



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 5 / 2016



Indice

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

Sintesi	4
1 Contesto esterno	6
2 Andamenti finanziari	8
3 Attività economica	10
4 Prezzi e costi	13
5 Moneta e credito	15

Riquadri

1 Andamenti recenti dei flussi di capitali verso le economie emergenti	18
2 Il mercato delle obbligazioni private e il programma della BCE per l'acquisto di titoli del settore societario	22
3 Avvio della segnalazione statistica sui mercati monetari	26
4 Andamenti recenti dell'attività edilizia nell'area dell'euro	28
5 Tendenze nella struttura di finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro	31
6 Le raccomandazioni specifiche per paese del 2016	35

Articoli

1 I nodi della rete di sicurezza finanziaria internazionali: una rassegna	38
2 Nuove evidenze sul processo di adeguamento dei salari in Europa nel periodo 2010-2013	56
3 Rafforzare la capacità di tenuta e la crescita nel lungo periodo: l'importanza di istituzioni e strutture economiche solide per i paesi dell'area dell'euro e per l'UEM	79

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

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

Sintesi

La volatilità nei mercati finanziari dopo il referendum britannico sull'appartenenza all'Unione europea è stata di breve durata. Tuttavia, l'incertezza riguardo alle prospettive mondiali è aumentata e le statistiche più recenti relative al secondo trimestre segnalano una dinamica modesta dell'attività e del commercio mondiale. Al tempo stesso l'inflazione complessiva a livello internazionale si è mantenuta bassa, riflettendo soprattutto i precedenti cali dei prezzi dell'energia. I rischi per le prospettive dell'attività mondiale, e in particolare delle economie emergenti, restano orientati verso il basso e sono connessi principalmente alle incertezze sul piano delle politiche e alla volatilità finanziaria.

I mercati finanziari dell'area dell'euro hanno mostrato un'incoraggiante capacità di tenuta di fronte al picco di incertezza e volatilità successivo al referendum nel Regno Unito. Di conseguenza, le condizioni finanziarie complessive restano estremamente favorevoli. In particolare, mentre la curva a termine dell'Eonia si è spostata verso il basso, specie sulle scadenze più lunghe, riflettendo forse attese sia di una minore crescita sia di ulteriori azioni di politica monetaria, seguita dai rendimenti sulle obbligazioni sovrane a basso rischio, i differenziali di rendimento dei titoli di Stato rispetto ai titoli pubblici tedeschi a dieci anni si sono ristretti e quelli delle obbligazioni societarie hanno continuato a ridursi. Al tempo stesso le quotazioni azionarie delle banche dell'area dell'euro sono diminuite ulteriormente.

La ripresa economica nell'area dell'euro sta proseguendo, sorretta dalla domanda interna, mentre la crescita delle esportazioni rimane modesta. In prospettiva, il recupero dell'economia dovrebbe procedere a un ritmo moderato. La domanda interna continua a essere sostenuta dalla trasmissione delle misure di politica monetaria della BCE all'economia reale. Le favorevoli condizioni finanziarie e il miglioramento della redditività delle imprese seguitano a promuovere la ripresa degli investimenti. I sostenuti 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 di conseguenza ai consumi privati. In aggiunta, si prevede che l'orientamento fiscale nell'area dell'euro sia lievemente espansivo nel 2016 e che diventi sostanzialmente neutro nel 2017 e nel 2018. Al tempo stesso gli andamenti sfavorevoli per la ripresa economica nell'area dell'euro includono l'esito del referendum nel Regno Unito e altre incertezze geopolitiche, le prospettive di crescita contenuta nei mercati emergenti, i necessari aggiustamenti dei bilanci in diversi settori e la lenta attuazione delle riforme strutturali. Su questo sfondo, i rischi per le prospettive di crescita dell'area dell'euro restano orientati verso il basso.

L'inflazione complessiva nell'area dell'euro si è mantenuta attorno allo zero negli ultimi mesi. Le misure dell'inflazione di fondo non hanno nell'insieme mostrato

segni evidenti di una tendenza al rialzo, mentre le pressioni sui prezzi sono rimaste moderate. Le misure delle aspettative di inflazione a lungo termine ricavate dai dati di mercato sono diminuite ulteriormente e rimangono sostanzialmente inferiori a quelle basate sulle indagini. In prospettiva, sulla base delle quotazioni correnti dei contratti future sul petrolio, è probabile che i tassi di inflazione restino molto bassi nei prossimi mesi e che poi risalgano nel prosieguo del 2016 per motivi in larga parte riconducibili agli effetti base del tasso di variazione sui dodici mesi dei corsi dell'energia. Sostenuti dalle misure di politica monetaria della BCE e dall'atteso recupero dell'economia, i tassi di inflazione dovrebbero aumentare ulteriormente nel 2017 e nel 2018.

Le misure di politica monetaria in atto da giugno 2014, compreso l'insieme articolato di nuovi interventi adottato a marzo 2016, hanno notevolmente migliorato sia le condizioni di prestito per famiglie e imprese sia i flussi di credito nell'intera area dell'euro, sostenendo di conseguenza la ripresa economica. In particolare i bassi tassi di interesse, assieme agli effetti delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine della BCE e del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie, continuano a sostenere la crescita robusta della moneta e il graduale recupero della dinamica 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 promuovono la ripresa della crescita dei prestiti. Di fatto, l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il secondo trimestre del 2016 ha indicato l'ulteriore miglioramento delle condizioni di offerta dei finanziamenti alle imprese e alle famiglie e il perdurante aumento della domanda per tutte le categorie di prestiti. Alla luce dell'attuale incertezza, è essenziale che il canale dei finanziamenti bancari continui a funzionare in modo appropriato.

Nella riunione del 21 luglio 2016, sulla base della consueta analisi economica e monetaria, il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE e continua ad attendersi che rimangano su livelli pari o inferiori a quelli attuali per un prolungato periodo di tempo, ben oltre l'orizzonte degli acquisti netti di attività. Quanto alle misure non convenzionali di politica monetaria, il Consiglio direttivo ha confermato 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 risconterà un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi, coerente con il proprio obiettivo di inflazione.

Data la situazione di incertezza, il Consiglio direttivo continuerà a seguire con grande attenzione gli andamenti economici e dei mercati finanziari e a salvaguardare la trasmissione dell'orientamento accomodante della sua politica monetaria all'economia reale. Nei prossimi mesi, mano a mano che si renderanno disponibili maggiori informazioni, comprese le nuove proiezioni degli esperti, il Consiglio direttivo potrà meglio riesaminare le condizioni macroeconomiche sottostanti, gli andamenti più probabili dell'inflazione e della crescita e la distribuzione dei rischi attorno a tali andamenti. Se necessario per il conseguimento del suo obiettivo, esso agirà ricorrendo a tutti gli strumenti disponibili nell'ambito del suo mandato.

Il Consiglio direttivo 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 indebito ritardo.

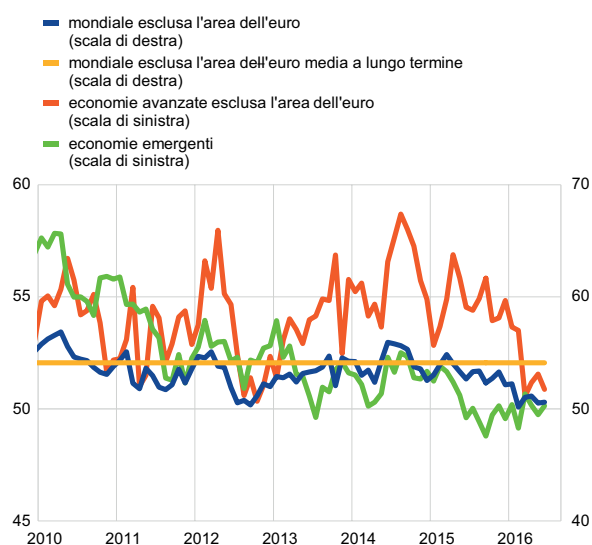
1 Contesto esterno

Il voto favorevole all'uscita del Regno Unito dall'Unione europea ha causato una certa volatilità nei mercati finanziari e una maggiore incertezza riguardo alle prospettive mondiali. L'esito del referendum ha colto di sorpresa i mercati finanziari e i prezzi si sono adeguati rapidamente subito dopo il voto. Dal 23 giugno la sterlina si è nettamente deprezzata. Tuttavia l'impatto su gran parte dei mercati mondiali è stato di breve durata, anche se i corsi delle azioni bancarie sono diminuiti, specie nell'area dell'euro. Le incertezze circa le prospettive mondiali si sono acuite dopo il referendum. Nel breve periodo l'impatto maggiore è stato avvertito dall'economia britannica, poiché l'incertezza riguardo alle future relazioni commerciali e di investimento tra il Regno Unito e l'UE grava sulla domanda. Anche altre economie europee non appartenenti all'area dell'euro, e in particolare quelle aventi stretti legami commerciali con il Regno Unito, potrebbero essere interessate. Al di fuori dell'Europa, gli effetti dovrebbero essere più limitati; tuttavia, le incertezze politiche nelle economie avanzate sono cresciute e questo potrebbe smorzare la fiducia e frenare gli investimenti. Le previsioni del settore privato per le principali economie sono state riviste lievemente al ribasso.

Nel contesto di accresciuta incertezza, i mercati finanziari si attendono un orientamento più accomodante della politica monetaria nelle principali economie avanzate. La Bank of England ha mantenuto invariati i tassi di interesse nella riunione di luglio, pur segnalando possibili interventi nel futuro prossimo. Negli Stati Uniti, le aspettative di un aumento dei tassi nel corso del 2016 si sono moderate. Stando alla curva dei future sui tassi sui Federal Fund, gli operatori scontano pienamente un aumento di 25 punti base solo verso la fine del 2017. I mercati finanziari si attendono altresì un ulteriore allentamento da parte della Banca del Giappone.

Grafico 1
PMI composito del prodotto mondiale

(indice di diffusione: 50 = nessuna variazione)



Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.

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

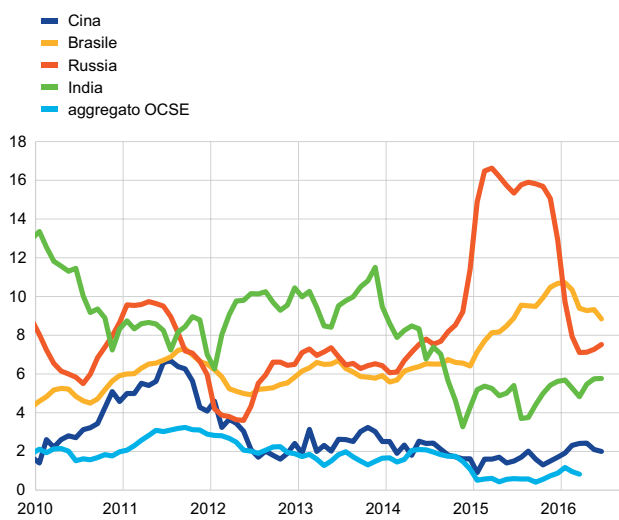
Gli indicatori dell'economia mondiale per il secondo trimestre del 2016 segnalano una dinamica modesta dell'attività e del commercio. L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) ha registrato un ulteriore calo nel secondo trimestre, scendendo a 51,3, il livello più basso dalla fine del 2012 (cfr. grafico 1). Il commercio mondiale ha rallentato ulteriormente; ad aprile 2016 il volume delle importazioni globali di beni è diminuito dello 0,6 per cento sul precedente periodo di tre mesi. La crescita dell'interscambio si è rafforzata nei paesi avanzati, ma è diminuita ulteriormente nelle economie emergenti (EME) e in particolare in quelle dell'Asia. Le prospettive a breve termine del commercio internazionale sono modeste, con l'indice PMI mondiale relativo ai nuovi ordinativi dall'estero che si è mantenuto al di sotto del valore soglia di 50 in giugno.

L'inflazione complessiva a livello mondiale è rimasta bassa. Nei paesi dell'OCSE l'inflazione sui

Grafico 2

Inflazione al consumo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: OCSE e statistiche nazionali.

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

dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è stata pari allo 0,8 per cento in maggio, invariata rispetto ai due mesi precedenti. La componente energetica ha continuato ad agire da freno: il tasso calcolato al netto dei beni alimentari e dell'energia è stato pari all'1,9 per cento in maggio (cfr. grafico 2). Con riferimento alle grandi EME, l'inflazione è diminuita in Cina e Brasile ed è rimasta immutata in India. In Russia ha registrato un lieve aumento dopo essere diminuita nettamente nell'anno trascorso.

Le quotazioni del greggio di qualità Brent sono diminuite leggermente dai primi di giugno. In giugno la produzione dell'OPEC è cresciuta riflettendo principalmente gli aumenti dell'offerta in Iran, Arabia Saudita e Nigeria. Anche le forniture dei paesi non appartenenti all'organizzazione sono salite, sorrette dalla parziale ripresa della produzione di greggio canadese. Dal lato della domanda, le previsioni dell'Agenzia internazionale dell'energia per la crescita della domanda mondiale di petrolio nel 2016 sono

state riviste al rialzo. I prezzi delle materie prime non petrolifere sono aumentati lievemente dagli inizi di giugno.

L'attività negli Stati Uniti ha recuperato dopo la debolezza osservata all'inizio dell'anno. Il ritmo di incremento dell'attività economica è sceso allo 0,3 per cento

sul periodo precedente nel primo trimestre del 2016 (1,1 in ragione d'anno), per l'indebolimento della spesa delle famiglie e il calo degli investimenti in settori diversi dall'edilizia residenziale. Tuttavia, dati recenti segnalano un'accelerazione del PIL nel secondo trimestre. La crescita della spesa per consumi privati si è rafforzata, di riflesso all'aumento del reddito disponibile reale e della ricchezza netta delle famiglie grazie in parte al miglioramento delle condizioni nel mercato delle abitazioni. Ad aprile e maggio le vendite al dettaglio sono aumentate costantemente e quelle di veicoli hanno recuperato dopo il calo di marzo. Inoltre, il mercato del lavoro continua a evidenziare una buona tenuta. Il numero dei dipendenti nel settore non agricolo statunitense è salito di 287.000 unità in giugno, dopo incrementi più modesti nei due mesi precedenti. A giugno l'inflazione complessiva sui dodici mesi è scesa all'1,0 per cento per effetto del calo dei prezzi dei beni energetici e alimentari, mentre il tasso calcolato al netto di queste due componenti è salito lievemente, al 2,3 per cento, il livello più elevato degli ultimi quattro anni.

In Giappone la crescita rimane modesta. Il PIL è aumentato dello 0,5 per cento sul periodo precedente nel primo trimestre del 2016, dopo essere diminuito nel quarto del 2015. Gli indicatori più recenti segnalano tuttavia andamenti modesti dell'attività nel secondo trimestre, poiché la produzione industriale è scesa in maggio e l'indagine Tankan della Banca del Giappone ha segnalato un lieve deterioramento delle condizioni economiche. Le condizioni nel mercato del lavoro sono tese, in presenza di un tasso di disoccupazione pari al 3,2 per cento in maggio, il livello più basso da oltre due decenni. La dinamica salariale rimane tuttavia debole. L'inflazione

complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa ulteriormente in territorio negativo a maggio.

Nel Regno Unito si prevede un rallentamento dell'economia nella seconda metà dell'anno. La crescita del PIL sul periodo precedente è scesa allo 0,4 per cento nel primo trimestre del 2016. L'attività è stata trainata principalmente dal vigore dei consumi privati, mentre gli investimenti hanno registrato un calo e le esportazioni nette hanno altresì continuato ad agire da freno. Stando agli indicatori di breve periodo, nel secondo trimestre l'economia britannica ha continuato a espandersi a un ritmo relativamente robusto e simile a quello del periodo precedente. È tuttavia probabile che l'incertezza creata dall'esito del referendum nel paese gravi sull'attività a breve termine e in particolare sugli investimenti e sul commercio.

In Cina i dati macroeconomici rimangono coerenti con una graduale moderazione del ritmo di crescita. Nel secondo trimestre del 2016 il tasso di incremento del PIL cinese sul periodo corrispondente è stato pari al 6,7 per cento, invariato rispetto al trimestre precedente e in linea con l'intervallo obiettivo per la crescita nel 2016 fissato dalle autorità del paese al 6,5-7,0 per cento. L'attività ha beneficiato del sostegno pubblico negli ultimi trimestri. Gli investimenti fissi sono stati sostenuti dalla forte espansione degli investimenti in infrastrutture, mentre la spesa in conto capitale nel settore manifatturiero si è moderata.

La dinamica di crescita rimane debole ed eterogenea nelle altre EME. L'attività ha continuato a evidenziare una buona tenuta nei paesi importatori di materie prime come l'India, dove è salita del 7,6 per cento sull'anno precedente nel primo trimestre del 2016. Anche la Turchia ha registrato una crescita sostenuta del PIL nello stesso periodo. Tuttavia, in prospettiva, il tentato colpo di Stato militare ha acuito l'incertezza politica e questo potrebbe pesare sulla domanda. Nei paesi esportatori di materie prime l'attività è stata fiacca. Il Brasile resta in recessione. In Russia esistono invece segnali di ripresa dell'economia in un contesto in cui il tasso di incremento del PIL sul periodo precedente è tornato in territorio positivo, allo 0,3 per cento, nel primo trimestre del 2016. I flussi di capitali verso le EME hanno in generale continuato a evidenziare una buona tenuta negli ultimi mesi. In un'ottica di più lungo periodo, tuttavia, la graduale decelerazione dell'attività nelle EME ha contribuito al progressivo prosciugamento dei flussi netti di capitali verso tali economie negli ultimi anni (cfr. riquadro 1).

2 Andamenti finanziari

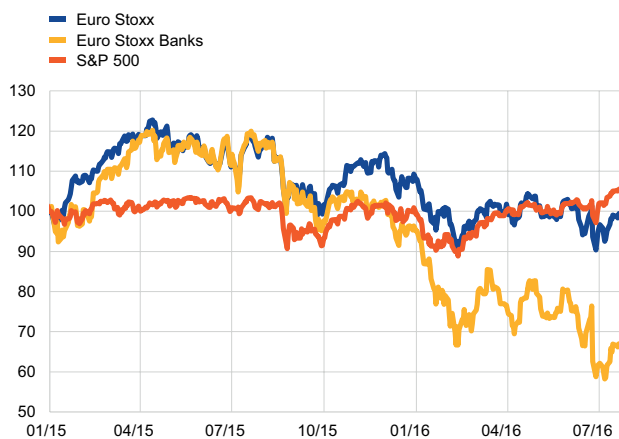
I rendimenti a lungo termine dei titoli di Stato nell'area dell'euro sono diminuiti ulteriormente dagli inizi di giugno. I differenziali d'interesse del debito sovrano rispetto al Bund decennale si sono ampliati immediatamente dopo l'esito del referendum nel Regno Unito sull'adesione all'UE, specie per gli emittenti con rating più basso, ma in seguito i differenziali sono scesi nel complesso sotto i livelli raggiunti agli inizi di giugno, fatta eccezione per quelli di Portogallo e Grecia.

I corsi azionari nell'area dell'euro sono diminuiti dopo l'esito del referendum nel Regno Unito sull'adesione all'UE. Mentre l'indice generale è risalito in

Grafico 3

Alcuni indici azionari per l'area dell'euro e gli Stati Uniti

(1° gennaio 2015 = 100)



Fonte: Thomson Reuters.

Note: dati giornalieri; l'ultima osservazione si riferisce al 20 luglio 2016.

seguito, l'indice delle azioni bancarie è rimasto ben al di sotto del suo livello agli inizi di giugno.

L'indice generale Euro Stoxx ha perso poco più del 2 per cento nel periodo in esame (dal 2 giugno al 20 luglio 2016). Nello stesso arco di tempo l'indice S&P 500 statunitense ha segnato un rialzo del 3 per cento circa (cfr. grafico 3). Tali andamenti sono il risultato di performance piuttosto stabili prima del referendum nel Regno Unito, perdite degli indici prossime all'8 e al 5 per cento rispettivamente nell'area dell'euro e negli Stati Uniti fra il 23 e il 27 giugno, e una successiva fase di ripresa. I prezzi delle azioni bancarie dell'area dell'euro sono diminuiti del 13 per cento dagli inizi di giugno, mentre le quotazioni azionarie delle banche statunitensi sono scese all'incirca del 4 per cento. I cali complessivi, pur consistenti, sono comunque molto più contenuti rispetto alle flessioni dei prezzi delle azioni bancarie nelle due principali aree economiche tra il 23 e

il 27 giugno, pari rispettivamente al 25 e al 10 per cento circa. I timori sulla redditività, nonché eventi specifici ai singoli paesi e istituti, hanno continuato a gravare in particolare sul settore bancario dell'area dell'euro. Le aspettative del mercato circa la volatilità delle quotazioni azionarie hanno segnato una forte impennata immediatamente dopo il referendum nel Regno Unito, ma sono tornate sul loro livello iniziale nella parte restante del periodo in esame.

I differenziali sulle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie (SNF) si sono ridotti, continuando la tendenza emersa dopo che in marzo il Consiglio direttivo aveva annunciato il programma per l'acquisto di titoli del settore societario (corporate sector purchase programme, CSPP). I differenziali sulle

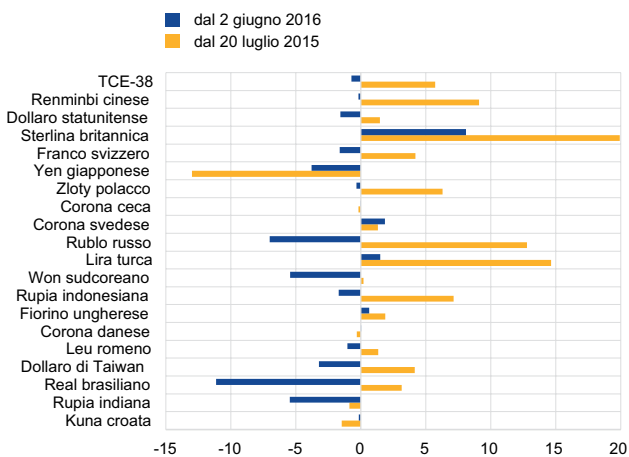
emissioni da parte delle SNF nell'area dell'euro sono diminuiti dagli inizi di giugno per tutte le categorie di rating, pur segnando un breve e limitato rialzo dopo l'esito del referendum nel Regno Unito. Il 20 luglio i differenziali sulle obbligazioni delle SNF erano, a seconda del rating, inferiori di 30-40 punti base rispetto agli inizi di giugno e inferiori di 50-80 punti base rispetto al 10 marzo, il giorno in cui il Consiglio direttivo ha varato il CSPP (cfr. anche il riquadro 2). Anche nel settore finanziario i differenziali obbligazionari sono diminuiti per tutte le categorie di rating dagli inizi di giugno. Le differenze tra l'andamento delle azioni bancarie, che hanno segnato un forte calo, e quello dei differenziali delle obbligazioni finanziarie, che hanno continuato a restringersi, confermano la valutazione che i timori sulla redditività, piuttosto che le percezioni di un più elevato rischio d'inadempienza fra le istituzioni finanziarie, siano stati il fattore determinante per gli andamenti del settore bancario.

Per quanto concerne i mercati dei cambi, l'euro si è indebolito modestamente su base ponderata per l'interscambio commerciale. In termini bilaterali, dal 2 giugno la moneta europea si è apprezzata dell'8,1 per cento nei confronti della sterlina britannica, a fronte dell'acuita incertezza dopo l'esito del referendum nel Regno Unito sull'adesione all'UE. L'incremento della volatilità e una minore propensione al rischio hanno sostenuto lo yen giapponese, determinando un deprezzamento dell'euro nei confronti della valuta giapponese del 5 per cento

Grafico 4

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

Note: variazioni percentuali relative al 20 luglio 2016. Il TCE-38 è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro rispetto alle divise dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro.

circa. L'euro si è indebolito anche rispetto al dollaro statunitense, al franco svizzero e alle valute di gran parte delle economie di mercato emergenti e dei paesi esportatori di materie prime (cfr. grafico 4).

Il tasso Eonia (euro overnight index average) è rimasto relativamente stabile, fra -32 e -35 punti base, salvo alla fine del secondo trimestre, quando è salito temporaneamente a -29 punti base. La liquidità in eccesso è aumentata di 29 miliardi di euro, a circa 873 miliardi, in concomitanza agli acquisti effettuati dall'Eurosistema nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie.

Rispetto agli inizi di giugno, la curva a termine dell'Eonia si è spostata verso il basso, specie oltre l'orizzonte di un anno. Dopo il calo immediatamente successivo al referendum nel Regno Unito, l'andamento al ribasso delle scadenze superiori a un anno si è protratto, per poi segnare un temporaneo rialzo agli inizi di luglio. Dal 2 giugno al 24 dello stesso mese, quando

è stato annunciato l'esito del referendum nel Regno Unito sull'adesione all'UE, lo spostamento verso il basso della curva ha oscillato tra 10 punti base sull'orizzonte a un anno e 20 punti base sull'orizzonte a otto anni. A tale andamento hanno contribuito le revisioni al ribasso della crescita attesa e le crescenti aspettative del mercato circa un'ulteriore allentamento della politica monetaria in risposta all'indebolimento della crescita. Al 20 luglio questi cali sono rimasti stabili sugli orizzonti inferiori a un anno, mentre si sono ampliati ulteriormente, fino a 30 punti base, sulle scadenze restanti.

3 Attività economica

La ripresa economica nell'area dell'euro sta proseguendo, trainata soprattutto dall'andamento dei consumi privati, ma anche dagli investimenti. Nel

primo trimestre il PIL in termini reali è aumentato dello 0,6 per cento sul periodo precedente, sostenuto sia dalla robusta dinamica dei consumi privati sia dal protratto incremento degli investimenti, mentre l'interscambio netto ha fornito un contributo negativo. Anche la variazione delle scorte ha contribuito in senso positivo alla crescita del PIL nel primo trimestre dell'anno.

I consumi privati, che rappresentano la determinante principale della ripresa in atto, continuano a contribuire positivamente alla crescita. Nel primo trimestre

i consumi privati sono cresciuti ancora, dello 0,6 per cento in termini congiunturali, dopo un temporaneo rallentamento nel periodo precedente imputabile agli effetti delle avverse condizioni meteorologiche sui consumi di beni energetici e stagionali, oltre che agli attacchi terroristici in Francia. In una prospettiva di più lungo periodo, la spesa per consumi ha beneficiato dell'aumento del reddito disponibile reale delle famiglie, che riflette soprattutto l'incremento dell'occupazione e i minori prezzi del petrolio. Nel primo trimestre del 2016 il reddito disponibile lordo reale delle famiglie è

aumentato del 2,1 per cento sul periodo corrispondente. Dopo essere ulteriormente migliorato nel secondo trimestre, il clima di fiducia dei consumatori è peggiorato lievemente in luglio a seguito del risultato del referendum nel Regno Unito e si è mantenuto al di sopra della sua media di lungo termine. Anche i vincoli sui bilanci delle famiglie si sono ridotti.

Gli investimenti, dopo un'accelerazione alla fine del 2015, sono aumentati ancora nel primo trimestre del 2016, sebbene i dati più recenti segnalino un lieve indebolimento della dinamica nel breve termine. Nel primo trimestre gli investimenti totali sono cresciuti dello 0,8 per cento in termini congiunturali, principalmente a seguito di un incremento degli investimenti in beni strumentali. Nello stesso periodo i crescenti investimenti in attrezzature e macchinari hanno contribuito per circa la metà all'aumento sul periodo corrispondente, mentre gli investimenti in costruzioni e TIC (tecnologie informatiche e delle comunicazioni) hanno contribuito in pari misura per la parte rimanente. Nel secondo trimestre del 2016 si è osservata una certa debolezza della produzione industriale di beni di investimento, che in maggio è scesa del 2,3 per cento sul mese precedente, più che compensando il forte incremento dell'1,7 per cento registrato in aprile. Il debole contesto esterno, combinato con il calo degli ordini industriali di beni di investimento e le modeste aspettative di produzione nel settore dei beni di investimento, graverà verosimilmente sul tasso di crescita degli investimenti diversi dalle costruzioni nei mesi a venire. Gli investimenti in costruzioni sono aumentati ancora nel primo trimestre del 2016, ma la caduta della produzione nei primi due mesi del secondo trimestre insieme a un effetto negativo di trascinamento dei cali in febbraio e marzo segnalano una moderazione degli investimenti in edilizia residenziale nel secondo trimestre.

Oltre il breve termine, gli investimenti dovrebbero essere sostenuti, pur in presenza di rischi al ribasso, dalla ripresa della domanda, dall'orientamento accomodante di politica monetaria e dalle condizioni di finanziamento più favorevoli. Nel periodo a venire gli investimenti complessivi dovrebbero essere favoriti anche dai margini di profitto in aumento e dalla necessità di sostituirli dopo anni di moderazione degli investimenti fissi. Tuttavia, le incertezze legate all'esito del referendum nel Regno Unito e le sue potenziali implicazioni per l'economia dell'area dell'euro potrebbero gravare sulle prospettive di investimento. Inoltre, la crescita degli investimenti potrebbe essere frenata anche dalle esigenze di riduzione della leva finanziaria e dalla lenta attuazione delle riforme, specie in alcuni paesi, nonché dalle modeste prospettive di crescita potenziale.

Le esportazioni totali dell'area dell'euro (beni e servizi) sono rimaste su livelli contenuti nel primo trimestre del 2016 e i dati mensili sul commercio segnalano finora un rallentamento nella crescita delle esportazioni di beni nel secondo trimestre. Considerando nel complesso i risultati mensili dell'interscambio per aprile e maggio, le esportazioni di beni al di fuori dell'area dell'euro sono diminuite lievemente rispetto al secondo trimestre del 2015. Fra le economie di mercato emergenti, la crescita delle esportazioni è aumentata in Cina, mentre è diminuita in Russia e in America Latina. Quanto alle economie avanzate, le esportazioni verso gli Stati Uniti hanno fornito un contributo sostanzialmente neutro, mentre sono aumentate le esportazioni verso i paesi europei non appartenenti all'area dell'euro (incluso il Regno Unito). Il relativo vigore delle esportazioni dell'area

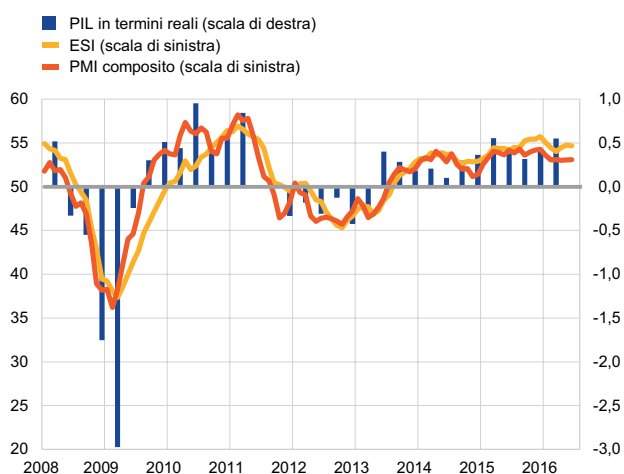
dell'euro dal volgere dell'anno rispetto alla crescita dell'interscambio mondiale indica l'aumento delle quote di mercato dell'area. In prospettiva, il lieve apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro nella prima metà dell'anno dovrebbe gravare sulle esportazioni dell'area dell'euro. Inoltre, le esportazioni potrebbero risentire dei possibili effetti avversi dell'esito del referendum nel Regno Unito per i flussi di

commercio mondiale. Inoltre, indicatori più tempestivi, come quelli delle indagini qualitative, segnalano andamenti ancora modesti della domanda estera e ordinativi extra area dell'euro relativamente deboli nel breve periodo.

Grafico 5

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

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

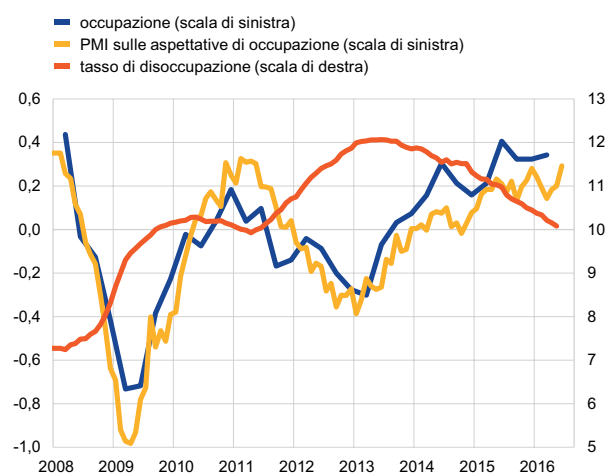


Fonti: Eurostat, Commissione europea, Markit e BCE.
Note: L'ESI è normalizzato con la media e la deviazione standard del PMI. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2016 per il PIL in termini reali e al giugno 2016 per l'ESI e il PMI.

Grafico 6

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

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; indice di diffusione; percentuale della forza lavoro)



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.
Note: il PMI è espresso come deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2016 per l'occupazione, a giugno 2016 per il PMI e a maggio 2016 per la disoccupazione.

Gli ultimi indicatori economici sono, nel complesso, coerenti con il protrarsi di una moderata crescita del PIL reale nel secondo trimestre del 2016. La

produzione industriale (al netto delle costruzioni) è diminuita in maggio, dopo il forte incremento in aprile, portando l'indice medio nei primi due mesi del secondo trimestre su un livello inferiore dello 0,2 per cento rispetto a quello del primo. La produzione nelle costruzioni e i nuovi ordini hanno continuato a diminuire in aprile. Le vendite al dettaglio e le immatricolazioni di nuove autovetture sono aumentate in aprile e maggio, mentre le immatricolazioni sono diminuite in giugno. I dati più recenti desunti dalle indagini congiunturali confermano che la crescita si è protratta nel secondo trimestre, seppure a ritmi meno sostenuti rispetto al periodo precedente. L'indice composito dei responsabili degli acquisti (PMI) è rimasto invariato in giugno, portando la media trimestrale lievemente al di sotto del livello osservato nel primo trimestre (cfr. grafico 5). L'indice del clima economico (ESI) è diminuito leggermente in giugno. Entrambi gli indicatori sono rimasti al di sopra delle rispettive medie di lungo periodo.

I mercati del lavoro nell'area dell'euro continuano a migliorare gradualmente. Nel primo trimestre del 2016

l'occupazione è aumentata di un ulteriore 0,3 per cento sul periodo precedente. Nel complesso, l'occupazione è stata superiore dell'1,4 per cento rispetto all'anno prima, il maggior rialzo annuale osservato dal primo trimestre del 2008. Anche nel mese di maggio il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro ha proseguito la sua flessione, scendendo al 10,1 per cento (cfr. grafico 6). La disoccupazione di lunga durata (la percentuale di popolazione disoccupata da almeno 12 mesi) continua a diminuire lentamente ma rappresenta oltre il 5 per cento della forza lavoro. Negli ultimi mesi i dati

più recenti delle indagini continuano a migliorare e prefigurano ulteriori incrementi dell'occupazione per il prossimo futuro.

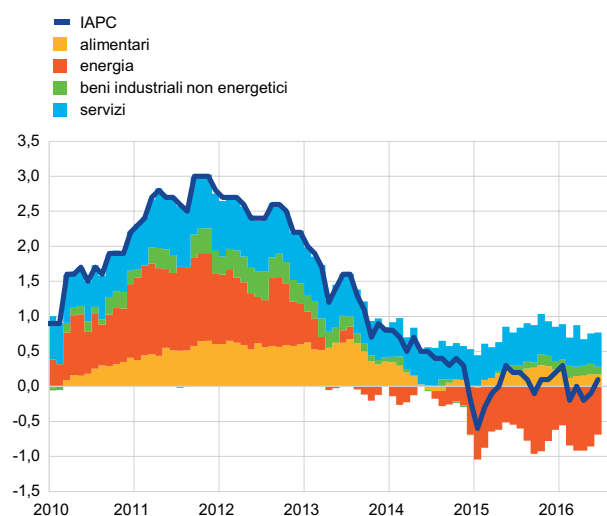
In prospettiva, ci si attende che la ripresa economica prosegua a un ritmo moderato, nonostante le maggiori incertezze dopo l'esito del referendum nel Regno Unito. La domanda interna continua a essere sostenuta dalle misure di politica monetaria della BCE. I loro effetti favorevoli sulle condizioni di finanziamento, insieme ai miglioramenti della redditività delle imprese, stanno favorendo gli investimenti. Inoltre, il costante incremento dell'occupazione e il prezzo ancora relativamente basso del petrolio dovrebbero continuare a sostenere il reddito disponibile reale delle famiglie e i consumi privati. Tuttavia, l'acuirsi delle incertezze dopo il referendum nel Regno Unito potrebbe influire sul clima di fiducia e sul commercio. La ripresa economica nell'area dell'euro deve superare anche le sfide poste da altre incertezze geopolitiche. Allo stesso tempo, la ripresa economica è ancora frenata dagli aggiustamenti di bilancio in corso in diversi settori, dalla lenta attuazione delle riforme strutturali e dalle prospettive di crescita contenuta nei paesi emergenti. In tale contesto, i rischi sulle prospettive di crescita dell'area dell'euro rimangono orientati al ribasso.

4 Prezzi e costi

Nei mesi recenti l'inflazione complessiva è rimasta intorno a valori nulli (cfr. Grafico 7). Il basso livello dell'inflazione continua a riflettere le variazioni annuali fortemente negative dei prezzi dei prodotti energetici. Allo stesso tempo, l'inflazione armonizzata al netto di energia e alimentari continua a oscillare su tassi intorno all'1,0 per cento.

Grafico 7
Contributi delle componenti all'inflazione complessiva calcolata sullo IAPC nell'area dell'euro

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



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

Le misure dell'inflazione di fondo nel complesso non hanno ancora segnalato una chiara tendenza al rialzo.

L'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e alimentari sta oscillando intorno all'1 per cento dalla metà dello scorso anno. Anche altre misure dell'inflazione di fondo non hanno mostrato chiari segnali di un ulteriore slancio da quando è stato raggiunto un punto di svolta agli inizi del 2015. Quanto alle componenti principali, l'inflazione dei servizi ha oscillato intorno all'1 per cento nei mesi recenti, mentre l'inflazione dei beni industriali non energetici si è mantenuta in un intervallo fra lo 0,4 e lo 0,7 per cento.

L'inflazione delle importazioni è rimasta negativa mentre l'inflazione all'origine si è mantenuta piuttosto stabile.

Dopo essere scesa per più mesi consecutivi, l'inflazione all'importazione dei beni di consumo non alimentari è aumentata da -1,4 per cento in aprile a -0,7 per cento in maggio. Questo andamento è piuttosto simile a quello del tasso di cambio effettivo nominale dell'euro. Il tasso di variazione sui dodici mesi

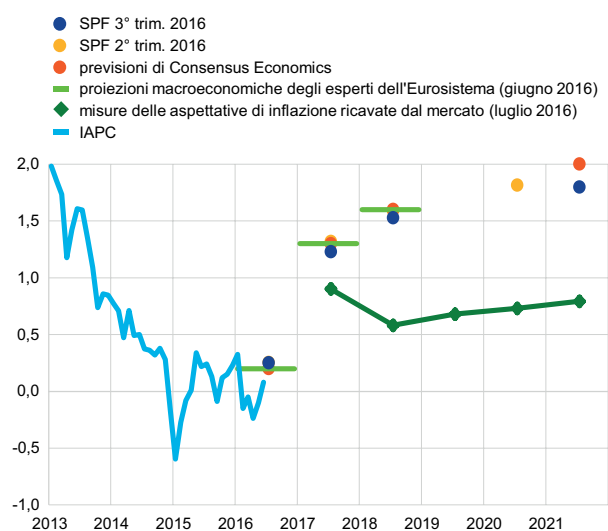
dell'indice dei prezzi alla produzione per il mercato interno dei beni non alimentari destinati al consumo è aumentato ancora lievemente allo 0,1 per cento in maggio, rispetto allo 0,0 in aprile e al -0,1 in marzo. Le limitate spinte al rialzo sui prezzi alla produzione potrebbero essere imputabili al fatto che l'effetto del miglioramento delle condizioni economiche è stato compensato da quello delle deboli pressioni sui costi connesse, ad esempio, ai prezzi contenuti delle materie prime.

L'incremento delle retribuzioni continua a essere contenuto. Nel primo trimestre del 2016 la crescita delle retribuzioni per occupato sul periodo corrispondente si è collocata all'1,2 per cento, lievemente in calo rispetto all'1,3 nel quarto trimestre del 2015. La dinamica salariale sarebbe stata frenata da alcuni fattori, fra cui: il perdurare di un ampio margine di capacità inutilizzata nel mercato del lavoro, la debole crescita della produttività, il contesto di bassa inflazione e il protrarsi degli effetti delle riforme del mercato del lavoro adottate durante la crisi.

Grafico 8

Misure delle aspettative di inflazione ricavate dalle indagini

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Survey of Professional Forecasters della BCE, Thomson Reuters, Consensus Economics, proiezioni macroeconomiche di giugno 2016 formulate dagli esperti dell'Eurosistema ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati per lo IAPC effettivo sono riportati fino a giugno 2016. I dati di Consensus Economics sono ricavati dalle previsioni di luglio 2016. Le misure delle aspettative di inflazione desunte dal mercato sono tratte dagli swap indicizzati all'inflazione a cedola zero nell'HICPX (lo IAPC per l'area dell'euro al netto dei tabacchi); le ultime osservazioni si riferiscono al 19 luglio 2016.

su un orizzonte a cinque anni si colloca intorno all'1,8 per cento, invariata rispetto all'indagine precedente¹.

In prospettiva, sulla base dei prezzi correnti dei contratti future per l'energia, il tasso di inflazione rimarrà su livelli modesti o forse persino lievemente negativi nei prossimi mesi per poi risalire nel prosieguo del 2016, riflettendo soprattutto effetti base. In seguito, l'inflazione dovrebbe aumentare ancora nel 2017 e 2018, sostenuta dalle misure di politica monetaria della BCE e dall'attesa

¹ Cfr. https://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/shared/files/reports/spfreport2016_Q3.en.pdf

ripresa economica. Il risultato del referendum nel Regno Unito ha accresciuto il livello di incertezza sulle prospettive di inflazione.

Quanto all'andamento dei prezzi delle abitazioni, la crescita tendenziale dell'indicatore della BCE per le quotazioni degli immobili residenziali nell'area dell'euro è aumentata ulteriormente. Nel primo trimestre del 2016 il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei prezzi degli immobili residenziali è salito al 2,9 per cento, rispetto al 2,2 e all'1,6 per cento rispettivamente nel quarto e nel terzo trimestre del 2015. L'ulteriore aumento della crescita delle quotazioni degli immobili residenziali nel primo trimestre del 2016 è stato relativamente generalizzato, dato che la maggior parte dei paesi dell'area ha registrato o una crescita più elevata o una flessione meno pronunciata rispetto al trimestre precedente.

5 Moneta e credito

La crescita dell'aggregato monetario ampio rimane forte. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3, che continua a oscillare intorno al 5,0 per cento da marzo 2015, è salito al 4,9 per cento a maggio 2016 (cfr. grafico 9). L'espansione dell'aggregato monetario ampio è stata ancora una volta trainata dalle componenti più liquide. Nel periodo recente M1 ha evidenziato segnali di decelerazione: il suo tasso di crescita sui dodici mesi ha continuato a scendere, pur mantenendosi su un livello elevato in maggio.

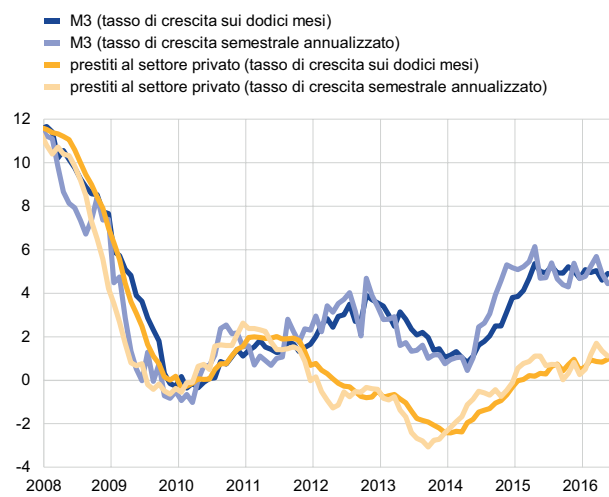
L'espansione dell'aggregato monetario ampio è stata trainata principalmente dalle fonti interne di creazione di moneta. Tale andamento va ricondotto in parte alle misure non convenzionali di politica monetaria adottate dalla BCE. Dal punto di vista delle controparti, le principali fonti di creazione di moneta in maggio sono state l'acquisto di obbligazioni da parte dell'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (public sector purchase programme, PSPP)

e l'allontanamento degli investimenti dalle passività finanziarie a più lungo termine. Il tasso di variazione sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine (al netto di capitale e riserve) delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) è rimasto fortemente negativo a maggio 2016: il profilo piatto della curva dei rendimenti, legato alle misure non convenzionali di politica monetaria adottate dalla BCE, ha reso meno favorevole per gli investitori detenere passività bancarie a più lunga scadenza. Un ulteriore fattore va ricercato nell'attrattività delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) quale alternativa alla raccolta bancaria a più lunga scadenza sul mercato: a tale riguardo l'importo aggiudicato con la prima operazione della seconda serie di OMRLT (OMRLT II) è stato pari a 399 miliardi di euro, lievemente inferiore alle attese degli operatori. Inoltre, all'aumento della creazione di moneta ha concorso la graduale ripresa dell'espansione del credito al settore privato. Le

Grafico 9

M3 e prestiti al settore privato

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



Fonte: BCE.

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

attività nette sull'estero del settore delle IFM continuano a gravare sulla crescita di M3 sui dodici mesi. Tale andamento riflette il proseguimento del deflusso di capitali dall'area dell'euro e il contestuale riequilibrio dei portafogli a favore di strumenti al di fuori dell'area (in particolare di titoli governativi dell'area venduti da non residenti nell'ambito del PSPP).

La dinamica dei prestiti continua a recuperare gradualmente. In Maggio il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) è aumentato (cfr. grafico 9). Mentre il ritmo di variazione sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie (SNF) ha recuperato ulteriormente in maggio, quello dei prestiti alle famiglie si mantiene sostanzialmente stabile da febbraio 2016. Tali tendenze, osservate a livello generale nell'intera area dell'euro, sono state supportate dalle considerevoli riduzioni dei tassi sui finanziamenti bancari registrate dall'estate del 2014 (legate principalmente alle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE) e dai miglioramenti sia dell'offerta sia della domanda di prestiti delle banche. Nonostante questi segnali positivi, le azioni di risanamento dei bilanci bancari e la persistenza di livelli alti di crediti deteriorati in alcuni paesi continuano a ostacolare la crescita del credito.

L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di luglio 2016 indica che il rafforzamento della crescita dei prestiti è dovuto principalmente all'aumento della domanda e al miglioramento dell'offerta di credito (cfr. l'indagine all'indirizzo: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>).

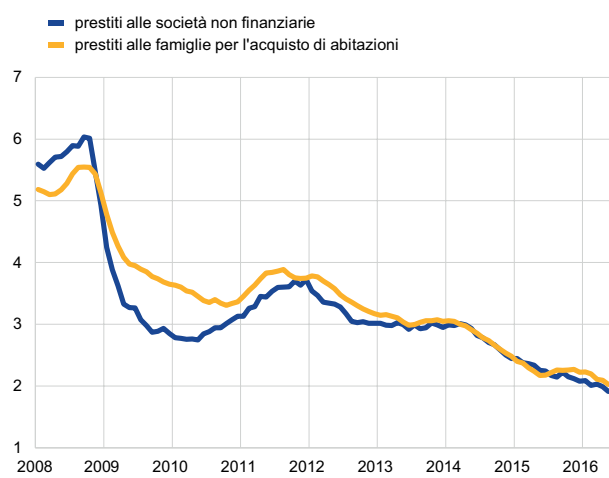
Nel secondo trimestre del 2016 è ulteriormente aumentata la domanda per tutte le categorie di finanziamento. Al tempo stesso le condizioni di offerta dei prestiti alle imprese e alle famiglie hanno continuato a migliorare. La pressione concorrenziale è rimasta il fattore principale alla base dell'allentamento dei criteri di concessione dei finanziamenti bancari alle imprese. Le banche hanno continuato a

indicare che gli effetti principali delle OMRLT sull'offerta di prestiti si traducono in un allentamento di termini e condizioni più che in una variazione dei criteri di concessione.

Grafico 10

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

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

I tassi sui prestiti bancari al settore privato si sono portati su un nuovo minimo storico in maggio.

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 (cfr. grafico 10). A questo riguardo hanno avuto un effetto positivo la riduzione della 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 dei propri costi di provvista nella forma di una riduzione dei tassi sui prestiti. Inoltre, il consistente importo aggiudicato nella prima operazione OMRLT II implica

una riduzione significativa di detti costi, che può essere trasmessa ai prenditori finali nell'economia. Fra il maggio 2014 e lo stesso mese del 2016 i tassi compositi sui finanziamenti sia alle SNF sia alle famiglie dell'area dell'euro sono diminuiti di circa 100 e 90 punti base rispettivamente, con riduzioni particolarmente marcate nei paesi più vulnerabili. Nello stesso periodo il differenziale fra i tassi applicati ai prestiti di entità molto ridotta (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 in generale che le piccole e medie imprese stanno beneficiando più di quelle di grandi dimensioni della riduzione dei tassi sui prestiti.

L'emissione netta di titoli di debito da parte delle SNF dell'area dell'euro è aumentata ulteriormente ad aprile e maggio 2016, dopo avere già registrato un forte incremento in marzo. Il rafforzamento in aprile e maggio è stato supportato, fra l'altro, dal pacchetto di misure di politica monetaria annunciato dalla BCE a marzo e ha interessato in modo diffuso i diversi paesi, mentre l'incremento di marzo era dovuto a due operazioni di grande entità. I dati di mercato mostrano che l'attività di emissione di obbligazioni societarie è stata molto limitata nella seconda metà di giugno, con tutta probabilità per motivi connessi ai timori riguardo al referendum britannico sull'appartenenza all'UE, per poi tornare a rafforzarsi nella prima metà di luglio. Le emissioni nette di azioni quotate da parte delle SNF sono rimaste relativamente contenute negli ultimi mesi. (Cfr. il riquadro 5 per il ruolo crescente delle società non bancarie nell'offerta di nuovi finanziamenti alle SNF dell'area dell'euro dal 2008).

