	7.009,4	696,2	6.832,1	612,1	888,4	5.331,5
nov.	16.723,7	4.420,6	3.420,4	.	1.136,3	7.036,3	710,2	7.029,8	613,9	942,2	5.473,7
dic.	16.439,0	4.300,1	3.349,8	.	1.127,8	6.959,9	701,4	6.744,8	586,1	911,6	5.247,1
2016 gen.	16.433,8	4.276,6	3.329,8	.	1.120,9	7.005,5	701,1	6.343,8	490,7	858,0	4.995,1
feb.	16.386,2	4.285,1	3.248,0	.	1.117,1	7.037,1	698,9	6.240,6	471,7	877,4	4.891,6
mar.	16.380,1	4.242,2	3.205,5	.	1.128,0	7.097,1	707,3	6.419,7	483,4	902,0	5.034,3
<b>Tasso di crescita</b>											
2013	-1,4	-8,9	-3,3	.	8,0	4,5	-1,1	0,7	7,2	-0,4	0,2
2014	-0,7	-7,9	0,4	.	5,1	3,1	1,1	1,5	7,2	1,2	0,7
2015	-0,2	-6,9	3,2	.	5,3	1,8	0,5	1,1	4,5	1,5	0,6
2015 ott.	0,1	-6,0	2,4	.	4,3	2,4	0,1	1,0	3,3	1,0	0,7
nov.	0,0	-5,7	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	-7,7	1,7	.	4,4	2,0	0,6	1,0	3,3	1,5	0,7
feb.	-1,2	-7,2	-0,8	.	2,8	2,0	-0,5	1,0	3,3	1,2	0,7
mar.	-1,3	-6,9	-2,5	.	3,3	2,2	0,1	0,9	3,3	1,5	0,6

Fonte: BCE.

## 2 Andamenti finanziari

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

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

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

Fonte: BCE.

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

2) Le serie deflazionate sulla base del 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 1	Kuna croata 2	Corona Ceca 3	Corona danese 4	Fiorino ungherese 5	Yen giapponese 6	Zloty polacco 7	Sterlina britannica 8	Leu romeno 9	Corona svedese 10	Franco svizzero 11	Dollaro statunitense 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 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
apr.	7,346	7,495	27,031	7,443	311,462	124,287	4,311	0,792	4,4724	9,203	1,093	1,134
mag.	7,386	7,498	27,026	7,439	314,581	123,214	4,404	0,778	4,4991	9,295	1,106	1,131
							<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2016 mag.	0,5	0,0	0,0	-0,1	1,0	-0,9	2,2	-1,8	0,6	1,0	1,2	-0,2
							<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2016 mag.	6,8	-0,8	-1,4	-0,3	2,7	-8,6	7,9	7,8	1,2	-0,1	6,4	1,4

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 <sup>1)</sup>			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2015 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 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	-
2016 1° trim.	354,5	288,3	66,2	94,3	67,0	116,0	-32,3	7,1	136,0	253,6	1,1	-
2015 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.	172,1	194,7	-22,6	1,8	32,8	23,8	-50,4	10,1	137,7	212,3	-1,1	-
feb.	169,8	132,4	37,4	66,5	22,0	44,4	-21,7	4,6	53,1	132,0	1,1	-
mar.	12,5	-38,8	51,3	25,9	12,1	47,8	39,8	-7,5	-54,8	-90,7	1,1	-
<i>transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2016 mar.	568,9	177,3	391,6	452,2	407,3	382,4	-122,1	51,3	-323,1	-107,8	6,0	-
<i>transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2016 mar.	5,5	1,7	3,8	4,3	3,9	3,7	-1,2	0,5	-3,1	-1,0	0,1	-

Fonte: BCE.

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

## 3 Attività economica

### 3.1 Pil e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna							Saldo con l'estero <sup>1)</sup>			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Formazione lorda di capitale fisso			Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>	
	Totale costruzioni				Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2013	9.931,8	9.595,2	5.558,5	2.094,5	1.949,0	1.004,3	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 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
2016 1° trim.	0,5	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<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 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
2016 1° trim.	1,5	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2015 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	-	-
2016 1° trim.	0,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
<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 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	-	-
2016 1° trim.	1,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

### 3 Attività economica

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

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto e di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>A prezzi correnti (miliardi di euro)</b>												
2013	8.927,3	152,3	1.737,0	458,1	1.680,2	412,6	442,3	1.030,6	945,2	1.751,4	317,6	1.004,5
2014	9.073,5	146,7	1.756,9	461,6	1.711,1	417,6	453,9	1.051,0	968,0	1.781,8	324,8	1.033,0
2015	9.329,3	146,4	1.815,9	469,8	1.771,3	431,1	456,4	1.075,8	1.008,2	1.821,1	333,4	1.070,9
2015 1° trim.	2.312,6	36,1	451,1	117,1	438,5	106,3	114,9	265,7	247,8	452,5	82,5	261,2
2° trim.	2.324,2	36,2	453,6	116,4	441,1	107,4	114,5	267,6	250,9	453,5	83,0	267,4
3° trim.	2.337,7	36,7	454,3	117,0	444,4	108,3	113,7	270,5	253,3	456,0	83,6	269,2
4° trim.	2.351,7	37,4	454,4	118,7	447,3	109,2	113,1	271,9	256,3	459,2	84,2	272,3
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2015	100,0	1,6	19,5	5,0	19,0	4,6	4,9	11,5	10,8	19,5	3,6	-
<b>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</b>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2015 1° trim.	0,6	0,8	1,0	0,6	0,8	0,5	0,6	0,1	1,0	0,3	0,2	0,1
2° trim.	0,3	0,3	0,4	-0,5	0,4	0,9	0,1	0,1	0,9	0,1	0,3	1,0
3° trim.	0,3	0,6	0,2	-0,1	0,5	0,5	-0,6	0,7	0,6	0,1	0,4	0,3
4° trim.	0,2	0,5	-0,5	1,0	0,3	0,8	0,3	0,3	0,6	0,2	0,4	1,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2013	-0,2	3,2	-0,6	-3,3	-0,8	2,5	-2,5	1,1	0,3	0,4	-0,5	-1,1
2014	0,9	3,1	0,6	-0,9	1,4	2,0	-0,6	1,3	1,4	0,5	1,2	0,8
2015	1,5	0,8	1,8	0,3	2,0	2,7	0,8	1,1	2,7	0,8	1,1	2,6
2015 1° trim.	1,2	0,6	1,2	-1,0	1,7	2,5	1,1	1,0	2,2	0,6	0,8	2,2
2° trim.	1,5	0,6	1,8	0,1	2,1	3,1	1,3	0,7	2,7	0,8	1,0	2,6
3° trim.	1,5	0,2	1,9	0,2	2,0	2,4	0,2	1,1	2,8	0,7	0,9	2,9
4° trim.	1,5	2,2	1,1	0,9	1,9	2,7	0,4	1,2	3,1	0,7	1,3	2,7
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2015 1° trim.	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2° trim.	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
3° trim.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
4° trim.	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo precedente; punti percentuali</i>												
2013	-0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2014	0,9	0,1	0,1	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
2015	1,5	0,0	0,3	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
2015 1° trim.	1,2	0,0	0,2	0,0	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2° trim.	1,5	0,0	0,3	0,0	0,4	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	-
3° trim.	1,5	0,0	0,4	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
4° trim.	1,5	0,0	0,2	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