I costi di finanziamento per le SNF dell'area dell'euro restano favorevoli. Il costo nominale complessivo del finanziamento esterno delle SNF si è mantenuto sostanzialmente invariato sul livello storicamente basso raggiunto ad aprile 2016, un risultato che cela movimenti divergenti dei vari strumenti di finanziamento. Il costo del finanziamento azionario ha registrato una crescita moderata in maggio e giugno e una diminuzione in luglio, seguendo gli andamenti dei corsi delle azioni. Quello del finanziamento tramite emissione di titoli di debito sul mercato ha invece continuato a diminuire nel periodo compreso fra maggio e luglio, per effetto delle recenti misure di politica monetaria della BCE e della riduzione dei rendimenti a livello mondiale.

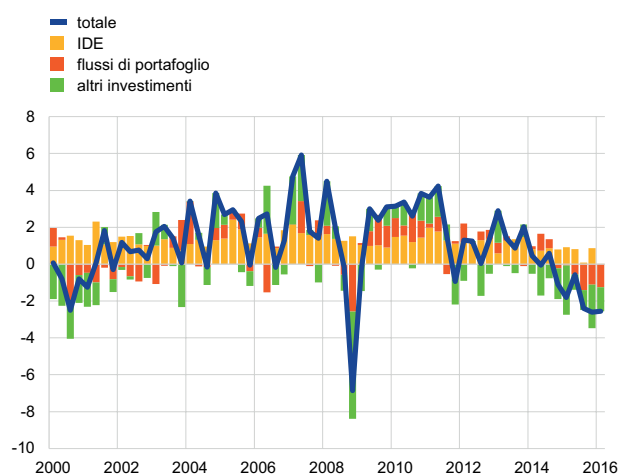
Riquadro 1

Andamenti recenti dei flussi di capitali verso le economie emergenti

Grafico A

Afflussi netti di capitali verso le EME

(in percentuale del PIL nominale)



Fonti: FMI, Haver Analytics ed elaborazioni della BCE.

Note: gli afflussi netti di capitali sono definiti come la somma di investimenti diretti esteri (IDE) netti, investimenti di portafoglio netti e "Altri investimenti" netti. Aggregati utilizzando pesi per il PIL basati sulle parità di potere di acquisto (PPA).

Gli afflussi netti di capitali verso le principali economie emergenti (EME) mostrano una tendenza calante dal 2011 e sono negativi dal quarto trimestre del 2014¹.

La rapida ripresa dopo la crisi finanziaria mondiale si è annullata nel 2011 e da allora gli afflussi netti di capitali verso le EME seguono un andamento discendente (cfr. grafico A). Inoltre, dopo un modesto recupero nel 2013, hanno ripreso a scendere e sono negativi da sei trimestri, il periodo più lungo di deflussi netti consecutivi dalle EME dal 2001. L'inversione sembra interessare tutte le tipologie di investimento. In particolare gli investimenti diretti esteri, la componente più stabile del conto finanziario, si collocano da due anni al di sotto della loro media di lungo periodo (2000-1° trimestre 2016).

Il calo degli afflussi netti di capitali verso le EME ha altresì trovato un parziale riscontro nell'indebolimento graduale e generalizzato delle

divise di queste economie. Le monete delle EME hanno seguito un andamento discendente nel periodo 2011-15, che è stato particolarmente pronunciato tra la metà del 2014 e la fine del 2015 quando il dollaro statunitense ha iniziato a rafforzarsi in presenza di una crescita graduale delle attese di inasprimento della politica monetaria negli Stati Uniti, e hanno iniziato a recuperare parte del terreno perduto a partire dagli inizi del 2016.

Per determinare a livello aggregato le cause potenziali del recente rallentamento degli afflussi netti di capitali nelle EME, viene utilizzato un modello semplice basato su un quadro standard di tipo "push/pull"²

¹ Il riquadro si concentra sugli afflussi netti di capitali privati in un gruppo di grandi EME comprendente Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea del Sud, India, Indonesia, Malesia, Messico, Russia, Sud Africa, Taiwan, Thailandia, Turchia e Venezuela. Hong Kong e Singapore sono esclusi dall'analisi data la loro natura particolare di centri finanziari mondiali. I flussi sono definiti come la somma di investimenti diretti esteri, investimenti di portafoglio e "altri investimenti" e non includono le variazioni delle riserve in valuta.

² Un quadro, o framework, "push/pull" distingue tra due tipologie di determinanti degli afflussi netti di capitali in un'economia. I fattori alla base dell'attrattiva dell'economia interna agli occhi degli investitori ("pull") includono la crescita economica, il rischio paese o la remuneratività degli investimenti. I fattori internazionali di tipo "push" determinano le decisioni di investimento al di fuori del proprio paese assunte dagli investitori esteri e includono l'avversione mondiale al rischio e i tassi di crescita e di interesse delle economie estere. Cfr. Koepke, R., "What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of the Empirical Literature", *IIF Working Paper*, Institute of International Finance, 2015.

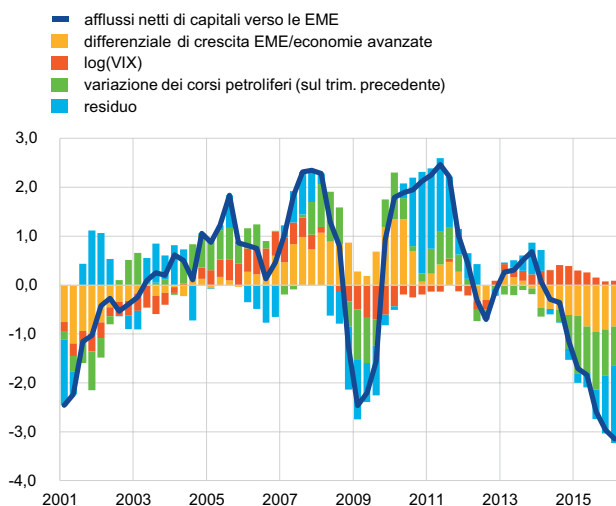
(cfr. figura B). Un modello ad equazione singola mette in relazione i dati aggregati di bilancia dei pagamenti sugli afflussi netti di capitali nelle EME (misurati in percentuale del PIL) con l'attrattiva relativa delle condizioni economiche interne (misurata in termini di differenziale di crescita del PIL in termini reali tra le rispettive EME e le economie avanzate e di differenziali di tasso di interesse) e con le variazioni delle condizioni internazionali, compresa l'avversione mondiale al rischio (misurata dall'indice VIX), le variazioni dei corsi petroliferi e una misura delle aspettative riguardo alla politica monetaria degli Stati Uniti.

I risultati del modello stanno a indicare che il calo del differenziale di crescita tra le EME e le economie avanzate costituisce una determinante di rilievo dei deflussi netti di capitali dalle EME negli anni recenti. Dal 2010 la crescita segue un andamento discendente nelle principali EME, riconducibile sia al deterioramento del contesto esterno sia a fattori strutturali interni (cfr. grafico C)³. Al tempo stesso, la crescita nelle economie avanzate si è stabilizzata a partire dal 2013. Ciò ha determinato un restringimento del differenziale di crescita tra le EME e i paesi avanzati, che ha ridotto l'attrattiva delle prime agli occhi degli investitori esteri. Anche la dinamica lenta o recessiva in alcune economie emergenti potrebbe avere rafforzato i deflussi lordi di capitali. Il differenziale medio di crescita sul trimestre precedente è sceso da 1,2 punti percentuali nel periodo pre-crisi (2001-07) a 0,9 e 0,7, rispettivamente, nel 2010-15 e negli ultimi due anni.

Grafico B

Contributi basati su modelli agli afflussi netti di capitali verso le EME

(valori depurati dalla media; medie mobili di quattro trimestri; in percentuale del PIL nominale)

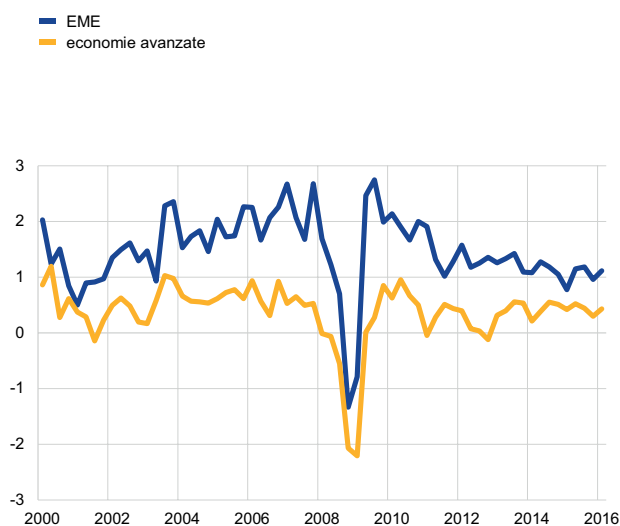


Fonti: Datastream, FMI, Haver Analytics ed elaborazioni della BCE.
 Note: per il campione di paesi, cfr. la nota 1 di questo riquadro. Il periodo campionario è compreso fra il primo trimestre del 2000 e il primo del 2016. Tutti gli aggregati sono calcolati sulla base del PIL-PPA. Il differenziale di crescita è calcolato rispetto a un aggregato di economie avanzate (per il campione di paesi, cfr. le note del grafico C). Il differenziale di tasso di interesse e le aspettative riguardo alla politica monetaria degli Stati Uniti non sono statisticamente significativi nella regressione; pertanto, il grafico si basa sul modello che esclude queste variabili (il contributo degli altri fattori rimane pressoché invariato). Per affrontare il problema di endogeneità, sono utilizzati differenziali di crescita ritardati.

Grafico C

Crescita del PIL in termini reali nelle EME e nelle economie avanzate

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



Fonti: FMI, Haver Analytics ed elaborazioni della BCE.
 Note: per il campione di paesi, cfr. la nota 1 di questo riquadro. Gli aggregati sono calcolati sulla base del PIL-PPA. Le economie avanzate includono area dell'euro, Australia, Canada, Danimarca, Giappone, Norvegia, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia e Svizzera. L'osservazione più recente si riferisce al primo trimestre del 2016.

³ Cfr. l'articolo *Il rallentamento nelle economie emergenti e le sue implicazioni per l'economia mondiale* nel numero 3/2016 di questo Bollettino.

In aggiunta, i flussi di capitali verso le EME hanno risentito notevolmente di fattori esterni quali l'avversione al rischio a livello internazionale e le variazioni dei prezzi del petrolio.

I risultati del modello mostrano come gli afflussi netti di capitali reagiscano all'avversione al rischio a livello mondiale, il che è coerente con l'evidenza empirica riscontrata in letteratura⁴. Inoltre, il recente periodo di deflussi netti dalle EME sarebbe anche ampiamente riconducibile alla caduta dei corsi petroliferi iniziata nel 2014. Le variazioni dei corsi petroliferi incidono direttamente sulle condizioni economiche e finanziarie dei paesi esportatori di materie prime. Tuttavia, esse sono altresì correlate positivamente con gli afflussi netti di capitali nei paesi importatori. Ciò potrebbe essere associato al fatto che i prezzi del petrolio riflettono in parte le condizioni della domanda globale e quindi il reddito mondiale⁵. In particolare, se la fase iniziale della caduta dei corsi petroliferi a partire dalla metà del 2014 è stata principalmente originata dal lato dell'offerta, si ritiene che il calo registrato dall'autunno 2015 a gennaio 2016 sia da ricondurre in misura maggiore a fattori dal lato della domanda⁶.

Il processo di normalizzazione della politica monetaria negli Stati Uniti ha richiamato l'attenzione sul ruolo delle aspettative riguardo all'andamento futuro dei tassi di riferimento statunitensi nella determinazione degli afflussi di capitali verso le EME. Gli andamenti ordinati nei mercati finanziari a dicembre 2015, quando l'aumento dei tassi ufficiali statunitensi era stato interamente anticipato dai mercati, rispetto all'episodio di taper tantrum nel 2013 hanno evidenziato l'importanza delle aspettative riguardo alla politica monetaria degli Stati Uniti per l'evoluzione dei mercati finanziari mondiali. Utilizzando diverse misure indirette di tali aspettative non si riscontra un effetto significativo delle stesse sui flussi netti aggregati di capitali verso le EME⁷, mentre l'impatto sui flussi di portafoglio esaminati a frequenze maggiori sembra più significativo⁸. Anche il ruolo dei differenziali di tasso di interesse tra le EME e le economie avanzate non viene rilevato con chiarezza

⁴ Koepke (2015), op. cit.

⁵ Cfr. Ahmed, S., Curcuru, S., Warnock, F. e Zlate, A., "The Two Components of International Portfolio Flows", 2015. Gli autori mostrano che, assieme ai flussi originati dalle decisioni attive di ricomposizione dei portafogli, quelli riconducibili ai nuovi risparmi (effetto di reddito) costituiscono una parte importante dei flussi totali di portafoglio.

⁶ Cfr. il riquadro *Le implicazioni internazionali dei bassi prezzi del petrolio* nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

⁷ Tra le specificazioni alternative utilizzate figurano: i rendimenti sui titoli del Tesoro USA decennali; la differenza tra questi e i tassi del mercato monetario a tre mesi; i contratti future sull'eurodollaro.

⁸ Cfr. ad esempio Dahlhaus, T. e Vasishtha, G., "The Impact of U.S. Monetary Policy Normalization on Capital Flows to Emerging-Market Economies", *Staff Working Papers*, n. 14-53, Bank of Canada, 2014. Gli autori rilevano un effetto economico statisticamente significativo, ma ridotto, dello shock legato alla normalizzazione della politica monetaria negli Stati Uniti sui flussi mensili per investimenti di portafoglio verso le EME. Un'analisi recente del Fondo monetario internazionale (*World Economic Outlook*, aprile 2016, capitolo 2) ottiene un risultato simile a una frequenza settimanale e per un periodo campionario a partire dal 2013.

nella struttura specifica del modello; altri studi più dettagliati, tuttavia, evidenziano effetti di rilievo⁹.

Nell'insieme, i differenziali di crescita economica con i paesi avanzati rimangono una determinante essenziale degli afflussi netti di capitali verso le EME. Ciò evidenzia la necessità per le EME di attuare politiche economiche solide intese ad affrontare le vulnerabilità esistenti e a sostenere la crescita, in particolare nel contesto delle prospettive di indebolimento del ritmo di espansione dell'attività a livello mondiale.

⁹ Viene utilizzata una specificazione standard che impiega il differenziale tra i tassi di interesse di riferimento nelle EME e nelle economie avanzate e una alternativa che usa il differenziale di rendimento sulle obbligazioni di Stato a due anni per rilevare con maggiore accuratezza gli andamenti recenti delle politiche monetarie nelle economie avanzate. I risultati del modello non mostrano un impatto statisticamente significativo dei differenziali di interesse tra le EME e le economie avanzate sugli afflussi netti di capitali nelle EME. Ciò potrebbe essere dovuto al livello di aggregazione della variabile dipendente, che non permette di prendere in considerazione le differenze tra paesi in termini di tassi di interesse e profili di rischio. Altri studi ricorrono spesso a una metodologia panel che consente di tenere conto degli effetti specifici a livello nazionale. Cfr. ad esempio Ahmed, S. e Zlate, A., "Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World?", *International Finance Discussion Papers*, n. 1081, Board of Governors del Federal Reserve System, 2013.

Riquadro 2

Il mercato delle obbligazioni private e il programma della BCE per l'acquisto di titoli del settore societario

L'8 giugno 2016 l'Eurosistema ha iniziato a effettuare acquisti nell'ambito del suo nuovo programma per l'acquisto di titoli del settore societario (CSPP). Annunciato dal Consiglio direttivo della BCE dopo la sua riunione del 10 marzo, il CSPP mira a rafforzare ulteriormente la trasmissione degli acquisti di attività dell'Eurosistema alle condizioni di finanziamento dell'economia reale. Esso fa parte del programma di acquisto di attività (PAA)¹ dell'Eurosistema, nel cui quadro gli acquisti dovrebbero proseguire sino alla fine di marzo 2017, o anche oltre se necessario, e in ogni caso finché il Consiglio direttivo non riscontrerà un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi coerente con il suo obiettivo di conseguire tassi di inflazione inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Il presente riquadro descrive il CSPP e ne esamina l'impatto iniziale sul mercato delle obbligazioni societarie.

Nell'ambito del CSPP, l'Eurosistema acquista titoli emessi da società non bancarie nei mercati sia primario sia secondario. Per risultare idonei per l'acquisto, i titoli devono necessariamente essere utilizzabili come garanzia nelle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema. In particolare devono raggiungere una valutazione della qualità creditizia, secondo la regola del first-best, di grado minimo 3 (investment grade) rilasciata da un'istituzione esterna specializzata nell'ambito del quadro di riferimento dell'Eurosistema per la valutazione della qualità creditizia. Inoltre i titoli devono essere denominati in euro; avere una vita residua compresa fra sei mesi e 30 anni al momento del loro acquisto; essere emessi da una società avente sede legale nell'area dell'euro; non essere stati collocati da enti creditizi. L'Eurosistema applica un limite alla quota detenuta per ciascun titolo pari al 70 per cento dell'emissione².

Tra l'inizio degli acquisti nell'ambito del CSPP l'8 giugno 2016 e il 15 luglio, l'Eurosistema ha acquistato 10,4 miliardi di euro di obbligazioni emesse da società non bancarie³. Il 7 per cento degli acquisti è stato effettuato nel mercato primario e il 93 per cento in quello secondario. I quantitativi acquistati sono resi noti con frequenza settimanale e la ripartizione tra mercato primario e secondario è pubblicata ogni mese sul sito Internet della BCE. Il mercato delle obbligazioni private

¹ Il PAA include anche il programma di acquisto di titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione (ABSPP), il terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite (CBPP3) e il programma di acquisto di titoli del settore pubblico (PSPP).

² In casi particolari si applica tuttavia un limite relativo alla quota parte di un'emissione inferiore. Ciò vale ad esempio per i titoli collocati dal settore pubblico, il cui trattamento è coerente con quello previsto nell'ambito del PSPP.

³ Tutti i dati sono in valore di mercato e si riferiscono agli acquisti regolati entro il 15 luglio 2016.

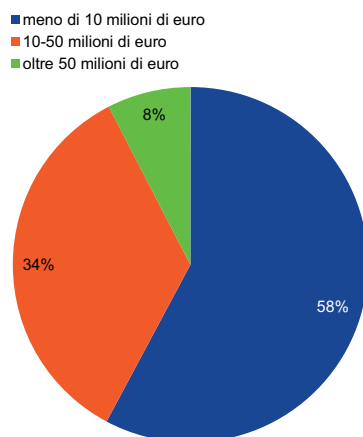
è di norma meno liquido di quello dei titoli pubblici poiché le emissioni societarie sono di ammontare molto inferiore rispetto a gran parte di quelle di titoli di Stato, il mercato è dominato dagli investitori di lungo periodo e le banche tendono a non svolgere il ruolo di market-maker. Pertanto nell'ambito del CSPP la maggioranza delle operazioni ha volume inferiore a 10 milioni di euro (cfr. grafico A) e gli importi per operazione sono generalmente superiori nel mercato primario rispetto a quello secondario. Con riferimento alle dimensioni medie, le operazioni nel quadro del CSPP sono sostanzialmente comparabili a quelle che rientrano nel terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite (CBPP3) e inferiori a quelle effettuate nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (PSPP). Nel mercato dei pronti contro termine le operazioni basate su obbligazioni societarie tendono parimenti ad essere meno liquide di quelle su titoli di Stato. Per sostenere la liquidità del mercato, dal 18 luglio l'Eurosistema ha reso i titoli acquistati nell'ambito del CSPP disponibili per il prestito attraverso le banche centrali nazionali che effettuano gli acquisti.

Gli acquisti nell'ambito del CSPP sono ben diversificati in termini di rating, settori, paesi ed emittenti. Dato il gran numero di emittenti societari idonei, gli acquisti sono stati finora ripartiti fra 458 titoli diversi collocati da 175 emittenti. I rendimenti sono compresi fra circa il -0,3 e oltre il 3 per cento e solo poco più del 20 per cento degli acquisti è stato effettuato a rendimenti negativi al di sopra del tasso del -0,4 per cento applicato ai depositi presso la banca centrale. I rating vanno da AA a BBB- e sono distribuiti sostanzialmente in linea con la distribuzione dell'universo dei titoli idonei. Gli acquisti sono ben diversificati in termini sia di settori economici (cfr. grafico B) sia di paesi dell'area dell'euro nei quali i titoli sono in essere.

L'annuncio del CSPP il 10 marzo è stato seguito da una contrazione significativa del differenziale di rendimento tra le obbligazioni emesse dalle società non finanziarie (SNF) e quelle prive di rischio. I differenziali sulle obbligazioni delle SNF sono diminuiti bruscamente il giorno dell'annuncio e hanno poi continuato a evidenziare un calo, interrotto solo da episodi temporanei di accresciuta

Grafico A
Dimensioni delle operazioni nell'ambito del CSPP

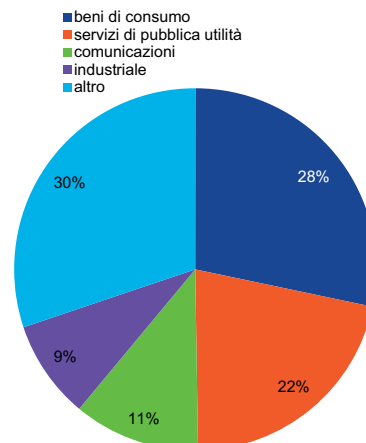
(quote percentuali)



Fonte: BCE.
Nota: operazioni sul mercato secondario.

Grafico B
Distribuzione settoriale degli acquisti

(quote percentuali)

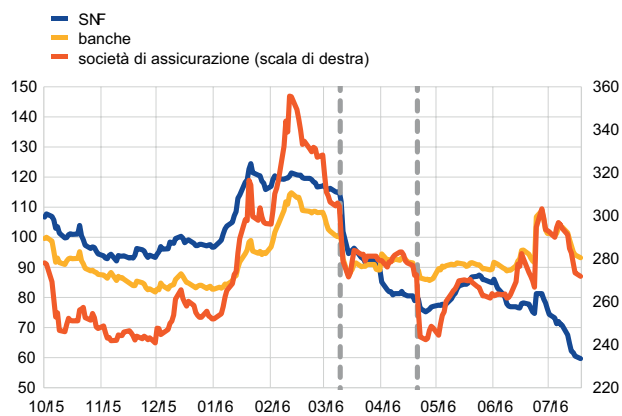


Fonti: Bloomberg e BCE.
Nota: in base alla classificazione settoriale di Bloomberg.

Grafico C

Differenziali sulle obbligazioni societarie investment grade

(punti base)



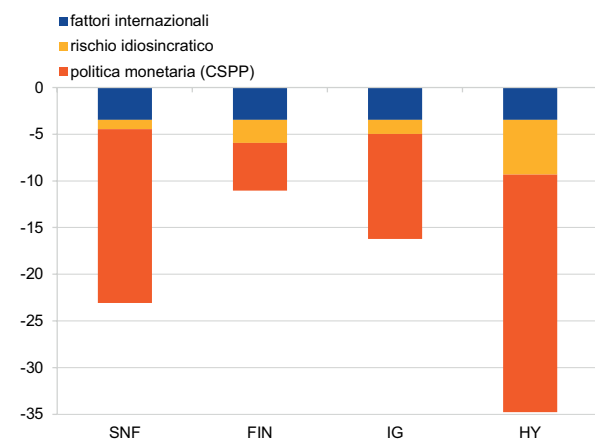
Fonti: Markit e Bloomberg.

Note: i differenziali sulle obbligazioni societarie sono misurati dagli asset swap spread. Le linee verticali indicano le riunioni del Consiglio direttivo del 10 marzo e 21 aprile. Gli indici includono anche le obbligazioni subordinate. L'ultima osservazione si riferisce al 18 luglio 2016.

Grafico D

Contributi alle variazioni dei differenziali sulle obbligazioni societarie nel periodo di due settimane successivo all'annuncio del CSPP

(punti base)



Fonti: Merrill Lynch ed elaborazioni della BCE.

Note: i differenziali sulle obbligazioni societarie sono misurati dagli asset swap spread. SNF indica le obbligazioni emesse dalle società non finanziarie, FIN quelle collocate dal settore finanziario, IG i titoli investment grade e HY quelli ad alto rendimento (high-yield). Per maggiori dettagli sull'approccio analitico seguito per ottenere questi risultati, cfr. la nota 5 nel testo del riquadro e De Santis, R. A., "Credit spreads, economic activity and fragmentation", *Working Paper Series*, n. 1930, BCE, luglio 2016. L'ultima osservazione si riferisce al 24 marzo 2016.

volatilità a maggio e giugno connessi al referendum sull'appartenenza del Regno Unito all'Unione europea (cfr. grafico C). Quando il 21 aprile è stata confermata l'idoneità delle società di assicurazione ai fini del CSPP, anche queste hanno visto restringersi notevolmente gli spread. I successivi andamenti dei differenziali sulle obbligazioni societarie sono in qualche misura connessi all'incertezza generata dal referendum britannico.

L'analisi econometrica evidenzia come l'annuncio del CSPP spieghi buona parte del calo dei differenziali di rendimento registratosi sulle obbligazioni societarie nell'area dell'euro a marzo 2016.

Seguendo la prassi corrente in letteratura, l'impatto dell'annuncio del CSPP è valutato attraverso un approccio event study focalizzato sul periodo di due settimane successivo allo stesso annuncio.

L'analisi empirica suggerisce che le decisioni di politica monetaria annunciate a marzo – comprendenti il varo del CSPP, l'abbassamento del tasso sui depositi presso la banca centrale e la nuova serie di quattro operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT II) – hanno migliorato le condizioni di finanziamento esterno delle imprese. Con ogni probabilità, non sono possibili stime precise dell'impatto delle politiche. Tuttavia, focalizzare l'analisi sul differenziale tra il rendimento delle singole obbligazioni societarie e quello di un titolo privo di rischio di pari scadenza potrebbe contribuire a individuare più direttamente gli effetti del CSPP.

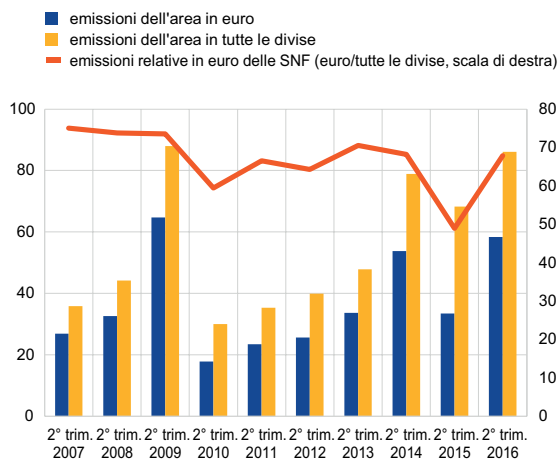
Un'analisi econometrica longitudinale basata su serie storiche delle determinanti dei differenziali sulle obbligazioni societarie stimati per il periodo ottobre 1999-marzo 2016 mostra che, nel periodo selezionato dal 10 al 24 marzo, 11 dei 16 punti base di calo complessivo dei differenziali sulle obbligazioni investment grade emesse da società dell'area dell'euro sono ascrivibili alle misure di politica monetaria annunciate a marzo e più in particolare al varo del CSPP (cfr. grafico D)⁴.

⁴ I risultati si basano su un'analisi di dati longitudinali in cui i differenziali di 4.750 obbligazioni societarie singole dell'area dell'euro sono stati scomposti nelle loro determinanti attraverso un'analisi in due fasi. Nella prima fase, i rischi idiosincratci dei singoli titoli sono separati dal fattore sistematico o aggregato che ha influito allo stesso modo su tutte le obbligazioni societarie nel periodo ottobre 1999-marzo 2016. La seconda considera le determinanti di questa componente sistematica, vale a dire i fattori internazionali quali i corsi petroliferi e il VIX (l'indice di volatilità del Chicago Board Options Exchange), e la politica monetaria. Per maggiori dettagli sull'individuazione dei rischi idiosincratci e sistematici, cfr. De Santis, R. A., "Credit spreads, economic activity and fragmentation", *Working Paper Series*, n. 1930, BCE, luglio 2016.

Grafico E

Emissioni di titoli di debito delle SNF dell'area dell'euro

(in miliardi di euro; quote percentuali)



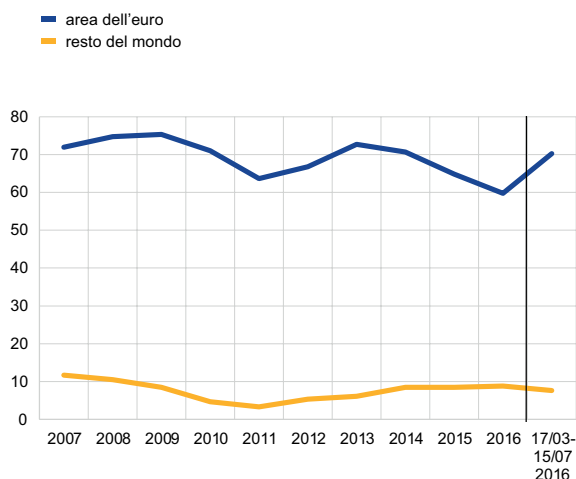
Fonti: Dealogic ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati comprendono sia le obbligazioni investment grade sia quelle di diverso rating. "Emissioni dell'area in euro" indica i nuovi collocamenti in euro delle SNF aventi sede legale nell'area. "Emissioni dell'area in tutte le divise" si riferisce a tutti i nuovi collocamenti delle SNF con sede legale nell'area dell'euro.

Grafico F

Quota dei titoli di debito emessi dalle SNF in euro

(quote percentuali)



Note: i dati comprendono sia le obbligazioni investment grade sia quelle di diverso rating. "Area dell'euro" si riferisce alle nuove emissioni denominate in euro in percentuale dei nuovi collocamenti totali delle SNF aventi sede legale nell'area. "Resto del mondo" indica le nuove emissioni denominate in euro in percentuale dei nuovi collocamenti totali delle SNF con sede legale al di fuori dell'area. L'anno 2016 include osservazioni fino al 15 luglio 2016. Il periodo compreso fra il 17 marzo e il 15 luglio 2016 esclude una transazione di volume considerevole (15 miliardi di euro) effettuata nella seconda metà di marzo 2016, che era stata decisa prima dell'annuncio relativo al CSPP.

Gran parte di questi titoli è idonea per gli acquisti nell'ambito del CSPP. Tuttavia, la stessa analisi individua altresì un effetto notevole sui segmenti del mercato delle obbligazioni societarie dominati da titoli non idonei e in particolare mostra un impatto di 25 punti base sugli strumenti high-yield (vale a dire, con un rating inferiore all'investment grade) e di 5 punti base su quelli collocati dalle istituzioni finanziarie (che includono sia le obbligazioni bancarie non idonee sia le obbligazioni idonee emesse dalle società di assicurazione). L'evidenza che la riduzione dei differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie sia riconducibile al CSPP è corroborata dalla considerevole contrazione dello spread sui titoli emessi dalle società di assicurazione quando la loro idoneità è stata confermata il 21 aprile (cfr. grafico C).

Le emissioni di obbligazioni societarie denominate in euro sono aumentate dopo l'annuncio del CSPP.

L'attività di collocamento, moderata agli inizi dell'anno nel contesto di elevata incertezza sui mercati finanziari, ha messo a segno una significativa ripresa dopo l'annuncio del CSPP. Dati preliminari (cfr. grafico E) stanno a indicare che le emissioni nel secondo trimestre del 2016 sono state ben superiori alla media osservata negli anni precedenti. Inoltre, la quota di nuove obbligazioni in euro collocate dalle società dell'area, rispetto al totale in tutte le divise, è risalita su un livello sostanzialmente simile a quello raggiunto in passato, vale a dire a circa il 70 per cento (cfr. grafico F). Le società estere aventi sede legale al di fuori dell'area non hanno finora accresciuto i collocamenti in euro.

Riquadro 3

Avvio della segnalazione statistica sui mercati monetari

Le informazioni statistiche ad alta frequenza sulle attività nei mercati monetari sono necessarie per assicurare un'analisi ben fondata e il monitoraggio delle misure di politica monetaria convenzionali e non convenzionali e della loro applicazione. Una conoscenza approfondita della dinamica dei tassi d'interesse a breve termine è essenziale sia per la conduzione della politica monetaria, migliorando la comprensione dei suoi meccanismi di trasmissione, sia per la stabilità finanziaria e la vigilanza microprudenziale. A tal fine, la BCE e l'Eurosistema hanno riconosciuto l'urgente necessità di raccogliere informazioni tempestive, ad alta frequenza e granulari sulle transazioni nei mercati monetari, da un campione iniziale costituito dai 52 maggiori enti creditizi dell'area dell'euro, che costituiscono la base dati delle segnalazioni statistiche sui mercati monetari (money market statistical reporting, MMSR).

Per soddisfare tale esigenza, la BCE a decorrere dal 1° luglio 2016 ha raccolto dati statistici sulle operazioni nei mercati monetari, in conformità con il Regolamento BCE/2014/48 relativo alle statistiche sui mercati monetari¹. Il principale obiettivo di tali statistiche è quello di dotare l'Eurosistema di informazioni frequenti (giornaliere), precise, tempestive (il giorno dopo la conclusione degli scambi) ed esaustive sulle operazioni regolate dagli enti creditizi segnalanti nei mercati monetari in euro, al fine di monitorare meglio la trasmissione delle decisioni di politica monetaria ai mercati monetari. Le statistiche forniranno anche dati preziosi sul funzionamento dei mercati monetari in euro, consentendo un'analisi approfondita degli andamenti dei tassi d'interesse a breve termine.

Questa nuova serie di dati granulari copre quattro segmenti dei mercati monetari in euro, ossia le operazioni garantite, non garantite, di swap in valuta e di swap su indici overnight in euro. Il nuovo Regolamento prevede la segnalazione quotidiana dei dati, operazione per operazione, sulle transazioni garantite e non garantite di finanziamento e raccolta in euro con scadenza fino a un anno. È previsto l'obbligo di segnalazione anche per tutte le operazioni di swap in valuta con scadenza fino a un anno in euro e tutte le operazioni di swap su indici overnight in euro. Le statistiche sulle operazioni di scambio devono indicare nei dettagli il volume, il tasso, il tipo di controparte e la tipologia di garanzia, nonché la data e l'ora in cui è stata regolata la transazione.

Il campione di enti segnalanti è costituito attualmente dai 52 maggiori enti creditizi dell'area dell'euro, in base alla quota detenuta nei segmenti del mercato monetario, che soddisfano i criteri definiti all'articolo 2.2 del Regolamento BCE/2014/48. La BCE raccoglie i dati segnalati dalle maggiori

¹ Cfr. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014R1333>

istituzioni finanziarie monetarie (IFM), in base alla dimensione complessiva delle loro principali attività di bilancio in rapporto al totale delle principali attività di bilancio di tutte le IFM nell'area dell'euro. Gli operatori segnalanti inviano le segnalazioni o alla BCN dello Stato membro ove risiedono, fornendo i dati per tutte le loro filiali negli Stati membri dell'UE e dell'EFTA, oppure direttamente alla BCE. Ai sensi del Regolamento BCE/2014/48, il Consiglio direttivo della BCE potrà espandere il numero di istituzioni segnalanti sulla base, ad esempio, della significatività delle loro operazioni sui mercati monetari e della loro rilevanza per la stabilità e il funzionamento del sistema finanziario.

I dati coprono le operazioni regolate dalle IFM sia con altre IFM sia con differenti tipologie di controparti. A tale proposito, il dataset è basato sulle informazioni, operazione per operazione, trasmesse dagli enti segnalanti circa le transazioni concluse con altre IFM, altri intermediari finanziari, assicurazioni, fondi pensione, banche centrali (escluse le transazioni riguardanti le operazioni d'asta e quelle su iniziativa delle controparti dell'Eurosistema) e amministrazioni pubbliche, oltre alle operazioni con società non finanziarie classificate "all'ingrosso" in conformità con lo schema di Basilea 3 per l'indice di copertura della liquidità.

Dall'avvio della MMSR i 52 enti creditizi segnalanti dell'area dell'euro trasmettono giornalmente dati su oltre 35.000 operazioni. Al fine di ridurre i problemi di avvio e assicurare la piena automazione dei processi dal 1° luglio 2016, gli enti creditizi hanno iniziato a inviare i dati dal 1° aprile. Questo periodo transitorio di tre mesi è stato ritenuto necessario per la rifinitura del processo di segnalazione prima della sua entrata in vigore dal 1° luglio.

Considerando l'ampio volume di dati, la frequenza giornaliera della raccolta e la tempestività richiesta, i flussi di informazioni fra gli enti creditizi segnalanti e l'Eurosistema presenteranno un elevato grado di automazione. A tal fine, l'Eurosistema ha adottato lo standard ISO 20022 come base per la classificazione sottostante e il formato di trasmissione dei dati. Nel gennaio 2016 un insieme di quattro messaggi di segnalazione e un messaggio di stato con informazioni di riscontro è stato approvato dall'ISO Securities Standards Evaluation Group. I messaggi saranno utilizzati sia per la MMSR in euro sia per la raccolta di dati sul mercato monetario in sterline da parte della Bank of England.

La BCE pubblicherà i dati aggregati nei mesi a venire. Le statistiche potrebbero includere le disaggregazioni dei segmenti di mercato in base alla frequenza e alla concentrazione delle attività di mercato dei singoli enti segnalanti, unitamente a un'analisi delle variazioni nel tempo dei volumi e dei tassi. Questi dati statistici sostituiranno in modo naturale le pubblicazioni analoghe, come la Money Market Survey che offre una panoramica del mercato monetario su base annua, e saranno utilizzati anche come informazioni generali per pubblicazioni come l'Euro Money Market Study.

Riquadro 4

Andamenti recenti dell'attività edilizia nell'area dell'euro

Il presente riquadro esamina i fattori all'origine della recente ripresa nel settore delle costruzioni e valuta la sua intensità alla luce degli indicatori di breve termine, nel quadro di una prospettiva macroeconomica più ampia.

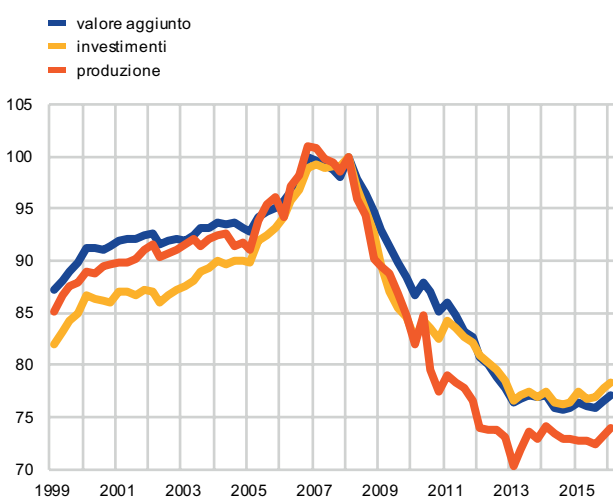
L'attività edilizia è cresciuta rapidamente nel periodo antecedente la crisi finanziaria ed economica iniziata nel 2008. La successiva recessione ha colpito duramente il comparto: sia il valore aggiunto sia il numero di posti di lavoro sono diminuiti del 25 per cento circa, dal picco al minimo, con marcate differenze fra paesi¹. Sebbene la ripresa economica nell'area dell'euro sia iniziata nel 2013, l'attività edilizia avrebbe raggiunto il punto di svolta solamente nel 2015 e mostrato i primi segni di recupero solo negli ultimi trimestri (cfr. grafico A).

Tra i principali paesi dell'area dell'euro, è in Germania e nei Paesi Bassi che l'attività edilizia ha mostrato la maggiore capacità di tenuta nel periodo a partire dal 2004 (cfr. grafico B). Prima e dopo la crisi, l'attività edilizia in gran parte dei principali paesi dell'area (salvo la Germania) ha evidenziato un chiaro profilo ciclico, determinato da episodi di forte ascesa e repentino calo nel mercato immobiliare. Fra il 2004 e il 2007 i maggiori contributi positivi al settore in esame sono provenuti da Francia, Italia, Paesi Bassi e Spagna, mentre in Germania l'attività

Grafico A

Valore aggiunto, investimenti e produzione nel settore delle costruzioni dell'area dell'euro

(indice: 1° trim. 2008 = 100; dati trimestrali; dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi; valori concatenati)

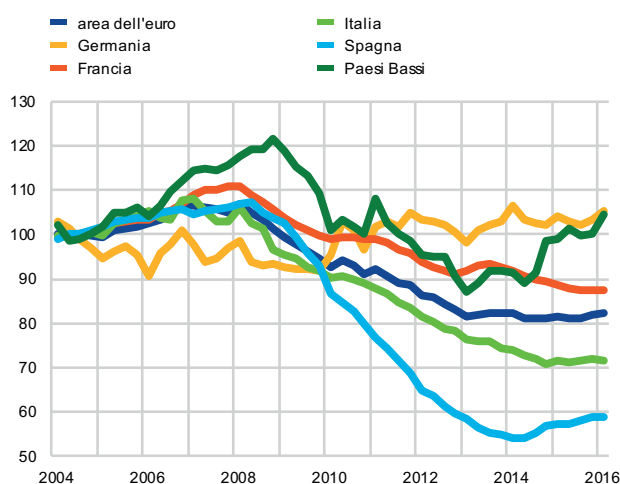


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Grafico B

Valore aggiunto nelle costruzioni nell'area dell'euro e nei maggiori paesi dell'area

(indice: 2004 = 100; dati trimestrali; dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi; valori concatenati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

¹ In alcuni Stati membri il calo ha raggiunto il 75 per cento (Grecia e Cipro), mentre in altri è rimasto contenuto (ad esempio, il 2,5 per cento in Belgio e il 7 per cento in Germania).

è stata molto più debole. Dopo il 2008 l'attività edilizia è diminuita in gran parte delle principali economie, ad eccezione della Germania, dove è rimasta relativamente invariata fino al 2010. Il valore aggiunto e la produzione nelle costruzioni hanno cominciato ad aumentare in Germania dopo il 2010, sulla scia di un incremento della domanda di edilizia abitativa², mentre in Spagna e nei Paesi Bassi la crescita del settore è iniziata solo nei primi mesi del 2014.

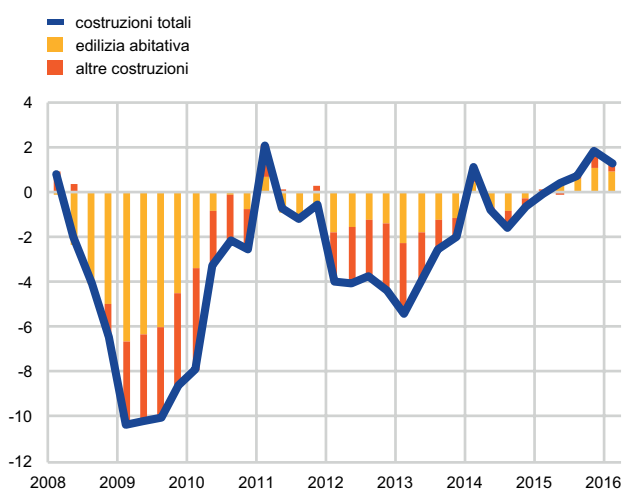
La più recente ripresa dell'attività edilizia ha interessato tutti i paesi dell'area.

Nell'ultimo trimestre del 2015 e nel primo del 2016 la produzione nelle costruzioni è aumentata in Germania, Spagna, nei Paesi Bassi e in diversi paesi minori dell'area, mentre in Francia e in Italia apparentemente si è stabilizzata. In questi due trimestri è aumentato anche il valore aggiunto³ in gran parte dei paesi dell'area.

Grafico C

Crescita degli investimenti in costruzioni e contributo degli investimenti in edilizia abitativa e altre costruzioni

(tasso di crescita sul periodo corrispondente e contributi; valori percentuali; dati trimestrali; dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi; valori concatenati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Il miglioramento della produzione nel settore delle costruzioni dell'area dell'euro è stato determinato dagli investimenti in edilizia residenziale.

La scomposizione dell'indice mensile della produzione nelle costruzioni mostra che la costruzione di edifici⁴ ha segnato un forte aumento, mentre l'attività nel settore dell'ingegneria civile è rimasta debole. Allo stesso tempo, gli investimenti in costruzioni sono stati sostenuti da quelli in edilizia abitativa, che similmente hanno raggiunto il punto di svolta nel 2015 per poi aumentare negli ultimi trimestri (cfr. grafico C).

La ripresa del mercato residenziale è collegata soprattutto all'aumento della domanda, che dovrebbe rimanere solida.

Diversi fattori hanno sostenuto la domanda di investimenti in edilizia abitativa. In primo luogo, la crescita del reddito disponibile reale è andata aumentando con il miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro, laddove le famiglie sono più propense a investire quando il rischio di perdere il posto di lavoro è minore.

In secondo luogo, i tassi reali sui mutui ipotecari sono scesi e le condizioni di credito sono state favorevoli, in parte per effetto dei recenti interventi di politica monetaria nell'area dell'euro. In terzo luogo, le recenti misure di bilancio, inclusi gli incentivi fiscali in diversi paesi⁵, hanno sostenuto la domanda di abitazioni. Infine, i bassi rendimenti su forme alternative di investimento delle famiglie hanno fornito ulteriori incentivi a investire in edilizia residenziale. Ci si attende che tali fattori continuino a

² Cfr. anche *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, ottobre 2013, pagg. 14-29.

³ La produzione e il valore aggiunto nelle costruzioni sono strettamente connessi, benché differiscano tra di loro per alcuni versi. Cfr. Il riquadro *Le differenze fra valore aggiunto lordo industriale e produzione industriale: un approfondimento*, nel numero 1/2016 di questo Bollettino, che vale anche per il settore delle costruzioni.

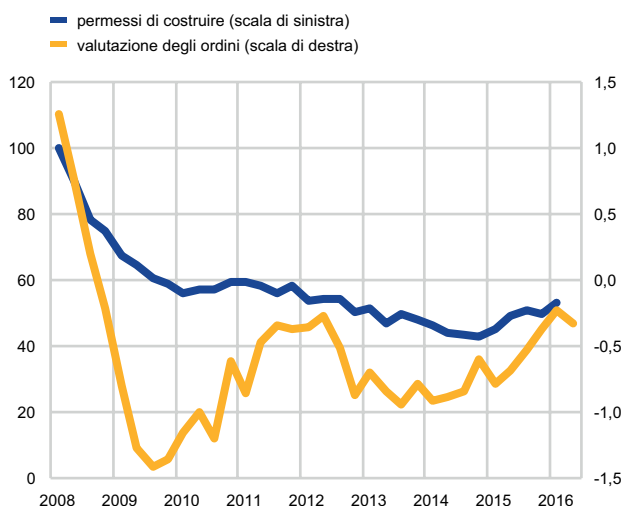
⁴ Secondo la classificazione dei tipi di costruzioni, gli edifici comprendono sia gli immobili residenziali sia quelli non residenziali. L'andamento della produzione edilizia, tuttavia, è strettamente connesso con la dinamica degli investimenti residenziali.

⁵ Gli incentivi fiscali per gli investimenti in edilizia abitativa sono stati introdotti in Belgio, Germania, Francia, Italia, Austria, Finlandia, a Malta e nei Paesi Bassi.

Grafico D

Permessi di costruire e valutazione sugli ordini delle imprese di costruzioni nell'area dell'euro

(permessi di costruire: indice: 1° trim. 2008 = 100; valutazione degli ordini: indicatore del saldo standardizzato; dati trimestrali; dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi)



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Nota: i permessi di costruire sono espressi in metri quadrati di superficie utile.

sostenere la domanda di abitazioni e l'attività edilizia nei prossimi trimestri.

Gli indicatori a breve termine delineano un quadro per certi versi eterogeneo delle prospettive per le costruzioni.

Da un lato, il numero di permessi di costruire indica in prospettiva un aumento dell'attività nel settore (cfr. grafico D), e l'indicatore del clima di fiducia nelle costruzioni desunto dalle indagini della Commissione europea presso le imprese si colloca attualmente intorno alla sua media di lungo periodo. Dall'altro, il primo trimestre dell'anno potrebbe aver risentito delle condizioni meteorologiche e quindi è necessaria una certa cautela nel tenere conto dei dati positivi per l'intero anno. Nel primo trimestre del 2016 la Germania ha fornito il contributo più elevato all'aumento del valore aggiunto delle costruzioni nell'area dell'euro. Tuttavia, questo forte incremento dell'attività edilizia in Germania potrebbe essere legato alle miti condizioni meteorologiche⁶. Di fatto, in ciascuno degli ultimi tre anni (incluso il 2016),

l'aumento più consistente si è registrato nel primo trimestre (sebbene nel 2015 all'incremento del valore aggiunto e degli investimenti non sia corrisposto un aumento della produzione), seguito tuttavia da una flessione nel secondo trimestre, che segnala gli effetti delle condizioni meteorologiche nel periodo invernale. Inoltre, l'indice dei responsabili degli acquisti per il prodotto nel settore delle costruzioni dell'area dell'euro, dopo i forti aumenti all'inizio dell'anno, è sceso sensibilmente negli ultimi mesi a un livello che indica un'attività edilizia sostanzialmente invariata, e la valutazione degli ordini ha seguito un andamento analogo. In aggiunta, l'indice mensile della produzione nelle costruzioni è diminuito in aprile e maggio, segnalando alcuni rischi circa il vigore della ripresa del comparto edilizio e degli investimenti residenziali nel secondo trimestre del 2016. Nel complesso, questi indicatori di breve termine segnalano un certo aggiustamento della forte crescita delle costruzioni osservata nei due trimestri precedenti.

⁶ Cfr. anche *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, maggio 2016, pag. 51.

Riquadro 5

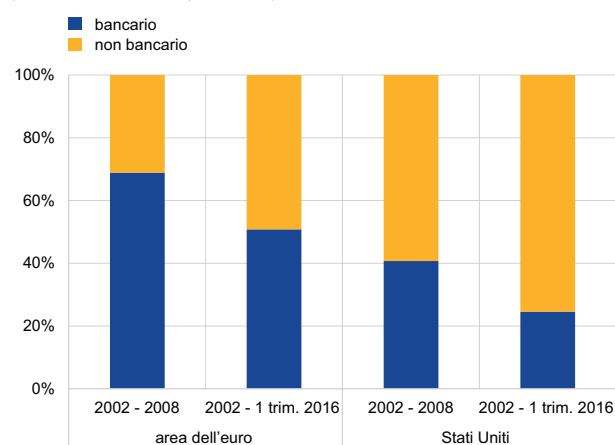
Tendenze nella struttura di finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro

La struttura di finanziamento delle società non finanziarie (SNF) è fondamentale per la trasmissione della politica monetaria all'economia reale e per la capacità del settore societario di resistere agli shock. Il presente riquadro esamina le recenti variazioni della struttura di finanziamento esterno delle SNF nell'area dell'euro, i fattori che ne sono all'origine e le potenziali implicazioni per la trasmissione delle misure di politica monetaria.

Grafico A

Quote di finanziamento bancario e non bancario nel finanziamento totale delle società non finanziarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(transazioni cumulate, in percentuale)



Fonti: BCE e Federal Reserve System.

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

Le forme di finanziamento non bancario hanno acquisito considerevole importanza dall'inizio della crisi. Tradizionalmente, le imprese dell'area dell'euro hanno fatto ricorso soprattutto ai crediti bancari per finanziare gli investimenti fissi e il fabbisogno di capitale circolante. Dall'analisi delle transazioni cumulate tra il 2002 e il 2008 risulta che la quota di credito bancario nel finanziamento totale delle SNF si è collocata intorno al 70 per cento (cfr. grafico A). Questa quota tuttavia è scesa al 50 per cento nel periodo tra il 2002 e gli inizi del 2016, segnalando la crescente importanza delle fonti di finanziamento alternative nell'area dell'euro. La flessione dei finanziamenti bancari è stata determinata in primo luogo dall'evoluzione della struttura finanziaria delle grandi imprese. Per contro, le piccole e medie imprese (PMI), che costituiscono la colonna portante dell'economia dell'area, hanno continuato a finanziarsi prevalentemente attraverso il credito bancario. Va notato che negli Stati Uniti si osserva un'evoluzione verso un sistema di finanziamento basato maggiormente sul mercato; la quota di credito bancario

nel finanziamento esterno totale delle SNF è scesa al 25 per cento tra il 2002 e gli inizi del 2016, rispetto al 40 per cento nel periodo antecedente il 2009¹.

¹ In termini di consistenze nozionali, la quota di prestiti bancari (non corretti per cessioni e cartolarizzazioni) nel finanziamento esterno totale delle SNF (al netto di prestiti intrasettoriali, emissioni di azioni non quotate e altri titoli di capitale, strumenti finanziari derivati e altri conti attivi) si è situata al 35,4 per cento nell'area dell'euro per il primo trimestre del 2016 (in calo dal 41,3 per cento nel quarto trimestre del 2008), mentre la rispettiva quota di emissioni di titoli di debito è salita al 10,1 per cento (dal 6,5 per cento) e quella di emissioni di azioni quotate si è collocata al 29,9 per cento (sostanzialmente invariata rispetto al 29,7 per cento).

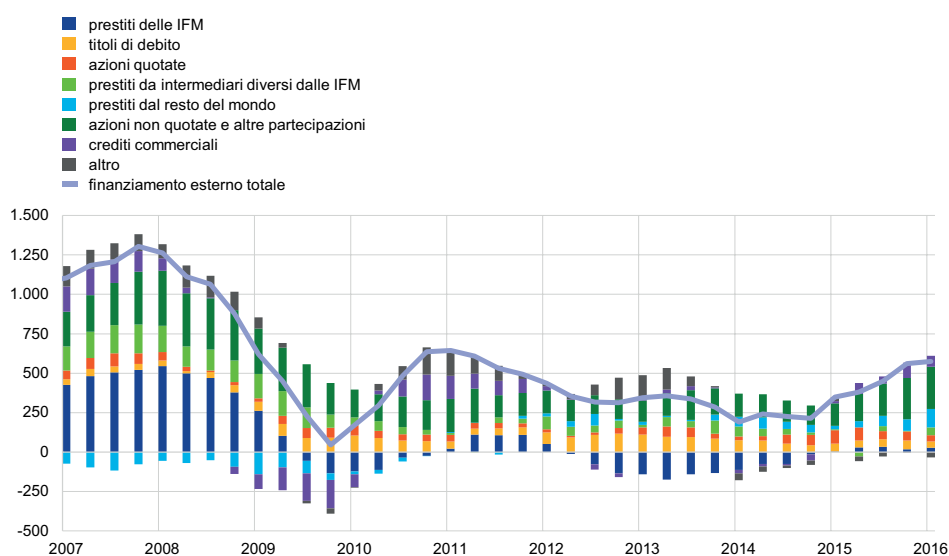
L'incremento della quota di finanziamento non bancario nel finanziamento totale delle SNF nell'area dell'euro riflette fattori sia ciclici sia strutturali. Tali fattori sono delineati qui di seguito.

1. *Un periodo protratto di debolezza del credito bancario.* I flussi netti di finanziamenti dalle banche alle SNF si sono contratti nel 2009 e 2010, e ancora tra il 2012 e il 2014, riflettendo fattori di domanda e offerta del credito, fra cui l'inasprimento della regolamentazione e dell'attività di vigilanza (cfr. grafico B). Nella misura in cui le restrizioni all'offerta del credito hanno avuto natura vincolante, le SNF sono state costrette a reperire fonti alternative di finanziamento. Nonostante una ripresa dei prestiti bancari alle SNF dalla fine del 2014, il flusso netto di prestiti è rimasto alquanto modesto, segnalando la perdurante flessione della quota di credito bancario in un contesto di crescita complessiva del finanziamento esterno delle SNF.

Grafico B

Finanziamento esterno delle società non finanziarie nell'area dell'euro:
scomposizione per strumento

(flussi annuali, miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Note: l'ultima osservazione si riferisce al primo trimestre del 2016. "Altro" corrisponde alla differenza tra 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.

2. *L'attività di emissione obbligazionaria relativamente sostenuta delle SNF.* In parte per compensare la ridotta erogazione di prestiti bancari, ma anche di riflesso alle condizioni di finanziamento sul mercato sempre più favorevoli, le SNF hanno aumentato sensibilmente le emissioni nette di titoli di debito, specie tra il 2009 e la metà del 2014². Alla luce degli ultimi dati sulle emissioni del secondo trimestre, l'attività di emissione obbligazionaria delle SNF, pur avendo perso un certo vigore dalla metà del 2014, si mantiene al di sopra dei livelli pre-crisi, sorretta anche dal nuovo programma per l'acquisto di titoli del settore

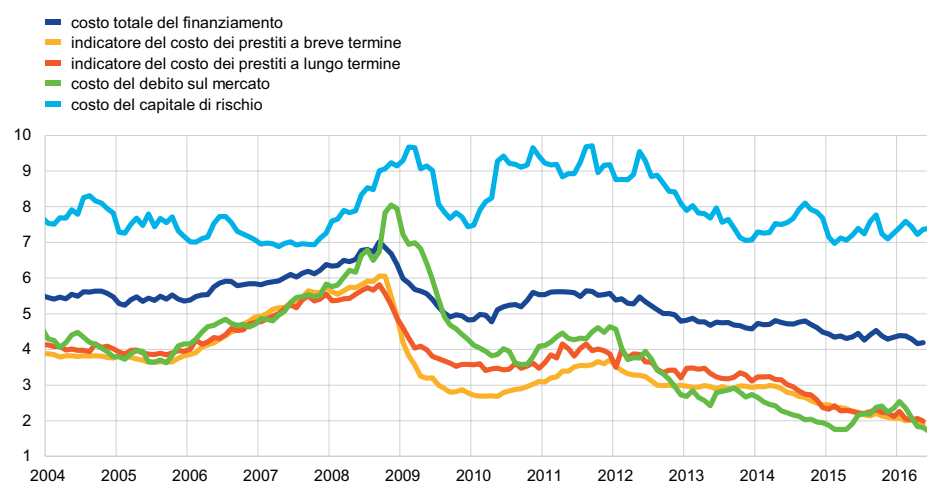
² Cfr. anche il riquadro *Andamenti recenti delle emissioni di titoli di debito da parte di società non finanziarie nell'area dell'euro* nel numero di aprile 2014 del Bollettino mensile della BCE.

societario (corporate sector purchase programme, CSPP) varato dalla BCE il 10 marzo 2016 (cfr. il riquadro 2 in questo numero del Bollettino) e dai rendimenti minimi delle obbligazioni societarie. Il costo nominale dell'emissione di debito sul mercato a metà luglio era pari all'1,45 per cento, nettamente inferiore al livello corrente dei tassi sui prestiti bancari (cfr. grafico C). La forte contrazione di 650 punti base del costo delle emissioni di debito sul mercato dalla fine del 2008 è stata favorita sia dalle misure di politica monetaria della BCE sia dai rendimenti obbligazionari decrescenti a livello mondiale.

Grafico C

Costo nominale del finanziamento esterno per le società non finanziarie dell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Financial DataStream, Merrill Lynch, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il costo complessivo del finanziamento delle SNF è calcolato come media del costo dei prestiti bancari, di quello del debito emesso sul mercato e del costo del capitale di rischio, ponderata in base ai rispettivi importi ricavati dai conti dell'area dell'euro. L'ultima osservazione per il costo complessivo e per i tassi dei prestiti risale al maggio 2016 e l'ultima osservazione per il costo del debito emesso sul mercato e per il costo delle azioni quotate risale al 20 luglio 2016.

3. *La crescente importanza delle istituzioni finanziarie non monetarie nell'intermediazione finanziaria.* I prestiti concessi alle SNF dagli intermediari diversi dalle IFM³ sono aumentati dopo la crisi, contribuendo a mitigare gli effetti della ridotta erogazione di credito bancario⁴. Negli anni recenti, l'incremento vigoroso dei prestiti erogati da entità diverse dalle IFM ha rispecchiato soprattutto l'aumento dei crediti concessi dalle società veicolo finanziarie (SVF) alle rispettive case madri e finanziati da tali affiliate con l'emissione di titoli di debito. Le SVF sono generalmente domiciliate in un paese, interno o esterno all'area dell'euro, diverso da quello della casa madre al fine di beneficiare di normative fiscali e tecnologie finanziarie vantaggiose. Pertanto, il forte sviluppo

³ I prestiti di soggetti diversi dalle IFM comprendono i crediti concessi da altri intermediari finanziari (AIF) e da compagnie di assicurazione e fondi pensione (CAFP). I crediti concessi da AIF comprendono: i prestiti erogati da società veicolo finanziarie istituite per detenere prestiti cartolarizzati ceduti da istituti bancari, società veicolo finanziarie, società di leasing finanziario, società che forniscono capitali di rischio e di sviluppo e società di partecipazione. I prestiti delle CAFI comprendono, fra l'altro, i crediti concessi direttamente per finanziare progetti costruttivi, acquisti di prestiti cartolarizzati per portafogli di investimento ed eventuali partecipazioni nei prestiti sindacati.

⁴ Cfr. l'articolo *Il ruolo delle istituzioni finanziarie non monetarie dell'area dell'euro per l'intermediazione finanziaria* nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

dei prestiti erogati da soggetti esteri osservato negli ultimi trimestri molto probabilmente rispecchia anche la crescita delle emissioni di obbligazioni da parte delle società attraverso le loro affiliate domiciliate fuori dell'area dell'euro.

4. *Il maggiore ricorso al finanziamento intrasettoriale.* Le SNF hanno anche accresciuto sensibilmente il ricorso al credito commerciale e ai prestiti intrasettoriali tra la metà del 2010 e la fine del 2012 per contrastare gli effetti negativi della ridotta offerta di credito sull'accesso ai finanziamenti esterni. Allo stesso tempo, durante la crisi le imprese hanno finanziato una più ampia parte delle loro attività utilizzando i fondi generati internamente e i maggiori utili non distribuiti. Questo andamento ha attenuato l'espansione dei debiti finanziari e ha contribuito a stabilizzare l'indebitamento lordo. Inoltre, le SNF hanno continuato a collocare temporaneamente una quota rilevante dei loro utili non distribuiti in attività liquide. Le riserve di liquidità attualmente ai massimi storici dovrebbero migliorare la capacità delle imprese di assorbire gli shock.

La ricomposizione della struttura finanziaria delle SNF potrebbe avere implicazioni per la trasmissione della politica monetaria, ma gli effetti complessivi sono ancora difficili da individuare. Una struttura finanziaria più diversificata potrebbe accrescere la tenuta delle imprese agli shock che colpiscono il sistema bancario. Tale struttura inoltre diversifica il canale attraverso cui la politica monetaria viene trasmessa all'economia reale. Ciò si è riflesso sulla politica monetaria della BCE che ha fatto ricorso a un'ampia gamma di strumenti per fornire ulteriore stimolo negli anni recenti. Un ruolo di maggiore rilievo delle istituzioni finanziarie non monetarie nell'intermediazione finanziaria potrebbe accelerare la trasmissione della politica monetaria perché alcune istituzioni potrebbero adeguare le proprie esposizioni al rischio con più flessibilità rispetto alle banche in risposta ai cambiamenti dei cicli economico e finanziario. Resta da vedere tuttavia se l'attuale tendenza verso un finanziamento dell'economia reale più orientato al mercato finanziario si manterrà una volta che il mercato dei prestiti bancari si sarà ripreso. In passato, una crescita sostenuta del finanziamento esterno delle SNF ha sempre coinciso con una dinamica più vigorosa dei prestiti bancari. L'UE ha avviato diverse iniziative volte ad agevolare l'accesso delle imprese al capitale di rischio e alla raccolta sul mercato. Tuttavia, è ancora presto per valutare in che misura tali iniziative riusciranno a ridurre la dipendenza, in particolare delle PMI, dai prestiti bancari.

Riquadro 6

Le raccomandazioni specifiche per paese del 2016

Ogni anno la Commissione europea emette raccomandazioni specifiche per paese dirette a ciascuno Stato membro dell'Unione europea (UE)¹ che definiscono le priorità strategiche per l'anno successivo. Le raccomandazioni specifiche per paese sono incorporate nel Semestre europeo di coordinamento delle politiche e questo assicura che gli Stati membri discutano i propri piani economici e di bilancio con i partner dell'UE nell'arco dell'anno. Esse traducono in pratica l'impegno a considerare le politiche economiche nazionali una questione di interesse comune all'interno di un'unione monetaria, come altresì stabilito nell'articolo 121 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, e forniscono indicazioni di riforma appositamente indirizzate ai singoli Stati membri su come rafforzare la crescita e la capacità di tenuta preservando al tempo stesso la solidità delle finanze pubbliche². L'attuazione tempestiva di queste raccomandazioni è essenziale per ridurre gli elevati tassi di disoccupazione e aumentare la bassa crescita potenziale nei paesi dell'area dell'euro. Inoltre aumenterà la capacità dell'area di rispondere agli shock avversi e assicurerà quindi l'ordinato funzionamento dell'Unione economica e monetaria (UEM) nel suo insieme.

Le raccomandazioni specifiche per paese sono formulate attraverso un processo articolato che inizia nell'autunno precedente l'anno di emissione.

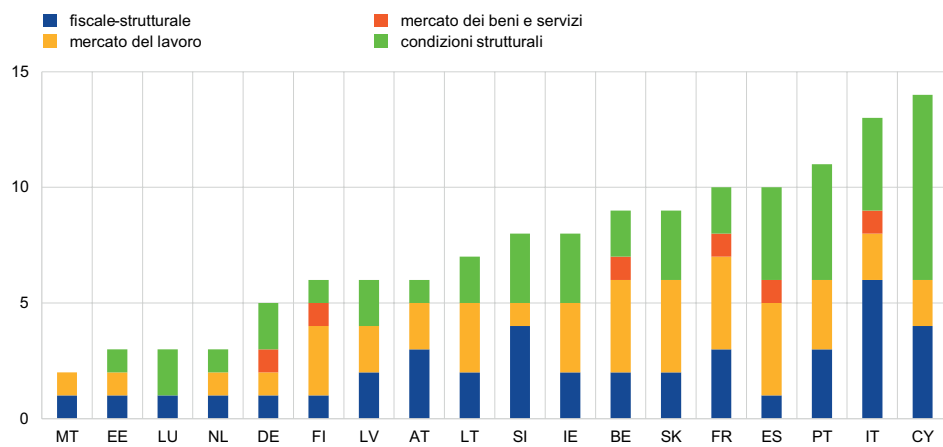
A novembre 2015 la Commissione europea ha pubblicato l'Analisi annuale della crescita e la Relazione sul meccanismo di allerta. La prima ha individuato le principali priorità strategiche per l'UE nel suo insieme, mentre la seconda ha valutato gli sviluppi negli Stati membri per stabilire se vi erano squilibri emergenti oppure già esistenti da correggere con interventi mirati. In base a questi documenti il Consiglio UE ha approvato le sue raccomandazioni per l'area dell'euro agli inizi del 2016, definendo i principali ambiti di riforma per l'insieme dell'UEM. Le raccomandazioni specifiche per paese relative all'area dell'euro pubblicate il 1° febbraio 2016 invitano a correggere gli squilibri residui, affrontare le rigidità del mercato del lavoro, aumentare il grado di concorrenza nei mercati dei beni e servizi e migliorare le condizioni strutturali intervenendo in particolare sulle procedure fallimentari per imprese e famiglie, non da ultimo per agevolare la riduzione dei crediti deteriorati. Il 18 maggio la Commissione ha fornito agli Stati membri le bozze di raccomandazioni specifiche per paese del 2016 che, dopo essere state discusse nei rispettivi comitati dell'Unione europea, sono state adottate nella loro versione definitiva dal Consiglio UE il 12 luglio.

¹ Gli Stati membri beneficiari di un programma di aggiustamento macroeconomico non ricevono raccomandazioni specifiche per paese, in quanto le loro priorità strategiche sono già delineate in un Protocollo d'intesa. Ciò vale al momento per la Grecia.

² Il presente riquadro si concentra su tutte le raccomandazioni ricevute dai paesi dell'area dell'euro a eccezione della prima in materia di politiche di bilancio, che contiene indicazioni per l'attuazione del Patto di stabilità e crescita. Questo particolare tipo di raccomandazione è descritto nel riquadro *Le raccomandazioni specifiche per le politiche di bilancio dei singoli paesi formulate nell'ambito del Semestre europeo 2016* nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

Grafico A

Le raccomandazioni specifiche per paese del 2016 per ambito di riforma nei paesi dell'area dell'euro



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra il numero di raccomandazioni specifiche per paese del 2016 disaggregate per ambito di riforma generale. "Fiscale-strutturale" include amministrazioni pubbliche, spesa connessa all'invecchiamento della popolazione e fiscalità; "mercato dei beni e servizi" comprende le normative settoriali specifiche; in "mercato del lavoro" sono incluse le politiche salariali, la tutela dell'occupazione, l'istruzione e le politiche attive del mercato del lavoro; "condizioni strutturali" riguarda il contesto regolamentare, gli appalti pubblici, il sistema giudiziario, la normativa di riferimento in materia di insolvenza, le politiche abitative e la regolamentazione del settore finanziario. Le raccomandazioni specifiche per paese connesse al Patto di stabilità e crescita non sono riportate nel grafico.

L'attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese è stata carente negli Stati membri negli ultimi anni³.

La Commissione ha rilevato nel febbraio di quest'anno che per la stragrande maggioranza delle raccomandazioni di riforma del 2015 (oltre il 90 per cento) vi erano stati solo "alcuni" o "limitati" progressi nell'attuazione, mentre per un numero ridotto si era avuta un'attuazione "sostanziale" o "piena". Inoltre, questa debole implementazione delle riforme strutturali costituisce un peggioramento rispetto alle esperienze già deludenti degli anni precedenti in termini di conformità con le raccomandazioni specifiche per paese. L'attuazione insufficiente delle raccomandazioni è ancora più preoccupante data la vulnerabilità e rigidità residue nei paesi dell'area dell'euro come riflesso, tra l'altro, nel rilievo della Commissione secondo cui un numero crescente di paesi presenta squilibri eccessivi⁴.

Per alcuni paesi le raccomandazioni specifiche del 2016 sono state ulteriormente razionalizzate dopo il significativo lavoro di definizione delle priorità già svolto nell'anno precedente. Le raccomandazioni del 2015 erano state razionalizzate dalla Commissione per consentire agli Stati membri di concentrarsi sulle questioni prioritarie fondamentali di natura macroeconomica e sociale ma, come indicato in precedenza, ciò non ha determinato una migliore attuazione. Quelle di quest'anno sono state ulteriormente ridotte, persino per la maggior parte dei paesi con squilibri eccessivi.

Le raccomandazioni per paese del 2016 sono state formulate in base a priorità ridefinite sostanzialmente in linea con l'enfasi delle raccomandazioni per l'area dell'euro. Con riferimento ai vari Stati membri la Commissione ha notevolmente

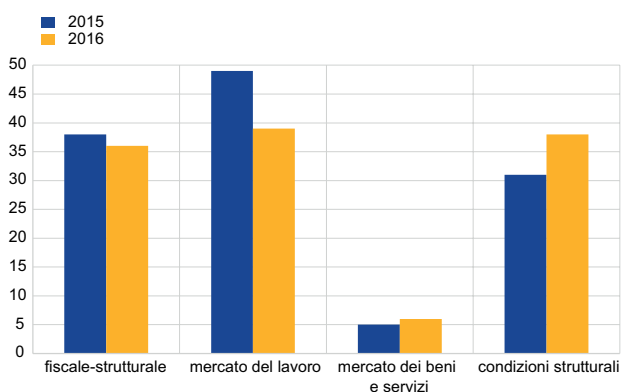
³ Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro *La procedura per gli squilibri macroeconomici del 2016 e l'attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese del 2015* nel numero 2/2016 di questo Bollettino.

⁴ Cfr. il grafico 11 nell'articolo *Rafforzare la capacità di tenuta e la crescita nel lungo periodo: l'importanza di istituzioni e strutture economiche solide per i paesi dell'area dell'euro e per l'UEM* in questo numero del Bollettino.

accresciuto il numero di raccomandazioni specifiche per paese riguardanti la necessità per le politiche di sostenere gli investimenti attraverso condizioni strutturali più favorevoli, ottenute ad esempio migliorando il contesto economico e accrescendo l'efficacia dei quadri di riferimento per la risoluzione dei crediti deteriorati. Quest'ultimo aspetto sarà particolarmente importante per i paesi con livelli elevati di indebitamento del settore privato, nei quali una più rapida risoluzione dei crediti deteriorati dovrebbe aiutare le imprese sane a tornare a investire. Il grafico A mostra una scomposizione delle raccomandazioni del 2016 per ambito di riforma. Ne emerge che in molti paesi una quota consistente di raccomandazioni riguarda le strozzature nelle condizioni strutturali che includono tutte le misure connesse al contesto regolamentare, al sistema giudiziario, alla normativa di riferimento in materia di insolvenza, alle politiche abitative e alla regolamentazione del sistema finanziario. Queste strozzature influiscono negativamente sull'accesso ai mercati, riducono gli incentivi per le imprese a investire e ostacolano la riallocazione delle risorse.

Grafico B

Le raccomandazioni specifiche per paese del 2015 e del 2016 per ambito di riforma nei paesi dell'area dell'euro



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra il numero di raccomandazioni specifiche per paese del 2015 e 2016 disaggregato per ambito di riforma generale (cfr. la nota nel grafico A). Nel grafico non si tiene conto di Cipro in quanto tale paese è stato oggetto di raccomandazioni solo nel 2016.

Come conseguenza della ridefinizione delle priorità, tra le raccomandazioni specifiche per paese di quest'anno il numero di quelle relative alle politiche per il mercato del lavoro si è ridotto (cfr. grafico B).

Anche se in passato sono state intraprese importanti riforme dei mercati del lavoro, specie nei paesi che erano stati più colpiti dalla crisi finanziaria e da quella del debito sovrano, la resilienza di tali mercati nei diversi Stati membri dell'UE appartenenti all'area dell'euro resta contenuta e la disoccupazione è ancora alta⁵. Su questo sfondo, e data l'attuazione limitata delle raccomandazioni relative al mercato del lavoro che sono state ora abbandonate, sembra giustificata una prosecuzione degli sforzi di riforma in questo ambito⁶.

Rimane essenziale monitorare costantemente altre aree di riforma che non formano più l'oggetto di raccomandazioni, ma che sono critiche per la dinamica complessiva dell'attività negli Stati membri.

Nelle raccomandazioni specifiche per paese del 2015, la Commissione aveva escluso alcuni ambiti strategici già coperti da altri canali di monitoraggio⁷ e che includono il settore energetico (affrontato nel contesto dell'Unione dell'energia) e i meccanismi di controllo e applicazione connessi al mercato unico. Resta tuttavia essenziale che gli andamenti e le politiche in questi ambiti siano altresì monitorati nel contesto del Semestre europeo per fare in modo che tutte le politiche economiche significative attuate dagli Stati membri siano valutate in maniera olistica.

⁵ Cfr. il grafico 5 nell'articolo *Rafforzare la capacità di tenuta e la crescita nel lungo periodo: l'importanza di istituzioni e strutture economiche solide per i paesi dell'area dell'euro e per l'UEM* in questo numero del Bollettino.

⁶ Cfr. la sezione 3 dell'articolo *Rafforzare la capacità di tenuta e la crescita nel lungo periodo: l'importanza di istituzioni e strutture economiche solide per i paesi dell'area dell'euro e per l'UEM* in questo numero del Bollettino per una discussione dei benefici delle riforme dei mercati del lavoro e dei beni e servizi per la crescita e la resilienza nei paesi dell'area dell'euro.

⁷ Cfr. la comunicazione della Commissione dal titolo *Semestre europeo 2015: raccomandazioni specifiche per paese* pubblicata il 13 maggio 2015.

Articoli

I nodi della rete di sicurezza finanziaria internazionale: una rassegna

1 Introduzione

La rete di sicurezza finanziaria internazionale (global financial safety net, GFSN) può essere definita come un insieme composito di istituzioni e meccanismi atti a prevenire e ad attenuare gli effetti delle crisi economiche e finanziarie. Nel dibattito sulla stabilità finanziaria internazionale, autorità e accademici spesso si riferiscono alla rete di sicurezza finanziaria internazionale, intesa come insieme di istituzioni e meccanismi che permettono di fornire un sostegno finanziario volto a prevenire le crisi o ad assistere i paesi colpiti da una crisi, favorendo l'aggiustamento a livello nazionale e all'interno del paese e impedendo l'ulteriore propagazione della crisi stessa. Una crisi può essere di origine interna o esterna e può assumere diverse forme. Una crisi di bilancia dei pagamenti si verifica quando uno Stato non è in grado di pagare importazioni essenziali o di onorare il servizio del suo debito estero. In alcuni casi i problemi di bilancia dei pagamenti possono essere aggravati da un pronunciato deprezzamento del tasso di cambio e da una crisi valutaria. Le crisi finanziarie, invece, traggono origine da istituti finanziari insolventi o illiquidi, mentre quelle di bilancio sono provocate da disavanzi o livelli di debito eccessivi. La GFSN può concorrere a prevenire e ad attenuare gli effetti delle crisi. Essa non è tuttavia il prodotto di un'unica azione o di un disegno coerente. Gli elementi che la compongono sono diversi fra loro, hanno origini varie, obbediscono a regole e incentivi differenti e permettono di contrastare crisi di tipo diverso. Le riserve valutarie, le linee di swap e le operazioni pronti contro termine fra banche centrali, i fondi messi a disposizione dagli accordi finanziari regionali (regional financing arrangement, RFA) e dalle organizzazioni finanziarie internazionali sono tutti considerati elementi chiave della GFSN.

L'interazione efficace ed efficiente fra i vari elementi della GFSN costituisce una condizione necessaria per l'ordinato funzionamento del sistema monetario internazionale. A causa dell'elevato livello di interconnessione economica e finanziaria, gli episodi di crisi si accompagnano di norma a effetti di contagio. Le difficoltà di un paese spesso non restano all'interno dei suoi confini, ma si propagano ad altri paesi attraverso una serie di canali. Per questo motivo, fornendo a un paese una "boccata d'ossigeno finanziario", la GFSN non contiene soltanto il rallentamento economico – fornendo l'opportunità di attuare le riforme necessarie e ritornare rapidamente alla stabilità economica e alla crescita –, ma contiene anche gli effetti di propagazione ad altre economie, contribuendo alla

stabilità finanziaria internazionale, e favorendo quindi l'integrazione finanziaria e la globalizzazione¹.

Nella sua forma attuale, la GFSN è il risultato dell'accumulo e della stratificazione nel tempo di varie forme di offerta di sostegno finanziario. La conformazione di alcuni dei suoi elementi risponde in origine a preoccupazioni di ordine nazionale o regionale anziché mondiale, e non è quindi il frutto del previo raggiungimento di un ampio consenso a livello internazionale.

Con la crescente integrazione finanziaria ed economica delle economie emergenti (EME) nell'economia mondiale, la GFSN ha assunto un'importanza sempre maggiore. La crisi finanziaria internazionale, inoltre, ha messo in evidenza la rilevanza che la GFSN riveste tuttora per le economie avanzate. Una delle principali sfide sia per le EME sia per le economie avanzate deriva dalla volatilità dei flussi di capitale, che dallo scoppio della crisi finanziaria internazionale si è mantenuta su livelli elevati (FMI, 2016a²). Al tempo stesso, la GFSN non ha tenuto il passo con la globalizzazione finanziaria e con le crescenti dimensioni dei flussi di capitale, e i suoi singoli elementi non si sono sviluppati in modo omogeneo (FMI, 2016b³).

Questi sviluppi hanno riportato all'ordine del giorno del G20 e del Fondo monetario internazionale (FMI) le questioni delle dimensioni e della copertura della GFSN. Per i mercati emergenti sono ancora di attualità le preoccupazioni circa la persistente volatilità dei mercati finanziari, dal momento che le politiche monetarie nelle economie avanzate potrebbero seguire andamenti divergenti ancora per qualche tempo⁴. Se da un lato vi è consenso generale sulla necessità di politiche e assetti solidi a livello nazionale come prima linea di difesa, dall'altro lato vi è divergenza di opinioni sulla necessità di una migliore copertura della GFSN e su quali siano le dimensioni più opportune della GFSN sia in termini di tipi di strumenti a disposizione di paesi specifici, sia in termini di ammontare di risorse utilizzabili per affrontare le crisi.

Il presente articolo esamina il ruolo delle politiche nazionali, il sostegno complementare fornito dai quattro principali nodi della GFSN e l'interazione fra questi ultimi. La sezione 2 richiama il ruolo fondamentale delle politiche nazionali. La sezione 3 passa in rassegna gli elementi della GFSN, mentre la sezione 4 analizza le loro possibilità di interazione. L'ultima sezione presenta alcune considerazioni conclusive.

¹ Cfr. ad esempio Herrala, R., Scheubel, B. e Stracca, L., "What do we know about the global financial safety net? Rationale, data and possible evolution", *Occasional Paper Series*, BCE, di prossima pubblicazione; "Adequacy of the global financial safety net", IMF Policy Paper, marzo 2016; e Denbee, E., Jung, C. e Paternó, F., "Stitching together the global financial safety net", Bank of England Financial Stability Paper n. 36, febbraio 2016.

² *World Economic Outlook*, FMI, aprile 2016, capitolo 2.

³ "Adequacy of the Global Financial Safety Net", IMF Policy Paper, marzo 2016.

⁴ Le banche centrali di alcune economie avanzate hanno avviato la normalizzazione delle rispettive politiche monetarie, ma la traiettoria dei tassi di riferimento segnalata da altre loro omologhe non implica una normalizzazione imminente. Nei precedenti episodi in cui le politiche monetarie avevano assunto una configurazione analoga, i deflussi di capitali dai mercati emergenti erano aumentati (ad esempio, allorché alcune economie avanzate avevano segnalato una prossima normalizzazione della politica monetaria e successivamente intrapreso la strada della normalizzazione, dopo un periodo di generale allentamento della politica monetaria nelle economie avanzate a seguito dello scoppio della crisi finanziaria internazionale).

La storia delle crisi economiche e finanziarie insegna che la solidità dei fondamentali macroeconomici e degli assetti di politica economica è di primaria importanza per contenere le vulnerabilità di un paese. In un'analisi degli effetti degli shock sia reali sia finanziari che hanno interessato i paesi membri dell'FMI, Becker et al. (2006) giungono alla conclusione che i paesi possono autotutelarsi dagli shock facendo leva sulle proprie politiche e istituzioni⁵. Kawai (2009) riassume in tre punti gli insegnamenti di policy della crisi finanziaria asiatica e di quella internazionale per prevenire e ridurre il rischio di crisi sistemiche: 1) creare una regolamentazione e una sorveglianza finanziaria efficaci per monitorare e reagire ai rischi sistemici per l'intera economia; 2) applicare una sana gestione macroeconomica (in ambito monetario, fiscale, valutario e di debito pubblico) e 3) mantenere posizioni sostenibili di conto corrente e di conto capitale⁶. Analogamente, Lane e Milesi-Ferretti (2011) rilevano che gli andamenti pre-crisi del rapporto fra credito al settore privato e PIL, del disavanzo di conto corrente e del grado di apertura al commercio sono utili per comprendere l'intensità della crisi finanziaria internazionale del 2008-09⁷. Questi risultati empirici concordano con la tesi secondo cui le crisi originate dall'accumulo di squilibri macroeconomici o finanziari possono essere evitate mantenendo fondamentali solidi, ossia "tenendo in ordine la propria casa".

Il perseguimento di adeguate politiche macroeconomiche e finanziarie nazionali, comprese riforme strutturali, unitamente al rafforzamento dell'attività di sorveglianza macroeconomica e macroprudenziale, costituisce la prima linea di difesa nella prevenzione delle crisi. Durante la recente crisi finanziaria internazionale, ad esempio, gli assetti nazionali di policy preesistenti e le azioni successivamente intraprese dalle autorità nazionali sono stati fondamentali per attenuare gli effetti avversi della crisi. In particolare, la capacità di tenuta di cui hanno dato prova le EME di fronte al deterioramento delle condizioni di finanziamento esterno è stata maggiore che nei precedenti episodi di crisi. Grazie alle riforme attuate – fra cui l'introduzione di regole di bilancio per promuovere politiche anticicliche, il conferimento dell'indipendenza alla banca centrale per favorire un'inflazione bassa e stabile e una migliore gestione del debito volta a limitare l'impatto delle svalutazioni sui bilanci delle amministrazioni pubbliche –, i paesi emergenti hanno potuto beneficiare di un contesto macroeconomico più resiliente. Allentando le politiche monetarie e di bilancio, essi hanno favorito la stabilità finanziaria ed economica. La maggiore flessibilità dei regimi di cambio ha aiutato vari paesi ad attutire l'impatto degli shock esterni sull'economia interna, mentre la capacità di tenuta dei settori finanziari in alcune economie era stata rafforzata mediante una migliore regolamentazione. Le misure macroprudenziali anticicliche applicate in alcune EME per contenere l'espansione del credito hanno anch'esse contribuito a limitare le esternalità negative della stretta creditizia.

⁵ Becker, T., Jeanne, O., Mauro, P., Ostry, J. D. and Ranciere, R., "Country Insurance: The Role of Domestic Policies", IMF Discussion Paper, 2006.

⁶ Kawai, M., "Reform of the International Financial Architecture: An Asian Perspective", Working Paper n. 167 dell'ADBI, 2009.

⁷ Lane, P. R. e Milesi-Ferretti, G. M., "The Cross-Country Incidence of the Global Crisis", *IMF Economic Review*, vol. 59(1), aprile 2011, pagg. 77-110.

Ciò nonostante, il perseguimento di politiche solide a livello nazionale potrebbe non essere sempre sufficiente per scongiurare una crisi. Un'inversione dei flussi di capitali potrebbe rivelarsi difficile da superare affidandosi unicamente a meccanismi nazionali flessibili, come un tasso di cambio fluttuante. In aggiunta, aggiustamenti economici improvvisi potrebbero produrre effetti negativi sulla crescita a lungo termine o incidere in misura eccessiva su alcune fasce della popolazione. La GFSN fornisce pertanto ai paesi un sostegno complementare per affrontare una crisi, contribuendo al tempo stesso a contrastare gli effetti di propagazione della crisi a livello internazionale.

3 I diversi nodi della rete di sicurezza finanziaria internazionale

Poiché di fatto costituisce una forma di assicurazione, e può quindi comportare azzardo morale alla stregua di qualsiasi altra forma di assicurazione, ciascun nodo della GFSN va concepito in modo da incoraggiare il perseguimento di sane politiche nazionali. In primo luogo, i nodi della GFSN possono comportare azzardo morale ex ante nella misura in cui i paesi investano minori risorse nel perseguimento di politiche sane e i creditori finanziari in modo imprudente i paesi vulnerabili (accrescendo così la propria vulnerabilità), nell'aspettativa che in caso di crisi sarà fornita assistenza. In secondo luogo, i nodi della GFSN possono comportare azzardo morale ex post nella misura in cui i paesi colpiti da una crisi ritardino il necessario aggiustamento. Di conseguenza, occorre che la GFSN sia strutturata in modo tale da incoraggiare e sostenere l'attuazione di sane politiche nazionali.

Questa sezione passa in rassegna ciascun nodo della GFSN e il modo in cui permette di affrontare la questione dell'azzardo morale, affiancandosi a sane politiche nazionali. Dal momento che i nodi della GFSN si sono sviluppati indipendentemente l'uno dall'altro e a velocità diverse, essi presentano anche approcci e risultati diversi quanto al contenimento dell'azzardo morale nell'offerta di liquidità di emergenza, a seconda del loro scopo e del loro funzionamento. Questa sezione fornisce pertanto una panoramica di come i vari elementi della GFSN affrontano la questione dell'azzardo morale, presentando alcune evidenze della loro efficacia.

3.1 Le riserve internazionali

Le riserve internazionali sono risorse prontamente disponibili che si trovano sotto il completo controllo delle autorità nazionali e si compongono prevalentemente di attività altamente liquide. La posizione di riserva internazionale di un paese comprende le riserve valutarie ufficiali e le riserve auree, nonché le attività verso le organizzazioni finanziarie internazionali che possono essere rapidamente convertite in riserve valutarie, come ad esempio le attività verso l'FMI o le disponibilità in diritti speciali di prelievo (DSP). Anche le attività estere accumulate oltre un certo livello possono essere trasferite a fondi sovrani di ricchezza ed essere utilizzate a integrazione delle riserve per far fronte agli

shock esterni⁸. Le riserve valutarie si compongono di attività sull'estero controllate in genere dalle autorità monetarie nazionali e comprendono banconote, depositi e titoli negoziabili denominati in valuta estera. A fine 2015 esse erano pari a 11.000 miliardi di dollari USA, e costituivano la maggiore componente del GFSN. La loro predominanza è spesso attribuita all'indipendenza del soggetto che le detiene nel disporre di tale fonte di liquidità in valuta estera.

Le riserve valutarie si sono dimostrate un elemento fondamentale dello strumentario di politica economica per far fronte alle crisi economiche e finanziarie, specie per i paesi che non emettono valute di riserva.

Dominguez et al. (2013) riscontrano che durante gli anni di crisi i paesi con riserve maggiori registrano una crescita del PIL reale più elevata⁹. Obstfeld et al. (2009) rilevano che la domanda di riserve internazionali può essere spiegata dalla volontà della banca centrale di integrare l'offerta di moneta in senso lato per scongiurare l'eventualità di un "doppio drenaggio" ("double drain"), interno ed esterno, ossia di una corsa agli sportelli bancari associata a una fuga di capitali¹⁰. Essi mostrano che il rapporto fra le disponibilità di riserve di un paese appena prima della crisi finanziaria internazionale e le disponibilità stimate sulla base di motivi finanziari permette di prevedere una parte significativa delle oscillazioni dei tassi di cambio delle economie sia emergenti sia avanzate nel 2008. Un'adeguata dotazione di riserve internazionali si accompagna in genere a una minore probabilità di "sudden stop"¹¹ e a costi di indebitamento inferiori, dovuti verosimilmente all'effetto del canale di segnalazione ("signalling"). Fernandez-Arias e Levy-Yeyati (2012) riscontrano che durante l'episodio Lehman Brothers la presenza di un rapporto più elevato fra riserve e debito estero ha portato ad aumenti inferiori dei differenziali sui titoli sovrani in una sezione trasversale di economie emergenti¹². Hur e Kondo (2003)¹³ confermano che le riserve internazionali presentano una relazione inversa non solo con i "sudden stop", ma anche con le inadempienze sul debito, le crisi bancarie e le crisi valutarie. Per questi motivi gli operatori monitorano attentamente il livello delle riserve come indicatore della solidità di un'economia. I risultati di queste ricerche indicano che durante gli episodi di crisi le riserve internazionali agiscono da cuscinetto, contribuendo a ridurre la volatilità macroeconomica e finanziaria.

⁸ Sebbene non siano considerati parte della GFSN, i fondi sovrani di ricchezza costituiscono comunque una fonte interna di riserve e svolgono un importante ruolo per la gestione macroeconomica e la stabilità finanziaria internazionale. Lam e Rossi (2010) sostengono che i fondi sovrani di ricchezza possono favorire un'allocazione più efficiente delle risorse fra paesi, aumentare lo spessore e la liquidità dei mercati, anche nei momenti di tensione finanziaria, e hanno un effetto stabilizzante sui mercati finanziari internazionali, in particolare poiché presentano in gran parte orizzonti di investimento lunghi e un grado di leva finanziaria nullo (cfr. Lam, R. e Rossi, M., "Sovereign wealth funds: investment strategies and financial distress", *Journal of Derivatives & Hedge Funds*, vol. 15(4), 2010). I fondi sovrani di ricchezza, inoltre, mirano a tutelare il bilancio e l'economia dalla volatilità dei prezzi delle materie prime e dagli shock esterni. Per una trattazione dettagliata, cfr. Al-Hassan, A., Papaioannou, M., Skancke, M. e Sung, C. C., "Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management", Working Paper WP/13/231 dell'FMI, 2013.

⁹ Dominguez, K., Hashimoto, Y. e Ito, T., "International reserves and the global financial crisis", *Journal of International Economics*, vol. 88(2), 2012, pagg. 388-406.

¹⁰ Obstfeld, M., Shambaugh, J. C. e Taylor, A. M., "Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008", *American Economic Review*, vol. 99(2), 2009, pagg. 480-486.

¹¹ Il termine "sudden stop" si riferisce a un'importante riduzione degli afflussi di capitali internazionali.

¹² Fernández-Arias, E. e Levy-Yeyati, E., "Global financial safety nets: Where do we go from here?", Working Paper n. 231 dell'IDB, 2010.

¹³ Hur, S. e Kondo, I. O., "A Theory of Rollover Risk, Sudden Stops, and Foreign Reserves", International Finance Discussion Paper n. 1073, Board of Governors del Federal Reserve System, 2013.

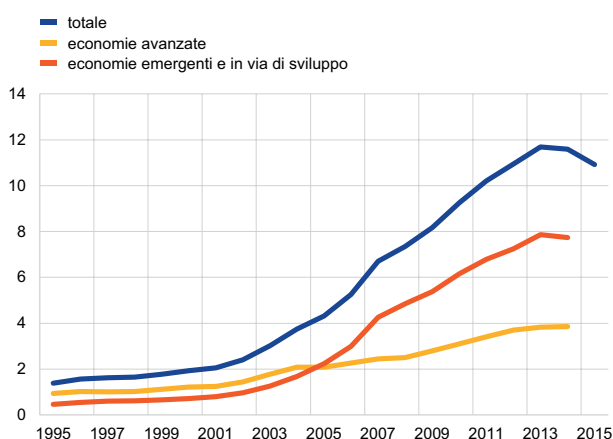
I motivi per cui i paesi accumulano riserve sono vari e possono essere raggruppati in finalità di ordine precauzionale e non precauzionale.

Tra le prime figurano gli obiettivi di preservare la fiducia nella moneta nazionale, attenuare i periodi di estrema volatilità mediante interventi nei mercati dei cambi o far fronte a disfunzioni di mercato. Le finalità non precauzionali comprendono il sostegno alla politica monetaria, il trasferimento intergenerazionale delle attività nazionali o il perseguimento di politiche di crescita trainate dalle esportazioni per il tramite di un tasso di cambio competitivo. Ghosh et al. (2012) analizzano le principali determinanti dell'accumulo di riserve fra il 1980 e il 2010 e giungono alla conclusione che la loro importanza relativa è variata nel tempo¹⁴. In base ai loro risultati, i fattori predominanti nell'accumulo di riserve sono stati la protezione dagli shock di conto di capitale e la sottovalutazione della moneta a scopi mercantilistici. Per contro, stando all'indagine Survey of Reserve Managers condotta dall'FMI presso i gestori delle riserve¹⁵, i principali motivi per l'accumulo di riserve internazionali sono la costituzione di risorse per soddisfare le esigenze di liquidità e attenuare la volatilità del tasso di cambio.

Grafico 1

Riserve valutarie internazionali

(migliaia di miliardi di USD)



Fonti: International Financial Statistics dell'FMI e Haver Analytics.

A seguito delle crisi finanziarie nella seconda metà degli anni novanta e agli inizi degli anni duemila, l'accumulo di riserve valutarie a livello mondiale ha evidenziato una tendenza al rialzo.

Uno dei principali fattori all'origine di questa tendenza è stato il riconoscimento, da parte delle EME, dei vantaggi offerti dalle riserve in termini di autoassicurazione di fronte all'accresciuta volatilità dei flussi di capitale. Aizenman e Marion (2003) individuano in questa domanda di riserve a fini precauzionali una delle cause dell'aumento delle riserve internazionali nell'Est asiatico a seguito della crisi asiatica¹⁶. Anche Bastourre et al. (2009) confermano la rilevanza delle determinanti precauzionali per l'accumulo di riserve internazionali da parte delle EME¹⁷.

Nei casi in cui i rischi finanziari esterni si materializzano, le riserve possono essere utilizzate dalle banche centrali nazionali per fornire, entro

certi limiti, liquidità in valuta estera. Durante tutta la crisi finanziaria internazionale molte banche centrali sono intervenute per contrastare il tracollo dei finanziamenti transfrontalieri e hanno fornito valuta estera ai rispettivi mercati interni dei cambi attingendo alle riserve. Ciò nonostante, il vantaggio marginale di attingere alle riserve diminuisce man mano che queste si riducono. Un rapido calo o il protratto drenaggio delle riserve internazionali può inviare segnali negativi ai mercati circa

¹⁴ Ghosh, A. R., Ostry, J. D. e Tsangarides, C., "Shifting Motives: Explaining the Buildup in Official Reserves in Emerging Markets since the 1980s", IMF Working Paper WP/12/34, 2012.

¹⁵ "Assessing Reserve Adequacy", IMF Policy Paper, 2011.

¹⁶ Aizenman, J. e Marion, N. P., "The High Demand for International Reserves in the Far East: What's Going On?", *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 17(3), 2003.

¹⁷ Aizenman, J. e Lee, J., "International Reserves: Precautionary versus Mercantilist Views, Theory and Evidence", *Open Economic Review*, vol. 18, 2007.
Bastourre, D., Carrera, J. e Ibarlucia, J., "What is Driving Reserves Accumulation", *Review of International Economics*, vol. 17, 2009.

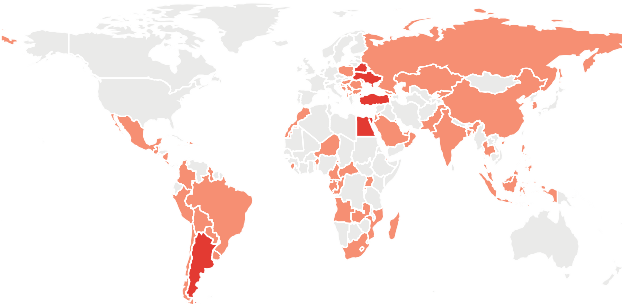
la sostenibilità delle politiche interne di attenuazione delle crisi. Di fatto, le autorità nazionali potrebbero decidere di non utilizzare le riserve valutarie al di là di un certo livello. Aizenman e Sun (2009) danno conto della preoccupazione di perdere le riserve internazionali nella loro analisi dell'impiego delle riserve da parte delle EME durante la crisi finanziaria internazionale¹⁸. Tale preoccupazione può spiegarsi con il desiderio delle EME di mantenere indici di riserva analoghi a quelli di paesi omologhi: un calo degli indici di riserva superiore alla media dei paesi comparabili potrebbe infatti accrescere l'avversione al rischio degli investitori nei confronti del paese in questione, nonché la vulnerabilità di quest'ultimo di fronte a episodi di riduzione della leva finanziaria e di sudden stop.

Oltre al costo opportunità sociale interno, ossia al costo di utilizzare risorse per accumulare riserve anziché per sostenere investimenti e consumi nazionali, l'accumulo di riserve comporta dei costi finanziari. Questi ultimi derivano dal probabile differenziale negativo fra i rendimenti delle riserve internazionali e quelli corrisposti sugli strumenti interni di sterilizzazione¹⁹. Un accumulo eccessivo di riserve potrebbe inoltre comportare inefficienze e distorsioni a livello regionale e mondiale, ad esempio per effetto di un disallineamento dei tassi di cambio e di squilibri internazionali²⁰.

Grafico 2

Adeguatezza delle riserve

(indice dell'adeguatezza delle riserve: rosso scuro = inferiore a 1; rosso chiaro = superiore a 1; grigio = regimi di tasso di cambio fluttuante/dati non disponibili)



Fonti: International Financial Statistics e World Economic Outlook dell'FMI e BCE.
Nota: dati a fine 2015.

È difficile determinare quale sia il livello adeguato delle riserve per un dato paese, e gli indicatori di adeguatezza utilizzati sono molteplici. I tradizionali parametri di riferimento per l'adeguatezza delle riserve si basano sulla copertura delle importazioni e del debito estero a breve termine, nonché sullo stock di moneta in senso lato nell'economia²¹. Nella figura 2 queste tre regole empiriche vengono tradotte in un semplice indicatore, pari alla loro media equiponderata. Un valore superiore a 1 dell'indice di adeguatezza delle riserve segnala che le riserve valutarie del paese superano l'ammontare medio implicito nei parametri di riferimento più comunemente utilizzati (ossia tre mesi di importazioni, 100 per cento del debito a breve termine e

¹⁸ Aizenman, J. e Sun, Y., "The financial crisis and sizable international reserves depletion: From 'fear of floating' to the 'fear of losing international reserves'?", Working Paper n. 15308 dell'NBER, 2009.

¹⁹ Le banche centrali conducono in genere la sterilizzazione vendendo pronti contro termine in operazioni d'asta le attività nazionali nei loro portafogli, oppure emettendo a nome proprio titoli nella moneta nazionale. Lo scopo è principalmente quello di drenare la liquidità immessa nel sistema con gli acquisti di valute di riserva e di stabilizzare la base monetaria.