## 3 Attività economica

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

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Ocupati dipendenti	Ocupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amm. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Persone occupate</b>													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
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
<b>Ore lavorate</b>													
<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
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>													
<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 <sup>1)</sup>	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro <sup>1)</sup>	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti <sup>2)</sup>	
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro <sup>1)</sup>	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni		in perc. delle forze di lavoro
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2013			100,0			81,3		18,7		53,6		46,4		
2013	159,334	4,6	19,217	12,0	5,9	15,623	10,7	3,594	24,4	10,299	11,9	8,918	12,1	1,4
2014	160,308	4,6	18,630	11,6	6,1	15,214	10,4	3,417	23,7	9,932	11,5	8,699	11,8	1,5
2015	160,556	4,5	17,438	10,9	5,6	14,293	9,8	3,145	22,3	9,252	10,7	8,187	11,0	1,6
2015 2° trim.	160,462	4,6	17,690	11,0	5,7	14,518	9,9	3,172	22,5	9,404	10,9	8,286	11,2	1,5
3° trim.	160,591	4,4	17,213	10,7	5,3	14,098	9,6	3,115	22,2	9,134	10,6	8,079	10,9	1,5
4° trim.	161,081	4,4	16,909	10,5	5,4	13,838	9,4	3,071	22,0	8,939	10,3	7,971	10,7	1,6
2016 1° trim.	.	.	16,640	10,3	.	13,622	9,3	3,018	21,7	8,727	10,1	7,913	10,6	.
2015 nov.	-	-	16,878	10,5	-	13,821	9,4	3,057	21,9	8,903	10,3	7,975	10,7	-
dic.	-	-	16,824	10,5	-	13,770	9,4	3,054	21,9	8,894	10,3	7,930	10,7	-
2016 gen.	-	-	16,741	10,4	-	13,693	9,3	3,048	21,9	8,792	10,1	7,949	10,7	-
feb.	-	-	16,695	10,4	-	13,655	9,3	3,040	21,8	8,760	10,1	7,935	10,7	-
mar.	-	-	16,483	10,2	-	13,517	9,2	2,966	21,4	8,629	10,0	7,854	10,6	-
apr.	-	-	16,420	10,2	-	13,489	9,2	2,932	21,1	8,543	9,8	7,877	10,6	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni BCE.

1) Non destagionalizzati.

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

### 3.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Indicatore BCE riferito ai nuovi ordinativi industriali	Vendite al dettaglio				Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)		Raggruppamenti principali di industrie						Totale	Alimentari, bevande, tabacco	Non alimentari	Carburante	
	1	2	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici							
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
<b>Variazioni percentuali sul periodo corrispondente</b>													
2013	-0,7	-0,6	-0,9	-0,5	-0,4	-0,8	-2,3	-0,3	-0,6	-0,6	-0,5	-0,8	-4,4
2014	0,9	1,8	1,3	1,8	2,6	-5,4	1,7	3,2	1,5	0,7	2,4	-0,1	3,8
2015	1,6	1,7	0,9	2,1	2,0	0,5	-0,8	2,6	2,8	1,7	3,7	2,7	8,8
2015 2° trim.	1,4	1,8	1,0	2,7	1,0	-1,1	-0,9	5,3	2,7	1,7	3,6	2,8	7,0
3° trim.	1,9	2,2	1,0	2,8	2,8	0,0	-1,1	2,1	3,4	2,6	4,1	3,0	9,4
4° trim.	1,3	1,7	1,6	1,7	1,7	-1,9	0,5	1,5	2,5	1,3	3,4	2,0	10,0
2016 1° trim.	1,5	2,2	2,0	3,3	1,5	-2,9	1,9	0,6	2,3	1,8	2,9	0,9	9,4
2015 nov.	1,8	2,0	2,3	2,0	1,5	-0,6	0,6	3,3	2,1	1,0	2,8	2,0	11,0
dic.	0,0	0,7	0,9	-0,5	2,4	-5,5	0,8	0,6	2,8	1,5	3,7	2,8	13,7
2016 gen.	3,5	4,6	2,5	5,3	6,8	-2,7	4,9	1,2	2,2	1,3	3,4	-0,6	10,8
feb.	1,0	2,1	2,4	3,4	0,8	-5,3	3,4	1,3	2,7	2,6	3,0	0,8	10,3
mar.	0,2	0,2	1,1	1,6	-2,5	-0,7	-0,5	-0,6	2,1	1,5	2,1	2,5	7,6
apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	8,5
<b>Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</b>													
2015 nov.	-0,2	-0,2	0,6	-1,3	0,2	-2,0	1,1	0,6	0,1	-0,1	-0,1	0,2	2,7
dic.	-0,5	-0,2	-0,2	-0,6	0,2	-2,7	-0,6	-0,2	0,6	0,7	0,6	1,4	3,9
2016 gen.	2,4	2,4	1,2	4,0	3,1	2,9	2,0	-0,6	0,3	0,3	0,5	-0,3	0,3
feb.	-1,2	-1,2	0,1	-1,1	-2,3	-1,3	-0,6	0,0	0,3	0,4	0,1	0,0	-0,4
mar.	-0,8	-1,1	-0,8	-1,1	-1,8	2,0	-0,9	-0,8	-0,5	-1,3	-0,5	-0,4	-1,5
apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,2

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	6,9	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2013	93,5	-9,0	78,7	-18,8	-27,8	-12,2	-5,3	87,2	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,5	-3,8	80,5	-10,2	-26,4	-3,1	5,0	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,2	-22,5	1,6	9,3	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2015 2° trim.	103,7	-3,1	81,2	-5,2	-24,4	-0,1	7,9	88,3	52,3	53,4	54,1	53,9
3° trim.	104,5	-2,9	81,4	-7,0	-22,5	3,0	10,6	88,5	52,3	53,6	54,0	53,9
4° trim.	106,2	-2,4	81,8	-6,4	-18,4	5,0	12,7	88,7	52,8	54,0	54,2	54,1
2016 1° trim.	104,0	-3,8	81,7	-8,3	-18,9	1,9	10,7	88,5	51,7	52,9	53,3	53,2
2015 dic.	106,6	-1,9	-	-5,7	-17,5	2,9	12,9	-	53,2	54,5	54,2	54,3
2016 gen.	105,0	-3,1	81,9	-6,3	-18,9	2,7	11,6	88,6	52,3	53,4	53,6	53,6
feb.	104,0	-4,1	-	-8,8	-17,5	1,3	10,9	-	51,2	52,3	53,3	53,0
mar.	103,0	-4,1	-	-9,7	-20,4	1,8	9,6	-	51,6	53,1	53,1	53,1
apr.	104,0	-3,6	81,5	-9,3	-19,2	1,3	11,7	88,3	51,7	52,6	53,1	53,0
mag.	104,7	-3,6	-	-7,0	-17,5	3,2	11,3	-	51,5	52,4	53,1	52,9

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

### 3.7 Conti riepilogativi per le famiglie e le società non finanziarie

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo) <sup>1)</sup>	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto <sup>2)</sup>	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto <sup>3)</sup>	Tasso di risparmio (netto)	Tasso di indebitamento <sup>4)</sup>	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto)	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto netto	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	12,3	96,5	-1,7	1,7	-5,3	-0,1	-3,0	30,9	1,3	132,9	1,4	-6,4	1,2
2013	12,6	95,0	-0,3	1,2	-4,1	0,6	-1,8	32,2	3,2	130,4	2,0	-1,4	0,9
2014	12,7	94,2	0,7	2,0	0,9	2,7	1,2	31,9	3,6	132,1	1,6	3,3	1,0
2015 1° trim.	12,6	93,8	1,8	2,0	-0,4	4,1	1,5	32,3	4,2	134,1	2,0	2,9	1,3
2° trim.	12,7	93,6	2,0	1,9	-0,4	2,9	1,6	33,1	5,0	133,3	2,4	5,3	1,4
3° trim.	12,6	93,5	1,6	2,0	1,3	2,6	2,0	33,0	5,2	132,2	2,6	3,7	1,6
4° trim.	12,5	93,5	1,5	2,1	4,1	3,5	2,9	33,9	6,9	131,8	3,3	8,7	1,8