²⁰ Il dibattito sugli "squilibri internazionali" si riferisce alla tesi secondo cui gli ampi disavanzi correnti in alcune parti del mondo sono finanziati dai paesi in avanzo con un tasso di cambio sottovalutato. Questa situazione potrebbe non essere sostenibile nel più lungo periodo, in particolare poiché potrebbe condurre a distorsioni nei mercati delle attività mediante gli acquisti di attività sicure da parte dei paesi che accumulano riserve. Dopo aver toccato un picco nel 2006, gli squilibri internazionali si sono tuttavia ridotti in termini di flusso (*World Economic Outlook*, FMI, 2014, capitolo 4).

²¹ La copertura di tre mesi di importazioni e del 100 per cento del debito a breve termine sono indicatori di vulnerabilità nei confronti di una carenza di finanziamento esterno. L'indice di copertura di M2 considera un prosciugamento interno dei finanziamenti esterni dovuto agli investitori nazionali. Come regola empirica generale, il 20 per cento delle passività finanziarie interne (M2) potenzialmente convertibile in valuta estera è utilizzato come parametro di riferimento per valutare l'adeguatezza del livello delle riserve nell'eventualità di un sudden stop interno. Cfr. Jeanne, O., "International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, 2007, pagg. 1-79.

20 per cento di M2)²². Esistono inoltre numerose misure di adeguatezza basate su modelli, fra cui l'indicatore ARA (Assessing Reserve Adequacy) dell'FMI, che misura le vulnerabilità collegate alla bilancia dei pagamenti ed è calibrato in base alla frequenza relativa dei diversi shock, nonché delle caratteristiche del paese, come il regime valutario e la presenza di controlli sui movimenti di capitali²³. In genere, solo i paesi che perseguono regimi amministrati dei tassi di cambio necessitano di riserve internazionali sufficienti a gestire gli effetti dei deflussi di capitali sulle rispettive valute.

In sintesi, le riserve internazionali sono generalmente la forma primaria di assicurazione adottata dai paesi per tutelarsi dagli shock di liquidità in valuta.

Se da un lato un accumulo eccessivo di riserve può creare esternalità negative, dall'altro un livello di riserve adeguato a fini precauzionali costituisce un elemento essenziale della rete di sicurezza di un paese. Sarebbe tuttavia inefficiente e, da un punto di vista mondiale, indesiderabile che ciascun paese fosse completamente autoassicurato dalle sole riserve valutarie contro l'eventualità di ampi shock esterni di liquidità, dal momento che ciò potrebbe comportare ingenti costi sociali, nonché gli squilibri e le distorsioni di cui sopra. Di conseguenza, risultano utili come elementi integrativi di assicurazione congiunta gli altri nodi della GFSN, che possono ridurre i costi per il paese che desidera tutelarsi nonché le distorsioni e gli effetti collaterali di un accumulo eccessivo di riserve.

3.2 Le linee di swap e di pronti contro termine delle banche centrali

Tecnicamente, le linee di swap bilaterali fra le banche centrali forniscono nel breve periodo alla banca centrale ricevente l'accesso a liquidità in valuta estera in cambio di moneta nazionale. Una linea di swap fra banche centrali è un accordo che comporta due operazioni fra due banche centrali che emettono monete diverse: un'operazione a pronti a scadenza fissa e un'operazione inversa a termine in cui si applica lo stesso tasso di cambio della prima operazione. Durante il periodo intercorrente fra le due operazioni la banca centrale che ha richiesto l'attivazione dello swap (la banca centrale ricevente) corrisponde una commissione alla banca centrale fornitrice di liquidità e può impiegare la liquidità in valuta estera per offrirla in prestito al settore finanziario nazionale. Sebbene le condizioni degli accordi di swap siano fissate in modo da proteggere i bilanci di entrambe le banche centrali coinvolte, va comunque tenuto conto del rischio che una delle due banche centrali non sia in condizione di onorare l'impegno preso. Al fine di attenuare tale rischio, la banca centrale ricevente stanziava in garanzia attività nella propria moneta o altre attività presso la banca centrale che offre la liquidità.

Da molto tempo ormai questo tipo di accordi fa parte dello strumentario delle banche centrali, ma durante la crisi finanziaria internazionale ha assunto maggiore preminenza nella prevenzione delle crisi. Durante tutta la storia economica accordi analoghi a quelli di swap fra autorità monetarie sono stati impiegati per molteplici scopi, come ad esempio favorire determinate politiche di

²² Un indicatore inferiore a uno non implica necessariamente che un paese non abbia un sufficiente livello di riserve.

²³ "Assessing Reserve Adequacy – Further Considerations", IMF Policy Paper, Novembre 2013.

cambio, gestire attività e passività, promuovere l'uso internazionale delle valute, sostenere il funzionamento dei mercati finanziari ed assicurare la stabilità finanziaria. Nel corso della recente crisi finanziaria internazionale le linee di swap fra banche centrali sono state utilizzate allo scopo di attenuare le possibili ripercussioni negative del deterioramento delle condizioni di finanziamento internazionale sulla stabilità finanziaria e l'economia reale sia all'interno dei singoli paesi, sia fra di essi.

Le linee di swap si sono dimostrate efficaci per gestire le crisi innescate da disallineamenti valutari. Goldberg et al. (2011)²⁴ mostrano che le linee di swap fra banche centrali hanno permesso di ridurre le pressioni sulla provvista in dollari USA all'estero e le tensioni nei mercati monetari, concludendo che le operazioni di swap in dollari USA fra banche centrali costituiscono una parte importante dello strumentario per la gestione dei problemi sistemici di liquidità. Anche Coffey et al. (2009)²⁵ fanno rilevare che gli annunci delle linee di swap della Fed e la loro effettiva conduzione sono stati efficaci nel ridurre il rischio di liquidità della provvista in dollari USA delle istituzioni finanziarie a livello internazionale. Nel complesso, l'efficacia di una linea di swap dipende dalla credibilità dell'impegno a fornire sufficiente liquidità in valuta estera in modo tempestivo e da una politica di prezzo che scoraggi comportamenti opportunistici di domanda.

Il ricorso a linee di swap bilaterali fra banche centrali è andato rapidamente crescendo negli ultimi anni. Dopo il 2007, per rispondere alla crisi finanziaria internazionale, le banche centrali delle economie avanzate hanno istituito linee di swap sia fra di loro sia con alcune economie emergenti. In particolare, la liquidità in dollari USA offerta mediante le linee di swap della Federal Reserve ha contribuito a contenere le tensioni dal lato della provvista nei principali mercati finanziari avanzati

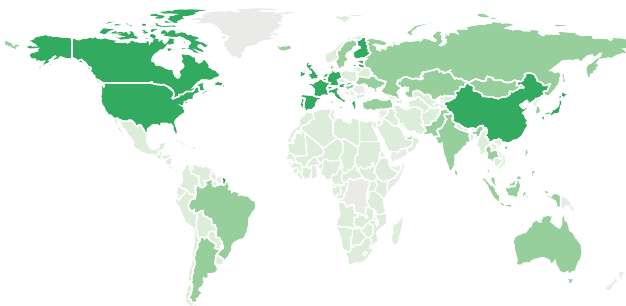
al culmine della crisi. Sebbene gran parte delle linee di swap per l'offerta di liquidità a breve termine istituite fra le banche centrali delle economie avanzate ed emergenti siano giunte a scadenza o siano state revocate, gli accordi di swap fra la Banca centrale europea²⁶, la Federal Reserve, la Bank of England, la Bank of Canada, la Bank of Japan e la Banca nazionale svizzera si sono trasformati in una rete di swap bilaterali illimitati e permanenti (privi di scadenza). Le altre linee di swap esistenti presentano limiti predefiniti.

L'odierna rete internazionale di swap, in termini di numero di accordi in essere, è dominata dalle operazioni per lo scambio di renminbi contro monete locali (cfr. figura 3). Dal 2009 la People's Bank of China ha rapidamente esteso la propria rete di

Grafico 3

Disponibilità di linee di swap (il)limitate

(verde scuro = illimitate; verde intermedio = limitate; verde chiaro = linee di swap non disponibili; grigio = dati non disponibili)



Fonti: Bank of England, Bank of Japan, People's Bank of China, Federal Reserve e BCE. Note: dati del 2014. Sono riportate soltanto le linee di swap di Bank of England, Bank of Japan, People's Bank of China, Federal Reserve e BCE.

²⁴ Goldberg, L. S., Kennedy, C. e Miu, J., "Central Bank Dollar Swap Lines and Overseas Dollar Funding Costs", *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank di New York, maggio 2011.

²⁵ Coffey, N., Hrung, W. B. e Sarkar, A., "Capital Constraints, Counterparty Risk, and Deviations from Covered Interest Rate Parity", Federal Reserve Bank of New York Staff Report n. 393, 2009.

²⁶ Per una trattazione dettagliata degli accordi di swap e di pronti contro termine della BCE, cfr. l'articolo "L'esperienza maturata con gli swap fra banche centrali per l'offerta di liquidità", *Bollettino mensile*, BCE, agosto 2014.

linee di swap, che nel febbraio 2016 annoverava 31 accordi attivi, per un ammontare di 500 miliardi di dollari USA²⁷. Sebbene le linee di swap cinesi abbiano spesso come motivazione fondamentale quella di favorire il commercio bilaterale e gli investimenti nei paesi che fanno parte della rete di swap, esse possono altresì essere utilizzate per far fronte alle sfide di stabilità finanziaria e alle carenze di liquidità in valuta estera. Allorché le linee di swap in renminbi sono utilizzate per fronteggiare le carenze di valute di riserva, si materializzano costi aggiuntivi associati alla conversione della moneta cinese nella valuta di riserva in questione.

Nel valutare il ruolo delle linee di swap/pronti contro termine delle banche centrali all'interno della GFSN è importante ricordare che questi strumenti si basano sui rispettivi mandati delle banche centrali coinvolte. Le linee di swap non possono sostituirsi ad altri elementi della rete di sicurezza. Esse sono infatti strumenti pensati per contribuire ad affrontare le tensioni nei mercati finanziari collegate a disallineamenti valutari, non fondi da utilizzare per finanziare gli squilibri di bilancia dei pagamenti.

Nel complesso, sebbene l'attuale rete di linee di swap delle banche centrali contribuisca sia all'attenuazione delle crisi sia alla stabilità finanziaria globale, la disponibilità di fondi è subordinata al rispetto dei mandati ufficiali delle banche centrali coinvolte. Le linee di swap delle banche centrali possono essere in linea di principio di dimensioni illimitate e non comportano costi di impegno al momento dell'attivazione. Come mostra l'esperienza maturata durante la crisi finanziaria internazionale, esse possono non soltanto attenuare le tensioni di liquidità dal lato della provvista nei segmenti di mercato cui si applicano, ma anche contribuire alla stabilità finanziaria internazionale per il tramite del canale della fiducia. Tuttavia, a causa della natura domestica dei mandati delle banche centrali fornitrici di liquidità, la copertura delle linee di swap in termini di paesi è limitata. Nel caso della BCE e dell'Eurosistema, l'offerta di liquidità in euro mediante linee di swap o pronti contro termine dipende da: 1) l'esistenza di circostanze eccezionali caratterizzate da un fabbisogno significativo di liquidità in euro a seguito di gravi disfunzioni dei mercati; 2) la rilevanza sistemica per l'area dell'euro del paese richiedente la linea di swap; 3) la presenza di fondamentali economici sani; 4) il rischio finanziario per l'Eurosistema; 5) la compatibilità con eventuali forme di sostegno parallelo fornite dall'FMI (cfr. BCE, 2014).

3.3 I finanziamenti da parte delle istituzioni finanziarie internazionali

Considerato il suo mandato, le sue competenze e il suo carattere mondiale, l'FMI si trova al centro della GFSN. Forte di 189 paesi membri, l'FMI è in assoluto il più ampio e importante fornitore di assicurazione di liquidità. Il ruolo speciale che ricopre per il funzionamento complessivo della GFSN è sancito nel suo statuto, che conferisce all'FMI la principale finalità di assicurare la stabilità del sistema monetario internazionale. L'FMI adempie questa missione attraverso varie attività volte ad assistere i paesi nella prevenzione e nella gestione delle crisi, in particolare: 1) fornendo consulenza ai paesi nel contesto dell'attività di sorveglianza

²⁷ Volz, U., "Toward the Development of a Global Financial Safety Net or a Segmentation of the Global Financial Architecture?", 2016.

e promuovendo politiche sane come prima linea di difesa; 2) combattendo le crisi dando accesso a risorse liquide nell'ambito delle politiche di finanziamento, compreso mediante operazioni precauzionali; 3) fornendo assistenza finanziaria in caso di crisi, ove opportuno a determinate condizioni, per superare i problemi di bilancia dei pagamenti; e 4) prevenendo l'azzardo morale mediante gli opportuni requisiti di accesso e condizioni di utilizzo²⁸.

Grazie a oltre 60 anni di attività di sorveglianza e di finanziamento, l'FMI vanta una lunga esperienza nell'assistere le economie colpite da crisi. In primo luogo, i programmi dell'FMI aiutano i paesi membri a evitare che una crisi si propaghi ulteriormente (cfr. ad esempio Papi et al., 2015). In secondo luogo, possono fungere da catalizzatore per il ritorno degli investitori privati (Bordo et al., 2005; Mody e Saravia, 2006; Morris e Shin, 2006).²⁹ In terzo luogo, i programmi del Fondo possono altresì prevenire potenziali inversioni dei flussi di capitale e crisi future (cfr. ad esempio Eichengreen et al., 2008).

La crisi finanziaria internazionale ha evidenziato l'importanza che l'FMI mantenga una capacità di prestito adeguata al fine di poter continuare a svolgere le sue funzioni di prevenzione e gestione delle crisi. La potenziale domanda di risorse dell'FMI è aumentata di pari passo con la crescente integrazione delle EME nell'economia mondiale e con i maggiori rischi di propagazione internazionale, anche fra le economie avanzate, come ampiamente dimostrato durante la crisi finanziaria globale. Quest'ultima ha indotto un aumento del fabbisogno di risorse fra i paesi membri del Fondo. Al fine di poter adempiere alle proprie responsabilità, le risorse dell'FMI sono state potenziate (FMI, 2016b). Nell'aprile 2009 il G20 ha concordato di aumentare le risorse a disposizione dell'FMI mediante l'estensione dei Nuovi accordi di prestito (New Arrangements to Borrow, NAB) fino a 500 miliardi di dollari USA nell'ambito di un piano globale per la ripresa. Nel 2010 i paesi membri hanno convenuto su una riforma delle quote volta a raddoppiare in via permanente le risorse versate all'FMI, la quale è entrata tuttavia in vigore soltanto nel gennaio 2016. Nel frattempo, l'FMI ha ricevuto da alcuni suoi paesi membri l'impegno a erogare prestiti bilaterali per oltre 400 miliardi di dollari USA allo scopo di integrare in via temporanea le risorse permanenti. È stata inoltre decisa una nuova assegnazione di DSP pari a 250 miliardi di dollari USA per fornire ai paesi membri la liquidità necessaria ad affrontare la crisi.

Per quanto la capacità dell'FMI di erogare prestiti sia essenziale, si teme che i paesi possano essere restii a rivolgersi al Fondo per richiedere assistenza finanziaria, dal momento che i finanziamenti dell'FMI sono subordinati all'attuazione di politiche specifiche da parte dei paesi beneficiari. Lo statuto dell'FMI sottolinea la necessità di adottare politiche di impiego delle risorse generali

²⁸ Le risorse a disposizione per la funzione di prestito dell'FMI ammontano attualmente a circa 1.000 miliardi di dollari USA, che rendono l'FMI il singolo maggior fornitore di assicurazione di liquidità (cfr. FMI, 2016b), sebbene in termini di importi effettivamente erogati l'FMI sia stato negli ultimi anni superato dal Meccanismo europeo di stabilità (MES). L'FMI può inoltre assegnare DSP per integrare le riserve esistenti, coerentemente con il proprio statuto.

²⁹ Bordo, M. D., Mody, A. e Oomes, N., "Keeping capital flowing: the role of the IMF", *International Finance*, vol. 7, 2004, pagg. 421-450; Mody, A. e Saravia, D., "Catalysing private capital flows: do IMF programmes work as commitment devices?", *Economic Journal*, vol. 116, 2006, pagg. 843-867; Morris, S. e Shin, H. S., "Catalytic finance: When does it work?", *Journal of International Economics*, vol. 70, 2006, pagg. 161-177.

del Fondo che aiutino gli Stati membri a superare le difficoltà di riequilibrio della bilancia dei pagamenti, conformemente alle disposizioni dello statuto stesso e all'esigenza di salvaguardare le risorse del Fondo. L'FMI, pertanto, eroga prestiti soltanto subordinatamente all'adozione di politiche sane che assicurino fra l'altro la capacità di rimborso del debitore³⁰. Sebbene l'applicazione di siffatte condizioni abbia contribuito a risolvere i problemi di bilancia dei pagamenti degli Stati membri e a prevenire l'azzardo morale (cfr. ad esempio Jeanne e Zettelmeyer, 2001³¹), alcuni paesi hanno dovuto far fronte a disordini sociali o a reazioni avverse dei mercati finanziari in relazione alle condizioni specifiche del programma di assistenza (cfr. ad esempio Vreeland, 2007³²). Si teme quindi che a causa di queste esperienze negative alcuni paesi possano essere restii a rivolgersi all'FMI per richiedere assistenza.

La reticenza dei paesi a richiedere l'assistenza dell'FMI rischia di avere ripercussioni negative per la stabilità finanziaria internazionale (cfr. ad esempio Vreeland, 2007). Qualora un paese decida di procrastinare la richiesta di assistenza, infatti, i suoi problemi crescenti potrebbero contagiare altri paesi, rendendo necessarie non solo risorse più ampie nel momento in cui il paese in questione decida infine di rivolgersi al Fondo (con una richiesta di fondi ancora maggiore), ma anche riforme più significative da parte del paese richiedente (con maggiori probabilità di reazioni politiche avverse). La riluttanza ad affidarsi all'FMI quale nodo internazionale della GFSN potrebbe condurre a un'accumulazione inefficiente di riserve valutarie a livello nazionale.

Nel corso degli anni l'FMI ha dato risposta a queste preoccupazioni, rafforzando tra le altre cose l'attività di prestito a fini precauzionali (cfr. ad esempio FMI, 2009; 2014a; 2014b³³). La Flexible Credit Line (FCL) nella sua versione rivista e la Precautionary and Liquidity Line (PLL) sono state pensate per proteggere i paesi che presentano fondamentali solidi da crisi di liquidità provocate

³⁰ L'esigenza di assicurare che l'FMI venga rimborsato è sancita dall'articolo 1(v) dello statuto. Le risorse dell'FMI sono normalmente salvaguardate assicurando la capacità di rimborso di un paese membro mediante l'imposizione di condizioni di ammissibilità alla richiesta di un prestito (condizionalità ex ante) o subordinando l'esborso delle tranche alla comprovata osservanza di una serie di condizioni concordate (condizionalità ex post). In altre parole, i prestiti sono erogati soltanto ai paesi condizionalmente solvibili. Le condizioni specifiche sono concordate fra lo Stato membro e l'FMI dopo che lo Stato membro ha fatto richiesta di accesso al prestito e prima che il Consiglio di amministrazione dell'FMI l'abbia approvata.

³¹ Jeanne e Zettelmeyer forniscono un'interpretazione in senso lato dell'azzardo morale, inteso non soltanto come l'assunzione di rischi utilizzando il denaro dei contribuenti internazionali (da cui la necessità che i prestiti dell'FMI siano rimborsati), ma anche il denaro del contribuente nazionale, che potrebbe finire per pagare il prezzo di politiche sbagliate. Cfr. Jeanne, O. e Zettelmeyer, J., "International Bailouts, Moral Hazard, and Conditionality", *Economic Policy*, vol. 33, 2001, pagg. 409-432.

³² Vreeland, J. R., *The International Monetary Fund: Politics of Conditional Lending*, Routledge: New York, 2007. Durante la crisi asiatica i paesi che partecipavano a programmi dell'FMI dovettero far fronte a ingenti deflussi di capitali allorché le politiche raccomandate dal Fondo si rivelarono meno efficaci di quanto originariamente previsto. Ad esempio, nel caso dell'Indonesia l'FMI aveva raccomandato l'applicazione di un regime di libera oscillazione del tasso di cambio, che portò al deprezzamento della moneta. La ristrutturazione bancaria in assenza di un sistema di garanzia dei depositi provocò corse agli sportelli e deflussi di capitali. Cfr. ad esempio Ito, T., "Can Asia Overcome the IMF Stigma", *American Economic Review*, vol. 201, 2012, pagg. 198-202.

³³ "The Flexible Credit Line – Guidance on Operational Issues", IMF Staff Paper, novembre 2009; "Review of the Flexible Credit Line, the Precautionary and Liquidity Line, and the Rapid Financing Instrument", IMF Policy Paper, gennaio 2014; e "Review of the Flexible Credit Line, the Precautionary and Liquidity Line, and the Rapid Financing Instrument", IMF Policy Paper, aprile 2014.

da effetti di contagio dall'estero³⁴. Entrambe richiedono il rispetto di determinati criteri di ammissibilità (condizionalità ex ante) e comportano una condizionalità ex post nulla (FCL) o semplificata (PLL). Dal momento che possono essere richieste (e impiegate) in assenza di vere e proprie pressioni di bilancia dei pagamenti e prevedono unicamente l'impegno dell'FMI a finanziare lo Stato membro laddove quest'ultimo lo richieda (ma non necessariamente l'esborso effettivo dei fondi), esse dovrebbero essere politicamente meno onerose dei programmi standard dell'FMI, che si accompagnano invece a una condizionalità elaborata con la richiesta di azioni preventive e la verifica dei risultati. Ciò nonostante, le linee di credito precauzionali sono state ad oggi utilizzate soltanto da cinque paesi.

La riluttanza a richiedere l'assistenza dell'FMI, tuttavia, potrebbe non essere riconducibile soltanto al rigoroso sistema di condizionalità applicato dal Fondo, ma anche alla struttura di governance di quest'ultimo. Molte EME considerano infatti che la struttura di governo dell'FMI sia eccessivamente influenzata dalle considerazioni dei paesi avanzati, anche dopo la revisione delle quote avvenuta nel 2010 (FMI, 2015).

Per conservare il proprio ruolo di centro nevralgico della GFSN, l'FMI dovrà cercare di capire quali siano le principali cause della riluttanza dei paesi a richiedere la sua assistenza finanziaria. Le EME potrebbero essere tentate di fare affidamento sui fondi forniti da altre organizzazioni finanziarie internazionali che si considera impongano condizioni meno stringenti. Oltre ai tradizionali finanziamenti per la realizzazione di progetti offerti dalla Banca mondiale (prevalentemente alle economie emergenti e in via di sviluppo), vengono erogati prestiti a fini strutturali, in particolare per lo sviluppo delle infrastrutture, dalle banche regionali di sviluppo, fra cui la Banca europea per la ricostruzione e lo sviluppo (BERS), la Banca asiatica di sviluppo (Asian Development Bank, ADB) e, più di recente, la Nuova banca di sviluppo (New Development Bank, NDB) dei BRICS (Brasile, Russia, India, Cina e Sudafrica) e la Banca asiatica per gli investimenti infrastrutturali (Asian Infrastructure Investment Bank, AIIB). I paesi BRICS hanno inoltre istituito un proprio accordo di riserva contingente (Contingent Reserve Arrangement, CRA) per il mutuo sostegno finanziario³⁵. Queste nuove organizzazioni potrebbero essere viste da molte EME come maggiormente in sintonia con le preoccupazioni dei paesi emergenti.

All'interno della GFSN, gli accordi finanziari regionali (regional financing arrangements, RFA) costituiscono una via di mezzo fra l'autoassicurazione e l'assistenza multilaterale offerta dall'FMI ai suoi paesi membri. Gli RFA sono presenti in molte, se non tutte, le regioni del mondo (cfr. grafico 4). Alcuni di loro esistono ormai da tempo, mentre altri sono stati istituiti solo di recente in risposta alla crisi finanziaria internazionale. Gli RFA più "antichi", come il Fondo monetario

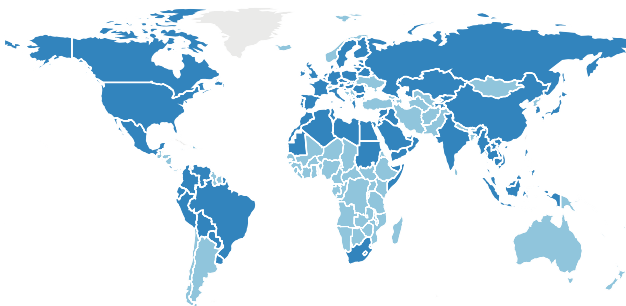
³⁴ La FCL è riservata ai paesi che presentano fondamentali economici, politiche e assetti istituzionali molto solidi. Tali paesi devono soddisfare cinque gruppi di criteri di ammissibilità, relativi a: posizione sull'estero e accesso al mercato, politica di bilancio, politica monetaria, solidità del settore finanziario e vigilanza e adeguatezza dei dati. L'accesso alla FCL è illimitato. La PLL è stata pensata per i paesi che presentano fondamentali economici, politiche e assetti istituzionali solidi e vulnerabilità moderate. Il limite di accesso alla PLL è pari per il primo anno al 250 per cento della quota, e in totale al 500 per cento della quota.

³⁵ Il CRA prevede comunque che il 70 per cento delle risorse possano essere messe a disposizione di un paese soltanto nel caso in cui esso partecipi a un programma precauzionale dell'FMI.

Grafico 4

Adesione a RFA

(blu = membro di RFA; celeste = non membro di RFA; grigio = dati non disponibili)



Fonti: siti Internet dei RFA e BCE.

Note: il grafico considera l'adesione ai seguenti RFA: Fondo di riserva latinoamericano (FLAR), Fondo monetario arabo (AMF), Multilateralizzazione dell'Iniziativa Chiang Mai (CMIM), Accordo di riserva contingente (CRA), Meccanismo europeo di stabilità (MES), Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria (EFSM), Fondo europeo di stabilità finanziaria (EFSF), Fondo euroasiatico di stabilizzazione e sviluppo (EFSF), Accordo quadro nordamericano (NAFA) e assistenza dell'UE per problemi di bilancia dei pagamenti.

arabo (Arab Monetary Fund, AMF),³⁶ creato nel 1976, e il Fondo di riserva latinoamericano (Latin American Reserve Fund, FLAR),³⁷ istituito nel 1989, hanno ormai oltre trent'anni di esperienza nell'attività di prestito.

L'iniziativa Chiang Mai (Chiang Mai Initiative, CMI), un accordo di linee di swap bilaterali, venne lanciata per rispondere all'esigenza, avvertita nell'Asia orientale, di sviluppare un meccanismo regionale dopo la crisi finanziaria del 1997-98 (cfr. Sussangkarn, 2011³⁸). Il meccanismo che ha preso il posto della CMI, ossia l'accordo per la multilateralizzazione dell'iniziativa Chiang Mai (Chiang Mai Initiative Multilateralisation, CMIM),³⁹ e le strutture europee (le due provvisorie, ossia il Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria, MESF, e il Fondo europeo di stabilità finanziaria, FESF, e quella permanente, il Meccanismo europeo di stabilità, MES) sono stati istituiti più di recente per rafforzare le risorse per la prevenzione e

la risoluzione delle crisi. I vari RFA differiscono notevolmente quanto a capacità di prestito. Ad esempio, gli RFA minori dispongono di meno di 10 miliardi di dollari USA, mentre il secondo maggiore RFA, ossia il CMIM, e quello maggiore in assoluto ad oggi, l'ESM, dispongono di una capacità di prestito complessiva rispettivamente pari a 240 miliardi di dollari USA e 500 miliardi di euro.

Gli RFA differiscono per finalità e struttura, potere di sorveglianza e condizioni applicate ai finanziamenti. Per quanto riguarda finalità e struttura, gran parte degli RFA offrono risorse finanziarie ai paesi membri che presentano problemi di bilancia dei pagamenti, al fine di fronteggiare le crisi economiche ed evitare effetti di contagio a livello regionale. Alcuni RFA fissano le condizioni di aggiustamento macroeconomico prima di erogare finanziamenti, come nel caso della linea di prestito ordinaria e di quella estesa dell'AMF o dei prestiti concessi dal FLAR. Alcuni RFA, inoltre, collegano l'offerta di assistenza alle condizioni applicate al sostegno finanziario dell'FMI⁴⁰.

Poiché gli RFA sono geograficamente più prossimi ai propri membri rispetto all'FMI, essi possono fornire un'assistenza mirata, fondata su una migliore

³⁶ Il Fondo monetario arabo ha come finalità quella di assistere i membri non appartenenti all'OPEC. Sono suoi membri Algeria, Arabia Saudita, Bahrain, Comoros, Egitto, Emirati arabi uniti, Gibuti, Giordania, Irak, Kuwait, Libano, Libia, Marocco, Mauritania, Oman, Qatar, Somalia, Siria, Sudan, Tunisia e Yemen.

³⁷ Il FLAR è nato come estensione del FAR (Fondo di riserva andino), a sua volta creato nel 1988. I suoi membri sono: Bolivia, Colombia, Perù, Repubblica Dominicana, Uruguay e Venezuela. Cfr. anche Ocampo e Titelman (2009) per maggiori dettagli.

³⁸ Sussangkarn, C., "Chiang Mai Initiative Multilateralization: Origin, Development, and Outlook", *Asian Economic Policy Review*, vol. 6, 2011, pagg. 203-220.

³⁹ La CMIM è un accordo finanziario regionale dell'Asia orientale che ha preso il posto, ampliandola, dell'Iniziativa Chiang Mai. Coinvolge i seguenti paesi e territori: Brunei Darussalam, Cambogia, Cina, Corea, Filippine, Giappone, Hong Kong, Indonesia, Laos, Malaysia, Myanmar, Singapore, Thailandia e Vietnam (cfr. anche Sussangkarn, 2011).

⁴⁰ La CMIM ha innalzato la quota non soggetta a condizioni dal 20 al 30 per cento il 17 luglio 2014. Al momento sta rivedendo le modalità specifiche di cooperazione con l'FMI.

conoscenza delle peculiarità locali, per attuare politiche che aiutino un paese a superare una crisi (cfr. ad esempio Ocampo e Titelman, 2009)⁴¹. Il numero limitato di membri degli RFA, inoltre, può favorire la rapidità del processo decisionale, il che favorisce a sua volta l'esborso tempestivo dei fondi durante una crisi.

Alcuni RFA, tuttavia, corrono il rischio di essere eccessivamente sollecitati, considerate le risorse limitate a loro disposizione. Le risorse di vari RFA sono limitate, e ciò vincola la durata, l'entità e il numero di prestiti che gli RFA possono offrire in un certo periodo. È inoltre possibile che i paesi con una minore volontà di aggiustamento o con un fabbisogno di aggiustamento maggiore, nonché i paesi convinti che l'assistenza dell'FMI sia politicamente onerosa, potrebbero preferire rivolgersi agli RFA. Di conseguenza, gli RFA potrebbero essere eccessivamente sollecitati in caso di shock regionali o prolungati. Vi sono pertanto validi motivi per rafforzare gli RFA e sostenerli così nel loro ruolo essenziale di sostegno in caso di crisi a livello regionale (cfr., ad esempio Kawai, 2015⁴²).

Un'accresciuta cooperazione fra gli RFA e l'FMI potrebbe favorire il ricorso agli RFA e ridurre al tempo stesso gli incentivi alla scelta opportunistica delle linee di credito ("facility shopping"). Considerati i legami esistenti fra alcuni RFA e l'FMI, sembra esservi la possibilità di una cooperazione che fornisca sostegno agli RFA, evitando al tempo stesso la scelta opportunistica delle linee di credito e un'eccessiva sollecitazione degli RFA. Nel 2011 il G20 ha avallato sei principi di cooperazione fra l'FMI e gli RFA (cfr. il riquadro 1), che contribuiscono a guidare questo processo.

Riquadro 1

I principi del G20 per la cooperazione fra l'FMI e gli Accordi finanziari regionali (15 ottobre 2011)

Nel novembre 2010 i leader del G20 hanno richiesto ai Ministri finanziari e ai Governatori delle banche centrali del G20 di valutare "i modi per migliorare la collaborazione fra gli RFA e l'FMI in tutti gli ambiti possibili". Sulla base dei contributi dell'UE e dei paesi dell'ASEAN+3 che sono anche membri del G20, sono stati concordati i seguenti principi generali non vincolanti. Le modalità di collaborazione con l'FMI dovrebbero inoltre essere adattate a ciascun RFA in modo flessibile, al fine di tenere conto delle specificità regionali e delle caratteristiche degli RFA.

1. Una più intensa cooperazione fra gli RFA e l'FMI rappresenterebbe un passo avanti verso una migliore prevenzione e una più efficace risoluzione delle crisi e ridurrebbe l'azzardo morale. La cooperazione fra gli RFA e l'FMI dovrebbe favorire una sorveglianza rigorosa e coerente, nonché promuovere gli obiettivi comuni della stabilità monetaria e finanziaria regionale e mondiale.
2. La cooperazione dovrebbe rispettare i ruoli, l'indipendenza e i processi decisionali di ciascuna istituzione, tenendo conto delle specificità regionali in maniera flessibile.

⁴¹ Ocampo, J. A. e Titelman, D., "Subregional financial cooperation: the South American experience", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 32, 2009, pagg. 249-268.

⁴² Kawai, M., "From the Chiang Mai Initiative to an Asian Monetary Fund", Working Paper n. 527 dell'ABDI, 2015.

3. La cooperazione fra RFA e FMI potrebbe scaturire da una crisi, ma occorrerebbe promuovere una collaborazione continuativa al fine di creare capacità di prevenzione delle crisi a livello regionale.
4. La cooperazione dovrebbe cominciare il prima possibile e contemplare la condivisione aperta delle informazioni e, ove necessario, missioni congiunte. Ciascuna istituzione, naturalmente, presenta vantaggi comparativi e può beneficiare delle competenze dell'altra. Nello specifico, gli RFA hanno una migliore conoscenza delle circostanze regionali, mentre l'FMI ha una maggiore capacità di sorveglianza globale.
5. Nei limiti del possibile andrebbe ricercata la coerenza delle condizioni di prestito al fine di evitare arbitraggi e la scelta opportunistica delle linee di prestito, specie per quanto riguarda le condizioni di politica economica e il prezzo del prestito. Sarebbe tuttavia auspicabile adottare una certa flessibilità per quanto riguarda gli aggiustamenti relativi alla condizionalità, ove necessario, e i tempi delle verifiche. In aggiunta, le decisioni definitive in merito all'assistenza finanziaria nell'ambito di un programma congiunto andrebbero assunte dalle rispettive istituzioni coinvolte nel programma.
6. Gli RFA devono rispettare lo status di creditore privilegiato dell'FMI.

Fonti: G20 e FMI.

3.4 L'interazione fra i nodi della rete di sicurezza finanziaria internazionale

Una migliore comprensione dell'interazione fra i diversi nodi della GFSN aiuterebbe a evitare l'eccessiva sollecitazione dei singoli elementi e a promuovere più in generale un uso complementare di alcuni di essi.

L'interazione fra i diversi nodi della rete di sicurezza dovrebbe basarsi sulle varie finalità e caratteristiche operative, nonché sul ruolo potenziale e auspicabile di ciascun elemento. Questa sezione esamina le interazioni possibili.

Attualmente, il grado di coordinamento fra i nodi è limitato. Poiché la rete di sicurezza finanziaria internazionale si è sviluppata sempre più al di fuori dell'FMI, in parte attraverso le attività di autoassicurazione dei paesi, in parte mediante l'offerta di fondi da parte di altri accordi o istituzioni regionali o bilaterali, il coordinamento fra i diversi nodi è limitato. Soprattutto a partire dalla crisi finanziaria internazionale, la GFSN si è maggiormente stratificata e diversificata, in parte per effetto di obiettivi divergenti e dei diversi assetti dei vari elementi. Di conseguenza, la copertura della GFSN differisce da paese a paese. Al tempo stesso, la presenza di finalità e regole differenti implica altresì che l'intercambiabilità fra i vari nodi della GFSN sia limitata.

Si pone quindi la questione se i vari nodi della GFSN possano essere allineati meglio, in modo da promuoverne l'uso complementare e migliorare la copertura per paese, e quindi potenziare le capacità complessive di assicurazione della GFSN nel suo complesso. Al fine di evitare la sovrasollecitazione di un singolo nodo, si potrebbe valutare in modo più approfondito l'opportunità di un uso complementare di alcuni altri nodi della GFSN. Andrebbe prestata attenzione alla capacità di ciascun elemento della GFSN di centrare i

propri obiettivi generali, alle sue caratteristiche specifiche e alla capacità dei paesi di accedere a ciascun elemento della GFSN. A questo riguardo, andrebbe ricordato che a livello regionale stanno crescendo per numero e dimensioni non soltanto gli RFA, ma anche le banche di sviluppo regionali che possono offrire un'assistenza finanziaria complementare.

A livello globale, al centro della GFSN dovrebbe figurare l'FMI, dotato di risorse adeguate e fondato sul sistema delle quote, che fornirebbe assistenza in relazione a crisi potenziali o effettive di bilancia dei pagamenti. L'FMI si occupa efficacemente della prevenzione delle crisi mediante un'adeguata sorveglianza sulle politiche macroeconomiche, finanziarie e macroprudenziali. È pertanto essenziale che la struttura degli incentivi incorporata nei criteri di ammissibilità alle linee di credito precauzionali favorisca il perseguimento di politiche sane, rafforzando la sorveglianza. Un'efficace risoluzione delle crisi dipende da un uso adeguato ed efficiente delle risorse dell'FMI. Il mantenimento di una dotazione sufficiente di risorse e l'impiego giudizioso di queste ultime, anche a fini precauzionali, è pertanto essenziale per l'FMI nell'adempimento del suo ruolo stabilizzante di unico nodo universale della GFSN. Tale ruolo stabilizzante beneficerebbe di una migliore comprensione e di una riduzione dei costi politici per alcuni dei paesi che richiedono l'assistenza dell'FMI.

A livello nazionale, la prima linea di difesa continua a risiedere in politiche e assetti macroeconomici solidi. Ciò non significa che per molti paesi l'accumulo di riserve precauzionali come mezzo di autoassicurazione non abbia funzionato bene durante le crisi. Un accumulo eccessivo di riserve, tuttavia, comporta costi e il rischio di creare squilibri e inefficienze a livello di sistema. Il costo dell'accumulo di riserve a fini precauzionali varia da paese a paese e deve essere ponderato a fronte del costo di detenere un ammontare di riserve insufficiente. Una maggiore trasparenza riguardo alla disponibilità e al costo dell'accumulazione di riserve da parte dei singoli paesi potrebbe risultare utile a questo riguardo.

Le linee bilaterali di swap e di pronti contro termine fra banche centrali rappresentano una forma assai specifica di offerta di liquidità a breve termine per fronteggiare i vincoli di liquidità del settore bancario nazionale. La loro istituzione spetta alle banche centrali, nell'osservanza dei rispettivi mandati. In particolare, non vi è la possibilità per le banche centrali di offrire liquidità alle amministrazioni pubbliche, né vi è la possibilità che una entità – nemmeno l'FMI – si occupi del coordinamento dell'offerta di linee di swap delle banche centrali.

La cooperazione fra l'FMI e gli RFA merita di essere ulteriormente approfondita. Rispetto a prima della crisi finanziaria internazionale, alcuni RFA sono oggi più prossimi a diventare operativi, ma poiché varie infrastrutture non sono ancora state messe alla prova e potrebbero essere sovraccaricate nell'eventualità di uno shock regionale, varrebbe la pena sviluppare una più stretta cooperazione fra l'FMI e gli RFA, anche al di fuori degli episodi di crisi. Gli RFA si trovano a stadi molto diversi di sviluppo e variano notevolmente in termini di dimensioni, obiettivi, frequenza e natura dei prestiti. Per molti di loro, inoltre, gli strumenti di sorveglianza sono ancora in fase di elaborazione. Considerata l'ampia esperienza dell'FMI nell'attività sia di sorveglianza sia prestito, merita di essere perseguita una più stretta collaborazione fra l'FMI e gli RFA, in particolare mediante consulenza e assistenza tecnica agli RFA che non

sono ancora stati messi alla prova. I principi del G20 (cfr. riquadro 1) rappresentano uno strumento atto a guidare la cooperazione fra FMI e RFA. La diversità degli RFA sottolinea la necessità di un approccio su misura. L'esperienza europea di risoluzione delle crisi mostra che si potrebbero cogliere notevoli benefici dal coinvolgimento di un RFA nella stabilizzazione di un paese e che gli RFA potrebbero essere complementari all'assistenza dell'FMI.

4 Conclusioni

I nodi della rete di sicurezza finanziaria globale, ossia le riserve internazionali, gli accordi finanziari regionali, i finanziamenti concessi dalle organizzazioni finanziarie internazionali e le linee di swap/pronti contro termine delle banche centrali, sono componenti essenziali per il buon funzionamento del sistema monetario internazionale. I vari elementi della GFSN sono stati plasmati dagli eventi storici e sono stati tutti concepiti per contribuire al mantenimento della stabilità economica e finanziaria, fornendo forme di assicurazione e di finanziamento nelle situazioni di crisi, come spiegato nelle sezioni precedenti.

L'FMI si trova al centro della GFSN. Il Fondo vanta una lunga esperienza nella promozione di politiche economiche sane e nella gestione delle crisi attraverso i molteplici strumenti di cui dispone. Il ruolo di stabilizzazione dell'FMI potrebbe tuttavia essere ulteriormente potenziato attraverso un uso più tempestivo ed incisivo delle sue linee di prestito e la continua evoluzione della sua governance. Sebbene le linee di swap/pronti contro termine delle banche centrali si siano rivelate assai efficaci nell'attenuare le tensioni per la provvista in valuta estera, andrebbe sottolineato che la decisione di farvi ricorso spetta alle banche centrali, nell'osservanza dei rispettivi mandati, e che tali operazioni non si prestano pertanto a essere coordinate sotto un tetto comune come quello che potrebbe offrire l'FMI. Anche gli altri elementi della GFSN hanno i propri obiettivi e limiti. Per effetto della loro considerevole espansione dopo la crisi finanziaria internazionale, il panorama della GFSN è oggi più eterogeneo. All'orizzonte si profila la promettente opportunità di perseguire il rafforzamento degli RFA che non sono stati ancora messi alla prova, attraverso un'attività di consulenza e di cooperazione tecnica.

Occorre tracciare un bilancio internazionale sul ruolo dell'FMI come vero centro nevralgico mondiale della GFSN. Al fine di evitare che l'evoluzione della GFSN la spinga in direzioni subottimali, ad esempio perché parte delle risorse non sono a disposizione di determinati paesi o regioni, o perché la disponibilità di risorse lascia maggiore spazio a comportamenti di azzardo morale, occorre tracciare un bilancio internazionale del contesto venutosi oggi a creare a seguito della crisi finanziaria internazionale. Un tale esercizio dovrebbe focalizzarsi in primo luogo sulle modalità per rafforzare il ruolo dell'FMI come vero centro nevralgico mondiale, considerata la portata universale della partecipazione al Fondo. A questo riguardo, sono degne di nota le recenti iniziative volte a potenziare la regolamentazione finanziaria internazionale e il quadro di riferimento per la ristrutturazione del debito sovrano, nonché l'opzione di mobilitare il settore privato per fornire sostegno di liquidità in caso di crisi.

Nuove evidenze sul processo di adeguamento dei salari in Europa nel periodo 2010-2013

Questo articolo presenta i risultati della terza edizione dell'indagine del Wage Dynamics Network (WDN) condotta di recente in 25 Stati membri dell'Unione europea (UE) per valutare il modo in cui le imprese si sono adeguate agli shock e alle riforme del mercato del lavoro nell'UE durante il periodo 2010-2013 e concentra l'attenzione sulle rigidità salariali e sulla variazione delle retribuzioni. Gli esiti principali oggetto della trattazione si possono così riassumere: nel 2010-2013 gli Stati membri dell'UE presentavano una diffusa rigidità al ribasso dei salari nominali (downward nominal wage rigidity, DNWR), la cui incidenza era tuttavia inferiore che nella prima fase della crisi (2008-2009). Questa riluttanza delle imprese ad abbassare le retribuzioni di base, con la preferenza per un congelamento delle stesse, ha contribuito a rendere meno frequenti le variazioni salariali nel periodo in esame rispetto a quello di stabilità economica antecedente la crisi (2002-2007). I risultati dell'indagine stanno anche a indicare che la riduzione delle gratifiche è stata utilizzata come sostituto dell'abbassamento delle retribuzioni di base per adeguare i costi salariali. Infine, una percentuale sostanziale di imprese negli Stati membri dell'UE appartenenti all'area dell'euro che hanno attuato ampie riforme del mercato del lavoro ha riscontrato maggiore facilità di adeguamento sia dell'occupazione sia dei salari nel 2013 rispetto al 2010.

1 Introduzione

La rigidità dei salari è al centro dell'attenzione delle banche centrali, specialmente nei periodi di instabilità economica e bassa inflazione e in presenza di mercati del lavoro segmentati. Comprendere le cause e gli andamenti delle rigidità salariali è essenziale per la conduzione della politica monetaria e la definizione di opportune politiche strutturali. L'inerzia della dinamica retributiva è un fattore importante nel determinare la vischiosità dei prezzi nell'area dell'euro, come indicato dai risultati del network sulla persistenza dell'inflazione (Inflation Persistence Network, IPN), un gruppo di ricerca dell'Eurosistema che analizza caratteristiche e determinanti della formazione dei prezzi nell'area dell'euro¹. La DNWR, vale a dire la resistenza ad accettare un abbassamento dei salari, potrebbe avere implicazioni per la scelta del tasso di inflazione ottimale. In sua presenza, serve un tasso di inflazione positivo per agevolare l'adeguamento dei salari (reali) relativi e quindi "oliare gli

¹ Cfr. Altissimo, F., Ehrmann, M. e Smets, F., "Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area: a summary of the IPN evidence", *Occasional Paper Series*, n. 46, BCE, giugno 2006, e l'articolo *Modalità di determinazione dei prezzi nell'area dell'euro* nel numero di novembre 2005 del Bollettino mensile della BCE. Tali pubblicazioni hanno mostrato che l'inerzia della dinamica salariale è un fattore importante alla base della vischiosità dei prezzi nell'area dell'euro e di conseguenza una determinante principale della trasmissione della politica monetaria. Ulteriori riscontri di questa relazione sono forniti per 17 Stati membri dell'UE in Druant et al., "Firms' price and wage adjustment in Europe: Survey evidence on nominal stickiness", *Labour Economics*, vol. 19, n. 5, ottobre 2012, pagg. 772-782.

ingranaggi dell'economia". Pertanto, se vi è DNWR, un tasso di inflazione troppo basso potrebbe causare disoccupazione di lungo periodo. Queste considerazioni hanno dato origine a un annoso dibattito in ambito macroeconomico iniziato con Tobin².

Il meccanismo di adeguamento dei salari utilizzato dalle imprese svolge altresì un ruolo cruciale nella trasmissione degli shock economici. Nella recente crisi economica e finanziaria il grado di flessibilità delle retribuzioni ha contribuito a determinare la natura e il costo dell'aggiustamento in presenza di shock economici³. In aggiunta, l'individuazione delle fonti delle rigidità salariali è essenziale per definire politiche strutturali appropriate che agevolino l'adattamento agli shock⁴. Più in generale, la flessibilità retributiva è fondamentale per il corretto funzionamento di un'unione monetaria costituita da vari Stati membri con mercati del lavoro segmentati, come l'area dell'euro, dove esiste una significativa eterogeneità tra paesi in termini di caratteristiche e andamenti dei mercati del lavoro⁵. In particolare, in presenza di differenze tra paesi in termini di capacità delle imprese di adeguare i salari in risposta agli shock, gli Stati membri nei quali la rigidità è maggiore perderanno competitività rispetto a quelli con mercati più flessibili.

In questo contesto il Sistema europeo di banche centrali (SEBC) ha elaborato un'indagine ad hoc sulle modalità di fissazione di salari e prezzi a livello di impresa, affidandone la conduzione al Wage Dynamics Network (WDN).

L'indagine WDN raccoglie informazioni che permettono ai ricercatori di esaminare gli effetti sui salari, l'occupazione e gli aggiustamenti dei prezzi derivanti dalle caratteristiche aziendali, dal quadro economico e dalle specificità istituzionali dei mercati del lavoro in cui le imprese operano. La sua terza edizione (WDN3), realizzata di recente, copre il periodo 2010-13 e come importante valore aggiunto ha altresì ottenuto dati utilizzabili per valutare l'incidenza dei vari shock e la rilevanza delle riforme recenti dei mercati del lavoro che si ritiene influiscano sugli aggiustamenti di tali mercati.

Questo articolo presenta evidenze sulle caratteristiche e le fonti delle rigidità dei salari nominali negli Stati membri dell'UE durante il periodo 2010-2013 attingendo ai risultati dell'indagine WDN3. Esso è strutturato come segue: la seconda sezione descrive le caratteristiche principali dell'indagine WDN; la terza analizza brevemente alcune specificità sottostanti alle differenze tra paesi in

² Tobin, J., "Inflation and unemployment", *American Economic Review*, vol. 62, numero 1, febbraio 1972, pp. 1-18. L'argomentazione di Tobin è stata formalizzata in Akerlof, G., Dickens, W. e Perry G., "The Macroeconomics of Low Inflation", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 27, numero 1, 1996, pagg. 1-76. Fagan e Messina hanno rilevato che il tasso di inflazione ottimale nello stato stazionario varia tra lo zero e il 2 per cento per Belgio, Germania, Portogallo e Finlandia e tra il 2 e il 5 per cento per gli Stati Uniti. Cfr. Fagan, G. e Messina, J., "Downward wage rigidity and optimal steady-state inflation", *Working Paper Series*, n. 1048, BCE, aprile 2009.

³ Fabiani et al. hanno mostrato che nella prima fase della crisi (2008-09) l'incapacità delle imprese di ridurre i salari potrebbe avere impedito l'adeguamento ottimale del costo del lavoro delle stesse, costringendole ad adeguare l'occupazione invece delle retribuzioni e contribuendo quindi alla distruzione di posti di lavoro. Cfr. Fabiani et al., "European firm adjustment during times of economic crisis", *IZA Journal of Labor Policy*, vol. 4, articolo 24, dicembre 2015.

⁴ Cfr. anche il riquadro *La rigidità al ribasso dei salari e il ruolo delle riforme strutturali nell'area dell'euro* nel numero 8/2015 di questo Bollettino.

⁵ Più in generale, vi è un elevato grado di eterogeneità fra i mercati del lavoro nazionali all'interno dell'UE.

termini di rigidità salariali e più in generale agli andamenti dei mercati del lavoro in Europa nel periodo 2010-13; la quarta presenta fatti stilizzati circa le rigidità dei salari nominali e affronta temi quali la vischiosità delle retribuzioni e la frequenza di variazioni dei salari di base (4.1), la rigidità al ribasso dei salari nominali (4.2) e l'utilizzo di gratifiche e prestazioni quali margini di aggiustamento del costo del lavoro in aggiunta agli interventi sulle retribuzioni di base (4.3); la quinta sezione conclude.

2 L'indagine WDN: campione e dati

L'indagine WDN offre una serie di dati unica per studiare la dinamica salariale tenendo conto delle specificità istituzionali, delle caratteristiche aziendali e del contesto economico in cui operano le imprese. È stata varata dalla Wage Dynamics Network, una rete di ricerca del SEBC dedicata a individuare le fonti e le caratteristiche della dinamica dei salari e del costo del lavoro più rilevanti per la politica monetaria⁶. La sua prima edizione (WDN1), condotta da 17 banche centrali nazionali (BCN) tra la fine del 2007 e la prima metà del 2008, ha raccolto informazioni relative agli anni tra il 2002 e il 2007, caratterizzati da stabilità economica e crescita relativamente costante. La seconda (WDN2), realizzata da 10 BCN nell'estate del 2009, si è focalizzata specificamente sull'obiettivo di comprendere le reazioni delle imprese alla fase iniziale della crisi (2008-2009)⁷.

La terza edizione dell'indagine WDN (WDN3) è stata condotta da 25 BCN del SEBC tra la fine del 2014 e la prima metà del 2015. Realizzata per valutare i recenti aggiustamenti dei mercati del lavoro e le reazioni delle imprese a differenti shock e alle riforme di tali mercati intervenute nella seconda fase della crisi (2010-2013), la WDN3 ha raccolto informazioni da oltre 25.000 imprese dei seguenti settori: manifatturiero, energetico, delle costruzioni, del commercio e del trasporto, dei servizi di mercato, dell'intermediazione finanziaria e – per taluni paesi – dei servizi non di mercato⁸. Per sua struttura, il campione è relativamente bilanciato rispetto alle categorie dimensionali delle imprese all'interno di ciascun paese e ai settori considerati. La sua distribuzione ricalca da vicino quella dell'occupazione nel settore privato di ciascuno Stato membro considerato. Le dimensioni del campione variano tuttavia da un paese all'altro sia in termini assoluti sia rispetto al numero di imprese in ognuno di essi. Di conseguenza, a ciascuna impresa sono associati dei pesi che rendono il campione rappresentativo del numero complessivo di imprese nazionali tenendo in considerazione il numero di lavoratori che l'impresa occupa.

Le indagini WDN sono condotte ad hoc a livello di impresa per soddisfare specifiche esigenze di informazione. In virtù di questa caratteristica, le edizioni differiscono tra loro in termini di questionari somministrati, paesi coperti e imprese censite. Pertanto non costituiscono a rigore delle annate diverse di un dataset panel, ma hanno dato origine a insiemi di dati armonizzati per vari paesi con un'ampia

⁶ La WDN, in quanto tale, è stata operativa da luglio 2006 a dicembre 2009.

⁷ Sono disponibili dati completamente armonizzati dell'indagine WDN1 per Belgio, Repubblica Ceca, Estonia, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Lituania, Ungheria, Paesi Bassi, Austria, Polonia, Portogallo e Slovenia. L'indagine WDN2 è stata condotta nei seguenti paesi: Belgio, Repubblica Ceca, Estonia, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria e Polonia.

⁸ Per l'elenco dei paesi partecipanti, cfr. la tavola 1.

copertura geografica e settoriale. Il principale vantaggio di un'indagine ad hoc a livello di impresa è rappresentato dalla sua flessibilità. Essa permette di rivolgere direttamente domande alle imprese per ottenere informazioni altrimenti difficili da raccogliere sulle modalità di formazione di salari e prezzi, le reazioni agli shock oppure le percezioni riguardo all'efficacia e all'impatto delle riforme. Per quanto concerne i salari, le indagini presso le imprese forniscono di norma informazioni più accurate rispetto a quelle condotte tra le famiglie. Va però ricordato che le inchieste ad hoc presentano alcune carenze intrinseche, quali i bassi tassi di risposta e i possibili errori di interpretazione delle domande. Inoltre, le risposte possono essere influenzate dallo specifico contesto macroeconomico esistente nel periodo in cui le indagini sono condotte.

3 Eterogeneità tra paesi nell'incidenza della crisi durante il periodo 2010-2013

L'indagine WDN3 fornisce informazioni a livello di impresa su vari aspetti che possono essere utilizzati per spiegare l'eterogeneità dei mercati del lavoro e del grado di rigidità dei salari tra paesi europei.

3.1 L'incidenza degli shock

La diversa natura e intensità degli shock avvertiti nei mercati del lavoro europei può avere contribuito all'eterogeneità degli andamenti di questi ultimi nei vari paesi. L'indagine WDN3 fornisce informazioni dettagliate su una serie di shock che hanno colpito le imprese europee nel periodo 2010-2013.⁹ Il grafico 1 presenta in maniera sintetica come gli shock hanno inciso nei diversi paesi indicando la percentuale di imprese che hanno segnalato una (forte) diminuzione della domanda totale e dell'accesso al credito. Un calo della domanda è stato riferito in media dal 36 per cento delle imprese dell'UE (42 per cento nell'area dell'euro e appena il 23 per cento negli altri Stati membri considerati). Per quanto concerne i singoli paesi, uno shock di domanda è stato segnalato rispettivamente dal 71 e 59 per cento delle imprese in Grecia e a Cipro, contro meno del 18 per cento in Estonia e nel Regno Unito. Una simile eterogeneità emerge anche in relazione agli shock di credito. Un accesso più limitato al credito è indicato dal 66 per cento delle imprese in Grecia, dal 48 per cento a Cipro, dal 45 per cento in Slovenia e da circa il 39 per cento in Spagna, contro appena il 5 per cento circa in Estonia e a Malta e l'11 per cento in Lettonia. È interessante notare come la volatilità, più che il livello, della domanda sembri preoccupare gli Stati baltici i quali nel periodo 2010-2013 si stavano riprendendo dopo il forte deterioramento del mercato del lavoro¹⁰.

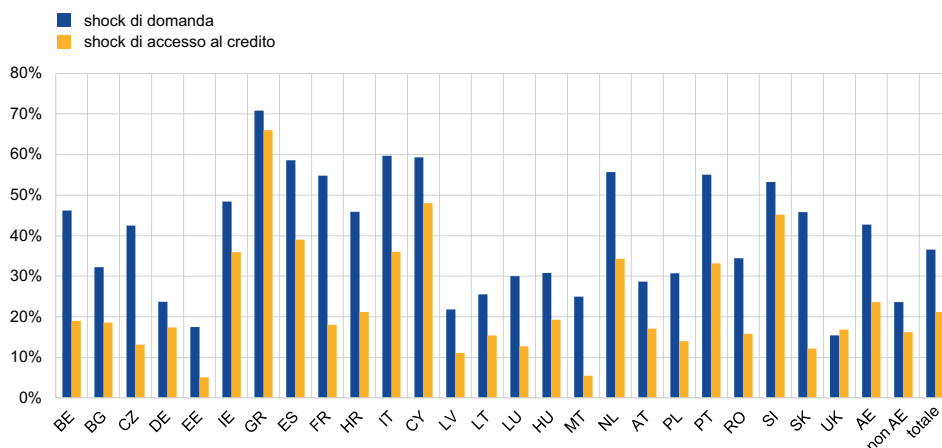
⁹ Nel segnalare gli shock, alle imprese è stato chiesto di distinguere tra interni ed esterni per gli shock di domanda e tra varie tipologie di credito (finanziamento di nuovi progetti di investimento, rifinanziamento, ecc.) per quelli finanziari. Le imprese sono state altresì invitate a fornire informazioni sulla volatilità della domanda, la capacità di pagamento della clientela e la disponibilità di forniture.

¹⁰ Non riportato nel grafico 1.

Grafico 1

Percentuale di imprese colpite da uno shock di domanda e di accesso al credito nel periodo 2010-2013

(percentuale di imprese; valori ponderati per l'occupazione)



Fonte: elaborazioni della BCE basate sull'indagine WDN3.

Note: le imprese con meno di cinque dipendenti sono escluse dai calcoli. I dati sono ponderati per essere rappresentativi dell'occupazione complessiva e riscalati per escludere le risposte nulle. Le statistiche relative all'Irlanda non sono ponderate. I totali sono calcolati sui paesi in cui i pesi sono disponibili. Gli shock di domanda e di accesso al credito sono definiti come la percentuale di imprese che registra una riduzione moderata o forte, rispettivamente, della domanda e dell'accesso al credito.

3.2

Le contrattazioni salariali collettive in Europa

Il sistema di contrattazione salariale esercita verosimilmente un impatto di rilievo sulla dinamica delle retribuzioni e, più in generale, sul funzionamento del mercato del lavoro. La letteratura teorica assegna un ruolo importante al sistema di contrattazione salariale nell'aggiustamento dei salari e nella rigidità delle retribuzioni, e un ampio filone della letteratura empirica tenta di quantificarlo.

La quantificazione resta tuttavia difficile e le informazioni comparabili a livello internazionale sono limitate. Le indagini WDN1 e WDN3 forniscono informazioni sul livello di centralizzazione e la copertura dei contratti collettivi. Per quanto concerne il primo aspetto, nelle indagini è stato chiesto di indicare se veniva applicato un contratto collettivo negoziato e sottoscritto a livello di impresa e/o al di fuori di questo¹¹. Il primo tipo di contratto è considerato solitamente più flessibile del secondo visto che consente alle imprese un più ampio margine di manovra per reagire alle proprie condizioni economiche specifiche.

La percentuale di imprese che applicavano una qualche forma di contratto collettivo nel 2013 è molto elevata nei paesi dell'area dell'euro in esame, ma più bassa che nel 2007. In media, nell'area dell'euro le imprese che applicavano un contratto collettivo erano circa il 75 per cento nel 2013 rispetto al 95 per cento nel 2007. Per contro, nei paesi del campione non appartenenti all'area esse costituivano appena il 34 per cento nel 2013 e il 28 per cento nel 2007. È degno di nota come negli Stati baltici tali imprese rappresentassero solo una piccola

¹¹ Spesso nell'impresa coesistono contratti a entrambi i livelli.

parte del totale (11-18 per cento nel 2013)¹². Si riscontrano differenze tra i paesi appartenenti e non appartenenti all'area anche analizzando separatamente i contratti collettivi sottoscritti a livello di impresa e quelli firmati all'esterno della stessa. Le imprese con contratti collettivi sottoscritti esternamente a livello di settore erano ancora la maggioranza nell'insieme dell'area dell'euro (il 64,3 per

Tavola 1

Livello e copertura della contrattazione collettiva nei diversi paesi nel 2013

Paese	Percentuale di imprese con contratto collettivo			Percentuale di lavoratori coperti da contratto collettivo
	a livello di impresa	all'esterno dell'impresa	a uno dei due livelli	
Belgio	30,8	63,0	72,0	94,4
Bulgaria	21,8	7,0	24,3	17,8
Repubblica Ceca	30,6	10,0	39,0	33,2
Germania	16,1	47,2	56,9	48,3
Estonia	10,1	2,0	11,3	8,2
Irlanda	8,1	7,7	14,5	6,9
Grecia	26,2	42,8	60,1	71,4
Spagna	31,0	77,3	95,2	96,3
Francia	28,9	82,9	88,8	94,4
Croazia	35,4	23,3	45,2	47,1
Italia	60,4	89	99,5	99,0
Cipro	31,7	41,7	56,4	39,6
Lettonia	16,7	2,3	18,9	18,3
Lituania	17,4	1,9	18,2	16,0
Lussemburgo	25,1	33,4	54,9	54,0
Ungheria	20,2	6,7	23,2	20,3
Malta	31,0	0,5	31,0	23,8
Paesi Bassi	61,1	49,3	82,9	89,4
Austria	27,4	88,0	98,8	80,4
Polonia	17,9	1,0	20,9	20,9
Portogallo	13,0	62,2	66,3	62,5
Romania	69,4	7,7	73,0	71,6
Slovenia	57,9	75,9	86,9	79,4
Slovacchia	35,1	14,8	38,4	35,7
Regno Unito	17,4	7,2	32,7	21,3
area dell'euro	28,9	64,3	75,0	73,4
paesi non appartenenti all'area dell'euro	23,1	6,5	34,2	28,2
totale	26,8	50,3	63,9	60,9
totale (paesi WDN1)	31,9	64,2	76,0	77,1

Fonte: elaborazioni della BCE basate sull'indagine WDN3.

Note: le imprese con meno di cinque dipendenti sono escluse dai calcoli. I dati sono ponderati per essere rappresentativi dell'occupazione complessiva e riscaldati per escludere le risposte nulle. Le statistiche relative all'Irlanda non sono ponderate. I totali sono calcolati sui paesi in cui i pesi sono disponibili.

¹² In Irlanda gli accordi di partenariato (partnership agreements) che definiscono il quadro per le contrattazioni collettive in materia di salari nel settore sia pubblico sia privato sono stati abbandonati nel 2010 e gran parte delle imprese opera da allora senza un accordo formale sui salari. È tuttavia probabile che vi siano accordi informali al riguardo.

cento del totale, rappresentativo della quota più elevata di lavoratori), ma non negli Stati baltici, nei quali le contrattazioni erano organizzate prevalentemente a livello di impresa. Quest'ultima situazione si riscontra anche negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area (cfr. tavola 1)¹³. In Spagna, Italia, Paesi Bassi e Slovenia è stata tuttavia osservata una tendenza verso contrattazioni più decentrate.

Durante la crisi la percentuale di lavoratori coperti da una forma di contratto collettivo si è ridotta in gran parte dei paesi dell'area dell'euro¹⁴. Ciò nonostante, le evidenze raccolte dall'indagine WDN3 confermano che è rimasta consistente. Il tasso di copertura medio, che prima della crisi era elevato e pari al 68 per cento nell'insieme dei paesi considerati e all'80 per cento nella sola area dell'euro, nel 2013 è sceso rispettivamente al 60 e 74 per cento.

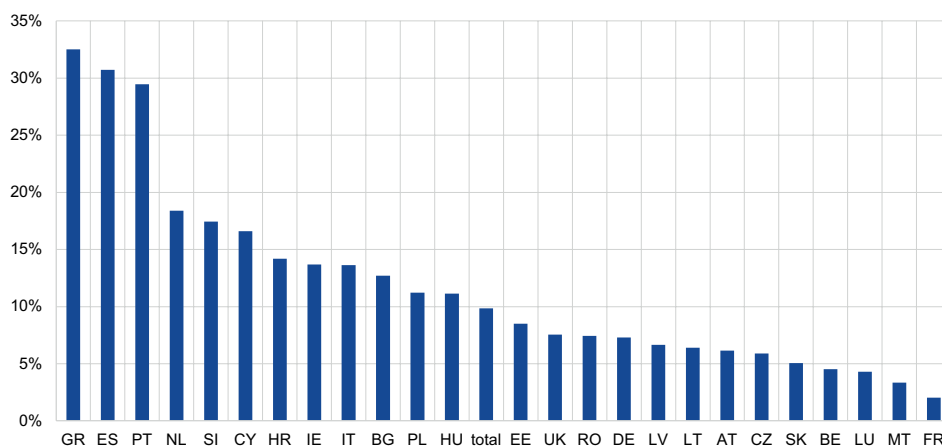
3.3 Le riforme del mercato del lavoro nel periodo 2010-2013

La crisi ha indotto alcuni governi a varare una serie di politiche e di riforme del mercato del lavoro volte ad agevolare l'aggiustamento di quest'ultimo e promuovere la competitività. Questo è un altro fattore che potrebbe avere inciso

Grafico 2

Percentuale di imprese che ha trovato più facile aggiustare l'occupazione nel 2013 rispetto al 2010

(media dei diversi canali di aggiustamento; percentuale di imprese; valori ponderati per le imprese)



Fonte: elaborazioni della BCE basate sull'indagine WDN3.

Note: le imprese con meno di cinque dipendenti sono escluse dai calcoli. I dati sono ponderati per essere rappresentativi della popolazione di imprese complessiva e riscalati per escludere le risposte nulle. Le statistiche relative all'Irlanda non sono ponderate. I canali di aggiustamento includono i licenziamenti collettivi e individuali per motivi economici, i licenziamenti per motivi disciplinari, i licenziamenti temporanei, le nuove assunzioni, l'adeguamento dell'orario di lavoro e la riallocazione dei lavoratori.

sulla reazione delle imprese agli shock e contribuito alle differenze osservate tra i

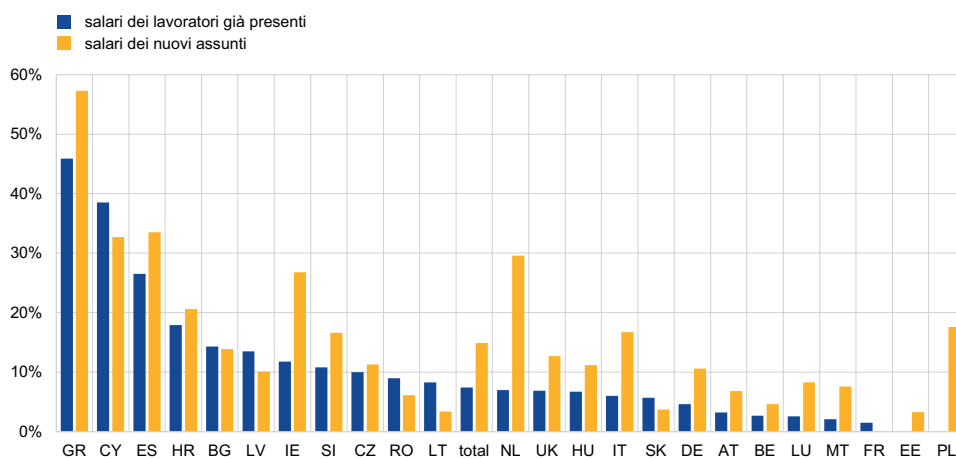
¹³ Cfr. anche Visser, J., *Database on Institutional Characteristics of Trade Unions, Wage Setting, State Intervention and Social Pacts, 1960-2014 (ICTWSS)*, versione 5.0, Amsterdam Institute for Advanced Labour Studies, Amsterdam, ottobre 2015, e il riquadro *La rigidità al ribasso dei salari e il ruolo delle riforme strutturali nell'area dell'euro* nel numero 8/2015 di questo Bollettino.

¹⁴ Dal raffronto tra le evidenze raccolte dalle indagini WDN1 e WDN3 emerge che la copertura è diminuita in tutti i paesi dell'area dell'euro tranne la Francia e, in misura minore, l'Italia.

Grafico 3

Percentuale di imprese che ha trovato più facile aggiustare i salari nel 2013 rispetto al 2010

(percentuale di imprese; valori ponderati per le imprese)



Fonte: elaborazioni della BCE basate sull'indagine WDN3.

Note: le imprese con meno di cinque dipendenti sono escluse dai calcoli. I dati sono ponderati per essere rappresentativi della popolazione di imprese complessiva e riscalati per escludere le risposte nulle. Le statistiche relative all'Irlanda non sono ponderate.

mercati del lavoro nazionali¹⁵. Nell'indagine WDN3 è stato chiesto alle imprese di indicare se l'adeguamento dell'occupazione (attraverso una serie di canali) e dei salari (sia dei lavoratori già presenti sia dei nuovi assunti) fosse divenuto più facile o più difficile nel 2013 rispetto al 2010¹⁶. Il grafico 2 mostra per ciascun paese la percentuale di imprese che hanno riferito una maggiore facilità di aggiustamento dell'occupazione (riportando la media dei diversi canali) e il grafico 3 indica la quota di quelle che hanno trovato più facile adeguare i salari. Entrambi mostrano come proprio nei paesi dove sono state attuate le riforme più ampie e approfondite del mercato del lavoro (per lo più quelli sottoposti a tensioni) si rilevino percentuali sostanziali di imprese che hanno riscontrato una maggiore facilità di aggiustamento dei costi del lavoro nel 2013 rispetto al 2010.

La percezione delle imprese riguardo alla facilità di adeguamento, registrata nell'indagine WDN3, può essere considerata un indicatore dell'efficacia delle riforme del mercato del lavoro attuate nel periodo 2010-2013. Occorre tuttavia tenere presente che la facilità di adeguamento può dipendere da altri fattori. Ad esempio, il 27 per cento delle imprese spagnole ha segnalato che la riduzione dei salari dei lavoratori già presenti era più facile nel 2013 rispetto al 2010; quando però è stato chiesto loro di individuare i motivi specifici di questo cambiamento, hanno attribuito particolare importanza al diverso atteggiamento dei lavoratori (cfr. il riquadro 1). Ciò costituisce probabilmente una conseguenza dell'intensità e della durata della crisi in Spagna, più che di eventuali modifiche del quadro regolamentare.

¹⁵ Per una disamina delle riforme strutturali nell'area dell'euro, cfr. l'articolo *Progressi e possibile impatto delle riforme strutturali nell'area dell'euro* nel numero 2/2015 di questo Bollettino.

¹⁶ Il riquadro 1 del presente articolo fornisce un'analisi dettagliata di queste informazioni per i paesi sottoposti a tensioni.

Riquadro 1

La percezione delle imprese riguardo alle variazioni della facilità di adeguamento del mercato del lavoro e il ruolo delle riforme nei paesi sottoposti a tensioni nel periodo 2010-2013 (in base all'indagine WDN3)

Questo riquadro esamina le percezioni delle imprese riguardo all'adeguamento del mercato del lavoro nei paesi dell'area dell'euro sottoposti a tensioni nel periodo 2010-2013¹⁷ che hanno attuato una serie di riforme istituzionali e del lavoro durante la crisi¹⁸. Esso concentra l'attenzione sulle risposte all'indagine WDN3 riguardo ai canali di adeguamento del mercato del lavoro e al modo in cui le imprese sono state influenzate dalle riforme di tale mercato, dall'atteggiamento dei lavoratori, dal comportamento dei sindacati e dall'applicazione delle leggi. Il riquadro definisce i suddetti canali di adeguamento in modo molto ampio, ma presta particolare attenzione alle riforme dei mercati del lavoro¹⁹. Al tempo stesso i dati raccolti dall'indagine WDN3 sulle percezioni delle imprese permettono altresì di distinguere in termini di impatto tra i fattori dal lato della domanda (quali la gravità di diversi shock che hanno colpito i paesi sottoposti a tensioni) e quelli dal lato dell'offerta (come le variazioni di comportamento dei sindacati e di atteggiamento dei lavoratori).

Date le sostanziali modifiche del contesto economico, oltre che i considerevoli sforzi di riforma nei paesi sottoposti a tensioni durante il periodo 2010-2013, le imprese di questi paesi si sono adeguate attraverso numerosi canali. In particolare, come indicato in questo articolo, hanno aggiustato salari, occupazione e prezzi per migliorare competitività e risultati. Ad esempio, in gran parte dei paesi sottoposti a tensioni le imprese hanno indicato che la difficoltà di adeguamento di salari e/od occupazione nel 2013 era pari o inferiore rispetto al 2010 (cfr. tavola 1). Sembra nell'insieme che l'adeguamento del mercato del lavoro sia stato percepito come più facile rispetto al passato in Grecia, Spagna, Cipro e Portogallo (dove le imprese che hanno ritenuto meno difficile adeguare salari e/od occupazione erano notevolmente più numerose di quelle che hanno riscontrato una minore facilità), mentre la capacità complessiva delle imprese di introdurre tali aggiustamenti non è variata di molto in Irlanda, Italia e Slovenia. Ciò è coerente con la diversa tempistica delle riforme del mercato del lavoro nei vari paesi. È ad esempio più probabile che gli effetti delle riforme introdotte in precedenza nel primo gruppo di economie siano stati rilevati nel periodo campione dell'indagine WDN3 (2010-2013). Per contro l'Italia ha varato riforme significative del mercato del lavoro solo più tardi (nel 2012 e nel 2015) e la Slovenia ha attuato le proprie verso la fine del periodo considerato dalla WDN3 (nel 2013). Al tempo stesso l'Irlanda era già considerata un'economia relativamente flessibile prima della crisi e ha registrato difficoltà economiche principalmente nella fase iniziale della stessa (2008-09); non sorprende quindi che in tale paese le percezioni non siano cambiate di molto nel periodo 2010-2013.

¹⁷ Seguendo la definizione utilizzata nell'articolo *L'impatto della crisi economica sui mercati del lavoro nell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2014 del Bollettino mensile della BCE, i paesi sottoposti a tensioni (vale a dire quelli definiti come tali durante il periodo 2010-13) sono Irlanda, Grecia, Spagna, Italia, Cipro, Portogallo e Slovenia.

¹⁸ Le riforme in Irlanda, Spagna e Portogallo sono descritte dettagliatamente nel riquadro 2 dell'articolo *I fattori alla base del recente recupero dell'occupazione nell'area dell'euro* nel numero 8/2015 di questo Bollettino. L'impatto delle riforme nei paesi sottoposti a tensioni è stato altresì analizzato nell'articolo *Progressi e possibile impatto delle riforme strutturali nell'area dell'euro* nel numero 2/2015 di questo Bollettino.

¹⁹ Occorre tenere presente che la questione dei canali di adeguamento del mercato del lavoro è molto più ampia rispetto all'oggetto dell'analisi di questo riquadro. Inoltre, al momento di studiare l'impatto delle riforme bisognerebbe anche considerare i limiti dei risultati delle indagini.

L'adeguamento dei salari dei lavoratori già presenti o dei nuovi assunti sembra essere divenuto complessivamente meno difficile in Grecia, in Spagna e a Cipro (cfr. la tavola)²⁰. In questi paesi le riforme hanno modificato alcuni degli aspetti istituzionali più importanti del mercato del lavoro, quali il grado di centralizzazione del sistema di contrattazione collettiva e i costi e le procedure di licenziamento²¹. Non sorprende quindi notare come le imprese che hanno segnalato una maggiore facilità di adeguamento o abbassamento delle retribuzioni siano in numero superiore a quelle che hanno riferito una maggiore difficoltà. Per contro, in Slovenia la facilità di adeguamento dei salari dei lavoratori

Tavola

Percezioni delle imprese a fine 2013 in merito ai canali di aggiustamento del mercato del lavoro nei paesi sottoposti a tensioni, rispetto alla situazione nel 2010

Azioni	Licenziamento di lavoratori (collettivo) (%)	Licenziamento di lavoratori (individuale) (%)	Licenziamento di lavoratori (temporaneo) (%)	Aggiustamento dell'orario di lavoro (%)	Aggiustamento dei salari dei lavoratori già presenti (%)	Aggiustamento dei salari dei nuovi assunti (%)
Irlanda						
Meno/molto meno difficile...	8	12	13	19	12	27
Invariato	74	66	69	63	62	53
Più/Molto più difficile...	18	22	18	18	26	20
Differenza: meno – più difficile	-8	-9	-3	3	-12	9
Grecia						
Meno/molto meno difficile...	42	46	22	42	46	57
Invariato	57	51	77	49	48	40
Più/Molto più difficile...	1	3	1	9	6	3
Differenza: meno – più difficile	41	43	22	33	40	54
Spagna						
Meno/molto meno difficile...	42	47	29	30	27	33
Invariato	48	42	55	61	60	58
Più/Molto più difficile...	10	11	16	9	13	9
Differenza: meno – più difficile	33	37	12	21	14	25
Italia						
Meno/molto meno difficile...	13	14	18	16	6	16
Invariato	72	69	71	71	64	63
Più/Molto più difficile...	15	17	11	13	30	21
Differenza: meno – più difficile	-2	-2	7	3	-24	-5
Cipro						
Meno/molto meno difficile...	13	23	18	22	39	33
Invariato	78	64	77	65	46	62
Più/Molto più difficile...	9	13	5	13	15	5
Differenza: meno – più difficile	3	10	13	8	23	28
Portogallo						
Meno/molto meno difficile...	32	33	31	32	*	*
Invariato	56	52	59	58	*	*
Più/Molto più difficile...	12	15	10	10	*	*
Differenza: meno – più difficile	20	18	21	22	*	*
Slovenia						
Meno/molto meno difficile...	19	27	*	14	11	17
Invariato	74	65	*	80	82	76
Più/Molto più difficile...	7	8	*	6	8	7
Differenza: meno – più difficile	12	19	*	7	3	10

Fonti: banca dati dell'indagine WDN3, dati WDN3 per paese ed elaborazioni della BCE.

Note: le imprese con meno di cinque dipendenti sono escluse dai calcoli. Le percentuali sono ottenute dalle risposte alle domande ponderate per riflettere la popolazione di imprese complessiva e riscalate per escludere le risposte nulle. Le statistiche relative all'Irlanda non sono ponderate. *indica dati mancanti.

²⁰ La WDN non fornisce informazioni su questi aspetti specifici dell'adeguamento per il Portogallo.

²¹ L'impatto delle istituzioni del mercato del lavoro sulla dinamica salariale viene altresì esaminato dettagliatamente nel riquadro 4 dell'articolo *Rafforzare la capacità di tenuta e la crescita nel lungo periodo: l'importanza di istituzioni e strutture economiche solide per i paesi dell'area dell'euro e l'UEM* in questo numero del Bollettino.

già presenti nel 2013 è stata considerata sostanzialmente simile rispetto al 2010; lo stesso vale in Irlanda per l'abbassamento delle retribuzioni dei nuovi assunti. In Italia l'adeguamento dei salari dei lavoratori già presenti sembra di fatto lievemente più oneroso nel 2013 rispetto al 2010, mentre non si rilevano sostanziali differenze per i nuovi assunti. Nell'insieme, la maggiore flessibilità retributiva segnalata dalle imprese dovrebbe essere vista come un'importante protezione contro ulteriori possibili aumenti della disoccupazione nei paesi sottoposti a tensioni durante la crisi. Al tempo stesso è importante considerare che le politiche salariali dovrebbero altresì riflettere più in generale le condizioni del mercato del lavoro e gli andamenti della produttività.

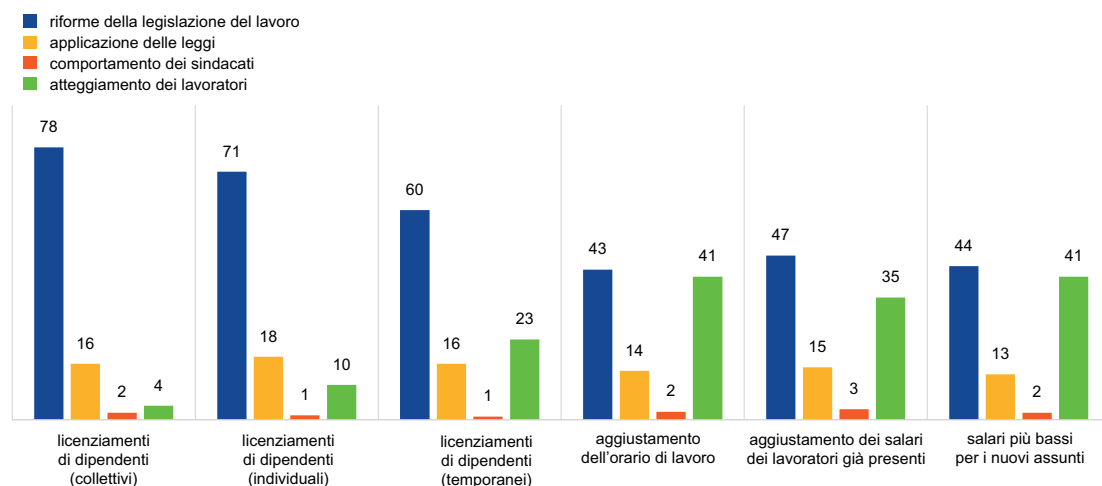
Anche la facilità di licenziamento dei dipendenti per motivi economici o di adeguamento dell'orario di lavoro sembra essere aumentata in gran parte dei paesi sottoposti a tensioni. Ciò viene segnalato in particolare dalle imprese in Grecia, Spagna e Portogallo.

A Cipro e in Slovenia la facilità di licenziamento per motivi economici è cresciuta in misura minore e in Irlanda e Italia è rimasta sostanzialmente invariata. Le imprese irlandesi hanno altresì dichiarato che la facilità di adeguamento dell'orario di lavoro era sostanzialmente simile rispetto al 2010. Lo stesso vale per Italia, Cipro e Slovenia²². Dal punto di vista delle politiche, è importante che una maggiore flessibilità si accompagni a politiche attive del mercato del lavoro per consentire ai lavoratori di ricollocarsi rapidamente in nuovi settori e impieghi. Questa combinazione di politiche ridurrebbe la durata del periodo di disoccupazione e farebbe diminuire ulteriormente la disoccupazione strutturale nell'area dell'euro. In particolare, è più probabile che le imprese aumentino l'occupazione in futuro se vi è maggiore flessibilità riguardo all'adeguamento del fabbisogno di manodopera.

Grafico A

Fattori alla base dei canali di aggiustamento del mercato del lavoro in Spagna tra il 2013 e il 2010

(percentuale di imprese)



Fonti: banca dati dell'indagine WDN3, relazione WDN3 per paese relativa alla Spagna ed elaborazioni della BCE.
 Note: le imprese con meno di cinque dipendenti sono escluse dai calcoli. Le percentuali sono ottenute dalle risposte alle domande ponderate per riflettere la popolazione di imprese complessiva e riscalate per escludere le risposte nulle.

²² Tale interpretazione è sostanzialmente coerente con le modifiche degli indicatori sulla legislazione in materia di tutela del posto di lavoro pubblicati dall'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico per il periodo 2008-2013 per gran parte dei paesi sottoposti a tensioni.

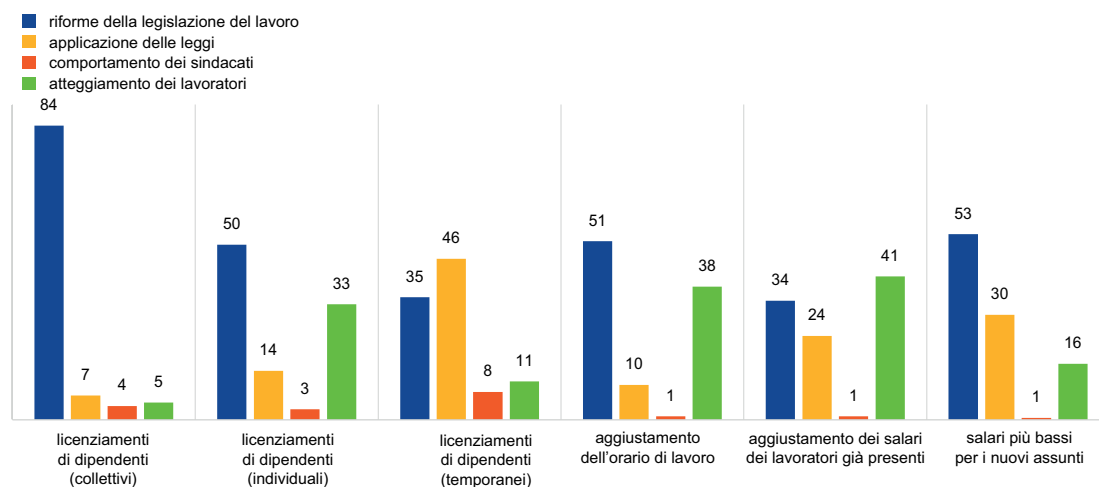
Le riforme del mercato del lavoro sembrano costituire un fattore degno di nota alla base dei cambiamenti rilevati, soprattutto in Grecia e Spagna²³. In questi due paesi le imprese interpellate hanno indicato le riforme quale ragione importante della maggiore facilità di adeguamento del mercato del lavoro, mentre in Spagna il mutato atteggiamento dei lavoratori ha altresì svolto un ruolo rilevante in particolare rispetto al canale dei salari (cfr. grafico A). Quest'ultimo risultato può essere in parte spiegato con il forte aumento del tasso di disoccupazione spagnolo nel periodo 2010-2013.

In Grecia le riforme strutturali hanno influito in misura significativa sulle percezioni delle imprese riguardo all'aggiustamento, ma anche le modifiche in termini di applicazione delle leggi e di atteggiamento dei lavoratori hanno favorito l'adeguamento del mercato del lavoro (cfr. grafico B). Ciò è coerente con varie riforme del lavoro attuate in Grecia, compreso il decentramento della contrattazione salariale²⁴. Per l'Italia, dove la flessibilità nell'adeguamento del mercato del lavoro non è molto migliorata (cfr. la tavola), i risultati dell'indagine stanno tuttavia a indicare che per alcune imprese le riforme hanno inciso sulla dinamica di tale mercato (cfr. grafico C).

Grafico B

Fattori alla base dei canali di aggiustamento del mercato del lavoro in Grecia tra il 2013 e il 2010

(percentuale di imprese)



Fonti: banca dati dell'indagine WDN3 ed elaborazioni della BCE.

Note: le imprese con meno di cinque dipendenti sono escluse dai calcoli. Le percentuali sono ottenute dalle risposte alle domande ponderate per riflettere la popolazione di imprese complessiva e riscalate per escludere le risposte nulle.

Per agevolare ulteriormente l'adeguamento del mercato del lavoro e creare occupazione, sono essenziali riforme credibili ed efficaci di tale mercato. L'indagine WDN3 mostra come i paesi dell'area dell'euro che hanno dimostrato di attuare iniziative di riforma più decise abbiano reso più semplice per le imprese adeguare sia l'occupazione sia i salari, agevolando di conseguenza il più ampio processo di aggiustamento. Questo riquadro mostra che la flessibilità salariale ha contribuito a ridurre i licenziamenti nel periodo di aggiustamento. Gli indicatori dell'efficienza del mercato del lavoro mostrano altresì che i paesi dell'area sono ancora molto

²³ Si noti che nell'indagine WDN3 solo un numero limitato di paesi è stato invitato a individuare le ragioni specifiche alla base delle variazioni nella facilità di adeguamento del mercato del lavoro.

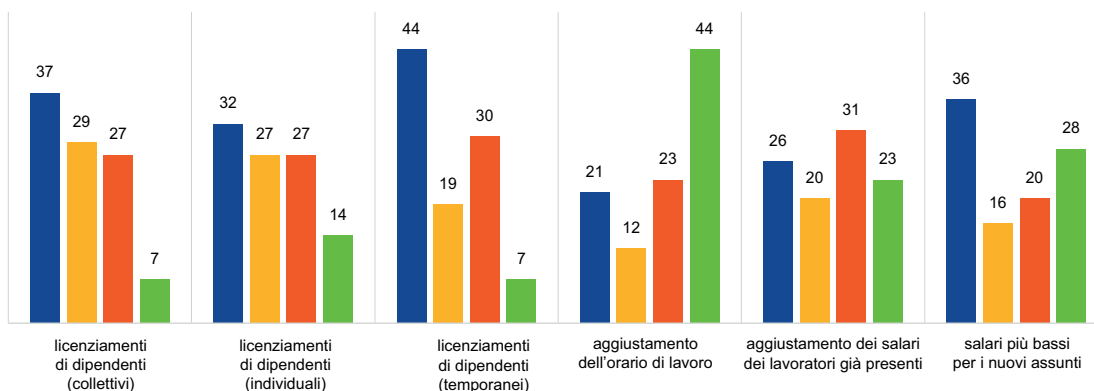
²⁴ Cfr. Visser, J., op. cit.

Grafico C

Fattori alla base dei canali di aggiustamento del mercato del lavoro in Italia fra il 2013 e il 2010

(percentuale di imprese)

- riforme della legislazione del lavoro
- applicazione delle leggi
- comportamento dei sindacati
- atteggiamento dei lavoratori



Fonti: banca dati dell'indagine WDN3 ed elaborazioni della BCE.

Note: le imprese con meno di cinque dipendenti sono escluse dai calcoli. Le percentuali sono ottenute dalle risposte alle domande ponderate per riflettere la popolazione di imprese complessiva e riscalate per escludere le risposte nulle.

indietro rispetto ai membri dell'OCSE con i risultati migliori e che quindi devono tutti proseguire l'azione di riforma. Riforme aggiuntive del mercato del lavoro e di quello dei beni e servizi sono essenziali per assicurare la necessaria flessibilità e capacità di aggiustamento richiesta ai paesi dell'area dell'euro. Ciò è particolarmente importante alla luce del rallentamento del ritmo di riforma negli ultimi due anni in tutta l'area, come segnalato da diversi indicatori²⁵ e riflesso nei progressi molto limitati nell'attuazione delle raccomandazioni rivolte dalla Commissione europea ai singoli paesi. Tuttavia, le riforme dovrebbero anche ridurre la dualità del mercato del lavoro per garantire che l'adeguamento non ricada indebitamente sulle spalle di categorie specifiche di lavoratori come gli interinali o i nuovi assunti. Al tempo stesso servono politiche attive del mercato del lavoro – che migliorino le competenze, la capacità di ricerca di un impiego e l'occupabilità – per agevolare il miglioramento del mercato del lavoro e abbassare i livelli di disoccupazione attualmente elevati, aiutando in particolare i disoccupati giovani e di lungo periodo a trovare un lavoro.

4 Le rigidità dei salari nominali

Questa sezione presenta riscontri sulle rigidità dei salari nominali e sulle rispettive cause e conseguenze nel periodo 2010-2013 e nel confronto con il periodo precedente la crisi (2002-2007).

²⁵ Cfr. l'articolo *Rafforzare la capacità di tenuta e la crescita nel lungo periodo: l'importanza di istituzioni e strutture economiche solide per i paesi dell'area dell'euro e l'UEM* in questo numero del Bollettino.

4.1 Frequenza di fissazione dei salari

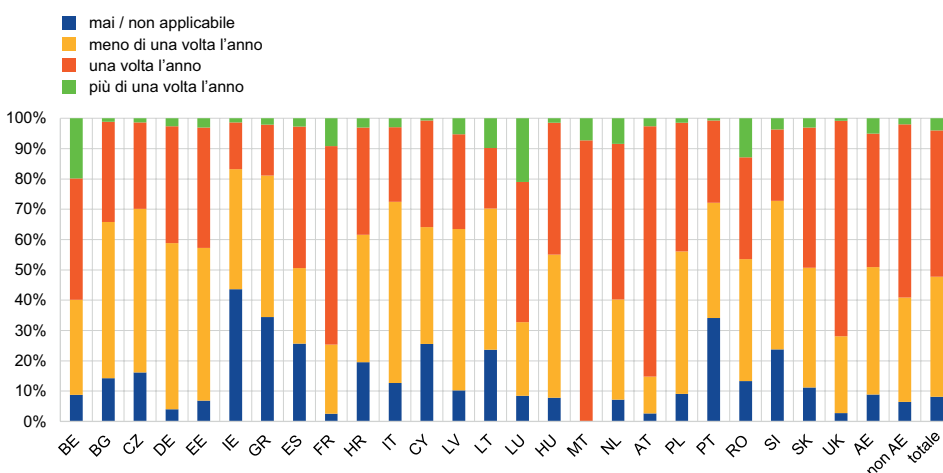
I salari sono vischiosi e reagiscono con ritardo al variare delle condizioni economiche; questo comportamento inerziale influisce in misura fondamentale sulla trasmissione della politica monetaria. La frequenza delle variazioni dei salari fornisce una misura della loro vischiosità che viene spesso utilizzata in letteratura e nelle analisi di policy. Essa costituisce un ingrediente essenziale nella calibrazione dei tradizionali modelli dinamici stocastici di equilibrio generale con meccanismi di aggiustamento scaglionato, che sono ampiamente utilizzati per l'analisi monetaria.

Le imprese dell'UE solitamente adeguano i salari una volta l'anno. In media, nel periodo 2010-2013 lo hanno fatto ogni 17 mesi²⁶. L'indagine WDN3 ha chiesto esplicitamente alle imprese di indicare la frequenza di adeguamento delle retribuzioni per il loro principale gruppo occupazionale e la presenza di una domanda analoga nella WDN1 ha permesso di operare anche un raffronto con il periodo di stabilità economica antecedente la crisi (2002-2007). Il grafico 4 sintetizza le risposte suddividendole nelle seguenti categorie: 1) più di una volta l'anno; 2) una volta l'anno; 3) meno di una volta l'anno. Il 48,5 per cento circa delle imprese nei 25 Stati membri dell'UE rappresentati nel campione della WDN3 riferisce di avere variato i salari di base dei dipendenti una volta l'anno nel periodo 2010-2013, il 40 per cento lo ha fatto meno spesso e appena il 4 per cento con maggiore frequenza. Questi dati aggregati celano ampie differenze tra paesi: ad esempio, la quota di imprese che ha adeguato le retribuzioni meno di una volta l'anno nel 2010-2013 è compresa fra il 60 per cento dell'Italia e il 12 per cento dell'Austria²⁷. Tra i diversi settori, invece, l'eterogeneità è sostanzialmente minore.

Grafico 4

Frequenza della variazione dei salari di base nel periodo 2010-2013

(percentuale di imprese; valori ponderati per l'occupazione)



Fonte: elaborazioni della BCE basate sull'indagine WDN3.

Note: le imprese con meno di cinque dipendenti sono escluse dai calcoli. I dati sono ponderati per essere rappresentativi dell'occupazione complessiva e riscalati per escludere le risposte nulle. Le statistiche relative all'Irlanda non sono ponderate. I totali sono calcolati sui paesi in cui i pesi sono disponibili.

²⁶ Secondo una stima effettuata utilizzando una metodologia simile a quella dell'indagine WDN1. Cfr. Druant, M. et al. "How are firms' wages and prices linked: survey evidence in Europe", *Working Paper Series*, n.1084, BCE, agosto 2009.

²⁷ A Malta le imprese modificano i salari almeno una volta l'anno per effetto del meccanismo di adeguamento annuale al costo della vita (Cost-of-Living Adjustment, COLA), che consiste in un'indicizzazione parziale in base all'inflazione passata.

La frequenza di variazione dei salari negli Stati membri dell'UE è diminuita nel 2010-2013 rispetto al periodo pre-crisi (2002-2007). Il numero stimato di mesi senza variazioni salariali è salito da una media di 15 nei paesi inclusi nel campione nel 2007 a 16,8 negli stessi Stati membri nel periodo 2010-2013 e a 17, come indicato in precedenza, nell'insieme dei 25 paesi oggetto dell'indagine WDN3. Questo andamento generale può essere osservato in tutti gli Stati membri considerati. La frequenza di variazione bassa (e decrescente) conferma la presenza diffusa di inerzia salariale, che può avere ritardato l'adattamento agli shock a livello nazionale.

La notevole eterogeneità tra paesi in termini di frequenza delle variazioni salariali nel periodo 2010-2013 è riconducibile non solo a caratteristiche istituzionali ma anche a fattori normalmente collegati alla crisi, come l'incidenza degli shock e la resistenza delle imprese ad abbassare le retribuzioni nonostante la presenza di questi ultimi. Questo aspetto è stato formalmente esplorato utilizzando i dati dell'indagine WDN3 in un'analisi multivariata per i 25 Stati membri inclusi nel campione. I risultati indicano che i salari di base vengono modificati meno spesso se l'impresa è interessata da restrizioni del credito o da un calo della domanda, e se è restia a ridurre le retribuzioni nominali. In un periodo in cui le condizioni economiche possono di fatto richiedere una decurtazione salariale, la riluttanza ad abbassare le retribuzioni nominali potrebbe impedire la variazione delle stesse poiché le imprese congelano i salari invece di diminuirli. I risultati della WDN3 mostrano che la minore frequenza di variazione osservata va ricondotta in larga parte al numero considerevole di casi di congelamento²⁸. Anche le caratteristiche istituzionali del mercato del lavoro contribuiscono a spiegare le differenze tra paesi in termini di vischiosità dei salari: le retribuzioni di base variano più spesso in presenza di meccanismi di contrattazione collettiva e di politiche interne di adeguamento delle stesse all'inflazione²⁹.

In futuro, con il procedere della ripresa economica, l'inerzia salariale dovrebbe progressivamente tornare sui livelli precedenti la crisi. A prima vista, la maggiore inerzia potrebbe indicare che le retribuzioni reagiranno più lentamente al recupero dell'economia. Ciò nonostante, la frequenza di variazione dei salari nel periodo 2010-2013 sembra essere diminuita per fattori legati alla crisi; è quindi probabile che ritorni sui livelli precedenti, in particolare al venir meno della tendenza a congelare le retribuzioni. In ogni caso la frequenza nel periodo antecedente la crisi, sebbene più elevata che in quello successivo, indica anche la presenza diffusa di inerzia salariale e di ritardi nell'aggiustamento.

4.2 Rigidità al ribasso dei salari

La rigidità al ribasso dei salari nominali (downward nominal wage rigidity, DNWR) concerne la riluttanza delle imprese ad attuare, e/o la resistenza dei lavoratori ad accettare, riduzioni delle retribuzioni nominali. Viene di norma definita sulla

²⁸ Cfr. la sezione 4.2 sulla rigidità al ribasso dei salari nominali.

²⁹ Questi risultati sono in linea con quelli dell'indagine WDN1 per il periodo pre-crisi (2002-07). Cfr. Druant, M. et al., "Firms' price and wage adjustment in Europe: Survey evidence on nominal stickiness", *Labour Economics*, vol. 19, numero 5, ottobre 2012, pagg. 772-782.

base dei congelamenti dei salari nominali. La DNWR impedisce l'abbassamento delle retribuzioni di base, nel senso che le imprese mantengono queste ultime invariate anche se le condizioni economiche ne giustificano una riduzione. L'indagine WDN, nelle sue tre edizioni, è stata intesa a verificare se le imprese hanno abbassato o congelato i salari di base di alcuni dipendenti e a conoscere la percentuale di lavoratori interessata. Babecký et al. hanno presentato una sintesi delle evidenze di DNWR per il periodo 2002-2007³⁰. Fabiani et al. hanno utilizzato i risultati della WDN2 per fornire riscontri di come la rigidità salariale abbia indotto le imprese ad adeguare l'occupazione in risposta agli shock nel periodo 2008-2009³¹. Questo articolo riassume le evidenze sulla DNWR nel 2010-2013 attingendo alla WDN3.