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

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

## 3 Attività economica

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

	Conto corrente											Conto Capitale <sup>1)</sup>	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti 12	Debiti 13
	Crediti 1	Debiti 2	Saldo 3	Crediti 4	Debiti 5	Crediti 6	Debiti 7	Crediti 8	Debiti 9	Crediti 10	Debiti 11		
2015 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
2016 1° trim.	872,3	799,5	72,7	510,2	426,1	191,3	173,5	144,9	137,5	25,9	62,5	9,2	7,1
2015 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.	292,5	266,3	26,2	171,5	142,7	64,4	60,4	48,0	44,7	8,6	18,4	2,7	3,6
feb.	290,2	271,0	19,2	168,0	143,7	64,4	57,5	49,4	47,5	8,4	22,3	3,5	1,2
mar.	289,6	262,2	27,3	170,7	139,7	62,4	55,5	47,6	45,3	8,8	21,8	3,1	2,3
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2016 mar.	3.565,0	3.243,0	322,0	2.065,9	1.737,9	767,6	700,3	627,9	569,3	103,6	235,5	44,0	57,5
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2016 mar.	34,3	31,2	3,1	19,9	16,7	7,4	6,7	6,0	5,5	1,0	2,3	0,4	0,6

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

### 3.9 Commercio estero di beni dell'area dell'euro <sup>1)</sup>: in valore e in volume per categoria di prodotti <sup>2)</sup> (dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni 1	Importazioni 2	Totale			Per memoria: industria manifatturiera 7	Totale			Per memoria:			
			Beni in- termedi 3	Beni di investi- mento 4	Beni di consumo 5		Beni in- termedi 8	Beni di investi- mento 9	Beni di consumo 10	Industria manifattu- riera 11	Settore petroli- fero 12		
<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2015 2° trim.	8,2	4,2	514,1	242,4	106,0	153,5	429,5	453,9	265,2	71,0	110,8	318,3	59,9
3° trim.	4,5	0,7	507,7	234,9	105,7	153,7	423,5	445,8	253,9	71,4	113,3	317,8	50,6
4° trim.	3,5	2,0	509,5	238,3	105,7	154,7	426,6	444,1	248,4	73,0	114,5	324,9	44,6
2016 1° trim.	-1,3	-3,0	499,1	.	.	.	418,6	435,3	.	.	.	323,8	.
2015 ott.	0,5	-0,7	168,2	79,8	35,2	50,8	143,0	148,4	84,0	25,0	37,6	107,4	15,9
nov.	6,2	4,1	170,8	78,8	35,2	51,7	141,1	147,7	82,3	24,0	38,3	107,8	14,2
dic.	4,0	3,1	170,5	79,7	35,4	52,2	142,6	148,0	82,1	24,0	38,7	109,8	14,4
2016 gen.	-2,0	-1,3	166,6	77,7	33,8	50,5	139,0	145,7	80,3	22,8	38,5	105,8	12,3
feb.	1,1	1,7	167,3	78,9	33,9	49,8	140,1	146,8	80,4	24,4	39,0	111,9	11,8
mar.	-2,7	-8,4	165,1	.	.	.	139,6	142,8	.	.	.	106,1	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2015 2° trim.	2,9	2,4	117,2	113,6	119,1	121,6	118,2	104,3	104,1	104,6	104,7	107,4	99,3
3° trim.	1,3	2,8	116,8	111,8	118,9	122,5	117,0	105,9	105,4	107,1	106,7	107,8	99,2
4° trim.	0,8	4,8	117,7	115,1	118,3	122,5	117,5	107,4	107,6	107,2	107,5	110,2	101,3
2016 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 set.	-1,6	2,3	116,4	111,6	119,7	120,5	117,4	106,3	106,4	106,7	106,3	109,1	100,2
ott.	-1,6	3,1	117,0	115,3	119,1	121,9	118,9	107,3	107,7	112,2	106,0	110,0	102,6
nov.	3,7	7,0	118,4	114,2	118,7	122,3	116,7	107,1	106,6	106,9	107,9	110,3	94,7
dic.	0,5	4,3	117,8	115,8	117,2	123,5	116,9	107,7	108,6	102,6	108,5	110,3	106,7
2016 gen.	-3,7	0,9	116,5	114,3	113,5	120,6	114,9	108,8	109,2	102,7	107,3	107,6	108,6
feb.	1,1	6,6	117,7	116,5	114,4	119,9	116,7	110,2	110,9	108,8	109,1	114,1	110,7

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

## 4 Prezzi e costi

### 4.1 Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) <sup>1)</sup>

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) <sup>2)</sup>						Per memoria: prezzi amministrati		
	Indice: 2005 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni ener- getici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi ammini- strati	Prezzi ammini- strati
		Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
in perc. del totale nel 2016	100,0	100,0	70,7	55,8	44,2	100,0	12,1	7,4	26,5	9,7	44,2	86,5	13,5	
2013	99,5	1,4	1,1	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1	
2014	100,0	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9	
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	0,9	
2015 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	1,0	
3° trim.	100,0	0,1	0,9	-0,8	1,2	0,0	0,1	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	1,0	0,1	-3,0	0,2	0,1	0,7	
2016 1° trim.	99,2	0,0	1,0	-0,8	1,1	-0,4	0,1	-0,8	0,2	-4,4	0,2	0,0	0,3	
2015 dic.	100,2	0,2	0,9	-0,5	1,1	-0,2	0,0	-0,6	0,0	-1,8	0,1	0,2	0,7	
2016 gen.	98,7	0,3	1,0	-0,3	1,2	-0,2	0,0	-0,4	0,2	-2,7	0,0	0,3	0,3	
feb.	98,9	-0,2	0,8	-1,0	0,9	-0,1	0,0	0,0	0,0	-1,3	0,0	-0,2	0,3	
mar.	100,1	0,0	1,0	-1,1	1,4	0,2	0,0	0,5	-0,1	1,0	0,3	-0,1	0,3	
apr.	100,1	-0,2	0,7	-1,1	0,9	0,0	0,2	0,2	0,1	0,1	-0,2	-0,3	0,1	
mag. <sup>3)</sup>	100,5	-0,1	0,8	.	1,0	0,3	0,0	0,3	0,0	1,6	0,2	.	.	

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi	Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari	
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
in perc. del totale nel 2016	19,5	12,1	7,4	36,3	26,5	9,7	10,7	6,4	7,1	3,2	15,2	8,0
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,4	2,4	-4,2	2,3	0,7
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2
2015 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 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
apr.	0,8	0,5	1,2	-2,1	0,5	-8,7	1,1	1,0	0,5	0,1	0,9	1,2
mag. <sup>3)</sup>	0,8	0,6	1,3	.	0,5	-8,1	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

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

## 4 Prezzi e costi

### 4.2 Prezzi dei prodotti industriali, delle costruzioni e degli immobili residenziali

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni										Prezzi delle costruzioni	Prezzi degli immobili residenziali <sup>1)</sup>	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali <sup>1)</sup>
	Totale (indice: 2010 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						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	-1,0
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,4	0,3	0,2	1,0
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	3,8
2015 2° trim.	104,9	-2,1	-1,6	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,5	0,4	1,3	4,0
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	3,5
4° trim.	102,7	-3,1	-2,5	-0,7	-2,0	0,6	-0,2	-0,3	0,2	-9,3	-0,1	2,3	4,9
2016 1° trim.	100,5	-3,8	-2,7	-0,9	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	0,0	-11,3	.	.	.
2015 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	-2,2	-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	0,0	-9,0	.	.	.
feb.	100,2	-4,2	-3,0	-0,8	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	-0,1	-12,7	.	.	.
mar.	100,5	-4,2	-3,1	-1,1	-2,6	0,3	-0,6	-0,9	-0,1	-12,1	.	.	.