Un importante risultato delle tre indagini WDN è che la riduzione dei salari di base nominali è un evento estremamente raro tra le imprese europee. Nel 2007 solo il 2,3 per cento delle imprese nei paesi del campione riferiva di avere abbassato le retribuzioni nei cinque anni precedenti³². Nella fase più acuta della crisi, tra la seconda metà del 2008 e la prima del 2009, appena il 3,2 per cento segnalava riduzioni salariali. Le evidenze della WDN3 rivelano che solo il 4 per cento delle imprese intervistate aveva decurtato le retribuzioni almeno una volta nel periodo 2010-2013³³. Vi sono tuttavia notevoli differenze tra paesi a questo riguardo. Nel 2013 le imprese che avevano diminuito i salari erano circa il 55 per cento in Grecia e il 37 e 25 per cento, rispettivamente, a Cipro e in Croazia. All'estremo opposto la quota risultava inferiore al 2 per cento in Belgio, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi e Ungheria. Nel 2008-2009 l'Estonia ha costituito l'eccezione, con il 40 per cento di imprese (rappresentative del 30 per cento degli addetti) che hanno riferito di avere abbassato le retribuzioni. Tutto questo sembra indicare che le imprese abbassano i salari solo in caso di gravi difficoltà economiche. Di fatto, una determinante di rilievo della propensione a ridurre i livelli retributivi – la quale può in parte spiegare l'eterogeneità osservata tra paesi – è la natura e l'incidenza degli shock che colpiscono le imprese. Un primo esame dei dati mostra come le imprese che hanno ridotto le retribuzioni rappresentino circa l'8 per cento del totale interessato da un calo della domanda (contro il 4 per cento per l'insieme del campione) e il 12 per cento di quelle caratterizzate anche da vincoli di accesso al credito. L'incidenza è massima (18 per cento) per le imprese colpite sia da un forte shock di domanda sia da difficoltà di accesso al credito.

La percentuale di imprese che ha riferito di avere congelato i salari di base è salita drasticamente agli inizi della crisi, per poi diminuire lievemente nel periodo 2010-2013. Il 9,6 per cento delle imprese intervistate nell'ambito

³⁰ Babecký, J. et al., "Downward Nominal and Real Wage Rigidity: Survey Evidence from European Firms", *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 112, numero 4, dicembre 2010, pagg. 884-910.

³¹ Cfr. Druant, M. et al., "How are firms' wages and prices linked: survey evidence in Europe", *Working Paper Series*, n. 1084, BCE, agosto 2009.

³² La bassa percentuale di imprese che riferisce di avere abbassato i salari nominali nel 2007 non è necessariamente indicativa di DNWR, ma potrebbe semplicemente riflettere l'assenza di uno shock sufficientemente ampio da provocare una reazione in questo senso. Ciò non vale più a partire dal 2009.

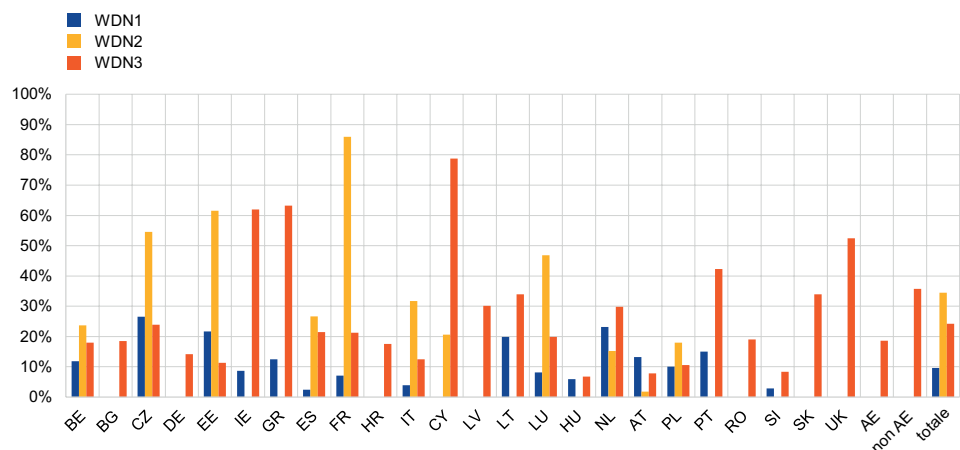
³³ L'incidenza delle decurtazioni salariali in termini di lavoratori interessati è altresì molto bassa. Nel periodo pre-crisi (2002-07), in media, circa lo 0,2 per cento dei lavoratori l'anno era interessato da riduzioni degli stipendi. Nel 2008-09, nonostante la profondità dello shock, la percentuale è aumentata in misura solo moderata, all'1,8 per cento. Infine, anche nel 2010-13 è stata poco rilevante e compresa fra lo 0,4 e lo 0,8 per cento l'anno.

dell'indagine WDN1 ha dichiarato di avere congelato le retribuzioni di base almeno una volta nel periodo 2002-2007. Tale quota è aumentata notevolmente, al 34,5 per cento, nel 2008-2009 nei paesi interessati dalla WDN2 (con un ulteriore 35 per cento che ha indicato l'intenzione di congelare i salari in futuro) ed è poi scesa al 24 per cento nel 2010-2013 nel campione selezionato per la WDN3 (cfr. figura 5)³⁴. Questi riscontri, assieme alla bassa incidenza delle riduzioni salariali, sono indicativi della prevalenza di DNWR. La rigidità al ribasso dei salari nominali era nell'insieme ancora prevalente nel periodo 2010-2013 nonostante l'intensità e la durata della crisi, ma sembra avere raggiunto un punto di massimo nei primi anni di quest'ultima (2008-2009). L'incidenza dei congelamenti sembra altresì variare notevolmente da un paese all'altro nel periodo 2010-2013 e risulta più elevata in Irlanda, in Grecia e a Cipro (cfr. grafico 5), mentre le differenze tra settori e aziende di dimensioni diverse in termini di quota di congelamenti e riduzioni salariali sono meno pronunciate di quelle tra paesi. Il settore delle costruzioni è forse quello che presenta la percentuale più bassa di congelamenti salariali, ma occorre tenere presente che aveva registrato un fortissimo calo dell'occupazione prima di tale periodo. Studi preliminari segnalano non solo la natura e l'intensità degli shock ma anche le caratteristiche istituzionali e delle imprese quali fattori alla base delle differenze nazionali in termini di DNWR.

Grafico 5

Percentuale di imprese che ha congelato i salari

(percentuale di imprese; valori ponderati per l'occupazione)



Fonte: elaborazioni della BCE basate sulle indagini WDN1 (2002-2007), WDN2 (2008-2009) e WDN3 (2010-2013).
 Note: le imprese con meno di cinque dipendenti sono escluse dai calcoli. I dati sono ponderati per essere rappresentativi dell'occupazione complessiva e riscalati per escludere le risposte nulle. I totali sono calcolati sui paesi in cui i pesi sono disponibili. I valori WDN1, WDN2 e WDN3 si riferiscono a congelamenti applicati almeno una volta nei rispettivi periodi di riferimento (2002-2007, 2008-2009 e 2010-2013).

Nell'attuale periodo di ripresa la DNWR rimane una preoccupazione

fondamentale, poiché può agire da freno sulla dinamica salariale. In presenza di DNWR, è altresì probabile che le imprese moderino gli aumenti delle retribuzioni; in un periodo di bassa inflazione come quello attuale ciò può innescare effetti di second round che deprimono ulteriormente l'inflazione dei salari. Sia Elsby sia

³⁴ Nel periodo 2010-13, il 18 per cento delle imprese interpellate nei paesi rappresentati nell'indagine WDN1 ha congelato i salari di base almeno una volta.

Stüber e Beissinger, tra gli altri, sostengono che l'impatto favorevole sull'impegno e la produttività dei lavoratori derivante da un aumento delle retribuzioni è inferiore a quello, sfavorevole, provocato da una riduzione della stessa entità, cosicché l'inversione di un precedente incremento salariale comporterebbe un costo aggiuntivo in termini di produttività³⁵. Di conseguenza, imprese con aspettative razionali moderano gli aumenti retributivi quando vi è DNWR³⁶.

4.3 Le gratifiche e le prestazioni quali ulteriori canali per ridurre la spesa per retribuzioni delle imprese

La rilevanza della DNWR dipende dall'esistenza o meno di altri margini a disposizione delle imprese, oltre ai salari di base, per adeguare il costo del lavoro. Di fatto la rigidità al ribasso delle retribuzioni di base può essere (in parte) aggirata includendo nelle retribuzioni complessive delle "componenti salariali variabili", di cui gratifiche e prestazioni costituiscono gli esempi principali. Le imprese evitano di ridurre i salari di base per varie ragioni, ma considerano più accettabile una decurtazione delle gratifiche³⁷. L'indagine WDN1 ha offerto la possibilità di studiare il ruolo di diverse componenti variabili³⁸ e la WDN3 si focalizza sull'utilizzo di gratifiche e prestazioni.

I pagamenti a titolo di gratifiche e prestazioni sono diminuiti notevolmente rispetto al periodo pre-crisi. L'incidenza media delle gratifiche sulla spesa totale per retribuzioni delle imprese intervistate nel 2007 era pari all'11 per cento e nel 2013 è scesa al 7,4 per cento nel sottoinsieme di paesi che avevano partecipato all'indagine WDN1³⁹ e al 7 per cento nei 25 Stati membri inclusi nella WDN3. La minore quota di gratifiche e prestazioni può riflettere il rallentamento dell'economia nel 2013 rispetto al periodo pre-crisi (2002-07), ma sta anche a indicare il ruolo maggiore delle gratifiche nella flessibilità del costo del lavoro per le imprese.

³⁵ Cfr. Elsby, M., "Evaluating the economic significance of downward nominal wage rigidity", *Journal of Monetary Economics*, vol. 56, numero 2, marzo 2009, pagg. 154-169, e Stüber, H. e Beissinger, T., "Does downward nominal wage rigidity dampen wage increases?", *European Economic Review*, vol. 56, numero 4, maggio 2012, pagg. 870-887.

³⁶ Di fatto, la letteratura ha individuato due ragioni principali della riluttanza delle imprese a ridurre i salari nominali: 1) la convinzione che un abbassamento delle retribuzioni incida negativamente sul morale e sull'impegno dei lavoratori; 2) la possibilità che i lavoratori più produttivi se ne vadano di conseguenza. Cfr. Bewley, T., *Why Wages Don't Fall During a Recession*, Harvard University Press, 1999, e Babecký, J. et al., "Downward Nominal and Real Wage Rigidity: Survey Evidence from European Firms", *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 112, numero 4, dicembre 2010, pagg. 884-910.

³⁷ La possibilità di utilizzare le gratifiche per contrastare la minore frequenza di adeguamento delle retribuzioni (o lo scaglionamento delle decisioni nel processo di formazione dei salari) dipende dalla scansione temporale del pagamento delle stesse.

³⁸ L'indagine WDN1 fornisce informazioni relative a 13 Stati membri dell'UE circa l'uso dei seguenti canali per l'adeguamento dell'onere delle retribuzioni: gratifiche e prestazioni; rallentamento delle promozioni; pensionamento anticipato; modifiche nell'assegnazione dei turni o nei relativi premi; riduzione dei costi dei neoassunti. Cfr. Babecký, J. et al., "How do European firms adjust their labour costs when nominal wages are rigid?", *Labour Economics*, vol. 19, numero 5, ottobre 2012, pagg. 792-801.

³⁹ Cfr. la tavola 2. Per le imprese che hanno corrisposto gratifiche, 16 per cento nel 2007 e 10 per cento nel 2013.

Tavola 2

Panoramica delle gratifiche nei diversi paesi nel 2013

Paese	Percentuale di imprese che hanno erogato gratifiche	Percentuale di gratifiche sulla retribuzione totale, incondizionata	Percentuale di gratifiche sulla retribuzione totale, condizionata
Belgio	61.1	3.2	5.3
Bulgaria	55.8	5.2	9.4
Repubblica Ceca	84.1	10.1	12.0
Germania	72.9	5.2	7.2
Estonia	79.6	12.9	16.3
Irlanda	41.6	3.5	8.5
Grecia	59.6	4.9	8.2
Spagna	56.3	4.5	7.9
Francia	79.2	5.6	7.1
Croazia	54.8	4.5	8.1
Italia	77.4	5.6	7.3
Cipro	54.2	4.2	7.7
Lettonia	73.0	9.1	12.4
Lituania	83.2	13.1	15.7
Lussemburgo	51.3	4.0	7.7
Ungheria	69.2	9.2	13.4
Malta	61.7	3.5	5.7
Paesi Bassi	58.2	4.1	7.0
Austria	79.4	5.0	6.3
Polonia	86.6	13.1	15.1
Portogallo	99.0	24.9	25.1
Romania	59.4	5.8	9.8
Slovenia	85.3	10.4	12.2
Slovacchia	93.2	15.1	16.2
Regno Unito	75.3	7.7	10.2
area dell'euro	73.5	6.2	8.4
paesi non appartenenti all'area dell'euro	75.9	8.8	11.6
totale	74.3	7.0	9.4
total (paesi WDN1)	75.5	7.4	9.9

Fonte: elaborazioni della BCE basate sull'indagine WDN3.

Note: le imprese con meno di cinque dipendenti sono escluse dai calcoli. I dati sono ponderati per essere rappresentativi dell'occupazione complessiva e riscalati per escludere le risposte nulle. Le statistiche WDN3 relative all'Irlanda non sono ponderate. I totali sono calcolati sui paesi in cui i pesi sono disponibili. La percentuale incondizionata di gratifiche sulla retribuzione totale è calcolata su tutte le imprese (comprese quelle che non hanno corrisposto gratifiche). La percentuale condizionata di gratifiche sulla retribuzione totale è calcolata solo sulle imprese che hanno corrisposto gratifiche.

Le imprese soggette a DNWR sono più propense a utilizzare gratifiche e prestazioni per ridurre i costi del lavoro. L'indagine WDN3 ha chiesto alle imprese di indicare se avevano utilizzato gratifiche e prestazioni come meccanismi di aggiustamento per ridurre il costo del lavoro nel periodo 2010-2013. Un'analisi di regressione sui dati raccolti mostra che le imprese soggette a DNWR sono più propense a ridurre le gratifiche per adeguare il costo del lavoro. Questo risultato conferma l'esistenza di un certo grado di sostituibilità tra la flessibilità dei salari e quella delle gratifiche nel 2010-2013. Un grado analogo è stato altresì riscontrato per il periodo 2002-2007 utilizzando dati della WDN1.

I risultati indicano che le gratifiche e le prestazioni hanno contribuito all'assorbimento degli shock nel periodo 2010-2013. Gli shock di domanda e di credito sono entrambi associati a un maggiore utilizzo delle componenti salariali variabili come strumento di correzione dei costi. Inoltre, l'analisi di regressione avvalorava la tesi secondo cui il ricorso a gratifiche e prestazioni non è influenzato dal grado di sindacalizzazione; la riduzione delle gratifiche è quindi verosimilmente una strategia elaborata al di fuori delle contrattazioni collettive formali.

Riquadro 2

Le curve di Phillips dei salari a livello settoriale e la capacità dei microdati dell'indagine WDN3 di fornire informazioni in merito alla loro inclinazione

Il presente riquadro intende spiegare le differenze di inclinazione della curva di Phillips dei salari a livello nazionale e settoriale risultanti dalle caratteristiche strutturali dei mercati del lavoro. I dati sugli andamenti dei mercati del lavoro nell'area dell'euro a livello nazionale e settoriale sono stati combinati con informazioni raccolte attraverso la WDN3 per spiegare un aspetto della rigidità dei salari, vale a dire la reattività della crescita salariale al grado di sottoimpiego della capacità produttiva all'interno dell'economia. Sono state stimate curve di Phillips dei salari specifiche per paese e settore con una focalizzazione sul coefficiente di inclinazione della curva, che rileva la suddetta reattività. L'inclinazione della curva di Phillips riflette la vischiosità dei salari⁴⁰, che a sua volta dipende da una serie di fattori ampiamente studiati in letteratura. I dati raccolti con l'indagine WDN3 sono stati utilizzati per rendere conto di questi fattori ed esaminare la loro capacità nello spiegare la reattività stimata degli incrementi salariali al margine di capacità inutilizzata nell'economia.

L'approccio a livello di paese e settore offre informazioni preziose sulla struttura di fondo dell'economia dell'area dell'euro. Ciascun settore può essere descritto in termini di un grado specifico di sottoimpiego della capacità produttiva e di diverse caratteristiche del mercato del lavoro (ad esempio la composizione dei lavoratori o il tipo di istituzioni prevalenti in tale mercato) che influiscono sulla dinamica salariale. Tale eterogeneità è particolarmente rilevante dallo scoppio della crisi, poiché non tutti i settori sono stati colpiti allo stesso modo⁴¹, ed è stata rilevata stimando la curva di Phillips con dati settoriali invece che aggregati e combinandovi le informazioni sulle caratteristiche delle imprese e dei mercati del lavoro raccolte con la WDN3. È stato così possibile valutare come le differenze tra paesi e settori in termini di caratteristiche dei mercati del lavoro abbiano inciso sulla reattività degli incrementi salariali al margine di capacità inutilizzata.

La specificazione della curva di Phillips dei salari ha collegato gli incrementi retributivi a una misura settoriale della capacità inutilizzata⁴², alla crescita della produttività settoriale e alle aspettative di inflazione a livello nazionale. Le regressioni della curva di Phillips (93 in tutto) sono state effettuate per ciascun paese dell'area dell'euro per i cinque settori corrispondenti alla categorizzazione usata nella WDN3: 1) manifatturiero; 2) elettricità, gas e acqua; 3) costruzioni; 4) servizi alle imprese e commercio⁴³; 5) intermediazione finanziaria.

⁴⁰ Una maggiore vischiosità dei salari corrisponde a un minore coefficiente di inclinazione e a una curva di Phillips più piatta.

⁴¹ Cfr. "Euro area labour markets and the crisis", *Occasional Paper Series*, n. 138, BCE, ottobre 2012, e "Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets", *Occasional Paper Series*, n. 159, BCE, febbraio 2015.

⁴² Il gap di crescita del valore aggiunto settoriale, calcolato come il tasso di crescita del valore aggiunto rispetto alla sua media mobile di lungo periodo, viene utilizzato come misura della capacità inutilizzata a livello settoriale.

⁴³ Nella serie di dati originaria della WDN3, i "servizi alle imprese" e il "commercio" sono due settori separati. Qui sono uniti per coerenza con i dati settoriali disponibili per la stima della curva di Phillips dei salari.

Gran parte delle stime del coefficiente di inclinazione calcolate a partire dalle regressioni della curva di Phillips dei salari a livello di paese e di settore aveva il segno positivo atteso.

Per la seconda parte dell'analisi condotta utilizzando i dati della WDN3, tuttavia, gli esperti hanno usato i coefficienti di inclinazione delle curve di Phillips solo quando tutti i coefficienti stimati delle variabili esplicative avevano segni in linea con la teoria economica⁴⁴.

In letteratura sono descritti vari fattori che incidono sulla vischiosità dei salari, la quale a sua volta influisce sull'inclinazione della curva di Phillips dei salari⁴⁵. Tra questi figurano: le dimensioni aziendali⁴⁶; la percentuale di lavoratori altamente qualificati e di impiegati nell'impresa⁴⁷; la percentuale dei costi dell'impresa attribuibile alla manodopera⁴⁸; la presenza di strumenti alternativi di adeguamento dei costi (ad esempio, gratifiche)⁴⁹; il grado di indicizzazione e la frequenza di adeguamento dei salari⁵⁰; il ricorso all'abbassamento o al congelamento delle retribuzioni⁵¹. Tutti questi fattori hanno potuto essere approssimati usando le risposte fornite

nell'ambito della WDN3. I coefficienti di inclinazione stimati sono stati regrediti sulle variabili della WDN3 usando una regressione cross-section.

Tavola

Risultati della regressione: fattori che influiscono sulla reattività della crescita salariale al grado di sottoutilizzo della capacità produttiva

	Reattività della crescita salariale al grado di sottoutilizzo della capacità produttiva
Dimensione	0,2413*
Lavoratori altamente qualificati	-0,0174**
Impiegati	-0,0042
Rapporto costo del lavoro/costo totale	0,0229
Rapporto gratifiche/retribuzioni totali	0,0022
Indicizzazione dei salari di base all'inflazione	-0,7006*
Frequenza delle variazioni dei salari di base	0,0854
Utilizzo dei congelamenti salariali	-0,0032
Utilizzo delle riduzioni salariali	0,0083**
Costante	1,7386
R2	60,6

Fonte: dati dell'indagine WDN3.
Nota: *p-value <0,05; **p-value <0,1

Le dimensioni aziendali, la percentuale di lavoratori altamente qualificati e la quota di addetti interessata da decurtazioni salariali sono fattori che hanno influito in misura significativa sulla reattività degli incrementi salariali al grado di sottoutilizzo della capacità produttiva e che avevano segni in linea con la teoria economica (cfr. la tavola). In particolare, la flessibilità salariale (e quindi l'inclinazione della curva di Phillips) era correlata negativamente alla percentuale

⁴⁴ Un approccio simile (utilizzando solo i "modelli con segni "corretti" dei parametri") è stato seguito dalla Deutsche Bundesbank nell'articolo "The Phillips curve as an instrument for analysing prices and forecasting inflation in Germany", *Monthly Report*, 2016, aprile, pagg. 31-45.

⁴⁵ Per una connessa analisi su come le rigidità istituzionali – quali le istituzioni e le normative del mercato del lavoro e di quello dei beni e dei servizi – possano ridurre la reattività dei salari dell'area dell'euro alla disoccupazione, cfr. il riquadro 4 dell'articolo *Rafforzare la capacità di tenuta e la crescita nel lungo periodo: l'importanza di istituzioni e strutture economiche solide per i paesi dell'area dell'euro e l'UEM* in questo numero del Bollettino.

⁴⁶ Cfr. Du Caju, P. et al., "Understanding sectoral differences in downward real wage rigidity: workforce composition, institutions, technology and competition", *Working Paper Series*, n. 1006, BCE, febbraio 2009, e Druant, M. et al., "Firms' price and wage adjustment in Europe: Survey evidence on nominal stickiness", *Labour Economics*, vol. 19, numero 5, ottobre 2012, pagg. 772-782.

⁴⁷ Cfr. Messina, J. et al., "The incidence of nominal and real wage rigidity: an individual-based sectoral approach", *Working Paper Series*, n. 1213, BCE, giugno 2010, e Druant, M. et al., *ibid.*

⁴⁸ Cfr. Druant, M. et al., *ibid.*

⁴⁹ Cfr. Messina, J. et al., *ibid.*, e Druant, M. et al., *ibid.*

⁵⁰ Cfr. l'articolo *La relazione della curva di Phillips nell'area dell'euro* nel numero di luglio 2014 del Bollettino mensile della BCE.

⁵¹ Cfr. Babecký, J. et al., "Downward Nominal and Real Wage Rigidity: Survey Evidence from European Firms", *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 112, numero 4, dicembre 2010, pagg. 884-910, e Du Caju, P. et al., *ibid.*

di lavoratori altamente qualificati per gli alti costi connessi all'assunzione e alla formazione degli stessi. Questo tende a limitare le decurtazioni salariali per tali lavoratori e di conseguenza riduce la flessibilità delle retribuzioni. I salari sono di norma più flessibili nelle imprese di grandi dimensioni poiché queste: 1) hanno maggiore probabilità di firmare accordi salariali a livello di impresa, che sono generalmente considerati più flessibili di quelli sottoscritti esternamente; 2) hanno strutture di remunerazione più complesse; 3) offrono spesso componenti salariali aggiuntive che contribuiscono alla flessibilità delle retribuzioni; 4) presentano di norma una maggiore dispersione salariale. La rigidità al ribasso dei salari nominali viene tipicamente definita come la riluttanza delle imprese a ridurre le retribuzioni. In questo senso, una percentuale maggiore di dipendenti effettivamente interessati da decurtazioni degli stipendi è indicativa di una minore rigidità salariale.

L'effetto dell'indicizzazione dei salari di base all'inflazione è stato difficile da interpretare nel presente caso perché l'indagine WDN3 non ha specificato se le retribuzioni erano indicizzate in base all'inflazione passata (in linea con l'interpretazione comune del concetto di indicizzazione) oppure alle aspettative di inflazione futura. Ciò nonostante, il segno negativo del coefficiente relativo all'indicizzazione potrebbe stare a indicare che quest'ultima, quando è operativa, domina il processo di formazione dei salari a prescindere dagli andamenti economici.

Le stime dei coefficienti relativi alla percentuale di impiegati e di lavoratori interessati da congelamenti salariali e alla quota delle gratifiche sulla spesa totale per retribuzioni delle imprese avevano segni in linea con la teoria economica e la letteratura, ma non erano statisticamente significativi. Risulta quindi difficile trarre conclusioni quanto al loro impatto sull'inclinazione della curva di Phillips. La mancanza di significatività statistica potrebbe tuttavia derivare sia dalle dimensioni limitate del campione, connesse con la disponibilità di dati, sia dal fatto che, mentre la curva di Phillips dei salari è stata stimata per il periodo 1997-2014, la regressione cross-section è unicamente basata sui dati dell'indagine WDN3 (relativi al periodo 2010-13). Ciò potrebbe spiegare ad esempio la percentuale non statisticamente significativa di dipendenti interessata da congelamenti salariali; essa è aumentata notevolmente durante la crisi, ma la curva di Phillips stimata sul più lungo periodo potrebbe non avere rilevato interamente questa variazione.

Nel complesso, l'analisi presentata in questo riquadro mostra che i risultati dell'indagine WDN3 sulle caratteristiche delle imprese e del mercato del lavoro possono spiegare una parte della variazione nella reattività degli incrementi salariali al grado di sottoutilizzo della capacità produttiva nei diversi settori e paesi. Nonostante i limiti connessi alla disponibilità di dati e alla costruzione del campione, l'analisi fornisce informazioni preziose sulle caratteristiche delle imprese e del mercato del lavoro che sembrano incidere sulla reattività dei salari alle condizioni di tale mercato. Questi risultati aiutano gli esperti della BCE a meglio comprendere la dinamica salariale a livello aggregato, il che è particolarmente importante nell'attuale periodo di crescita debole delle retribuzioni.

Comprendere le rigidità salariali è essenziale per un'efficace conduzione della politica economica e per la definizione di opportune politiche in grado di agevolare gli aggiustamenti macroeconomici. Attingendo ai risultati dell'indagine WDN3, condotta di recente a livello di impresa in 25 Stati membri dell'UE, il presente articolo concorre a una migliore comprensione delle rigidità salariali nell'Unione europea dopo la Grande Recessione, vale a dire nel periodo 2010-2013. Da queste evidenze si possono trarre alcune conclusioni preliminari.

Anzitutto, le imprese dell'UE solitamente adeguano i salari una volta l'anno.

Circa il 49 per cento delle imprese interpellate nei 25 Stati membri dell'UE inclusi nel campione riferisce di avere modificato i salari di base dei dipendenti una volta l'anno nel periodo 2010-2013, mentre il 40 per cento lo ha fatto con una frequenza minore.

In secondo luogo, la frequenza di variazione dei salari negli Stati membri dell'UE è scesa nel 2010-13 rispetto al periodo pre-crisi (2002-2007). Questo sembra almeno in parte riconducibile alla riluttanza delle imprese nel ridurre i salari di base, vale a dire alla prevalenza della DNWR.

In terzo luogo, la DNWR era di fatto prevalente nel periodo 2010-2013, nonostante la lunghezza e l'intensità della crisi, ma meno diffusa che nel 2008-2009. La riduzione dei salari di base nominali costituisce un evento estremamente raro tra le imprese europee e ciò è stato confermato persino durante la crisi. Al tempo stesso la percentuale di imprese che ha dichiarato di avere congelato le retribuzioni di base è aumentata drasticamente con la crisi, raggiungendo un punto di massimo nel periodo 2008-2009, per poi diminuire nel 2010-2013.

In quarto luogo, le evidenze dell'indagine WDN3 confermano l'esistenza di un certo grado di sostituibilità tra la flessibilità dei salari e quella delle gratifiche nel periodo 2010-2013. Tra le imprese soggette a DNWR, la probabilità di utilizzo di gratifiche e prestazioni per ridurre il costo del lavoro è maggiore; questo può contribuire ad aggirare il vincolo posto dalla DNWR. I risultati segnalano anche il ruolo (probabilmente modesto) di gratifiche e prestazioni nell'assorbimento degli shock nel 2010-2013.

Infine, una percentuale sostanziale di imprese nei paesi che hanno attuato riforme del mercato del lavoro (principalmente in quelli sottoposti a tensioni, dove la crisi è stata più profonda) ha segnalato una maggiore facilità di adeguamento sia dell'occupazione sia dei salari nel 2013 rispetto al 2010.

Sono in corso ulteriori analisi volte ad approfondire la comprensione di queste rigidità salariali e delle loro conseguenze. Fra i principali obiettivi di ricerca perseguiti dalla WDN figurano altresì la comprensione dell'adeguamento dell'occupazione e dei prezzi e più in generale del modo in cui le imprese si sono adattate agli shock e alle riforme del mercato del lavoro nel periodo 2010-2013.

Rafforzare la capacità di tenuta e la crescita nel lungo periodo: l'importanza di istituzioni e strutture economiche solide per i paesi dell'area dell'euro e per l'UEM

Istituzioni e strutture economiche solide sono essenziali per la capacità di tenuta e la prosperità a lungo termine dell'area dell'euro. Tuttavia, permane un divario significativo in termini di qualità delle istituzioni nazionali e di efficienza delle strutture economiche tra gran parte dei paesi dell'area e i paesi con i risultati migliori tra i membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE). Dopo essersi rafforzata nel periodo 2011-2013, la spinta all'attuazione delle riforme strutturali nell'area dell'euro si è recentemente indebolita, nonostante sia ancora necessaria una forte azione di riforma per migliorare la capacità di tenuta e assicurare la crescita nel lungo periodo. Il presente articolo rammenta i principali vantaggi per l'Unione economica e monetaria (UEM) derivanti da istituzioni solide, fornisce evidenze sul divario fra i paesi dell'area e quelli con i migliori risultati in termini di qualità istituzionale e funzionamento dei mercati del lavoro e dei beni e servizi, e considera sia la prospettiva nazionale sia quella comune nel delineare un'area dell'euro più solida e resiliente. L'articolo mostra che in termini di qualità delle istituzioni e di funzionamento dei mercati del lavoro e dei beni e servizi i paesi dell'area sono ancora distanti da quelli che hanno ottenuto i migliori risultati a livello internazionale. L'articolo riporta evidenze in base alle quali riducendo il divario dalla frontiera sarebbe possibile aumentare la produttività e la crescita nel lungo periodo, nonché assicurare una maggiore tenuta a fronte di shock avversi. Quest'ultimo aspetto avrebbe rilevanza non solo per i singoli paesi, ma anche per migliorare il regolare funzionamento dell'UEM. Pertanto, è della massima importanza che vengano attuate riforme istituzionali e strutturali efficaci al fine di promuovere la crescita dell'occupazione e degli investimenti, e accrescere il prodotto potenziale in tutti i paesi dell'area dell'euro.

1 Introduzione

Il presente articolo passa in rassegna il ruolo dei fattori istituzionali e strutturali per la tenuta economica e le prospettive di crescita nel lungo periodo dei paesi dell'area dell'euro. L'articolo va ad aggiungersi a due articoli precedenti del Bollettino economico, che hanno analizzato l'importanza delle riforme strutturali nell'area dell'euro e la necessità di promuovere la convergenza reale¹.

¹ *Progressi e possibile impatto delle riforme strutturali nell'area dell'euro* nel numero 2/2015 di questo Bollettino e *La convergenza reale nell'area dell'euro: riscontri, teoria e implicazioni sul piano delle politiche* nel numero 5/2015 di questo Bollettino.

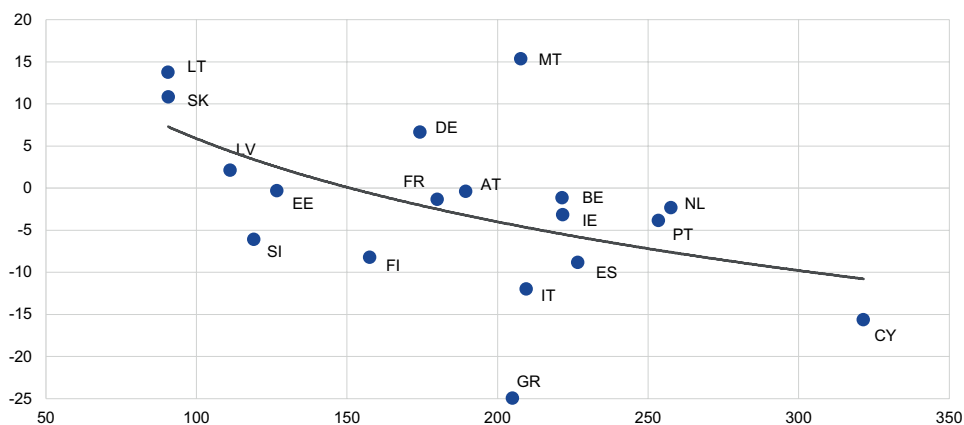
Questi articoli hanno mostrato gli effetti delle riforme strutturali sulle principali variabili macroeconomiche e come la debolezza delle istituzioni e le rigidità strutturali hanno ostacolato la convergenza reale fra i paesi dell'UE. Inoltre, secondo gli articoli, l'adozione di ulteriori riforme strutturali potrebbe essere uno strumento efficace per ristabilire la crescita e la competitività nell'area dell'euro. Il presente articolo integra la precedente analisi ponendo in risalto l'importanza di istituzioni solide, specie in relazione a due questioni di massima urgenza: come rafforzare la capacità di tenuta e come stimolare la produttività e la crescita potenziale nei paesi dell'area.

La capacità di tenuta è indebolita da strutture economiche rigide ed elevati livelli di debito. In caso di variazioni strutturali o di bruschi shock negativi, la rigidità delle strutture economiche impedisce una tempestiva riallocazione delle risorse, come capitale e lavoro, verso altri settori. Un debito pubblico elevato rende più difficile l'attuazione di politiche di bilancio anticicliche², mentre un elevato debito privato impedisce a famiglie e imprese di distribuire uniformemente nel tempo consumi e investimenti. In modo analogo, e correlato, un elevato indebitamento netto sull'estero rende i paesi vulnerabili a improvvisi deflussi di fondi degli investitori esteri. Il grafico 1 mostra che il problema del debito elevato è relativamente diffuso nei paesi dell'area dell'euro ed è generalmente associato a una debole crescita economica dall'inizio della crisi economica e finanziaria.

Grafico 1

Debito pubblico e privato (2007) e crescita del prodotto pro capite (2007-2015)

(asse delle ascisse: debito pubblico e privato in percentuale del PIL (2007); asse delle ordinate: variazione del PIL pro capite dopo il picco)



Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat per il debito pubblico e privato e stime del FMI per la crescita del prodotto potenziale.

Nota: il 2007 rappresenta il picco ciclico per l'area dell'euro nel suo complesso.

La bassa crescita della produttività, dovuta in parte a numerosi ostacoli strutturali e istituzionali, è un problema che si trascina da tempo nell'area dell'euro. Il grafico 2 mostra che per due terzi dei paesi dell'area la crescita della produttività totale dei fattori (PTF) è rimasta in media al di sotto dell'1 per cento

² Per un approfondimento sull'argomento, cfr. l'articolo *Strategie di riduzione del debito pubblico nell'area dell'euro* nel numero 3/2016 di questo Bollettino.

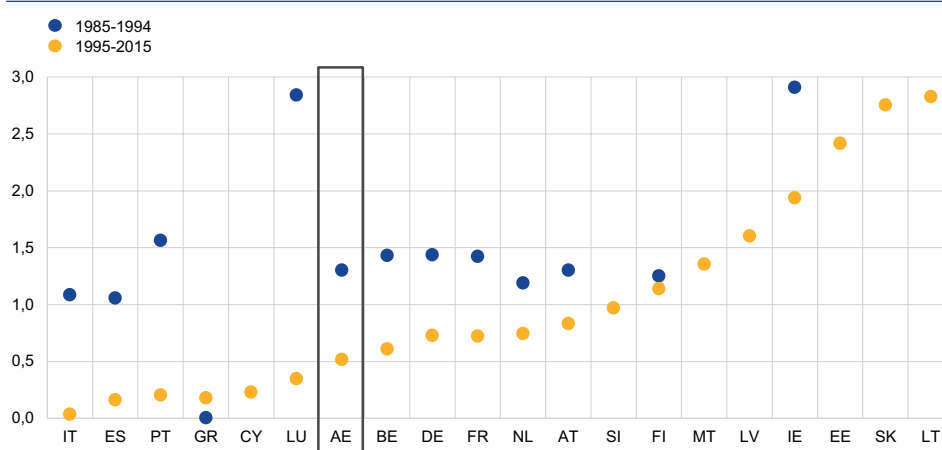
negli ultimi 20 anni. Nello stesso periodo i tassi negli Stati Uniti si sono mantenuti lievemente al di sopra dell'1 per cento. Questo quadro è motivo di preoccupazione, dato che la PTF è un fattore determinante per la crescita del PIL, che a sua volta è necessaria per promuovere l'occupazione e contribuire a ridurre gli elevati livelli di indebitamento privato e pubblico.

In tale contesto, il presente articolo analizza come istituzioni e strutture economiche solide possano far fronte alla scarsa capacità di tenuta e alla debolezza della produttività, specie nell'ambito di un'unione monetaria. L'analisi si articola in tre parti.

Grafico 2

Crescita media della produttività totale dei fattori nel 1985-1995 e nel 1995-2015

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: media non ponderata delle stime di BCE, Commissione europea e FMI.
 Note: per il periodo 1985-1995 non sono disponibili le stime di alcuni paesi. AE indica area dell'euro.

La sezione 2 esamina gli andamenti economici dei paesi dell'area dell'euro in base a una serie di indicatori istituzionali e strutturali. La sezione mostra che per quanto riguarda le principali strutture economiche (ad esempio, i mercati del lavoro e dei beni e servizi) e alcune istituzioni fondamentali, i paesi dell'area rimangono distanti dalla frontiera rappresentata dalle migliori prassi dei paesi dell'OCSE.

La sezione 3 passa in rassegna le evidenze empiriche relative ai vantaggi di istituzioni e strutture solide con particolare riferimento ai paesi dell'area dell'euro. La sezione mostra che l'efficacia delle regolamentazioni dei mercati del lavoro e dei beni e servizi e la validità delle istituzioni di governance rafforzano la capacità di tenuta e sono essenziali per la crescita nel lungo periodo. La sezione mostra che nonostante i notevoli vantaggi conseguibili con le riforme istituzionali e strutturali e la notevole distanza che ancora permane dalle migliori prassi, il ritmo delle riforme nell'area dell'euro, dopo un'impennata all'inizio della crisi, ha rallentato, specie nei paesi sottoposti a programmi di aggiustamento economico.

La sezione 4 mostra come strutture economiche e istituzioni solide siano un obiettivo importante per assicurare il regolare funzionamento dell'UEM nel suo complesso. Esistono numerose evidenze e ampio consenso sul fatto che la

flessibilità dei mercati del lavoro, dei beni e servizi e dei capitali sia importante per il regolare funzionamento dell'UEM, nel quadro di una politica monetaria unica. Alla luce della lentezza con cui sono state attuate le riforme, questa sezione analizza l'attuale quadro di governance dell'UE e trae alcuni insegnamenti per il futuro.

2 Istituzioni e strutture economiche nell'area dell'euro

Istituzioni internazionali come il Fondo monetario internazionale (FMI), l'OCSE, la Commissione europea e la BCE hanno ripetutamente invocato l'attuazione di ambiziose riforme strutturali³. Tali riforme, infatti, possono: a) favorire un migliore impiego delle risorse economiche attraverso la riduzione degli ostacoli alla rapida circolazione di capitali e lavoro tra le imprese, determinando un migliore utilizzo del lavoro e quindi un incremento dei tassi di occupazione; b) abbattere le barriere all'ingresso di nuove imprese; e c) più in generale assicurare condizioni di parità concorrenziale tra tutti gli operatori economici.

Le riforme strutturali sono generalmente associate a politiche di regolamentazione che hanno l'obiettivo di rafforzare gli incentivi di mercato nei mercati nazionali del lavoro e dei beni e servizi. Spesso tali regolamentazioni riguardano le condizioni generali per l'avvio e la gestione delle imprese.

Tuttavia, esse sono correlate anche alla qualità delle istituzioni economiche fondamentali. Istituzioni solide, che garantiscano la certezza del diritto, un'efficiente amministrazione pubblica o l'assenza di fenomeni corruttivi, sono fondamentali per consentire il corretto funzionamento di tutte le singole strutture economiche, come i mercati del lavoro e dei beni e servizi. Il riquadro 1 approfondisce i concetti di istituzioni e strutture economiche ed elenca le politiche economiche che potrebbero influire sul loro funzionamento.

Riquadro 1

Il concetto di istituzioni e strutture economiche e gli effetti sull'economia

Acemoglu et al.⁴ definiscono le istituzioni come l'insieme di regole e politiche in grado di stabilire condizioni di parità concorrenziale fra tutti gli operatori economici e assicurare incentivi economici efficaci che favoriscono gli investimenti, l'innovazione, il risparmio e la risoluzione dei problemi di azione collettiva, oltre ad assicurare una fornitura efficiente di beni pubblici. A tale riguardo, un esempio di particolare rilevanza è la tutela dei diritti di proprietà, che, ove sia garantita, influisce in misura significativa sugli incentivi a investire e innovare.

Partendo dalle istituzioni che soddisfano i criteri descritti in precedenza, le strutture economiche possono essere definite come l'assetto normativo che stabilisce gli incentivi

³ Cfr., ad esempio, *World Economic Outlook*, FMI, aprile 2016; *Economic Policy Reforms 2016: Going for Growth Interim Report*, OCSE, 2016; il pacchetto della Commissione europea per il semestre europeo 2016 con le raccomandazioni specifiche per paese; o le dichiarazioni introduttive del Presidente della BCE alla conferenza stampa della BCE.

⁴ In base alla definizione di Acemoglu, D. et al., "Institutions as the Fundamental Cause of Long-Run Growth", *NBER Working Paper*, n. 10481, 2004.

per tutte le transazioni fra gli operatori economici in un'economia. La regolamentazione nelle economie di mercato cerca di prevenire i fallimenti di mercato e di mantenere la coesione sociale, contribuendo in misura significativa a determinare le strutture economiche, ad esempio nei mercati del lavoro e dei beni e servizi. Esistono numerosi casi in cui la regolamentazione può accrescere il livello di benessere se utilizzata in modo adeguato. Se un mercato non funziona correttamente, come nei casi di monopolio naturale nelle grandi industrie a rete (ad es. l'energia), potrebbe essere opportuno regolamentare tale mercato. Tuttavia, in generale, una regolamentazione eccessiva potrebbe creare incentivi non corretti per gli investitori, le imprese e i dipendenti, per cui il lavoro o il capitale non verrebbero utilizzati dove sono più utili nella prospettiva di accrescere il benessere collettivo. Questa eccessiva regolamentazione o protezione potrebbe in definitiva frenare la crescita della produttività e dell'occupazione, oltre a impedire una pronta risposta agli shock avversi.

La regolamentazione del mercato del lavoro influenza il tasso di creazione e distruzione di posti di lavoro, i livelli di disoccupazione, la produttività, i salari e i profitti, e il grado di protezione sociale. Da un lato, potrebbe essere necessario regolamentare gli accordi in materia di stabilità del posto di lavoro, i salari minimi e i contratti collettivi per garantire ai lavoratori un livello adeguato di protezione sociale o per promuovere la crescita della produttività (attraverso la formazione professionale e l'acquisizione delle specifiche competenze richieste dalle imprese). D'altro canto, una regolamentazione eccessiva impedisce alle imprese e ai dipendenti di reagire prontamente agli shock economici in quanto scoraggia le assunzioni e favorisce quanti hanno già un posto di lavoro rispetto ai disoccupati. Per le autorità di politica economica la questione essenziale è trovare un equilibrio tra l'esigenza di un certo grado di regolamentazione e la necessità di evitare distorsioni eccessive. Le principali categorie di istituzioni del mercato del lavoro comprendono: a) il processo che regola la formazione dei salari; b) la legislazione (di tutela) del lavoro; c) le politiche attive; d) le politiche di sostegno al reddito; e) il carico fiscale sul lavoro; e f) le politiche relative all'istruzione e alla formazione professionale.

Le strutture del mercato del lavoro influiscono sul potenziale di crescita di un'economia e sulla sua capacità di adattarsi tempestivamente ai (bruschi) cambiamenti di contesto. I mutamenti economici possono avvenire con gradualità, come i cambiamenti strutturali determinati dalla globalizzazione, o più bruscamente qualora l'economia subisca shock avversi. In questi casi, deve essere possibile adeguare il costo e la quantità di lavoro. Inoltre, un fattore molto importante è la misura in cui è possibile la riallocazione tra settori. In tale contesto, le politiche del mercato del lavoro devono consentire una adeguata flessibilità nel processo di formazione dei salari, evitando che l'eccessiva rigidità della legislazione a tutela del lavoro crei un effetto di blocco (lock-in). Al contempo, è necessario garantire il sostegno al reddito dei lavoratori temporaneamente disoccupati, fornendo sussidi di disoccupazione adeguati, e favorire il reinserimento dei lavoratori attraverso programmi di occupazione mirati.

L'eccessiva regolamentazione dei mercati dei beni e servizi può avere effetti negativi sulla crescita della produttività e del PIL. Un elevato grado di concorrenza fra le imprese nei mercati dei beni e servizi impedisce un incremento eccessivo dei prezzi rispetto ai costi di produzione. Poiché nei mercati dove la concorrenza è maggiore i prezzi tendono a essere più bassi rispetto a quelli praticati nei mercati dove la concorrenza è minore, i consumatori sono avvantaggiati nei mercati più concorrenziali. Ciò a sua volta riduce le rendite ingiustificate per i produttori e accresce il benessere dei consumatori. Inoltre, la concorrenza tende anche a favorire la diversificazione dei

prodotti, offrendo maggiore scelta ai consumatori. In aggiunta, sembra che le imprese nei mercati con elevate barriere all'ingresso siano meno innovative, e ciò a sua volta ostacola il progresso tecnologico, la produttività e in definitiva la creazione di posti di lavoro.

Le strutture dei mercati dei beni e servizi influiscono sulla capacità delle economie di assorbire gli shock. Affinché l'economia possa resistere agli shock, deve essere possibile aggiustare rapidamente i prezzi e riallocare i fattori di produzione fra le imprese e i settori. Gli aggiustamenti dei prezzi sono essenziali per assicurare la trasmissione delle variazioni del costo del lavoro ai prezzi al consumo. Qualora il costo del lavoro diminuisca dopo uno shock negativo, la competitività di un'economia può migliorare solo se si verifica un aggiustamento dei prezzi. In assenza di una rapida correzione dei prezzi, il costo di uno shock avverso ricadrebbe sul reddito reale disponibile delle famiglie.

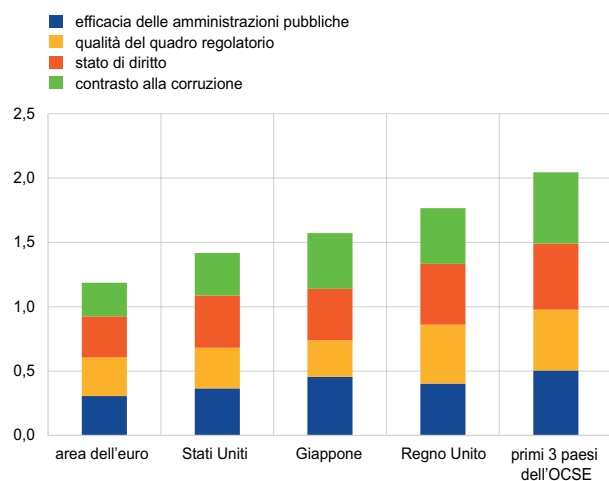
Esistono varie politiche per i mercati dei beni e servizi volte a favorire la concorrenza.

Le politiche di carattere generale, ad esempio, prevedono la creazione di un'autorità di regolamentazione autorevole ed efficiente in grado di monitorare le condizioni di concorrenza su tutti i mercati rilevanti. Inoltre, le politiche possono creare più in generale condizioni di mercato favorevoli che agevolano l'ingresso di nuove imprese e riducono gli oneri amministrativi delle imprese esistenti. Le politiche specifiche di settore includono, ad esempio, le misure a favore della concorrenza nelle industrie di rete (ad es., energia, telecomunicazioni o trasporti), nel settore del commercio al dettaglio e negli ordini professionali chiusi (ad es., notai, farmacisti o avvocati).

Grafico 3

Qualità delle istituzioni nei paesi dell'OCSE nel 2015

(indice)



Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati della Banca mondiale.
Note: i "primi 3 paesi dell'OCSE" sono Finlandia, Nuova Zelanda e Svizzera. Più elevato è il numero indice, migliore è la qualità delle istituzioni. I dati per l'area dell'euro sono una media non ponderata dei paesi membri.

Valutare la qualità delle istituzioni e delle strutture economiche è un compito impegnativo.

È prassi comune valutare la qualità istituzionale soprattutto in base alle percezioni, anche se ciò non riflette necessariamente la qualità della normativa ma piuttosto il funzionamento effettivo dell'economia. In questo articolo si utilizzano come proxy della qualità istituzionale i quattro indicatori di governance elaborati dalla Banca mondiale: efficacia delle amministrazioni pubbliche, qualità del quadro regolatorio, stato di diritto e contrasto alla corruzione. Il valore aggregato di tali indicatori è stato definito come la qualità dei servizi forniti dalle amministrazioni statali⁵, o semplicemente come l'erogazione di servizi istituzionali. Il grafico 3 mostra questi quattro indicatori per i paesi dell'area dell'euro, gli Stati Uniti e i tre paesi dell'OCSE con i migliori risultati. Un numero indice più elevato indica migliori standard istituzionali. Per tutti e quattro gli indicatori, la qualità delle istituzioni nell'area dell'euro è in media inferiore a quella delle aree confrontabili.