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 <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>		Ponderati in base alle importazioni <sup>2)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>2)</sup>		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale									100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0	
2013	103,7	1,3	0,9	1,1	1,2	0,4	-0,4	-1,3	81,7	-9,0	-13,3	-6,9	-8,2	-9,9	-6,9
2014	104,5	0,9	0,5	0,5	0,8	0,5	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,8	-12,1	-4,7	0,4	-8,7
2015	105,8	1,2	0,3	0,2	0,6	0,7	0,1	-2,1	48,3	-4,1	5,2	-9,0	-0,8	4,8	-5,6
2015 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	-13,4	-4,9	-18,2	-13,7	-9,8	-17,2
2015 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	-10,9	-5,3	-14,1	-12,3	-10,2	-14,2
apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	38,2	-10,1	-6,4	-12,2	-13,2	-12,9	-13,5
mag.	.	.	.	.	.	.	.	.	42,7	-9,7	0,1	-15,2	-12,0	-9,2	-14,6

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

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

2) Ponderati in base alle importazioni: sulla base della composizione media delle importazioni nel biennio 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	-	-	-2,0	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	-2,7	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	-15,1	-0,9	54,7	54,4	50,4	49,0
3° trim.	-2,0	1,1	2,2	-12,5	-0,2	49,5	53,6	49,9	49,9
4° trim.	-2,1	1,9	3,7	-8,7	-0,8	45,6	53,6	49,2	49,6
2016 1° trim.	-4,8	0,7	3,5	-9,3	-1,7	41,5	52,5	47,7	49,0
2015 dic.	-3,2	1,4	2,4	-7,1	0,3	47,0	53,5	49,8	49,4
2016 gen.	-4,1	0,2	3,3	-7,9	-0,9	42,1	52,7	48,3	49,1
feb.	-5,6	1,4	3,5	-10,4	-1,4	40,8	52,4	47,6	48,9
mar.	-4,6	0,4	3,7	-9,6	-2,9	41,6	52,5	47,1	49,1
apr.	-2,8	1,6	4,0	-8,9	-2,9	45,2	52,7	47,4	48,7
mag.	-0,7	2,2	5,8	-8,0	-2,3	47,7	55,5	48,8	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 <sup>1)</sup>
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2013	101,4	1,4	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 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	1,6
4° trim.	109,4	1,3	1,5	0,7	1,2	1,6	1,5
2016 1° trim.	.	.	.	.	.	.	1,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

## 4 Prezzi e costi

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

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

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

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		3	M2-M1		6	7	8	9	10	11	
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista		Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
<b>Consistenze</b>												
2013	909,7	4.476,3	5.386,1	1.683,3	2.142,8	3.826,1	9.212,1	121,4	418,1	86,5	626,0	9.838,1
2014	968,5	4.952,3	5.920,9	1.598,5	2.148,8	3.747,2	9.668,1	123,9	423,4	106,4	653,6	10.321,7
2015	1.034,5	5.569,7	6.604,1	1.448,1	2.160,6	3.608,6	10.212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10.837,0
2015 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	436,8	100,6	627,6	10.580,9
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	452,8	75,2	626,4	10.693,4
4° trim.	1.034,5	5.569,7	6.604,1	1.448,1	2.160,6	3.608,6	10.212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10.837,0
2016 1° trim.	1.051,5	5.715,1	6.766,6	1.426,9	2.163,7	3.590,5	10.357,2	88,7	463,3	89,3	641,3	10.998,5
2015 nov.	1.037,4	5.544,1	6.581,6	1.448,3	2.162,6	3.610,8	10.192,4	91,5	480,6	83,8	655,9	10.848,3
dic.	1.034,5	5.569,7	6.604,1	1.448,1	2.160,6	3.608,6	10.212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10.837,0
2016 gen.	1.044,5	5.625,5	6.670,0	1.450,1	2.156,8	3.606,9	10.276,9	86,0	474,2	78,8	639,0	10.915,9
feb.	1.046,9	5.669,4	6.716,2	1.430,2	2.165,1	3.595,2	10.311,4	92,6	468,1	88,3	648,9	10.960,3
mar.	1.051,5	5.715,1	6.766,6	1.426,9	2.163,7	3.590,5	10.357,2	88,7	463,3	89,3	641,3	10.998,5
apr. <sup>(p)</sup>	1.047,5	5.747,5	6.795,0	1.408,7	2.162,7	3.571,4	10.366,4	93,5	472,2	98,0	663,7	11.030,1
<b>Transazioni</b>												
2013	45,6	250,4	295,9	-114,4	45,5	-68,9	227,0	-11,6	-48,7	-63,3	-123,6	103,4
2014	58,2	379,4	437,5	-90,9	3,2	-87,7	349,8	1,0	10,8	12,8	24,6	374,4
2015	64,8	576,3	641,1	-143,3	12,0	-131,3	509,8	-47,8	48,9	-26,2	-25,2	484,6
2015 2° trim.	20,5	151,9	172,3	-47,6	10,9	-36,7	135,6	-35,2	4,0	4,0	-27,2	108,4
3° trim.	14,3	129,0	143,3	-35,3	3,1	-32,3	111,0	8,2	18,3	-18,5	8,0	119,0
4° trim.	6,3	128,8	135,0	-3,4	-4,0	-7,4	127,6	-21,5	21,4	-2,7	-2,8	124,8
2016 1° trim.	17,2	155,9	173,1	-17,0	3,3	-13,7	159,4	12,1	-10,9	14,3	15,4	174,8
2015 nov.	7,6	48,2	55,7	7,4	-1,9	5,5	61,2	-15,7	11,8	5,1	1,3	62,5
dic.	-3,0	31,3	28,4	1,3	-1,9	-0,6	27,8	-14,0	-6,5	-12,2	-32,7	-4,9
2016 gen.	10,1	57,6	67,8	2,5	-3,7	-1,3	66,5	9,0	0,6	4,6	14,1	80,6
feb.	2,4	43,1	45,5	-18,2	8,3	-10,0	35,5	6,4	-6,1	8,5	8,9	44,4
mar.	4,7	55,2	59,9	-1,2	-1,3	-2,5	57,4	-3,4	-5,4	1,2	-7,5	49,8
apr. <sup>(p)</sup>	-4,0	31,9	27,9	-18,6	-1,0	-19,5	8,3	4,7	8,6	8,9	22,3	30,6
<b>Variazioni percentuali</b>												
2013	5,3	5,9	5,8	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-9,2	-10,4	-38,0	-16,1	1,0
2014	6,4	8,4	8,1	-5,4	0,1	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,7	4,0	3,8
2015	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-25,6	-3,9	4,7
2015 2° trim.	8,8	12,4	11,8	-10,7	0,5	-4,4	5,2	-30,9	6,9	24,2	0,6	4,9
3° trim.	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-0,7	0,7	4,9
4° trim.	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-25,6	-3,9	4,7
2016 1° trim.	5,9	11,0	10,1	-6,8	0,6	-2,4	5,4	-28,9	7,6	-2,8	-1,0	5,0
2015 nov.	8,0	11,7	11,1	-9,9	0,3	-4,0	5,2	-29,6	12,3	7,7	2,7	5,0
dic.	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-25,6	-3,9	4,7
2016 gen.	6,1	11,4	10,5	-7,4	0,7	-2,7	5,5	-29,3	10,1	-15,8	-1,2	5,1
feb.	5,7	11,2	10,3	-7,4	0,9	-2,6	5,4	-28,1	7,6	-12,2	-2,4	4,9
mar.	5,9	11,0	10,1	-6,8	0,6	-2,4	5,4	-28,9	7,6	-2,8	-1,0	5,0
apr. <sup>(p)</sup>	4,6	10,7	9,7	-7,3	0,4	-2,8	5,0	-26,9	6,5	-4,5	-1,6	4,6

Fonte: BCE.

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

## 5 Moneta e credito

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

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

	Società non finanziarie <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>2)</sup>	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche <sup>4)</sup>
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Consistenze</b>													
2013	1.710,5	1.186,7	397,8	109,8	16,2	5.413,6	2.539,7	874,7	1.994,5	4,7	804,8	194,9	300,1
2014	1.814,9	1.318,7	365,4	111,6	19,2	5.556,8	2.751,5	809,6	1.992,7	3,0	896,0	222,7	333,1
2015	1.927,4	1.480,8	321,8	116,5	8,2	5.750,9	3.060,9	694,3	1.993,1	2,6	990,0	224,5	362,5
2015 2° trim.	1.858,2	1.410,7	322,6	112,8	12,2	5.647,3	2.911,4	735,1	1.998,0	2,8	955,1	228,0	340,9
3° trim.	1.901,1	1.451,1	324,0	115,8	10,1	5.695,3	2.987,9	707,4	1.997,0	3,0	966,6	218,0	356,2
4° trim.	1.927,4	1.480,8	321,8	116,5	8,2	5.750,9	3.060,9	694,3	1.993,1	2,6	990,0	224,5	362,5
2016 1° trim.	1.986,5	1.534,8	325,6	115,9	10,1	5.832,8	3.140,3	694,3	1.995,5	2,6	980,1	220,2	374,8
2015 nov.	1.934,2	1.486,9	321,4	116,9	9,1	5.727,8	3.033,2	698,5	1.992,2	3,9	990,3	222,4	371,7
dic.	1.927,4	1.480,8	321,8	116,5	8,2	5.750,9	3.060,9	694,3	1.993,1	2,6	990,0	224,5	362,5
2016 gen.	1.966,0	1.520,9	319,8	115,5	9,8	5.764,6	3.077,4	694,5	1.989,1	3,5	986,0	224,2	377,7
feb.	1.976,9	1.530,7	320,7	116,0	9,6	5.795,2	3.102,9	693,4	1.996,0	2,9	979,4	232,1	373,5
mar.	1.986,5	1.534,8	325,6	115,9	10,1	5.832,8	3.140,3	694,3	1.995,5	2,6	980,1	220,2	374,8
apr. <sup>(a)</sup>	2.008,9	1.561,7	322,9	115,7	8,6	5.849,2	3.158,8	693,1	1.994,0	3,3	963,3	213,8	377,1
<b>Transazioni</b>													
2013	98,2	90,1	-6,9	9,1	5,9	107,9	182,4	-100,1	31,9	-6,2	-15,1	-13,3	-7,8
2014	69,2	91,2	-25,9	1,5	2,4	140,7	210,0	-65,7	-1,8	-1,7	53,6	7,5	21,7
2015	100,1	140,1	-33,7	4,9	-11,2	194,5	302,4	-108,2	0,7	-0,4	76,5	-1,8	27,9
2015 2° trim.	13,6	32,0	-16,8	1,0	-2,6	50,9	73,5	-28,0	6,4	-1,0	11,8	2,8	0,9
3° trim.	42,5	41,0	0,4	3,1	-2,1	48,3	77,7	-27,7	-1,9	0,2	10,8	-10,1	13,4
4° trim.	14,5	18,5	-2,8	0,7	-2,0	56,1	71,9	-11,4	-3,9	-0,5	19,0	4,2	6,1
2016 1° trim.	64,5	58,1	4,9	-0,5	2,0	84,0	80,5	1,0	2,5	0,1	-3,4	-4,1	13,3
2015 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.	-3,2	-3,4	1,3	-0,3	-0,8	24,1	28,3	-3,9	1,0	-1,3	2,5	2,1	-8,8
2016 gen.	40,2	41,2	-1,7	-0,9	1,6	14,1	16,5	0,6	-4,0	1,0	-3,5	-0,4	15,0
feb.	10,5	9,3	1,0	0,4	-0,2	30,6	25,4	-1,0	6,8	-0,6	-6,7	7,8	-2,7
mar.	13,8	7,6	5,6	0,0	0,6	39,4	38,7	1,4	-0,4	-0,3	6,8	-11,4	0,9
apr. <sup>(a)</sup>	22,1	26,7	-2,9	-0,2	-1,5	16,4	18,5	-1,3	-1,5	0,7	-17,2	-6,4	2,1
<b>Variazioni percentuali</b>													
2013	6,1	8,2	-1,7	8,9	56,4	2,0	7,7	-10,3	1,6	-56,7	-1,9	-6,4	-2,5
2014	4,0	7,6	-6,5	1,4	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,3	4,0	7,3
2015	5,5	10,6	-9,4	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3
2015 2° trim.	4,3	10,6	-13,9	1,3	-23,5	3,0	10,8	-13,9	0,1	-37,8	13,6	-1,1	5,3
3° trim.	5,1	10,9	-12,3	2,4	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,0	-37,7	14,2	-4,9	5,8
4° trim.	5,5	10,6	-9,4	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3
2016 1° trim.	7,3	10,8	-4,2	3,8	-30,8	4,3	10,7	-8,7	0,2	-30,7	4,1	-3,2	9,8
2015 nov.	5,0	10,0	-11,0	1,9	-31,7	3,3	10,9	-14,5	0,1	-18,1	9,6	-4,7	10,9
dic.	5,5	10,6	-9,4	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	4,3	-17,6	3,7	10,5	-11,3	0,2	-12,8	9,4	-3,1	9,8
feb.	6,5	10,5	-7,5	4,6	-29,2	4,0	10,5	-10,0	0,4	-26,4	6,9	1,8	7,8
mar.	7,3	10,8	-4,2	3,8	-30,8	4,3	10,7	-8,7	0,2	-30,7	4,1	-3,2	9,8
apr. <sup>(a)</sup>	8,4	12,0	-3,4	2,4	-23,5	4,3	10,5	-8,1	0,0	-6,6	0,8	-7,3	9,2

Fonte: BCE.