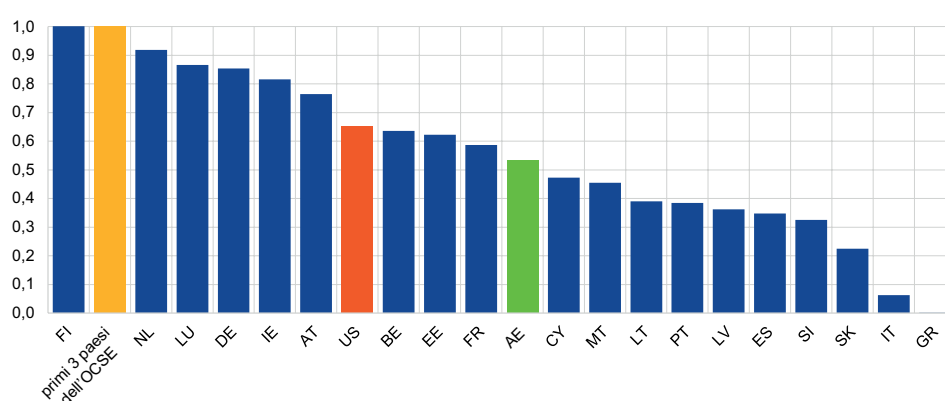
⁵ Helliwell, J.F. et al., "Good Governance and National Well-being: What are the Linkages?", *OECD Working Papers on Public Governance*, n. 25, 2014.

Quasi tutti i paesi dell'area dell'euro presentano istituzioni di qualità inferiore rispetto ai paesi dell'OCSE con i risultati migliori, sebbene esista una notevole eterogeneità fra di essi. Il grafico 4 mostra che l'indicatore di qualità istituzionale varia ampiamente fra i paesi dell'area, considerando che la Finlandia è alla frontiera in termini di solidità istituzionale, alcuni paesi (come Lussemburgo e Paesi Bassi) sono quasi in linea con i risultati migliori dell'OCSE, mentre altri (come Grecia e Italia) sono prossimi ai paesi dell'OCSE con i risultati peggiori.

Grafico 4

Distanza dei paesi dell'area dell'euro dalla frontiera in termini di qualità delle istituzioni (2015)

(indice)

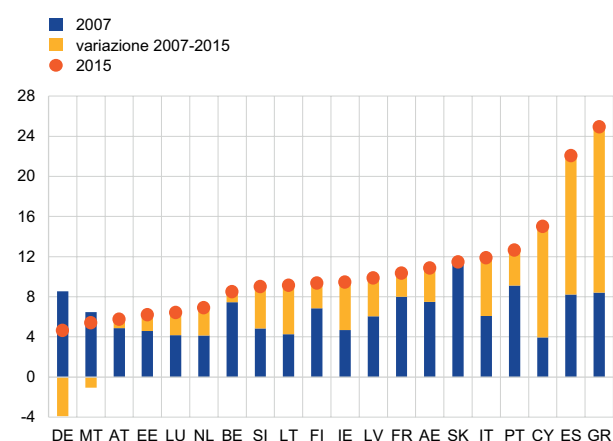


Fonti: Worldwide Governance Indicators (2015) della Banca mondiale (WGI; efficacia delle amministrazioni pubbliche, stato di diritto, qualità del quadro regolatorio, contrasto alla corruzione) ed elaborazioni della BCE.
 Note: indicatore composito relativo ai suddetti indici standardizzati, calcolato in media, ridefinito su una scala da 0 a 1 (frontiera). I "primi 3 paesi dell'OCSE" sono Finlandia, Nuova Zelanda e Svizzera. AE indica l'area dell'euro.

Grafico 5

Disoccupazione nei paesi dell'area dell'euro

(in percentuale della forza lavoro)



Fonte: Eurostat.

La misurazione dell'efficienza del mercato del lavoro richiede l'esame di un ampio spettro di regolamentazioni.

Ciò è dovuto al fatto che l'adeguatezza delle regolamentazioni specifiche (ad es., a tutela dell'occupazione) può essere valutata solo in un contesto più ampio (come il livello di protezione sociale). Per tale motivo è necessario utilizzare un'ampia gamma di indicatori per valutare l'efficienza complessiva del mercato del lavoro. Come già affermato nella relazione dei cinque presidenti⁶, le migliori prassi per i mercati del lavoro dovrebbero combinare elementi di stabilità e di flessibilità. Ciò significa contratti di lavoro flessibili e affidabili che evitino la formazione di un mercato del lavoro duale, strategie di formazione continua di vasta portata, politiche efficaci che facilitino il reinserimento dei disoccupati nel mercato del lavoro, moderni sistemi di previdenza sociale e l'attenuazione del carico fiscale

⁶ Juncker, J.-C. et al., *Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa*, 22 giugno 2015.

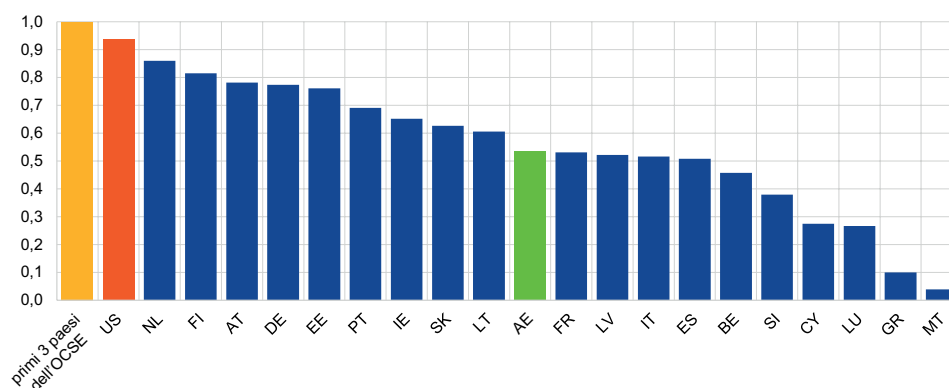
sul lavoro. Durante la crisi la disoccupazione è aumentata nei paesi dell'area dell'euro e rimane ancora molto elevata in alcuni stati membri (cfr. grafico 5). Le riforme che rafforzano la flessibilità e la stabilità in modo equilibrato migliorano l'efficienza dei mercati del lavoro, facilitando la creazione di posti di lavoro e riducendo gli elevati tassi di disoccupazione nei paesi interessati.

Per misurare la regolamentazione dei mercati dei beni e dei servizi è necessario esaminare il funzionamento di numerosi settori dell'economia. Gli indicatori presi in considerazione hanno aspetti de jure e de facto. L'indice dell'OCSE sulla regolamentazione dei mercati dei beni e servizi (product market regulation, PMR) è incentrato sugli aspetti legislativi del quadro regolatorio connesso alla regolamentazione dell'intera economia (ad es., il controllo statale) e alla regolamentazione a livello settoriale (ad es., le barriere agli scambi nel settore manifatturiero). Per contro, l'indicatore Doing Business della Banca mondiale è incentrato principalmente sui costi effettivi della regolamentazione delle attività economiche. Il grafico 6 mostra il valore aggregato (standardizzato) dei due indicatori. Secondo questo indicatore aggregato i mercati dei beni e servizi nell'area dell'euro presentano problemi di funzionamento rispetto ai migliori tre paesi dell'OCSE. In base a tale indicatore, tutti i paesi dell'area, in particolare quelli più lontani dalla frontiera, devono accrescere la concorrenza e migliorare le condizioni generali per lo svolgimento dell'attività economica.

Grafico 6

Distanza dei paesi dell'area dell'euro dalla frontiera in termini di efficienza dei mercati dei beni e servizi (2015 o ultimi dati disponibili)

(indice)



Fonti: ultimo indicatore PMR dell'OCSE, indicatore Doing Business della Banca mondiale ed elaborazioni della BCE.

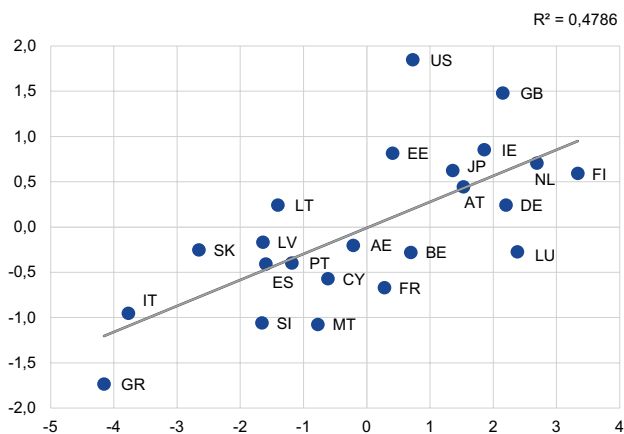
Note: indicatore composito relativo ai due indici standardizzati, calcolato in media, ridefinito su una scala da 0 a 1 (frontiera). I "primi 3 paesi dell'OCSE" sono Nuova Zelanda, Regno Unito e Danimarca.

Esiste una stretta relazione fra la qualità delle istituzioni e il corretto funzionamento dei mercati del lavoro e dei beni e servizi. Il grafico 7 mostra che, secondo gli indicatori utilizzati per questa analisi, nei paesi dove la qualità delle istituzioni è mediamente inferiore anche la qualità della regolamentazione dei mercati del lavoro e dei beni e servizi tende a essere di qualità inferiore alla media. Questa stretta relazione potrebbe riflettere, fra l'altro, il fatto che, in presenza di istituzioni solide, è più probabile che le società e i legislatori superino gli interessi di parte e pongano in atto le riforme che favoriscono la maggioranza dei cittadini.

Grafico 7

Qualità istituzionale ed efficienza dei mercati del lavoro e dei beni e servizi (2015 o ultimi dati disponibili)

(asse delle ascisse: qualità istituzionale (z-score); asse delle ordinate: efficienza dei mercati del lavoro e dei beni e servizi (z-score)).



Fonti: elaborazioni della BCE basate sui dati di Banca mondiale, OCSE, Global Competitiveness Index, Heritage Foundation e Fraser Institute.
Note: la qualità istituzionale è misurata come media dei Worldwide Governance Indicators della Banca mondiale (voce e accountability, efficacia delle amministrazioni pubbliche, stato di diritto, qualità del quadro regolatorio, contrasto alla corruzione, stabilità politica e assenza di violenza). Indicatori riportati sotto forma di z-score.

Tutti gli indicatori tesi a valutare la qualità delle istituzioni e delle strutture economiche sono caratterizzati da notevoli problemi di misurazione.

Come riportato più in dettaglio nel riquadro 1, le istituzioni e alcune strutture economiche (come quelle attinenti ai mercati del lavoro e dei beni e servizi) presentano molteplici aspetti che spesso non sono facilmente quantificabili o non lo sono affatto. Gli indicatori inoltre, poiché spesso sono basati sulle percezioni, potrebbero essere influenzati da fattori congiunturali: nei periodi di crisi, ad esempio, la percezione del funzionamento di alcune istituzioni potrebbe essere più negativa rispetto alle fasi di congiuntura favorevole. Un altro problema è legato all'arbitrarietà della scala utilizzata, in particolare per gli indicatori de facto. Presentano una certa rilevanza anche le dimensioni del campione e la composizione delle rilevazioni, così come le loro variazioni nel tempo. Pertanto, le conclusioni tratte sulla base degli indicatori aggregati riportati nei grafici 4-6 relativi alla qualità delle istituzioni e del quadro regolatorio in un determinato paese dovrebbero essere integrate da un'indagine più approfondita sull'effettivo funzionamento dell'economia e del settore pubblico.

3 Evidenze degli effetti delle riforme istituzionali e strutturali nei paesi dell'area dell'euro

Partendo dai suddetti indicatori, questa sezione esamina le evidenze empiriche che collegano sia le istituzioni che le strutture economiche alla capacità di tenuta e alla crescita della produttività nel lungo periodo.

3.1 Rafforzare la capacità di tenuta economica

Le riforme istituzionali e strutturali sono essenziali per rafforzare la tenuta economica. La tenuta delle economie presenta un aspetto ex ante e uno ex post. In generale, la tenuta ex ante indica la capacità di resistere agli shock, mentre la tenuta ex post esprime la capacità di ridurre i costi di uno shock negativo e di conseguire poi una rapida ripresa. Questi due aspetti sono interconnessi. In che misura le economie riescano a far fronte agli shock dipende da una serie di fattori, fra cui il contesto politico, il grado di diversificazione economica e finanziaria e, in particolare, la qualità delle istituzioni e delle strutture economiche.

La capacità dei paesi di resistere agli shock di solito viene verificata empiricamente individuando in primo luogo le fonti di tali shock. Gli shock avversi che colpiscono le economie possono avere origine comune o essere

idiosincratici. Nel caso di un'origine comune (ad es. lo scoppio della bolla collegata alle imprese del comparto tecnologico o la crisi finanziaria del 2007-2008), la tenuta economica può essere verificata confrontando le reazioni di differenti paesi allo stesso shock. Questo confronto solitamente viene effettuato valutando gli effetti dello shock sull'economia (tenuta ex ante) e calcolando i tempi della ripresa (tenuta ex post).

Per quanto concerne la tenuta ex ante, è stato dimostrato che la gravità della recessione o della crisi dopo uno shock negativo rispecchia l'assetto istituzionale di un paese.

Acemoglu et al.⁷ hanno riscontrato che i paesi con problemi istituzionali evidenziano una volatilità nettamente maggiore, misurata dalla deviazione standard del prodotto pro capite. Rodrik⁸ è giunto a una simile conclusione, osservando che l'impatto degli shock esterni sulla crescita è tanto maggiore quanto più forti sono i conflitti sociali latenti in un'economia e più deboli sono le istituzioni per la gestione dei conflitti. L'elevata qualità delle istituzioni e delle strutture economiche tende anche a ridurre il rischio di crisi, come mostra il riquadro 2. Tra i paesi dell'OCSE, quelli con le istituzioni più deboli sono nettamente più esposti agli shock economici rispetto ai paesi caratterizzati dal corretto funzionamento delle istituzioni e dalla solidità dei mercati del lavoro e dei beni e servizi.

Numerosi studi empirici hanno confermato che il buon funzionamento dei mercati del lavoro e dei beni e servizi è importante per migliorare la tenuta economica ex post, ossia successiva a uno shock.

Canavo et al.⁹ hanno adottato la metodologia descritta in precedenza, individuando gli shock comuni per verificarne l'impatto nei paesi caratterizzati da differenti strutture economiche. Osservando i dati settoriali di vari paesi europei, gli autori hanno riscontrato che un elevato livello di regolamentazione dei mercati dei beni e servizi rende i settori meno resistenti agli shock negativi. Secondo gli autori la diversa capacità di assorbimento degli shock nei sotto-settori industriali sarebbe riconducibile in ampia misura al grado di avanzamento delle riforme dei mercati dei beni e servizi. Duval and Vogel¹⁰ hanno condotto un'analisi analoga, incentrata tuttavia sulla persistenza degli shock nell'output gap. Le loro simulazioni indicano che la rigidità dei mercati del lavoro e dei beni e servizi ritarda il ritorno del prodotto al livello potenziale dopo uno shock e aggrava la perdita di prodotto cumulata sostenuta nel periodo. Il riquadro 3 pone in risalto un esempio di capacità di tenuta ex post, fornendo evidenze di episodi di calo della disoccupazione dopo l'attuazione di riforme strutturali.

⁷ Cfr. la nota n. 4.

⁸ Rodrik, D., "Where Did All the Growth Go? External Shocks, Social Conflict, and Growth Collapses", *Journal of Economic Growth*, vol. 4, n. 4, 1999, pagg. 385-412.

⁹ Canavo et al., "Measuring the macroeconomic resilience of industrial sectors in the EU and assessing the role of product market regulations", *European Economy – Occasional Papers*, n. 112, Commissione europea, luglio 2012.

¹⁰ Duval, R. e Vogel, L., "Economic resilience to shocks. The role of structural policies", *OECD Journal: Economic Studies*, vol. 2008/1.

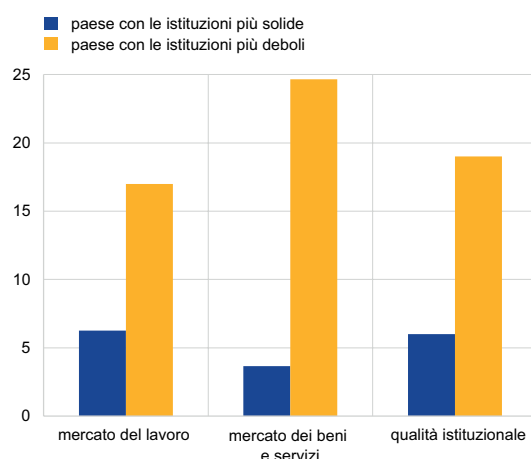
Riquadro 2

Istituzioni e strutture economiche di qualità superiore riducono le probabilità di crisi

Grafico

Probabilità di eventi di crisi, subordinata alla qualità delle istituzioni

(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra il risultato di un modello probit in cui la probabilità di crisi è calcolata sui valori estremi delle variabili istituzionali, ossia i valori minimo e massimo fra i paesi, mentre le variabili di controllo (spesa complessiva delle amministrazioni pubbliche e tassi di interesse nominali a breve termine) sono considerate nella media. Per la qualità istituzionale, la probabilità media è ricavata dal WGI; per le istituzioni relative ai mercati dei beni e servizi, la probabilità media è ricavata dall'efficienza dei mercati dei beni e servizi secondo gli indici Doing Business e GCI; e per le istituzioni dei mercati del lavoro, la probabilità media è ricavata dalla flessibilità dei mercati del lavoro secondo EPL, GCI ed Heritage Foundation. I dati si riferiscono al periodo 1990-2014 e a un campione di paesi dell'OCSE.

Il presente riquadro illustra un semplice esercizio per verificare se le probabilità di forti contrazioni del PIL dipendono dai differenti contesti istituzionali e strutturali. L'esercizio, i cui risultati sono mostrati nel grafico, dapprima individua una forte contrazione del prodotto. A tal fine, si considera la distribuzione della crescita annuale del PIL in tutti i paesi dell'OCSE dal 1990 al 2014, definendo come episodio di crisi il decimo percentile della distribuzione. Il percentile ha una mediana del tasso di crescita del PIL pari al -4 per cento. In secondo luogo, si stima un modello di regressione probit in cui la variabile dipendente è la probabilità che si verifichi una contrazione del PIL di un ordine di grandezza che si colloca nel decimo percentile. Sul lato destro dell'equazione si aggiungono le variabili istituzionali e strutturali, oltre a un insieme di variabili di controllo, come le spese delle amministrazioni pubbliche e i tassi di interesse a breve termine. I risultati mostrano che la probabilità di una forte contrazione del PIL, ossia che un episodio di crisi ricada

nel decimo percentile della distribuzione, è sensibilmente inferiore nei paesi del campione con istituzioni e caratteristiche strutturali più solide rispetto ai paesi con istituzioni e caratteristiche più deboli. Il quadro non cambia nelle tre aree di politica economica: mercato del lavoro, mercato dei beni e servizi e qualità istituzionale. È molto importante quindi migliorare su tutti questi fronti per ridurre il rischio di coinvolgimento in una grave crisi. In particolare, le riforme dei mercati dei beni e servizi, che includono altresì le condizioni generali per l'avvio e la gestione delle imprese, sarebbero particolarmente vantaggiose per rafforzare la capacità di adattamento di un paese.

La capacità di tenuta ex post migliorerebbe sensibilmente se il canale della competitività funzionasse correttamente nell'area dell'euro. Prima della crisi finanziaria, diversi studi avevano posto in evidenza che il funzionamento del canale della competitività era ostacolato dalle rigidità strutturali nell'area dell'euro¹¹. In uno studio recente, Biroli et al.¹² hanno confermato tali risultati, riscontrando nel

¹¹ Ad esempio, *The EU Economy: 2006 Review: Adjustment Dynamics in the Euro Area: Experiences and Challenges*, Commissione europea, 2006.

¹² Biroli et al., "Adjustment in the Euro Area and Regulation of Product and Labour Markets: An Empirical Assessment", *European Economy – Economic Papers*, n. 428, Commissione europea, ottobre 2010.

complesso che una eccessiva regolamentazione nei mercati del lavoro e dei beni e servizi renderebbe più persistenti i differenziali di inflazione a fronte di uno shock comune. Ciò significa che in un'unione monetaria, dove il canale del tasso di cambio nominale non è più uno strumento di aggiustamento, il funzionamento del canale della competitività è ostacolato dalle strutture altamente regolamentate dei mercati del lavoro e dei beni e servizi, che impediscono un'attenuazione automatica degli shock a livello nazionale. È probabile che fra il 2011 e il 2013 il funzionamento del canale della competitività sia migliorato grazie alle riforme strutturali attuate nei paesi più colpiti dalla crisi del debito sovrano.

Un elevato indebitamento limita la capacità di tenuta economica sia ex ante

sia ex post. Elevati livelli di debito possono rendere l'economia più vulnerabile agli shock e acuire o prolungare il rallentamento economico. Ciò avviene perché l'indebitamento impedisce alle famiglie e alle imprese di distribuire uniformemente nel tempo la spesa per i consumi e gli investimenti, e non consente ai governi di attenuare gli shock negativi. Un alto debito pubblico in genere comporta in futuro aliquote fiscali più elevate, che scoraggiano gli investimenti. Le interazioni negative fra un debito sovrano elevato e un settore finanziario debole continuano a frenare le decisioni di investimento e la crescita economica. L'elevato debito nei settori privato e pubblico rimane un fattore di grave vulnerabilità in diversi paesi dell'area dell'euro. Alcuni studi empirici ricavano una soglia implicita per il rapporto debito/PIL e riscontrano che, se il debito si mantiene su un certo livello per alcuni anni, vi sono evidenze del fatto che la crescita del PIL rimane contenuta¹³.

Sembra esserci una solida relazione empirica fra la dinamica del debito nel settore privato e l'efficacia delle norme nazionali in materia di insolvenza.

Ad esempio, una recente analisi degli esperti della Commissione europea ha rilevato evidenze del fatto che, in presenza di un elevato indebitamento privato, la qualità della legislazione in materia di insolvenza è importante per la stabilità finanziaria e per favorire l'imprenditorialità, attenuando quindi l'impatto della riduzione della leva finanziaria sulla crescita. In particolare, è stato riscontrato che una buona legislazione in materia di insolvenza è connessa a un aggiustamento più rapido della quota di prestiti in sofferenza¹⁴. Un'elevata quota di prestiti in sofferenza in genere è associata a una legislazione meno rigorosa in materia di insolvenza. La qualità della legislazione in materia di insolvenza è essenziale per accelerare il processo di risoluzione dei debiti in sofferenza, favorendo in tal modo l'efficienza degli investimenti e la crescita nel lungo periodo.

¹³ Sulla relazione fra debito pubblico e crescita, cfr. Checherita-Westphal, C. e Rother, P., "The impact of high government debt on economic growth and its channels: An empirical investigation for the euro area", *European Economic Review*, vol. 56, n. 7, ottobre 2012, pagg. 1392-1405. Sulla relazione fra debito privato e crescita, cfr. Cecchetti, S., Mohanty, M. e Zampolli, F., "The real effects of debt", *Working Papers*, n. 352, Banca dei regolamenti internazionali, settembre 2011.

¹⁴ Carpus Carcea, M. et al., "The Economic Impact of Rescue and Recovery Frameworks in the EU", *European Economy – Discussion Papers*, n. 004, Commissione europea, settembre 2015.

Riquadro 3

Gli episodi di calo della disoccupazione nell'area dell'euro e il ruolo delle riforme strutturali

Tavola A

Paesi e anni in cui si sono verificati episodi di riassorbimento della disoccupazione intensi e persistenti

Germania	2005
Estonia	2003, 2010
Irlanda	1995
Spagna	1996
Francia	1998
Lettonia	2002, 2010
Lituania	2001, 2010
Slovacchia	2004
Finlandia	1996

Fonte: elaborazioni della BCE su dati Eurostat.

Nota: l'anno indica l'inizio di un episodio di riassorbimento della disoccupazione. Ad esempio, in Germania l'episodio di riassorbimento della disoccupazione è iniziato nel 2005, per cui, secondo la definizione adottata, nel periodo 2005-2008 il tasso di disoccupazione è sceso di almeno 3 punti percentuali e del 25 per cento, e nel 2010 il tasso di disoccupazione era al di sotto del livello registrato nel 2005.

Uno dei costi maggiori imposti dalla crisi finanziaria e del debito sovrano è stato il brusco aumento della disoccupazione in diversi paesi dell'area dell'euro.

Questo riquadro mira a spiegare gli episodi di riassorbimento della disoccupazione, incentrandosi sull'importanza relativa del tasso di disoccupazione, della crescita del PIL e delle riforme dei mercati del lavoro e dei beni e servizi. A tal fine è stata adottata una metodologia di analisi degli eventi. L'evento di riassorbimento della disoccupazione è definito come un evento che nel complesso soddisfa le seguenti condizioni: 1) il tasso di disoccupazione è sceso di almeno 3 punti percentuali nell'arco di tre anni; 2) il calo della disoccupazione

nell'arco dei tre anni è stato pari ad almeno il 25 per cento del tasso di disoccupazione iniziale; 3) a distanza di cinque anni il tasso di disoccupazione è rimasto inferiore rispetto al livello all'inizio dell'episodio¹⁵. Il campione di dati fa riferimento ai paesi dell'area dell'euro nel periodo 1995-2015. In totale si possono individuare 12 episodi (cfr. tavola A).

La tavola A mostra che i periodi di marcata riduzione della disoccupazione non sono comuni ma neppure rari.

Gli andamenti macroeconomici svolgono un ruolo importante nel determinare tali episodi. Il grafico (primo riquadro) mostra che il tasso di disoccupazione aumenta prima di un episodio di riassorbimento ed è nettamente maggiore rispetto alla media del campione. In aggiunta, il picco di disoccupazione è preceduto da un brusco rallentamento della crescita del PIL (cfr. il grafico, secondo riquadro). La crescita del PIL aumenta nel periodo antecedente l'inizio dell'episodio, mentre il tasso di disoccupazione diminuisce con un certo ritardo.

Oltre al ruolo svolto dalla congiuntura economica, anche l'orientamento alle riforme avrebbe notevole rilevanza. L'orientamento alle riforme è calcolato utilizzando gli indicatori dell'OCSE relativi alla legislazione a tutela dell'occupazione (employment protection legislation, EPL) e alla regolamentazione di energia, trasporti e comunicazioni (energy, transport and communications regulation, ETCR)¹⁶. Queste serie sono considerate proxy delle riforme dei mercati del lavoro e dei beni e servizi. L'analisi è incentrata su riforme relativamente ampie, definite come le riforme che vanno oltre una deviazione standard della variazione dell'indicatore in tutte le osservazioni

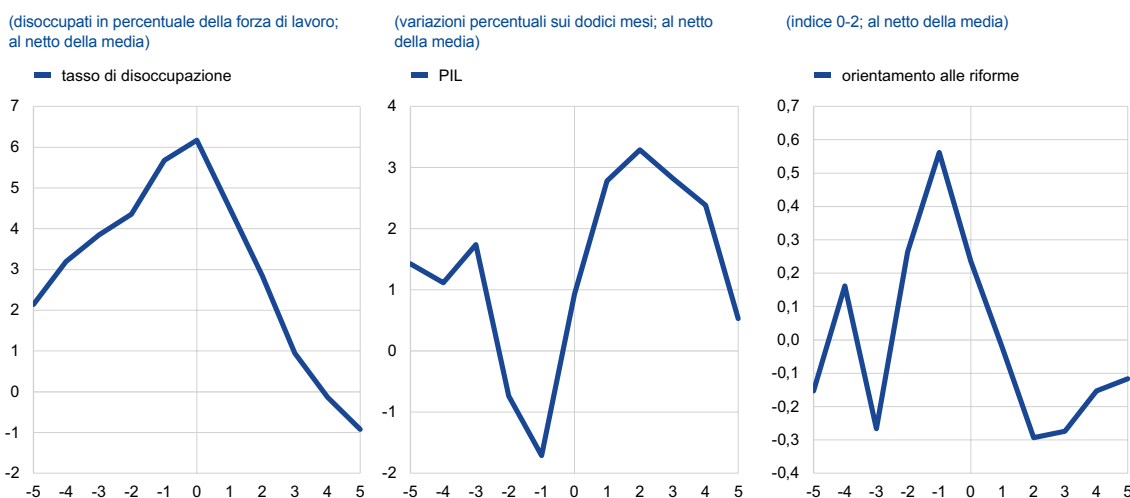
¹⁵ Una metodologia affine è stata adottata da Freund, C. e Rijkers, B., "Episodes of unemployment reduction in rich, middle-income and transition economies", *Journal of Comparative Economics*, vol. 42, numero 4, dicembre 2014, pagg. 907-923.

¹⁶ Si utilizza l'indice ETCR in ragione della sua frequenza annuale, invece dell'indicatore più ampio dell'OCSE sulla regolamentazione del mercato dei beni e servizi (product market regulation, PMR), in quanto disponibile solo a scadenza quinquennale.

di ciascuna serie¹⁷. La somma degli episodi nell'ambito dei mercati del lavoro e dei beni e servizi esprime l'orientamento alle riforme, che è pari a 0 in caso di assenza di qualunque riforma, secondo la definizione data in precedenza, 1 in caso di un episodio di riforma e 2 in caso di simultanei episodi di riforma delle EPL ed ETCR. Il grafico (terzo riquadro) mostra che negli anni antecedenti l'episodio di riassorbimento della disoccupazione, i paesi hanno mostrato una tendenza ad attuare più riforme. L'attività di riforma raggiunge il punto massimo un anno prima dell'inizio dell'episodio per poi diminuire. Nel complesso i tre riquadri del grafico indicano che in media la propensione a introdurre le riforme è maggiore quando il PIL cresce a un ritmo più contenuto e la disoccupazione è elevata e in aumento. In altre parole, tale propensione si rafforza quando le condizioni economiche sono negative.

Grafico

Evoluzione delle variabili fondamentali negli episodi di riassorbimento della disoccupazione



Note: "0" indica l'inizio dell'episodio di riassorbimento della disoccupazione. Ogni variabile è al netto della media del campione di osservazioni in ciascun anno (il tasso di disoccupazione è al netto della media del tasso medio di disoccupazione in ciascun anno; la crescita del PIL è al netto della media della crescita media del PIL in ciascun anno; e l'orientamento alle riforme è al netto della media del numero di riforme scelte in ciascun anno).

Tavola B

Probabilità di un episodio di riassorbimento della disoccupazione (risultato di un modello lineare di probabilità)

	(1)	(2)
Tasso di disoccupazione	0,0596***n	0,0533***
Crescita del PIL	0,0274***	0,0432**
Orientamento alle riforme (t-1)		0,0928*
Variabili dummy degli anni	yes	yes
Variabili dummy dei paesi	yes	yes
Numero di osservazioni	223	143
R-quadro	0,427	0,539

Note: regressione relativa al periodo 1995-2015 per i paesi con un tasso di disoccupazione superiore al 5 per cento. Gli errori standard robusti sono mostrati fra parentesi.

Si utilizza un modello lineare di probabilità per verificare l'importanza dell'orientamento alle riforme nella previsione degli episodi di riassorbimento della disoccupazione. In questo modello la variabile dipendente è pari a 1 quando inizia l'episodio di riassorbimento della disoccupazione ed è pari a 0 in assenza dell'episodio di riassorbimento della disoccupazione. I risultati della regressione mostrano che l'aumento dei tassi di disoccupazione e di crescita del PIL ha un impatto positivo sulla probabilità che inizi un episodio di riassorbimento della disoccupazione. In aggiunta, i risultati

¹⁷ Una metodologia simile è stata adottata da Bouis, R. e Duval, R., "Raising Potential Growth After the Crisis: A Quantitative Assessment of the Potential Gains from Various Structural Reforms in the OECD Area and Beyond", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 835, 2011.

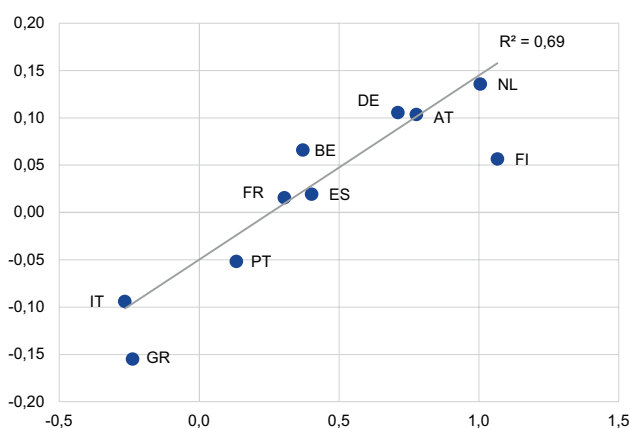
mostrano che l'orientamento alle riforme, tenuto conto dei tassi di disoccupazione e di crescita del PIL, è anch'esso positivamente correlato con l'inizio di un episodio di riassorbimento della disoccupazione. La tavola B suggerisce che un episodio di riforma è associato a un aumento del 9 per cento della probabilità che si verifichi un episodio di riassorbimento della disoccupazione.

Nel complesso, i risultati mostrano che l'attuazione di riforme significative potrebbe contribuire alla capacità di tenuta ex post accelerando la riduzione della disoccupazione.

3.2 Rafforzamento della produttività e della crescita nel lungo periodo

Sin dagli anni settanta diversi contributi di ricerca hanno dimostrato che la solidità e l'efficienza delle istituzioni sono importanti per la crescita nel lungo periodo. Già dagli inizi degli anni settanta è dimostrato che un sistema economico efficiente e diritti di proprietà ben definiti sono fattori chiave che hanno consentito alle economie occidentali di accrescere la loro ricchezza rispetto al resto del mondo¹⁸. A distanza di trenta anni, Acemoglu et al.¹⁹ hanno dimostrato, attraverso una serie di episodi storici in economie sviluppate e in via di sviluppo, come l'esistenza (e la tutela) dei diritti di proprietà abbia incentivato gli individui a investire in capitale fisico o umano, o ad adottare tecnologie più efficienti.

Grafico 8
Relazione fra istituzioni e crescita in Europa



Fonti: Eurostat, Banca mondiale ed elaborazioni della BCE.
Note: la qualità istituzionale è misurata come media dei sei Worldwide Governance Indicators della Banca mondiale (voce e accountability, efficacia delle amministrazioni pubbliche, stato di diritto, qualità del quadro regolatorio, contrasto alla corruzione, stabilità politica e assenza di violenza). Nell'asse delle ordinate la crescita attesa è il risultato di una semplice regressione di convergenza, dove la crescita media del PIL pro capite fra il 1999 e il 2014 dipende solo dal livello del PIL pro capite nel 1999 e da una costante.

L'evidenza empirica a sostegno dell'importanza della qualità istituzionale in Europa è relativamente limitata. Il grafico 8 mostra la relazione esistente fra il residuo di un semplice modello di convergenza e la qualità delle istituzioni nel 1999, laddove la crescita media del PIL pro capite fra il 1999 e il 2014 dipende solo dal livello del PIL pro capite nel 1999 e da una costante. Appare evidente che per i paesi dell'area dell'euro esiste un rapporto diretto fra la qualità istituzionale e il residuo. A partire dalle evidenze mostrate nel grafico 8, studi recenti (Masuch et al.²⁰) offrono alcune analisi a sostegno della tesi secondo cui la qualità delle istituzioni è una determinante significativa della crescita nel lungo periodo nei paesi europei. I risultati sembrano di particolare rilievo per i paesi dove l'efficacia delle istituzioni è inferiore alla media dell'UE e il rapporto iniziale debito pubblico/PIL è superiore a una determinata soglia. I risultati confermano altresì l'ipotesi che la qualità delle

¹⁸ North, D. e Thomas, R., *The Rise of the Western World: A New Economic History*, Cambridge University Press, Cambridge, 1973.

¹⁹ Cfr. il rimando alla nota 4.

²⁰ Masuch et al. in "Institutions and Growth in Europe", *CEPS Working Document*, n. 421, 2016, hanno riscontrato, fra l'altro, che istituzioni relativamente deboli sembrano essere particolarmente dannose per la crescita a lungo termine in presenza di un elevato debito pubblico.

istituzioni potrebbe essere più importante per la crescita nel lungo periodo nei paesi dove lo strumento del tasso di cambio non è più disponibile. Un canale fondamentale attraverso cui istituzioni di qualità superiore influiscono sulla crescita è l'aumento della produttività. De Rosa et al.²¹ hanno riscontrato, per un panel che include i paesi europei, come la corruzione tenda a ridurre la crescita della produttività delle imprese.

Migliorare il funzionamento dei mercati del lavoro e dei beni e servizi determina anche una maggiore crescita economica nel lungo periodo. Ciò è stato dimostrato in numerosi studi empirici di confronto internazionale o relativi ai singoli paesi. Quanto alla regolamentazione dei mercati dei beni e servizi, esistono ampie evidenze che tale regolamentazione innalza le barriere all'ingresso di nuove imprese, contribuendo altresì all'aumento dei prezzi e alla riduzione degli scambi, e probabilmente rallenta il processo di riallocazione delle risorse²². La minore concorrenza in un settore può avere un impatto anche sulla concorrenza in altri settori della catena di valore. Gli studi mostrano che riducendo la regolamentazione nei settori che forniscono input al livello successivo nella catena del valore si può migliorare l'accesso ai principali input intermedi e quindi rafforzare la concorrenza al livello successivo²³. Inoltre, i paesi possono attendersi dalle riforme strutturali un significativo incremento della crescita della produttività che permetterebbe loro di portarsi al livello dei paesi con i risultati migliori sui mercati del lavoro e dei beni e servizi. Per quanto riguarda la regolamentazione del mercato del lavoro, Bouis e Duval²⁴ e Bassanini et al.²⁵ hanno rilevato evidenze che una EPL eccessivamente rigida indebolisce la produttività nei settori dove il turnover occupazionale è generalmente elevato. Questi risultati sono coerenti con la valutazione che una EPL restrittiva rende più difficile per le imprese reagire rapidamente ai cambiamenti tecnologici o della domanda di beni e servizi che richiedono la riallocazione o il ridimensionamento del personale, spingendole a utilizzare le loro risorse in modo meno efficiente. A tale riguardo, il riquadro 4 esamina la rigidità del mercato del lavoro e il modo in cui si ripercuote sulla reattività dei salari nei paesi dell'area dell'euro. Il riquadro mostra che il migliore funzionamento delle strutture del mercato del lavoro influirebbe sulla reattività dei salari, che a sua volta faciliterebbe il processo di aggiustamento, consentendo ai salari di rispondere adeguatamente agli andamenti del livello di disoccupazione. Tuttavia, esistono altri studi in cui l'impatto della EPL sulla produttività appare meno evidente. Koeniger²⁶ sostiene che l'assenza di un impatto evidente potrebbe essere dovuta alle imprese già presenti nel settore che sono spinte a innovare per evitare un ridimensionamento, mentre, d'altro canto, una EPL più severa impedisce l'ingresso di nuove imprese

²¹ De Rosa, D., Gooroochurn, N. e Görg, H., "Corruption and Productivity: Firm-Level Evidence from the BEEPS Survey", *Policy Research Working Paper*, n. 5348, Banca mondiale, 2010.

²² Per una panoramica della letteratura, cfr. Schiantarelli, F., "Product Market Regulation and Macroeconomic Performance: A Review of Cross-Country Evidence", *Boston College Working Paper*, n. 623, 2005.

²³ Bourlès et al., "Do product market regulations in upstream sectors curb productivity growth? Panel data evidence for OECD countries", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 95, numero 5, dicembre 2013, pagg.1750-1768.

²⁴ Cfr. il rimando alla nota 15.

²⁵ Bassanini, A. et al., Economic Growth: "The Role of Policies and Institutions: Panel Data. Evidence from OECD Countries", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 283, 2001.

²⁶ Koeniger, W., "Dismissal costs and innovation", *Economics Letters*, vol. 88, numero 1, luglio 2005, pagg. 79-84.

e quindi frena la produttività. Una regolamentazione restrittiva dei mercati dei beni e servizi può avere anche un impatto negativo sull’allocazione del lavoro, perché impedisce l’uscita dal mercato o il ridimensionamento delle imprese meno produttive, ostacolando l’efficienza allocativa.

Riquadro 4

L’impatto delle rigidità istituzionali sulla reattività dei salari nell’area dell’euro

Il presente riquadro analizza il rapporto tra le rigidità istituzionali e la reattività dei salari in vari settori e i possibili effetti sulla tenuta economica e sull’aggiustamento agli shock dell’area dell’euro. Il riquadro mostra che le rigidità istituzionali, come le istituzioni e le regolamentazioni dei mercati del lavoro e dei beni e servizi, riducono la reattività dei salari alla disoccupazione nell’area dell’euro. Queste rigidità istituzionali, quindi, tendono ad acuire le flessioni dell’occupazione e del prodotto connesse agli shock negativi asimmetrici al ribasso, e a impedire gli aggiustamenti che evitano un eccessivo surriscaldamento dell’economia associato agli shock positivi. Le riforme dei mercati del lavoro e dei beni e servizi possono ridurre le rigidità salariali, rafforzando quindi la crescita, la tenuta economica e l’aggiustamento agli shock dell’area dell’euro.

Tavola

Rigidità istituzionali che indeboliscono la reattività dei salari alla disoccupazione nell’area dell’euro

	EPL	ETCR	Tasso di sindacalizzazione
Settore manifatturiero	0,24	0,04	0,01
Costruzioni	0,31	0,03	0,00
Servizi*	0,27	0,01	0,00

Fonti: Anderton et al. ed elaborazioni della BCE.

Note: i coefficienti riportati sono i termini di interazione tra il tasso di disoccupazione e gli indicatori di rigidità istituzionali di regressioni separate della curva di Phillips per i salari stimate a livello settoriale (retribuzione nominale per ora a persona). I coefficienti sono in grassetto se la significatività è almeno del 10 per cento. Il segno positivo del parametro di interazione indica una risposta più modesta della disoccupazione ai salari (ossia, la curva di Phillips è meno inclinata) in caso di: maggiori tutele dell’occupazione (l’indicatore dell’OCSE che misura il rigore della normativa sul licenziamento individuale e collettivo dei dipendenti nei contratti regolari/a tempo indeterminato); regolamentazione più rigorosa dei mercati dei beni e prodotti (l’indicatore dell’OCSE relativo alla regolamentazione in materia di energia, trasporti e comunicazioni); e maggiore tasso di sindacalizzazione (il rapporto fra percettori di salari sindacalizzati e il numero totale salarati (le statistiche dell’OCSE sulle forze di lavoro)).

*Il coefficiente si riferisce a quello ricavato da una regressione della curva di Phillips per i salari reali.

Le evidenze mostrano che le rigidità salariali sarebbero presenti nei principali settori economici dell’area dell’euro.

Anderton et al.²⁷ hanno ottenuto le stime longitudinali delle curve di Phillips per i salari in quattro settori economici dell’area dell’euro (settore manifatturiero, servizi di mercato, costruzioni e settore pubblico), aggregando i dati relativi ai singoli paesi dell’area²⁸. I termini di interazione fra gli indicatori delle rigidità istituzionali e il tasso di disoccupazione sono statisticamente significativi e mostrano segno positivo, a indicare che la risposta dei salari alla disoccupazione è più contenuta, ossia la curva di Phillips è meno inclinata, quando i mercati del lavoro e dei beni e servizi sono più regolamentati. La tavola mostra che una maggiore tutela

del rapporto di lavoro, una più rigorosa regolamentazione dei mercati dei beni e servizi e un elevato tasso di sindacalizzazione sono tutti fattori che sembrano indebolire la risposta dei salari alla disoccupazione sia nelle fasi di crescita che in quelle di flessione, specie in settori

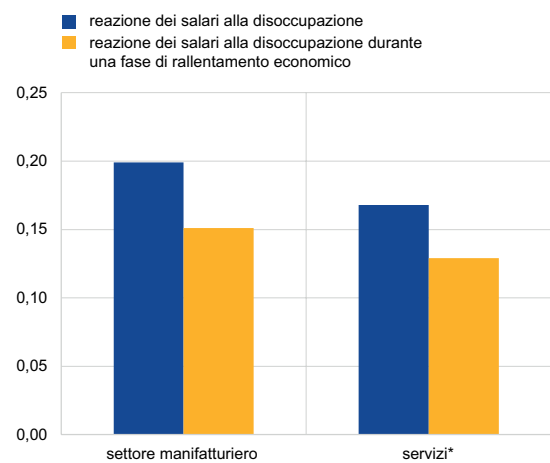
²⁷ Anderton, R., Hantzsche, A., Savsek, S. e Tóth M., “Sectoral Wage Rigidities and Labour and Product Market Institutions in the Euro Area”, *CFCM Working Paper*, n. 16/01, University of Nottingham, marzo 2016.

²⁸ I risultati ottenuti sono in linea con i modelli standard della curva di Phillips, ossia la crescita salariale aumenta con l’incremento della produttività e dell’inflazione, mentre diminuisce quando sale la disoccupazione.

Grafico

Reazione dei salari alla disoccupazione nei settori manifatturiero e dei servizi

(semi-elasticità)



Fonte: Anderton et al. ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra i valori assoluti dei coefficienti delle regressioni. Il grafico riporta la variazione percentuale nei salari quando la disoccupazione varia di un punto percentuale, ossia le semi-elasticità. Il parametro relativo al rallentamento indica la misura in cui la reazione della crescita dei salari nominali alle variazioni della disoccupazione si è attenuata nelle fasi di contrazione dell'economia (in base alle regressioni panel dei dati di tutti i paesi dell'area dell'euro). Tutte le variabili sono statisticamente significative al livello del 10 per cento da regressioni separate. * denota la stima dei salari reali.

come quello manifatturiero, ostacolando quindi il funzionamento del canale della competitività²⁹.

Inoltre, la reazione dei salari alle variazioni della disoccupazione nell'area dell'euro sembra ancor più limitata nelle fasi di contrazione economica, segnalando che i salari sono caratterizzati da significative rigidità al ribasso. Il grafico mostra che la risposta dei salari alla disoccupazione è stata inferiore di circa un quarto nei periodi di rallentamento economico, con una rigidità salariale verso il basso particolarmente pronunciata nei settori manifatturiero e dei servizi, che ha ostacolato ulteriormente gli aggiustamenti della competitività³⁰. Questa rigidità sarebbe confermata dalle recenti evidenze delle indagini a livello micro³¹ da cui si evince che i blocchi delle retribuzioni spesso rappresentano un limite per la flessibilità dei salari verso il basso a causa delle difficoltà di natura istituzionale o negoziale incontrate nell'attuare le riduzioni salariali³².

Le riforme strutturali sono essenziali per rafforzare la risposta dei salari alla

disoccupazione. Una maggiore flessibilità salariale porterà a una crescente differenziazione dei salari fra diverse tipologie di lavoratori e settori. Ciò permetterà una adeguata crescita dei salari nei settori in espansione, necessaria per velocizzare il processo di riallocazione e assicurare una più efficiente corrispondenza fra l'offerta e la domanda di lavoro. Inoltre, l'eliminazione delle rigidità presenti nell'economia consentirà una ripresa più rapida, dando impulso all'occupazione e attenuando le pressioni disinflazionistiche.

²⁹ Inoltre, anche le curve di Phillips per i salari stimate da Anderton et al. per il comparto manifatturiero e i servizi, settori essenziali per gli aggiustamenti di competitività, mostrano la minore velocità di aggiustamento in reazione agli shock.

³⁰ Per un'esposizione più approfondita su come si ricava la rigidità al ribasso dei salari e sui possibili fattori che determinano tale rigidità cfr. il riquadro *La rigidità al ribasso dei salari e il ruolo delle riforme strutturali nell'area dell'euro* nel numero 8/2015 di questo Bollettino.

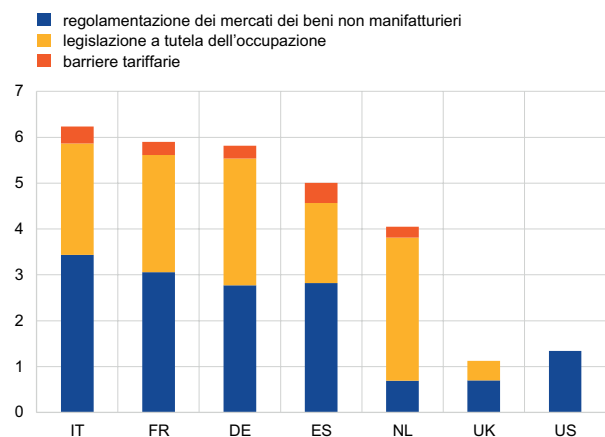
³¹ Per ulteriori dettagli cfr. l'articolo *Nuove evidenze sull'aggiustamento dei salari in Europa nel periodo 2010-2013* in questo numero del Bollettino.

³² Vari studi hanno rilevato evidenze del fatto che la rigidità al ribasso dei salari a livello aggregato nei paesi dell'area dell'euro (o dell'UE) è connessa a rigidità istituzionali come, fra le altre cose, un elevato grado di tutela dell'occupazione o di sindacalizzazione. Cfr. ad esempio: Anderton, R. e Bonthuis, B., "Downward Wage Rigidities in the Euro Area", *GEP Research Paper Series*, n. 15/09, University of Nottingham, luglio 2015; Heinz, F. F. e Rusinova, D., "How flexible are real wages in EU countries? A panel investigation", *Working Paper Series*, n. 1360, BCE, luglio 2011.

Grafico 9

Impatto simulato di lungo periodo sui livelli di PTF dell'adozione di una regolamentazione meno vincolante nei mercati del lavoro e dei beni e servizi nei principali paesi dell'area dell'euro, nel Regno Unito e negli Stati Uniti

(valori percentuali)



Fonte: Cette, G. et al., Market Regulations, Prices, and Productivity, *American Economic Review*, vol. 106(5), 2016, pagg. 104-108.

Nota: la simulazione ipotizza che le regolamentazioni "meno vincolanti" osservate al 2013 siano immediatamente applicabili in tutti i settori. Secondo Cette et al., "meno vincolanti" sono i livelli minimi di regolamentazione nei 14 paesi del loro campione per i tre indicatori seguenti: indicatori dell'OCSE per la regolamentazione nel settore non manifatturiero, indicatore dell'OCSE delle tariffe armonizzate e indicatore dell'OCSE di EPL.