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

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

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

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

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



## 5 Moneta e credito

### 5.3 Credito a residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito		
					Corretto per cessioni e cartolarizzazioni <sup>2)</sup>	A società non finanziarie <sup>3)</sup>	A famiglie <sup>4)</sup>	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>3)</sup>	A imprese di assicurazione e fondi pensione			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Consistenze</b>												
2013	3.404,9	1.096,7	2.308,2	12.709,1	10.544,4	10.929,9	4.353,6	5.222,8	869,2	98,7	1.364,7	800,0
2014	3.608,4	1.132,4	2.473,8	12.562,8	10.510,7	10.921,3	4.271,6	5.200,4	909,8	128,9	1.277,4	774,7
2015	3.896,6	1.110,2	2.784,0	12.680,7	10.591,7	10.989,6	4.273,5	5.307,3	887,3	123,6	1.301,7	787,4
2015 2° trim.	3.683,5	1.138,0	2.543,1	12.636,8	10.592,2	10.986,4	4.291,3	5.258,5	906,8	135,5	1.255,3	789,4
3° trim.	3.819,0	1.127,8	2.688,9	12.653,0	10.564,8	10.963,0	4.274,9	5.277,6	891,1	121,2	1.310,9	777,3
4° trim.	3.896,6	1.110,2	2.784,0	12.680,7	10.591,7	10.989,6	4.273,5	5.307,3	887,3	123,6	1.301,7	787,4
2016 1° trim.	4.049,1	1.115,2	2.920,8	12.708,8	10.645,3	11.029,1	4.290,3	5.338,3	908,1	108,6	1.312,2	751,3
2015 nov.	3.880,9	1.119,0	2.759,5	12.736,5	10.650,2	11.046,6	4.307,5	5.310,1	908,2	124,4	1.288,1	798,2
dic.	3.896,6	1.110,2	2.784,0	12.680,7	10.591,7	10.989,6	4.273,5	5.307,3	887,3	123,6	1.301,7	787,4
2016 gen.	3.967,6	1.117,2	2.848,0	12.689,5	10.617,2	11.013,4	4.289,1	5.311,7	890,8	125,5	1.306,1	766,3
feb.	4.007,3	1.117,6	2.887,3	12.728,7	10.659,0	11.044,3	4.302,2	5.329,9	900,5	126,4	1.309,0	760,7
mar.	4.049,1	1.115,2	2.920,8	12.708,8	10.645,3	11.029,1	4.290,3	5.338,3	908,1	108,6	1.312,2	751,3
apr. <sup>(p)</sup>	4.095,6	1.122,8	2.959,6	12.716,7	10.652,0	11.035,6	4.293,3	5.343,7	901,4	113,6	1.317,2	747,6
<b>Transazioni</b>												
2013	-25,0	-73,5	48,5	-305,7	-248,1	-270,7	-132,9	-4,0	-120,9	9,7	-72,7	15,1
2014	72,1	16,0	56,1	-103,9	-50,2	-33,8	-60,8	-15,4	14,3	11,7	-90,0	36,2
2015	284,2	-20,7	304,6	100,1	71,4	51,4	3,4	98,1	-24,7	-5,5	24,3	4,4
2015 2° trim.	58,1	-10,7	68,6	2,8	10,3	5,1	1,6	31,5	-23,8	1,0	-14,1	6,7
3° trim.	112,2	-10,1	122,3	54,8	-7,9	-3,7	-6,0	24,7	-12,2	-14,4	64,4	-1,6
4° trim.	73,5	-16,4	89,8	8,3	23,8	18,4	-0,5	22,8	-1,0	2,6	-22,4	6,9
2016 1° trim.	123,2	2,7	120,5	68,3	84,0	74,5	38,4	36,0	24,5	-14,9	14,2	-29,9
2015 nov.	36,6	-1,5	38,1	18,6	35,3	31,3	12,4	8,4	14,6	0,0	-20,4	3,7
dic.	26,9	-7,1	33,9	-26,6	-38,9	-38,3	-19,9	-0,7	-17,8	-0,5	17,1	-4,8
2016 gen.	61,2	5,1	56,2	26,0	35,6	32,8	22,2	6,6	4,8	2,0	7,0	-16,6
feb.	36,2	0,0	36,1	45,0	43,5	41,0	15,6	18,2	8,9	0,8	4,1	-2,7
mar.	25,8	-2,4	28,3	-2,6	4,9	0,7	0,6	11,2	10,7	-17,7	3,2	-10,6
apr. <sup>(p)</sup>	51,2	5,9	45,2	12,7	11,7	10,3	5,5	5,8	-4,6	5,0	4,5	-3,5
<b>Variazioni percentuali</b>												
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,3	10,9	-5,1	1,9
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,4	-0,3	1,5	11,9	-6,6	4,5
2015	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,7	0,5	0,1	1,9	-2,7	-4,2	1,9	0,5
2015 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	0,8	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,0	-1,4	1,0	1,9
4° trim.	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,7	0,5	0,1	1,9	-2,7	-4,2	1,9	0,5
2016 1° trim.	10,1	-3,0	16,0	1,1	1,0	0,9	0,8	2,2	-1,3	-19,1	3,3	-2,3
2015 nov.	7,8	-0,7	11,7	1,2	1,2	1,0	0,7	2,0	-0,2	-1,4	-0,7	3,4
dic.	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,7	0,5	0,1	1,9	-2,7	-4,2	1,9	0,5
2016 gen.	8,7	-2,5	13,7	0,9	0,8	0,6	0,5	1,9	-2,5	-9,6	2,4	-0,3
feb.	10,1	-2,4	15,9	1,2	1,2	0,9	0,7	2,2	-1,4	-6,9	2,9	-1,4
mar.	10,1	-3,0	16,0	1,1	1,0	0,9	0,8	2,2	-1,3	-19,1	3,3	-2,3
apr. <sup>(p)</sup>	10,4	-2,6	16,3	1,2	1,1	0,9	0,9	2,2	-1,7	-16,4	4,1	-2,4

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Moneta e credito

### 5.4 Prestiti delle IMF alle società non finanziarie e alle famiglie dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

	Società non finanziarie <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Corretto per cessioni e cartolarizzazioni <sup>4)</sup>				6	Corretto per cessioni e cartolarizzazioni <sup>4)</sup>			
<b>Consistenze</b>										
2013	4.353,6	4.408,4	1.065,7	740,9	2.547,0	5.222,8	5.547,4	573,6	3.853,7	795,5
2014	4.271,6	4.330,9	1.080,7	720,5	2.470,4	5.200,4	5.546,2	563,3	3.861,1	776,0
2015	4.273,5	4.333,8	1.038,5	758,2	2.476,8	5.307,3	5.639,1	595,6	3.948,0	763,7
2015 2° trim.	4.291,3	4.347,6	1.080,8	743,1	2.467,3	5.258,5	5.589,0	578,7	3.908,9	771,0
3° trim.	4.274,9	4.333,8	1.058,3	745,9	2.470,7	5.277,6	5.611,3	582,4	3.926,5	768,7
4° trim.	4.273,5	4.333,8	1.038,5	758,2	2.476,8	5.307,3	5.639,1	595,6	3.948,0	763,7
2016 1° trim.	4.290,3	4.352,3	1.045,2	767,7	2.477,3	5.338,3	5.657,0	603,4	3.972,9	762,0
2015 nov.	4.307,5	4.365,8	1.076,6	755,4	2.475,4	5.310,1	5.638,8	596,8	3.944,8	768,5
dic.	4.273,5	4.333,8	1.038,5	758,2	2.476,8	5.307,3	5.639,1	595,6	3.948,0	763,7
2016 gen.	4.289,1	4.352,2	1.048,9	765,6	2.474,6	5.311,7	5.642,8	596,4	3.953,2	762,1
feb.	4.302,2	4.361,5	1.049,4	774,1	2.478,7	5.329,9	5.650,5	601,4	3.966,7	761,8
mar.	4.290,3	4.352,3	1.045,2	767,7	2.477,3	5.338,3	5.657,0	603,4	3.972,9	762,0
apr. <sup>(p)</sup>	4.293,3	4.357,0	1.044,3	772,3	2.476,7	5.343,7	5.662,6	604,5	3.979,9	759,3
<b>Transazioni</b>										
2013	-132,9	-144,0	-44,3	-44,6	-44,0	-4,0	-17,2	-18,2	27,4	-13,2
2014	-60,8	-64,3	-14,2	2,3	-48,9	-15,4	4,7	-3,0	-3,4	-9,0
2015	3,4	8,8	-44,9	32,7	15,7	98,1	75,9	21,8	80,0	-3,6
2015 2° trim.	1,6	3,7	-2,7	7,7	-3,5	31,5	21,6	9,4	22,8	-0,7
3° trim.	-6,0	-0,8	-19,1	4,0	9,2	24,7	25,7	5,2	19,8	-0,3
4° trim.	-0,5	1,4	-22,1	13,5	8,1	22,8	18,1	5,1	20,0	-2,4
2016 1° trim.	38,4	43,4	15,6	12,7	10,2	36,0	23,0	9,1	27,0	-0,1
2015 nov.	12,4	9,3	15,5	-2,4	-0,7	8,4	8,8	2,7	3,6	2,1
dic.	-19,9	-18,1	-32,0	5,9	6,1	-0,7	1,6	-0,6	3,9	-4,0
2016 gen.	22,2	23,9	13,2	6,5	2,5	6,6	5,7	1,3	6,3	-1,0
feb.	15,6	18,6	1,4	10,0	4,2	18,2	8,9	5,1	13,1	-0,1
mar.	0,6	0,9	0,9	-3,8	3,5	11,2	8,4	2,8	7,5	1,0
apr. <sup>(p)</sup>	5,5	6,4	0,0	5,1	0,5	5,8	5,6	0,9	7,1	-2,2
<b>Variazioni percentuali</b>										
2013	-2,9	-3,2	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	0,1	0,2	-4,1	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2015 2° trim.	-0,2	-0,3	-1,1	2,3	-0,5	1,2	0,6	1,8	1,6	-0,8
3° trim.	0,1	0,2	-2,6	3,6	0,3	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,4
4° trim.	0,1	0,2	-4,1	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016 1° trim.	0,8	1,1	-2,6	5,2	1,0	2,2	1,6	5,1	2,3	-0,5
2015 nov.	0,7	0,8	-0,8	3,6	0,5	2,0	1,4	3,6	2,1	-0,1
dic.	0,1	0,2	-4,1	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016 gen.	0,5	0,7	-3,0	4,8	0,8	1,9	1,4	4,0	2,1	-0,5
feb.	0,7	1,0	-3,0	6,2	0,7	2,2	1,5	5,0	2,3	-0,3
mar.	0,8	1,1	-2,6	5,2	1,0	2,2	1,6	5,1	2,3	-0,5
apr. <sup>(p)</sup>	0,9	1,2	-2,8	5,7	1,1	2,2	1,5	5,3	2,3	-0,8

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Moneta e credito

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

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

	Passività delle IFM					Attività delle IFM				
	Detenuti dalle amministrazioni centrali <sup>2)</sup>	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro					Attività nette sull'estero	Altre		
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni	Capitali e riserve		Totale		
								Operazioni pronti contro termine con controparti centrali <sup>3)</sup>	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Consistenze in essere</b>										
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	7.187,7	2.248,9	92,2	2.380,9	2.465,8	1.378,2	224,8	184,5	139,7
2015	278,6	7.065,8	2.184,2	79,8	2.253,1	2.548,8	1.325,0	279,1	205,9	135,6
2015 2° trim.	265,2	7.168,6	2.223,1	86,7	2.329,7	2.529,0	1.453,9	240,5	224,6	147,1
3° trim.	287,6	7.100,6	2.223,8	83,7	2.263,4	2.529,7	1.356,0	253,7	213,6	140,0
4° trim.	278,6	7.065,8	2.184,2	79,8	2.253,1	2.548,8	1.325,0	279,1	205,9	135,6
2016 1° trim.	318,8	7.027,0	2.182,9	76,8	2.174,8	2.592,6	1.279,8	306,7	247,1	152,1
2015 nov.	296,0	7.122,9	2.189,4	80,3	2.283,4	2.569,9	1.380,0	269,8	217,7	146,0
dic.	278,6	7.065,8	2.184,2	79,8	2.253,1	2.548,8	1.325,0	279,1	205,9	135,6
2016 gen.	306,1	7.046,6	2.174,2	78,6	2.221,8	2.571,9	1.313,8	297,7	215,0	141,7
feb.	294,6	7.073,5	2.185,7	77,6	2.193,4	2.616,7	1.288,2	304,2	246,6	142,5
mar.	318,8	7.027,0	2.182,9	76,8	2.174,8	2.592,6	1.279,8	306,7	247,1	152,1
apr. <sup>(a)</sup>	316,9	7.047,9	2.183,6	75,4	2.173,2	2.615,7	1.283,2	299,3	237,0	140,0
<b>Transazioni</b>										
2013	-44,9	-80,8	-19,0	-14,3	-137,3	89,8	362,0	-53,6	32,2	43,7
2014	-5,7	-161,3	-122,3	2,0	-151,4	110,3	238,4	0,9	0,7	17,8
2015	7,8	-218,7	-104,0	-13,5	-203,8	102,5	-98,5	-12,1	21,4	-4,0
2015 2° trim.	-18,0	-86,1	-34,7	-3,9	-50,5	3,0	0,6	-57,1	-11,8	-13,6
3° trim.	22,0	-37,7	6,1	-3,1	-58,6	17,9	-64,8	1,0	-11,0	-7,1
4° trim.	-11,7	-57,9	-47,5	-3,9	-42,3	35,8	-36,9	10,4	-7,7	-4,3
2016 1° trim.	40,1	-61,5	1,4	-2,9	-49,9	-10,1	-70,9	32,8	41,3	17,3
2015 nov.	-51,8	-11,2	-21,1	-1,9	-6,2	18,1	-15,3	-40,4	21,3	1,1
dic.	-17,9	-12,8	-3,0	-0,5	-18,5	9,2	-32,4	-3,5	-11,7	-10,4
2016 gen.	27,6	-33,8	-9,3	-1,1	-22,5	-0,8	-24,2	11,4	9,1	6,9
feb.	-11,4	-13,0	11,9	-1,0	-30,8	6,9	-74,1	13,0	31,6	0,9
mar.	23,9	-14,7	-1,2	-0,8	3,4	-16,2	27,4	8,4	0,7	9,5
apr. <sup>(a)</sup>	-2,2	8,7	0,8	-1,4	-3,8	13,1	-13,5	-13,2	-10,1	-12,0
<b>Variazioni percentuali</b>										
2013	-14,7	-1,1	-0,8	-13,5	-5,1	3,8	-	-	10,3	23,3
2014	-2,2	-2,2	-5,2	2,2	-6,0	4,6	-	-	0,4	14,6
2015	3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	-	-	11,6	-2,9
2015 2° trim.	-6,0	-3,0	-5,3	-3,4	-8,1	4,4	-	-	31,0	23,5
3° trim.	11,8	-3,4	-3,7	-9,1	-9,3	3,1	-	-	30,5	15,0
4° trim.	3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	-	-	11,6	-2,9
2016 1° trim.	11,4	-3,3	-3,3	-15,2	-8,4	1,9	-	-	4,6	-4,8
2015 nov.	10,3	-3,4	-4,9	-11,4	-8,8	3,6	-	-	18,0	11,7
dic.	3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	-	-	11,6	-2,9
2016 gen.	3,4	-3,4	-4,4	-15,3	-8,8	3,3	-	-	5,7	7,0
feb.	10,0	-3,4	-3,5	-15,4	-9,4	3,0	-	-	8,2	-1,8
mar.	11,4	-3,3	-3,3	-15,2	-8,4	1,9	-	-	4,6	-4,8
apr. <sup>(a)</sup>	17,4	-2,8	-2,7	-15,3	-7,8	2,4	-	-	12,0	4,7

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

## 6 Andamenti della finanza pubblica

### 6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
2012	-3,7	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6
2013	-3,0	-2,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,1	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2015 1° trim.	-2,5	.	.	.	.	0,1
2° trim.	-2,4	.	.	.	.	0,1
3° trim.	-2,1	.	.	.	.	0,4
4° 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	
2012	46,1	45,6	12,2	12,9	15,4	0,4	49,7	45,2	10,4	5,4	3,0	22,6	4,5
2013	46,6	46,1	12,5	12,9	15,5	0,5	49,6	45,5	10,4	5,4	2,8	23,0	4,1
2014	46,8	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,3	45,4	10,3	5,3	2,7	23,1	4,0
2015	46,6	46,1	12,6	13,1	15,4	0,5	48,6	44,7	10,2	5,2	2,4	23,0	3,9
2015 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	12,5	13,1	15,4	0,5	49,0	45,2	10,3	5,3	2,5	23,1	3,9
3° trim.	46,6	46,1	12,5	13,2	15,4	0,5	48,7	45,0	10,2	5,2	2,5	23,1	3,8
4° trim.	46,6	46,1	12,6	13,2	15,4	0,5	48,7	44,8	10,2	5,3	2,4	23,0	3,9

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

### 6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

(in percentuale del PIL; consistenze a fine periodo)

	Totale	Strumento finanziario			Detentore		Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta		
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Creditori residenti	Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	89,3	3,0	17,4	68,9	45,5	26,2	43,9	11,3	78,0	19,7	31,6	38,0	87,2	2,2
2013	91,1	2,6	17,2	71,3	46,0	26,2	45,1	10,4	80,7	19,4	32,2	39,5	89,0	2,1
2014	92,0	2,8	16,9	72,4	45,1	26,0	46,9	10,0	82,0	19,0	32,0	41,0	89,9	2,1
2015	90,7	2,8	16,1	71,7	45,7	27,5	45,0	9,4	81,3	17,8	31,8	41,1	88,6	2,1
2015 1° trim.	93,0	2,7	16,9	73,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	92,4	2,8	16,3	73,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	91,8	2,8	16,2	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	90,8	2,8	16,1	71,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

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

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

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

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

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

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno <sup>2)</sup>					Vita residua media <sup>3)</sup>	Rendimento nominale medio <sup>4)</sup>						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere					Transazioni	
		Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso		Emissione	Rimborsi
	Scadenze fino a 1 anno												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	16,5	14,4	5,0	2,1	0,5	6,3	3,5	1,7	1,3	3,7	2,8	1,2	1,8
2014	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2015	14,9	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
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	13,0	4,8	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,5
3° trim.	15,1	13,1	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
4° trim.	14,9	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2015 nov.	15,6	13,6	4,5	2,0	0,5	6,6	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.	15,6	13,7	4,8	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	2,8	0,3	1,1
apr.	15,0	13,2	4,2	1,9	0,5	6,8	2,7	1,2	0,0	3,2	2,8	0,4	1,3

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

## 6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio 1	Germania 2	Estonia 3	Irlanda 4	Grecia 5	Spagna 6	Francia 7	Italia 8	Cipro 9	
Disavanzo (-)/avanzo(+) pubblico										
2012	-4,2	-0,1	-0,3	-8,0	-8,8	-10,4	-4,8	-2,9	-5,8	
2013	-3,0	-0,1	-0,2	-5,7	-13,0	-6,9	-4,0	-2,9	-4,9	
2014	-3,1	0,3	0,8	-3,8	-3,6	-5,9	-4,0	-3,0	-8,9	
2015	-2,6	0,7	0,4	-2,3	-7,2	-5,1	-3,5	-2,6	-1,0	
2015 1° trim.	-3,2	0,4	0,5	-3,4	-4,3	-6,0	-3,9	-2,9	-0,2	
2° trim.	-3,1	0,4	0,6	-2,5	-4,7	-5,4	-4,0	-2,9	-0,4	
3° trim.	-2,9	0,9	0,7	-1,9	-4,4	-5,3	-3,9	-2,6	-0,9	
4° trim.	-2,6	0,7	0,4	-2,3	-7,2	-5,1	-3,5	-2,6	-1,0	
Debito pubblico										
2012	104,1	79,6	9,5	120,1	159,6	85,4	89,6	123,3	79,3	
2013	105,2	77,2	9,9	120,0	177,7	93,7	92,4	129,0	102,5	
2014	106,5	74,7	10,4	107,5	180,1	99,3	95,4	132,5	108,2	
2015	106,0	71,2	9,7	93,8	176,9	99,2	95,8	132,7	108,9	
2015 1° trim.	110,8	74,4	10,0	104,6	170,5	100,2	97,6	135,4	107,5	
2° trim.	109,4	72,6	9,9	101,6	169,4	99,8	97,8	136,0	110,7	
3° trim.	108,9	72,0	9,8	98,3	171,8	99,7	97,1	134,5	110,2	
4° trim.	106,0	71,2	9,7	93,8	176,9	99,2	96,1	132,7	108,9	
	Lettonia 10	Lituania 11	Lussemburgo 12	Malta 13	Paesi Bassi 14	Austria 15	Portogallo 16	Slovenia 17	Slovacchia 18	Finlandia 19
Disavanzo (-)/avanzo(+) pubblico										
2012	-0,8	-3,1	0,3	-3,5	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,3	-2,2
2013	-0,9	-2,6	0,8	-2,6	-2,4	-1,3	-4,8	-15,0	-2,7	-2,6
2014	-1,6	-0,7	1,7	-2,0	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,7	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,2	-1,5	-1,8	-1,2	-4,4	-2,9	-3,0	-2,7
2015 1° trim.	-1,9	-0,7	1,1	-2,4	-2,1	-2,2	-7,1	-4,6	-2,9	-3,5
2° trim.	-2,1	0,4	1,3	-2,0	-2,1	-2,2	-6,4	-4,5	-2,9	-3,1
3° trim.	-2,1	0,1	1,2	-1,7	-2,0	-2,5	-3,1	-4,1	-2,6	-3,0
4° trim.	-1,3	-0,2	1,2	-1,5	-1,8	-1,2	-4,4	-2,9	-3,0	-2,7
Debito pubblico										
2012	41,4	39,8	22,0	67,5	66,4	81,6	126,2	53,9	52,4	52,9
2013	39,1	38,8	23,3	68,6	67,9	80,8	129,0	71,0	55,0	55,5
2014	40,8	40,7	22,9	67,1	68,2	84,3	130,2	81,0	53,9	59,3
2015	36,4	42,7	21,4	63,9	65,1	86,2	129,0	83,2	52,9	63,1
2015 1° trim.	35,6	38,0	22,3	68,6	69,3	85,3	130,2	82,0	54,4	60,5
2° trim.	35,3	37,6	21,7	67,2	67,1	86,4	128,4	81,0	54,7	62,3
3° trim.	36,4	38,1	21,5	66,0	66,2	86,4	130,3	84,4	53,9	61,0
4° trim.	36,4	42,7	21,4	63,9	65,1	86,2	129,0	83,2	52,9	63,1

Fonte: Eurostat.

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

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

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 1° giugno 2016.

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

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-16-004-IT-E (epub)  
Numero di catalogo dell'UE QB-BP-16-004-IT-N (online)

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