L'abbinamento e la corretta sequenza delle riforme dei mercati del lavoro e dei beni e servizi hanno dimostrato inoltre di offrire vantaggi superiori rispetto all'attuazione isolata delle riforme. Varga

e in't Veld³³ hanno confrontato gli indicatori strutturali dei mercati del lavoro e dei beni e servizi, definendo il divario per ciascun indicatore rispetto ai tre risultati migliori. Ipotizzando di colmare per metà il divario rispetto al risultato migliore, le simulazioni mostrano un notevole incremento potenziale del prodotto e dell'occupazione, con un aumento del PIL dell'UE del 3 per cento dopo cinque anni e del 6 per cento dopo dieci anni. Cette et al. hanno condotto un'analisi alternativa (grafico 9) che conferma questi risultati. Nel loro schema analitico, l'impatto delle regolamentazioni sulla produttività si manifesta attraverso gli effetti su produzione, prezzi e salari. Gli autori hanno simulato l'impatto sulla PTF delle riforme che promuovono forme minime di regolamentazione nei mercati del lavoro e dei beni e servizi. Gli autori hanno dimostrato che tutti i principali paesi dell'area dell'euro potrebbero conseguire una crescita della produttività sensibilmente più elevata se si conformassero alle migliori prassi.

Mentre la letteratura è unanime riguardo all'impatto positivo delle riforme nel lungo periodo, gli effetti sulla crescita economica a breve periodo sono meno chiari. Ad esempio, l'FMI³⁴ e Bouis et al.³⁵ sostengono che mentre le riforme dei mercati dei beni e servizi possono dare risultati positivi già nel breve termine, l'impatto di alcune riforme del mercato del lavoro dipende in modo significativo dalle condizioni economiche prevalenti al momento dell'attuazione. La riduzione del cuneo fiscale sul lavoro, ad esempio, avrebbe effetti più marcati durante i periodi di rallentamento economico. Per contro, le riforme delle norme a tutela dell'occupazione e dei sistemi di sussidi alla disoccupazione avrebbero effetti positivi nelle fasi di congiuntura favorevole, ma possono avere effetti distributivi negativi nel breve-medio termine nelle fasi di rallentamento. È necessario quindi attuare le riforme nella corretta sequenza. Ad esempio, le riforme che affrontano i principali limiti e inefficienze nel contesto regolamentare, nelle condizioni del fare impresa, nell'amministrazione pubblica o nel sistema giudiziario, e che quindi incentivano l'ingresso nel mercato e la crescita delle imprese, dovrebbero sospingere la domanda interna e il prodotto anche nel breve termine. Mentre i vantaggi di una corretta sequenza di riforme possono superare i costi potenziali nel breve periodo, il prolungato rinvio di riforme indispensabili può ridurre il benessere nel lungo periodo e ridurre la capacità di aggiustamento dei paesi.

³³ Varga, J. e in't Veld, J., "The potential growth impact of structural reforms in the EU: A benchmarking exercise", *European Economy – Economic Papers*, n. 541, Commissione europea, 2014.

³⁴ *World Economic Outlook: Too slow for too long*, FMI, aprile 2016.

³⁵ Bouis, R. et al., "The Short-Term Effects of Structural Reforms: an Empirical Analysis", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 949, 2012.

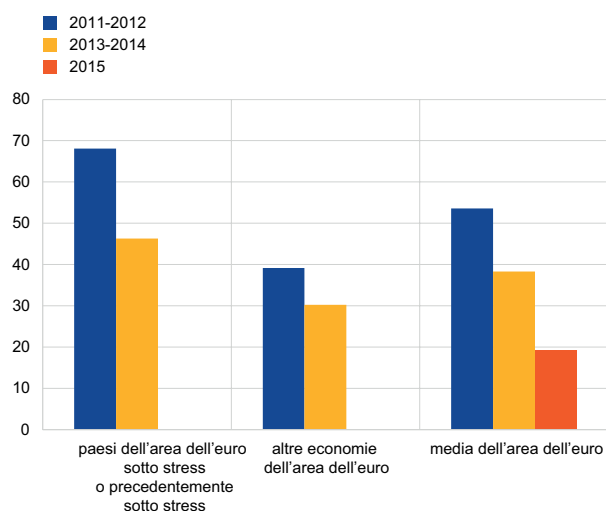
3.3 I progressi nelle riforme

Sebbene le riforme siano giustificate da validi motivi, considerando le carenze nelle istituzioni e nelle strutture economiche rispetto alle prassi migliori, lo slancio per promuovere le riforme strutturali nell'area dell'euro è stato nel complesso relativamente debole negli ultimi anni. La crisi finanziaria ha impresso maggiore vigore alle riforme rispetto agli anni antecedenti la crisi. Tuttavia, le misure di più ampia portata sono state applicate generalmente solo nei paesi più vulnerabili. In particolare, i paesi sottoposti a programmi di aggiustamento macroeconomico hanno attuato riforme significative volte a ridurre le rigidità nei mercati del lavoro e dei beni e servizi. Ciò si rispecchia anche nella misura in cui hanno trovato applicazione le raccomandazioni di politica economica contenute nel rapporto Going for Growth dell'OCSE (grafico 10)³⁶. Nonostante i notevoli progressi compiuti durante gli anni della crisi, l'OCSE ha riscontrato recentemente un significativo rallentamento dello slancio di riforma nei paesi più vulnerabili dell'area dell'euro, spesso in relazione con la conclusione di un programma di aggiustamento. I risultati sono modesti anche per quanto riguarda l'adesione alle raccomandazioni specifiche per paese³⁷.

Grafico 10

Quota delle raccomandazioni del rapporto dell'OCSE Going for Growth che sono state attuate

(valori percentuali)



Fonti: rapporto OCSE Going for Growth (2015, 2016).

Note: il grafico illustra il ritmo delle riforme espresso dall'indicatore dell'OCSE della reattività delle riforme. I dati per il 2015 si riferiscono alle misure pienamente attuate e non sono disponibili per i singoli paesi. I paesi sotto stress e precedentemente sotto stress sono Irlanda, Grecia, Spagna, Italia, Portogallo e Slovacchia. Le "altre economie dell'area dell'euro" sono le economie dell'area che non rientrano nel gruppo precedente. Cipro, Lettonia, Lituania e Malta non figurano nel rapporto dell'OCSE.

La debole spinta riformatrice è motivo di preoccupazione alla luce degli ampi squilibri ancora esistenti. L'alto livello del debito pubblico e privato e gli elevati tassi di disoccupazione gravano sulla capacità di ripresa dell'economia e rendono necessario un rinnovato impegno per le riforme. Benché gli squilibri siano stati in parte corretti negli ultimi anni, sarebbero necessarie ulteriori riforme strutturali per migliorare la tenuta in caso di futuri shock negativi e rafforzare la capacità di crescita dei paesi.

I paesi più competitivi e molte delle maggiori economie nell'area dell'euro hanno mostrato scarso impegno per migliorare le strutture e le istituzioni economiche. I risultati relativi all'attuazione sia delle raccomandazioni contenute nel rapporto Going for Growth dell'OCSE sia delle raccomandazioni specifiche per i paesi indicano che negli ultimi anni non sono state attuate riforme di rilievo. Anche se questi paesi sono meno esposti agli shock, l'assenza di riforme strutturali riduce la loro crescita economica e, in una certa misura, anche quella dell'area dell'euro nel suo complesso (per ulteriori dettagli cfr. la sezione 4).

³⁶ Economic Policy Reforms 2016: Going for Growth Interim Report, OCSE, 2016.

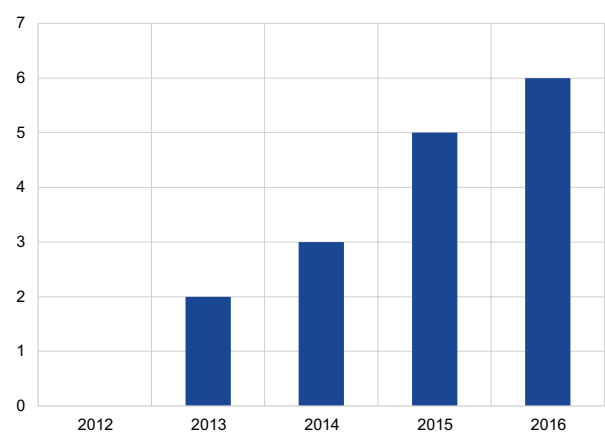
³⁷ Cfr. il riquadro *La procedura per gli squilibri macroeconomici del 2016 e l'attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese del 2015* nel numero 2/2016 di questo Bollettino.

In una unione monetaria, esistono numerosi canali attraverso cui le politiche economiche nazionali (e di altra natura) possono influire sia sugli altri paesi membri sia sull'unione nel suo complesso. Le riforme strutturali in un paese membro potrebbero avere un impatto positivo su tutta l'area dell'euro, anche se l'effetto probabilmente sarebbe abbastanza contenuto³⁸. Tuttavia, la mancata attuazione delle necessarie riforme strutturali potrebbe compromettere il regolare funzionamento dell'UEM, potrebbe accrescere la vulnerabilità dei paesi interessati e quindi rendere l'intera area dell'euro più esposta agli shock avversi.

Il quadro comune di governance economica dell'UE è volto ad assicurare la solidità delle politiche economiche nazionali per il regolare funzionamento dell'UEM. L'accresciuta interdipendenza derivante dalla condivisione di una moneta unica e di una politica monetaria richiede un più attento esame delle politiche economiche nazionali nell'area dell'euro. Come insegnamento tratto dalla crisi, il quadro di governance è stato rafforzato. Quanto al corretto funzionamento delle strutture economiche, l'istituzione della procedura per gli squilibri macroeconomici (MIP) e il rafforzamento delle raccomandazioni (di riforma) specifiche per paese avevano lo scopo di assicurare un sufficiente slancio di riforma. Analogamente alle raccomandazioni specifiche per paese, la MIP si applica a tutta l'UE, ma è di particolare rilevanza per i paesi dell'area dell'euro, in quanto fornisce un quadro di vigilanza per evitare che squilibri dannosi pongano a rischio il regolare funzionamento dell'UEM.

Grafico 11

Numero di paesi con squilibri eccessivi secondo la procedura per gli squilibri macroeconomici dal 2012



Fonte: elaborazioni della BCE.

Nota: il grafico mostra per ciascun anno i paesi in cui la Commissione europea ha riscontrato "squilibri eccessivi". I paesi sottoposti a un programma di aggiustamento economico entrano automaticamente nella procedura per gli squilibri macroeconomici alla conclusione del programma. Nella procedura sono stati inseriti l'Irlanda nel 2014, il Portogallo nel 2015 e Cipro nel 2016.

Tuttavia, le procedure esistenti non sono ancora in grado di assicurare l'attuazione delle riforme necessarie nei paesi dell'area dell'euro. Come delineato, ad esempio, nella relazione dei cinque presidenti, la piena applicazione degli strumenti di governance esistenti è essenziale per facilitare gli sforzi di riforma e assicurare il regolare funzionamento dell'UEM. Eppure, per quanto concerne la MIP, nonostante siano stati individuati squilibri eccessivi in un numero crescente di paesi nell'arco di diversi anni (cfr. grafico 11), il meccanismo correttivo (la procedura per gli squilibri eccessivi) non è stato finora applicato. La piena applicazione del meccanismo correttivo della MIP, concordando fra l'altro le azioni correttive con i paesi interessati, potrebbe facilitare la tempestiva correzione degli squilibri eccessivi e rafforzare lo slancio di riforma. Il quadro attuale, ove pienamente applicato, potrebbe migliorare l'esame delle politiche economiche nazionali nel breve termine.

³⁸ Cfr. "Cross-border spillovers in euro area countries", *Quarterly report on the euro area*, vol. 13, n. 4, Commissione europea, 2014; Weyerstrass, K. et al., "Economic spillover and policy coordination in the Euro Area", *European Economy – Economics Papers*, n. 246, Commissione europea, marzo 2006; Gomes, S. et al., "Structural reforms and macroeconomic performance in the euro area countries: a model-based assessment", *Working Paper Series*, n. 1323, BCE, aprile 2011.

Sul più lungo termine, come previsto nella relazione dei cinque presidenti, la fase successiva potrebbe contemplare un più vincolante processo di convergenza verso strutture con capacità di tenuta. Questo nuovo processo di convergenza verso strutture economiche più resilienti contribuirebbe a delineare un percorso chiaro di riforma per rafforzare la capacità di tenuta dei singoli paesi e dell'area dell'euro nel suo complesso. A tale riguardo, un primo passo è rappresentato dalla comunicazione della Commissione europea in data 21 ottobre 2015, che suggerisce di individuare progressivamente le migliori prassi e condurre verifiche incrociate nei diversi settori di intervento in applicazione del quadro di governance. L'attuazione di queste pratiche ottimali rafforzerebbe la capacità di tenuta e il potenziale di crescita dei paesi dell'area come descritto nella sezione 3.

5 Conclusioni

Questo articolo ha mostrato come istituzioni e strutture economiche solide siano essenziali per rafforzare la capacità di tenuta e pervenire a una crescita sostenibile. L'analisi ha evidenziato come migliorando le istituzioni e le strutture economiche nazionali si possa ottenere un doppio vantaggio: accrescere il benessere dei singoli paesi e migliorare il regolare funzionamento dell'UEM. Anche se esistono ampie evidenze empiriche a conferma di questo doppio vantaggio, i progressi delle riforme verso le migliori prassi sono stati, nel complesso, relativamente modesti dall'avvio dell'UEM. Ciò ha comportato costi ingenti. La debole crescita tendenziale del PIL e dell'occupazione sarebbe imputabile soprattutto alla relativa debolezza delle istituzioni nazionali e alle rigide strutture dei mercati, e quindi all'assenza di appropriate riforme strutturali e istituzionali. Dopo il forte slancio di riforma impresso fra il 2011 e il 2013, specie nei paesi sottoposti a programmi di aggiustamento, il ritmo è tornato ad essere lento come nel periodo precedente la crisi. Tuttavia, questo rallentamento non sembra giustificato alla luce dei risultati dei paesi dell'area dell'euro rispetto ai paesi comparabili dell'OCSE.

I paesi dell'area dell'euro sembrano ancora molto lontani dalle migliori prassi. Ciò è motivo di preoccupazione perché la crescita della produttività rimane debole e l'indebitamento, in particolare il debito pubblico e il credito in sofferenza al settore privato, è elevato e diminuisce solo lentamente. Favorire l'attuazione delle riforme è uno degli obiettivi della nuova struttura di governance economica. Tale obiettivo, tuttavia, è stato a malapena raggiunto nei primi quattro anni di applicazione della MIP. È essenziale che gli strumenti di governance economica siano applicati con maggiore convinzione se si intende rispettare la scadenza per il completamento dell'UEM proposta dalla relazione dei cinque presidenti.

Statistiche

Indice

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

Ulteriori informazioni

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

Segni convenzionali nelle tavole

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

1 Contesto esterno

1.1 Principali partner commerciali, PIL e CPI

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

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

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

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

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

2) Esclusa l'area dell'euro.

2 Andamenti finanziari

2.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (EONIA)	Depositi a 1 mese (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (EURIBOR)	Depositi a 6 mesi (EURIBOR)	Depositi a 12 mesi (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,31	0,09
2015 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
giu.	-0,33	-0,36	-0,27	-0,16	-0,03	0,65	-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 ^{1),2)}					Area dell'euro ^{1),2)}	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro ^{1),2)}			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2015 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
giu.	-0,65	-0,65	-0,66	-0,52	-0,10	0,54	1,03	0,72	-0,66	-0,66	-0,12	0,60

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 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
giu.	312,2	2.910,8	591,8	243,6	588,2	276,9	141,7	481,3	359,9	249,8	320,4	761,3	2.083,9	16.068,8

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese 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 ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso			TAE ³⁾	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 5 anni		oltre 5 e 10 anni	oltre 10 anni	
																		1
2015	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	16,89	5,01	6,13	6,46	2,61	1,99	2,19	2,23	2,33	2,48	2,19	
	mar.	0,11	0,58	0,59	0,87	6,63	16,88	5,14	5,97	6,34	2,53	1,90	2,09	2,10	2,24	2,38	2,11	
	apr.	0,11	0,57	0,58	0,86	6,54	16,82	5,20	5,98	6,33	2,56	1,86	2,09	2,17	2,23	2,41	2,09	
	mag. ^(p)	0,10	0,56	0,54	0,88	6,56	16,74	5,15	6,08	6,45	2,56	1,84	2,03	2,06	2,12	2,37	2,02	

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 (TAE³⁾).

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

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione				
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno		
															1
2015	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	2,22	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.	0,13	0,16	0,87	2,89	3,03	3,20	2,68	1,92	2,03	2,02	1,35	1,74	1,77	2,03
	apr.	0,12	0,19	0,64	2,80	2,99	3,12	2,66	1,93	1,96	1,98	1,34	1,59	1,82	1,99
	mag. ^(p)	0,11	0,13	0,63	2,77	2,91	3,10	2,62	1,91	1,94	1,92	1,27	1,68	1,75	1,91

Fonte: BCE.

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

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

2 Andamenti finanziari

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

	Consistenze							Emissioni lorde ¹⁾						
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche			
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale			Altre ammini- strazioni pubbliche	Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche
A breve termine														
2013	1.255	483	124	.	67	529	53	508	314	31	.	44	99	21
2014	1.318	543	129	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1.262	517	140	.	61	478	65	336	150	37	.	32	82	34
2015 dic.	1.262	517	140	.	61	478	65	296	133	53	.	27	57	26
2016 gen.	1.284	524	142	.	68	483	67	329	141	35	.	33	87	33
feb.	1.302	536	142	.	71	487	66	318	144	32	.	30	81	31
mar.	1.283	515	135	.	72	493	69	321	123	38	.	30	89	40
apr.	1.285	519	126	.	77	495	68	352	155	36	.	33	82	46
mag.	1.296	530	123	.	79	495	68	332	153	36	.	34	75	34
A lungo termine														
2013	15.111	4.403	3.091	.	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	15.242	3.783	3.273	.	1.067	6.481	637	213	67	44	.	13	81	8
2015 dic.	15.242	3.783	3.273	.	1.067	6.481	637	154	49	61	.	16	23	4
2016 gen.	15.214	3.753	3.252	.	1.054	6.521	634	206	75	25	.	6	93	8
feb.	15.152	3.750	3.172	.	1.047	6.549	633	209	66	42	.	4	88	10
mar.	15.154	3.728	3.126	.	1.058	6.603	639	249	73	39	.	26	94	17
apr.	15.118	3.724	3.139	.	1.075	6.548	633	217	61	33	.	25	91	7
mag.	15.250	3.731	3.176	.	1.098	6.611	634	235	58	48	.	34	87	8

Fonte: BCE.

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

2.7 Tassi di crescita e consistenze di titoli di debito e azioni quotate

(miliardi di euro; variazioni percentuali)

	Titoli di debito							Azioni quotate				
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazione centrale		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie		
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale					Altre ammini- strazioni pubbliche	
												1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze												
2013	16.366,6	4.886,3	3.214,7	.	987,4	6.598,1	680,0	5.649,0	569,1	742,5	4.337,4	
2014	16.448,2	4.588,1	3.290,8	.	1.053,4	6.823,2	692,7	5.958,0	591,1	780,6	4.586,3	
2015	16.503,1	4.300,8	3.413,2	.	1.128,3	6.959,4	701,4	6.744,7	586,1	911,6	5.247,0	
2015 dic.	16.503,1	4.300,8	3.413,2	.	1.128,3	6.959,4	701,4	6.744,7	586,1	911,6	5.247,0	
2016 gen.	16.498,7	4.277,2	3.394,1	.	1.121,5	7.004,9	701,1	6.343,7	490,7	858,0	4.995,0	
feb.	16.453,5	4.286,2	3.313,9	.	1.118,0	7.036,4	698,9	6.240,5	471,7	877,4	4.891,5	
mar.	16.436,9	4.243,4	3.260,2	.	1.129,4	7.096,6	707,2	6.419,6	483,4	902,0	5.034,2	
apr.	16.402,5	4.243,1	3.264,5	.	1.152,2	7.042,5	700,2	6.462,3	505,5	909,8	5.047,0	
mag.	16.545,5	4.261,0	3.298,7	.	1.177,5	7.106,7	701,6	6.552,2	491,5	915,6	5.145,0	
Tasso di crescita												
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	5,1	.	5,3	1,8	0,5	1,1	4,5	1,5	0,6
2015 dic.		0,2	-6,9	5,1	.	5,3	1,8	0,5	1,1	4,5	1,5	0,6
2016 gen.		-0,3	-7,7	3,6	.	4,4	2,0	0,6	1,0	3,3	1,5	0,7
feb.		-0,7	-7,1	1,1	.	2,8	2,0	-0,5	1,0	3,3	1,2	0,7
mar.		-0,9	-6,9	-0,9	.	3,4	2,2	0,1	0,9	3,3	1,5	0,6
apr.		-0,9	-6,7	-0,2	.	4,1	1,7	-0,2	0,9	2,6	1,8	0,6
mag.		-0,5	-5,9	-0,1	.	6,0	1,6	0,6	0,9	2,5	1,5	0,6

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

2.8 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38		
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUMP reale ²⁾	CLUPT reale	Nominale	IPC reale	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2013	101,2	98,2	96,7	91,1	101,0	99,1	111,9	95,5	
2014	101,8	97,8	96,8	91,2	100,8	100,5	114,7	96,0	
2015	92,4	88,4	89,1	83,4	89,5	91,5	106,5	87,8	
2015 3° trim.	92,7	88,7	89,6	83,8	90,2	91,9	107,6	88,6	
4° trim.	92,4	88,3	89,3	83,9	88,8	91,4	107,7	88,2	
2016 1° trim.	94,1	89,5	90,8	85,4	90,0	92,3	110,4	90,1	
2° trim.	94,9	90,2	91,5	.	.	.	110,8	90,3	
2016 gen.	93,6	89,1	90,2	-	-	-	109,9	89,6	
feb.	94,7	90,0	91,4	-	-	-	111,3	90,8	
mar.	94,1	89,5	90,8	-	-	-	110,0	89,8	
apr.	94,8	90,1	91,6	-	-	-	110,6	90,2	
mag.	95,1	90,4	91,7	-	-	-	111,1	90,6	
giu.	94,7	90,2	91,3	-	-	-	110,5	90,2	
				<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2016 giu.	-0,3	-0,2	-0,4	-	-	-	-0,5	-0,5	
				<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2016 giu.	2,6	1,9	2,4	-	-	-	4,3	3,0	

Fonte: BCE.

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

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

2.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese	Kuna croata	Corona Ceca	Corona danese	Fiorino ungherese	Yen giapponese	Zloty polacco	Sterlina britannica	Leu romeno	Corona svedese	Franco svizzero	Dollaro statunitense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2015 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
2° trim.	7,379	7,504	27,040	7,439	313,371	121,949	4,372	0,787	4,4986	9,278	1,096	1,129
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
giu.	7,402	7,520	27,061	7,437	313,984	118,453	4,400	0,790	4,5230	9,334	1,089	1,123
							<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2016 giu.	0,2	0,3	0,1	0,0	-0,2	-3,9	-0,1	1,6	0,5	0,4	-1,5	-0,7
							<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2016 giu.	6,4	-0,7	-0,9	-0,3	0,6	-14,6	5,8	9,7	1,3	0,7	4,2	0,1

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

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

	Totale ¹⁾			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2015 2° trim.	22.097,0	23.303,8	-1.206,8	9.376,5	7.521,5	7.195,1	10.684,5	-29,3	4.896,2	5.097,9	658,5	13.264,2
3° trim.	21.671,7	22.842,6	-1.170,9	9.391,6	7.625,3	6.854,1	10.158,7	-36,3	4.818,1	5.058,6	644,2	13.116,6
4° trim.	22.191,1	23.156,8	-965,7	9.747,6	7.960,0	7.178,8	10.282,5	-28,3	4.648,8	4.914,3	644,2	12.962,3
2016 1° trim.	22.117,4	23.375,2	-1.257,7	9.683,3	8.217,7	7.097,5	10.059,8	-28,0	4.689,4	5.097,6	675,3	13.287,1
<i>consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2016 1° trim.	211,1	223,1	-12,0	92,4	78,4	67,7	96,0	-0,3	44,7	48,6	6,4	126,8
<i>Transazioni</i>												
2015 2° trim.	98,1	19,0	79,0	114,3	128,5	136,8	21,4	4,1	-154,8	-130,8	-2,4	-
3° trim.	90,0	32,3	57,7	114,0	124,4	25,5	-68,8	-1,2	-51,0	-23,3	2,7	-
4° trim.	106,6	-64,0	170,6	181,3	142,0	105,4	-16,1	54,2	-238,9	-190,0	4,6	-
2016 1° trim.	433,4	384,6	48,9	165,7	122,1	135,0	-7,7	18,6	113,3	270,1	1,0	-
2015 dic.	-106,4	-200,0	93,6	98,5	31,7	25,1	-57,4	21,8	-260,0	-174,3	8,1	-
2016 gen.	234,1	250,5	-16,4	37,4	69,3	35,8	-51,2	14,8	147,1	232,3	-1,2	-
feb.	176,9	182,4	-5,5	84,3	39,3	47,2	13,1	6,8	37,5	130,0	1,1	-
mar.	22,5	-48,3	70,8	44,0	13,5	51,9	30,4	-3,1	-71,3	-92,2	1,1	-
apr.	185,5	142,6	42,9	20,3	12,4	73,2	-47,9	-6,1	99,7	178,1	-1,6	-
mag.	136,5	92,4	44,1	57,5	20,7	31,1	21,2	-1,6	46,4	50,5	3,1	-
<i>transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2016 mag.	886,7	470,5	416,2	558,6	458,6	411,4	-136,7	57,6	-153,8	148,6	12,8	-
<i>transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2016 mag.	8,5	4,5	4,0	5,3	4,4	3,9	-1,3	0,5	-1,5	1,4	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 ^{1a}								Saldo con l'estero ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾	
					Totale costruzioni	Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
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	4.373,3	4.036,8
2014	10.106,2	9.732,6	5.631,1	2.128,1	1.984,5	1.007,4	595,7	376,3	-11,1	373,5	4.521,3	4.147,8
2015	10.406,5	9.944,9	5.738,4	2.169,4	2.056,7	1.022,2	630,9	398,3	-19,5	461,6	4.769,9	4.308,2
2015 2° trim.	2.591,5	2.474,6	1.432,6	540,6	509,8	253,4	155,6	99,5	-8,4	116,9	1.197,0	1.080,0
3° trim.	2.608,3	2.491,4	1.439,9	543,6	513,5	254,2	156,7	101,4	-5,6	116,9	1.197,5	1.080,6
4° trim.	2.629,9	2.513,2	1.446,0	546,9	522,7	257,9	162,9	100,6	-2,4	116,7	1.201,5	1.084,8
2016 1° trim.	2.650,1	2.530,5	1.450,5	551,8	528,4	260,9	164,4	101,8	-0,1	119,5	1.191,6	1.072,1
<i>in percentuale del PIL</i>												
2015	100,0	95,6	55,1	20,8	19,8	9,8	6,1	3,8	-0,2	4,4	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2015 2° trim.	0,4	0,0	0,3	0,3	0,1	-0,9	0,3	2,5	-	-	1,6	0,9
3° trim.	0,3	0,7	0,5	0,3	0,5	0,2	0,5	1,2	-	-	0,4	1,3
4° trim.	0,4	0,7	0,3	0,5	1,4	1,3	3,2	-0,9	-	-	0,7	1,4
2016 1° trim.	0,6	0,7	0,6	0,4	0,8	0,7	1,1	0,7	-	-	0,4	0,7
<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	1,7	1,8	1,7	1,3	2,9	1,0	5,1	4,6	-	-	5,3	6,1
2015 2° trim.	1,6	1,4	1,7	1,2	2,6	0,4	4,7	5,0	-	-	6,1	5,9
3° trim.	1,6	1,9	1,8	1,2	2,6	0,7	3,2	6,6	-	-	4,8	5,6
4° trim.	1,7	2,3	1,6	1,6	3,6	1,8	6,1	4,1	-	-	4,2	5,9
2016 1° trim.	1,7	2,1	1,7	1,5	2,9	1,3	5,1	3,6	-	-	3,1	4,3
<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	0,0	0,2	-0,4	-	-
4° trim.	0,4	0,7	0,2	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	0,1	-0,3	-	-
2016 1° trim.	0,6	0,7	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	-	-
<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	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	-	-
2015	1,7	1,8	0,9	0,3	0,6	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	0,1	0,2	0,2	0,0	-0,2	-	-
4° trim.	1,7	2,2	0,9	0,3	0,7	0,2	0,4	0,2	0,3	-0,5	-	-
2016 1° trim.	1,7	2,0	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,1	0,2	-0,4	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

3 Attività economica

3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto e di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2013	8.927,3	152,3	1.737,0	458,1	1.680,2	412,6	442,3	1.030,6	945,2	1.751,4	317,6	1.004,5
2014	9.073,2	146,7	1.756,9	461,6	1.711,0	417,6	453,9	1.051,0	968,0	1.781,8	324,8	1.033,0
2015	9.335,6	146,1	1.817,9	469,3	1.770,7	433,6	455,3	1.075,1	1.009,6	1.823,9	334,1	1.070,9
2015 2° trim.	2.323,9	36,1	453,7	116,3	440,7	108,0	113,9	267,4	251,1	453,6	83,0	267,7
3° trim.	2.339,3	36,6	455,0	116,9	444,2	108,8	113,4	270,1	253,3	457,1	83,8	269,0
4° trim.	2.357,3	37,5	455,6	118,7	447,3	110,2	113,4	272,0	256,9	460,9	84,7	272,7
2016 1° trim.	2.378,2	36,0	461,7	120,7	453,0	110,8	114,6	273,0	258,6	464,3	85,5	271,9
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2015	100,0	1,6	19,5	5,0	19,0	4,6	4,9	11,5	10,8	19,5	3,6	-
 Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2015 2° trim.	0,3	0,2	0,4	-0,5	0,3	0,9	0,0	0,1	0,8	0,1	0,2	1,0
3° trim.	0,3	0,6	0,3	-0,1	0,4	0,5	-0,4	0,6	0,4	0,3	0,5	0,3
4° trim.	0,3	0,9	-0,3	0,9	0,3	0,6	0,9	0,4	0,7	0,2	0,7	1,3
2016 1° trim.	0,6	-0,5	1,0	0,7	1,0	0,5	0,9	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3
<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	0,5	1,9	0,3	2,0	2,8	0,8	1,0	2,7	0,9	1,1	2,7
2015 2° trim.	1,5	0,1	1,7	0,1	2,1	3,2	1,0	0,7	2,8	0,8	0,9	2,7
3° trim.	1,5	-0,1	1,8	0,3	1,9	2,5	0,0	1,0	2,6	1,0	0,9	3,0
4° trim.	1,5	1,9	1,4	1,0	1,7	2,5	1,0	1,3	2,9	0,9	1,6	2,9
2016 1° trim.	1,5	1,2	1,5	1,0	2,0	2,5	1,5	1,2	2,3	0,8	1,7	2,9
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2015 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	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-
4° trim.	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2016 1° trim.	0,6	0,0	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	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	0,4	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2015 2° trim.	1,5	0,0	0,3	0,0	0,4	0,1	0,0	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	0,2	0,0	-
4° trim.	1,5	0,0	0,3	0,0	0,3	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	-
2016 1° trim.	1,5	0,0	0,3	0,0	0,4	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

3 Attività economica

3.3 Occupazione ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Ocupati dipendenti	Ocupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amm. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personne occupate													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,3	6,2	24,7	2,7	2,7	1,0	12,9	24,0	7,0
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,2	6,1	24,8	2,7	2,7	1,0	13,0	24,1	7,1
2015	100,0	85,2	14,8	3,4	15,0	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,0	7,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2013	-0,6	-0,6	-0,7	-1,6	-1,2	-4,0	-0,8	0,3	-1,0	-1,5	0,4	0,2	-0,1
2014	0,6	0,7	0,0	0,4	-0,2	-1,8	0,8	0,8	-0,9	0,9	2,0	0,8	1,1
2015	1,1	1,2	0,1	0,1	0,3	-0,1	1,4	1,1	-0,2	1,6	2,9	0,9	0,8
2015 2° trim.	1,0	1,1	0,4	0,5	0,1	0,6	1,1	0,9	0,2	1,9	2,8	0,8	0,6
3° trim.	1,1	1,3	0,0	0,2	0,4	-0,5	1,4	1,5	-0,2	1,7	3,0	1,0	0,6
4° trim.	1,3	1,5	-0,1	0,2	0,4	-0,3	1,7	1,5	0,0	1,4	3,0	1,0	1,4
2016 1° trim.	1,4	1,7	-0,2	0,1	0,7	-0,4	1,7	2,6	0,4	1,8	3,1	1,1	1,9
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,7	2,9	2,8	1,0	12,5	21,8	6,3
2014	100,0	80,3	19,7	4,3	15,7	6,7	25,8	2,9	2,7	1,0	12,7	21,9	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	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	-1,7	-1,4	-1,5	-5,4	-1,6	-0,1	-1,5	-2,8	-0,8	-0,3	-1,4
2014	0,5	0,8	-0,4	-1,0	0,2	-1,6	0,6	0,9	-1,1	0,5	2,0	1,0	0,4
2015	1,3	1,5	0,4	1,0	0,8	0,6	1,1	2,1	-0,2	1,9	3,1	1,1	1,0
2015 2° trim.	1,1	1,3	0,4	0,9	0,9	1,1	0,7	2,0	0,1	2,4	3,1	1,0	0,7
3° trim.	1,4	1,6	0,4	0,9	1,0	0,2	1,0	3,0	-0,3	2,9	3,6	1,3	0,9
4° trim.	1,5	1,8	0,5	1,5	1,1	0,8	1,7	2,3	0,4	1,0	3,2	1,0	1,5
2016 1° trim.	1,6	1,8	0,4	1,7	0,9	0,3	1,8	3,1	0,7	1,4	3,8	0,9	1,1
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2013	-0,8	-0,7	-1,0	0,2	-0,2	-1,5	-0,8	-0,4	-0,6	-1,3	-1,1	-0,6	-1,3
2014	-0,1	0,1	-0,5	-1,4	0,4	0,1	-0,1	0,1	-0,2	-0,4	0,0	0,2	-0,7
2015	0,2	0,3	0,2	0,9	0,5	0,7	-0,2	1,0	0,0	0,4	0,2	0,2	0,2
2015 2° trim.	0,1	0,2	-0,1	0,4	0,7	0,4	-0,4	1,1	-0,1	0,5	0,2	0,2	0,1
3° trim.	0,3	0,3	0,4	0,7	0,6	0,7	-0,4	1,4	-0,2	1,2	0,6	0,3	0,3
4° trim.	0,3	0,3	0,6	1,3	0,7	1,1	0,0	0,8	0,4	-0,4	0,2	-0,1	0,1
2016 1° trim.	0,2	0,1	0,7	1,6	0,2	0,7	0,1	0,5	0,3	-0,5	0,6	-0,2	-0,8

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

3 Attività economica

3.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forza lavoro, in milioni ¹⁾	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti ²⁾	
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni		in perc. delle forze di lavoro
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2013			100,0		81,3		18,7		53,6		46,4			
2013	159,334	4,6	19,217	12,0	5,9	15,623	10,7	3,595	24,4	10,299	11,9	8,918	12,1	1,4
2014	160,308	4,6	18,629	11,6	6,1	15,213	10,4	3,417	23,7	9,931	11,5	8,699	11,8	1,5
2015	160,553	4,6	17,439	10,9	5,6	14,293	9,8	3,145	22,3	9,253	10,7	8,186	11,0	1,6
2015 2° trim.	160,457	4,6	17,688	11,0	5,7	14,517	9,9	3,171	22,5	9,404	10,9	8,283	11,2	1,5
3° trim.	160,589	4,4	17,220	10,7	5,3	14,105	9,6	3,115	22,2	9,139	10,6	8,082	10,9	1,5
4° trim.	161,081	4,5	16,912	10,5	5,4	13,841	9,4	3,071	21,9	8,942	10,3	7,970	10,7	1,6
2016 1° trim.	161,003	4,5	16,616	10,3	5,2	13,617	9,2	3,000	21,5	8,721	10,1	7,895	10,6	1,7
2015 dic.	-	-	16,818	10,4	-	13,767	9,4	3,051	21,8	8,893	10,3	7,926	10,7	-
2016 gen.	-	-	16,722	10,4	-	13,689	9,3	3,033	21,7	8,788	10,1	7,934	10,7	-
feb.	-	-	16,673	10,3	-	13,652	9,3	3,021	21,6	8,755	10,1	7,918	10,6	-
mar.	-	-	16,454	10,2	-	13,509	9,2	2,945	21,1	8,621	9,9	7,833	10,5	-
apr.	-	-	16,378	10,2	-	13,464	9,1	2,914	20,9	8,533	9,8	7,845	10,5	-
mag.	-	-	16,266	10,1	-	13,381	9,1	2,885	20,7	8,467	9,8	7,800	10,5	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni BCE.

1) Non destagionalizzati.

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

3.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Indicatore BCE riferito ai nuovi ordinativi industriali	Vendite al dettaglio				Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)		Raggruppamenti principali di industrie						Totale	Alimentari, bevande, tabacco	Non alimentari	Carburante	
	1	2	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici								3	4	5	6
in perc. del totale nel 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
Variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2013	-0,6	-0,6	-0,9	-0,5	-0,4	-0,8	-2,3	-0,3	-0,6	-0,6	-0,5	-0,8	-4,4
2014	0,9	1,8	1,3	1,8	2,6	-5,4	1,8	3,2	1,5	0,7	2,4	-0,1	3,8
2015	1,5	1,7	0,9	2,0	2,0	0,9	-0,8	2,5	2,8	1,7	3,7	2,7	8,8
2015 3° trim.	2,0	2,2	1,0	2,7	2,8	1,1	-1,1	2,0	3,4	2,6	4,1	2,9	9,4
4° trim.	1,3	1,7	1,6	1,7	1,7	-1,8	0,7	1,5	2,5	1,3	3,4	2,2	10,0
2016 1° trim.	1,4	2,2	1,9	3,3	1,3	-3,5	2,8	0,7	2,2	1,8	2,8	1,0	9,4
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	8,5
2016 gen.	3,5	4,6	2,6	5,3	6,7	-3,4	5,4	1,2	2,1	1,3	3,3	-0,1	10,8
feb.	0,9	2,1	2,4	3,4	0,9	-6,7	3,8	1,2	2,7	2,6	3,2	1,2	10,3
mar.	0,2	0,2	0,8	1,7	-3,0	-0,5	0,0	-0,4	1,7	1,5	1,9	2,0	7,6
apr.	2,2	2,2	1,6	3,6	1,1	3,3	-1,0	-2,6	1,4	0,3	2,1	2,1	8,5
mag.	0,5	0,6	0,8	0,3	0,6	-1,1	-0,8	.	1,6	0,2	2,5	2,2	10,4
giu.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	6,9
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2016 gen.	2,4	2,4	1,2	3,9	2,8	2,4	2,1	-0,6	0,2	0,4	0,4	0,0	0,6
feb.	-1,2	-1,1	0,1	-1,1	-2,1	-1,8	-0,7	-0,2	0,3	0,4	0,4	-0,2	-0,5
mar.	-0,8	-1,3	-1,0	-1,1	-2,9	3,1	-1,5	-0,5	-0,6	-1,2	-0,7	-0,5	-1,5
apr.	1,4	1,5	0,4	1,7	2,6	1,5	-0,3	-0,3	0,2	0,1	0,5	0,2	1,1
mag.	-1,2	-1,0	-0,4	-2,3	-0,4	-4,3	-0,5	.	0,4	0,0	0,7	0,0	0,4
giu.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-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	-8,7	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	4,9	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 3° trim.	104,5	-2,9	81,4	-7,0	-22,5	3,0	10,8	88,5	52,3	53,6	54,0	53,9
4° trim.	106,2	-2,4	81,8	-6,4	-18,4	5,1	12,7	88,7	52,8	54,0	54,2	54,1
2016 1° trim.	104,0	-3,8	81,8	-8,3	-18,9	1,9	10,8	88,8	51,7	52,9	53,3	53,2
2° trim.	104,3	-3,4	.	-7,8	-18,4	1,8	11,2	.	52,0	53,0	53,1	53,1
2016 feb.	103,9	-4,1	.	-8,8	-17,5	1,3	10,8	-	51,2	52,3	53,3	53,0
mar.	103,0	-4,1	.	-9,7	-20,4	1,8	9,8	-	51,6	53,1	53,1	53,1
apr.	104,0	-3,6	81,5	-9,3	-19,2	1,3	11,6	88,9	51,7	52,6	53,1	53,0
mag.	104,6	-3,7	.	-7,0	-17,7	3,3	11,3	-	51,5	52,4	53,3	53,1
giu.	104,4	-2,8	.	-7,2	-18,2	0,8	10,8	-	52,8	53,9	52,8	53,1
lug.	.	.	.	-7,9	.	.	.	-	.	.	.	.

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) ¹⁾	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto ²⁾	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto ³⁾	Tasso di risparmio (netto)	Tasso di indebitamento ⁴⁾	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto)	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto netto	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	12,3	96,5	-1,7	1,7	-5,3	-0,1	-3,0	30,9	1,5	132,9	1,4	-6,7	1,2
2013	12,6	95,0	-0,3	1,2	-4,1	0,6	-1,9	32,6	4,1	130,4	2,0	-0,8	0,9
2014	12,7	94,2	0,7	2,0	0,9	2,7	1,1	32,8	4,8	132,0	1,6	3,5	1,0
2015 2° trim.	12,7	93,6	1,8	1,9	0,1	2,9	1,7	33,5	5,7	133,1	2,4	3,9	1,4
3° trim.	12,6	93,5	1,6	2,0	1,3	2,7	2,2	33,6	6,1	132,0	2,6	2,4	1,6
4° trim.	12,5	93,5	2,2	2,1	3,9	3,5	2,9	33,8	6,4	131,6	3,3	6,8	1,8
2016 1° trim.	.	.	2,1	2,1	4,6	2,4	3,7	33,6	6,3	133,1	3,0	5,9	1,7

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

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

3 Attività economica

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

	Conto corrente											Conto Capitale ¹⁾	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti 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.	910,5	827,9	82,7	534,5	447,0	192,7	176,6	156,9	145,8	26,5	58,5	9,8	38,0
3° trim.	896,3	815,5	80,8	523,9	436,9	191,7	177,8	155,6	144,0	25,1	56,9	9,9	4,6
4° trim.	898,8	815,7	83,1	525,3	433,5	195,2	182,0	152,5	143,2	25,8	57,1	15,7	9,3
2016 1° trim.	881,7	794,3	87,4	516,0	424,0	193,8	176,7	147,5	137,7	24,4	55,9	10,2	11,1
2015 dic.	294,8	269,3	25,4	173,3	142,9	65,0	60,3	48,0	47,6	8,5	18,5	6,3	5,4
2016 gen.	294,6	266,0	28,6	172,1	141,9	64,3	59,8	50,3	46,3	8,0	18,1	2,7	4,9
feb.	293,6	267,2	26,4	170,6	142,1	65,5	59,4	49,4	46,7	8,1	19,0	3,8	2,5
mar.	293,5	261,1	32,4	173,3	139,9	64,1	57,6	47,8	44,8	8,3	18,8	3,6	3,7
apr.	293,3	257,0	36,4	172,8	139,3	62,0	55,8	50,0	43,5	8,5	18,4	2,1	1,9
mag.	286,1	255,3	30,8	167,7	137,1	62,4	56,5	47,2	44,1	8,7	17,6	1,9	1,9
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2016 mag.	3.558,6	3.211,5	347,1	2.084,3	1.719,3	769,2	707,7	604,1	560,3	100,9	224,3	43,1	63,6
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2016 mag.	34,0	30,6	3,3	19,9	16,4	7,3	6,8	5,8	5,3	1,0	2,1	0,4	0,6

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

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

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni 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 manifatturiera 11	Settore petrolifero 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	516,7	243,2	106,2	154,1	431,7	456,5	266,3	71,2	111,8	319,6	60,0
3° trim.	4,4	0,8	502,5	232,6	104,7	153,0	423,6	444,9	252,7	70,9	112,6	317,8	50,5
4° trim.	3,6	2,2	509,1	236,8	105,5	153,7	426,4	443,3	247,0	73,0	114,3	324,3	44,6
2016 1° trim.	-1,1	-2,6	502,5	233,6	103,8	151,0	421,9	436,9	240,7	71,1	116,2	325,3	37,2
2015 dic.	4,1	3,3	171,3	79,3	35,4	51,9	142,1	147,7	81,7	23,9	38,8	108,2	14,5
2016 gen.	-2,1	-0,9	167,5	78,1	34,2	50,6	141,0	146,8	81,4	23,3	38,9	109,5	12,6
feb.	1,2	2,0	167,0	78,2	33,9	50,3	140,1	146,9	80,4	24,0	39,0	109,9	12,1
mar.	-2,2	-8,1	168,1	77,3	35,7	50,1	140,8	143,2	78,9	23,8	38,3	105,9	12,6
apr.	-0,9	-5,3	168,7	77,6	35,4	50,9	145,8	143,3	77,9	23,8	38,2	109,0	13,2
mag.	1,9	-2,2	165,6	.	.	.	139,6	141,1	.	.	.	104,4	.
<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	118,4	114,7	120,2	122,8	118,8	105,1	104,9	104,7	106,0	107,9	99,4
3° trim.	1,2	2,9	116,2	111,5	118,6	122,7	116,9	105,9	105,4	106,3	106,4	108,0	98,9
4° trim.	0,9	4,9	118,3	115,2	119,1	122,6	117,5	107,3	107,3	107,0	107,7	110,1	101,5
2016 1° trim.	-1,1	2,3	118,4	116,0	117,2	121,6	116,9	109,6	110,7	105,3	109,4	110,9	110,3
2015 nov.	3,9	7,3	117,8	114,3	119,0	122,1	117,4	106,6	106,0	107,4	107,8	110,8	95,3
dic.	0,8	4,4	119,0	116,2	118,3	123,6	116,6	107,7	108,3	101,9	109,3	108,8	107,0
2016 gen.	-3,7	1,1	117,8	115,7	115,6	121,8	116,7	109,6	111,1	103,9	108,8	111,3	110,6
feb.	1,2	7,0	118,2	116,7	115,1	121,6	116,7	110,6	111,4	106,4	109,7	112,2	114,0
mar.	-0,9	-0,7	119,1	115,6	120,9	121,3	117,4	108,5	109,6	105,6	109,7	109,3	106,4
apr.	1,4	3,0	119,4	115,4	120,1	124,0	121,7	107,8	106,8	105,8	109,1	112,5	103,8

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

4 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) ²⁾						Per memoria: prezzi amministrati		
	Indice: 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	-	-	-	-	-	-	1,3	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 3° trim.	100,0	0,1	0,9	-0,8	1,2	0,0	0,1	0,5	0,2	-2,5	0,4	0,0	0,8	
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	0,6	
2016 1° trim.	99,2	0,0	1,0	-0,8	1,1	-0,4	0,1	-0,8	0,1	-4,4	0,2	0,0	0,3	
2° trim.	100,4	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,4	0,2	0,8	0,0	2,0	0,3	-0,1	0,1	
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	0,3	0,0	0,6	-0,1	1,0	0,3	-0,1	0,3	
apr.	100,2	-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.	100,5	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,3	0,0	0,4	0,0	1,7	0,2	-0,1	0,1	
giu.	100,7	0,1	0,9	-0,7	1,1	0,2	0,1	-0,1	0,0	1,7	0,2	0,0	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 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
2° trim.	0,9	0,5	1,4	-1,9	0,5	-7,7	1,1	1,0	0,6	0,0	1,3	1,2
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.	0,9	0,6	1,5	-1,9	0,5	-8,1	1,1	1,0	0,5	0,0	1,4	1,1
giu.	0,9	0,5	1,5	-1,6	0,4	-6,4	1,0	1,0	0,8	-0,1	1,6	1,3

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.

4 Prezzi e costi

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni										Prezzi delle costruzioni	Prezzi degli immobili residenziali ¹⁾	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ¹⁾
	Totale (indice: 2010 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2010	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9			
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,3	-1,6	0,3	-1,9	-1,0
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	0,3	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	-0,3	2,2	4,9
2016 1° trim.	100,6	-3,7	-2,7	-0,9	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	-0,1	-11,1	-0,2	2,9	.
2015 dec.	102,1	-3,0	-2,2	-0,7	-1,9	0,5	-0,3	-0,4	0,2	-8,9	-	-	-
2016 gen.	101,0	-3,0	-2,0	-0,7	-1,8	0,4	-0,2	-0,2	0,0	-8,9	-	-	-
feb.	100,3	-4,1	-3,0	-0,8	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	-0,1	-12,4	-	-	-
mar.	100,6	-4,1	-3,1	-1,1	-2,7	0,4	-0,6	-1,0	-0,1	-11,9	-	-	-
apr.	100,3	-4,4	-3,2	-1,2	-2,9	0,4	-0,6	-1,0	0,0	-12,5	-	-	-
mag.	100,8	-3,9	-2,9	-1,2	-2,9	0,4	-0,5	-0,8	0,1	-10,8	-	-	-

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

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

4.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2010 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾		Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
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	103,6	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	105,9	1,3	0,3	0,2	0,6	0,7	0,2	-2,1	48,3	-4,1	5,2	-9,0	-0,8	4,8	-5,6
2015 3° trim.	106,0	1,4	0,4	0,3	0,6	0,7	0,1	-2,3	46,1	-6,5	6,4	-13,1	-3,3	5,7	-10,6
4° trim.	106,5	1,4	0,5	0,3	0,7	0,8	-0,1	-2,3	40,7	-9,1	3,9	-16,2	-9,3	-3,0	-14,8
2016 1° trim.	106,7	1,3	0,6	0,4	1,0	0,9	-1,1	-3,0	32,5	-13,4	-4,9	-18,2	-13,7	-9,8	-17,2
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	42,0	-8,9	-1,1	-13,4	-11,3	-9,3	-13,1
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	-12,3	-13,2	-12,9	-13,5
mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	42,7	-9,8	0,1	-15,4	-11,9	-8,8	-14,7
giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	44,9	-6,8	3,4	-12,7	-8,7	-6,2	-10,9

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

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

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

4 Prezzi e costi

4.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)					Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2013	4,8	-	-	-2,0	34,0	57,7	56,7	-	49,9
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,2	14,2	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,7	1,3	2,7	-13,3	-1,1	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 3° trim.	-2,0	1,1	2,5	-12,5	-0,2	49,5	53,6	49,9	49,9
4° trim.	-2,1	1,9	3,8	-8,7	-0,8	45,6	53,6	49,2	49,6
2016 1° trim.	-4,8	0,7	3,7	-9,3	-1,7	41,5	52,5	47,7	49,0
2° trim.	-0,9	1,9	4,6	-8,2	-2,2	47,5	54,4	48,5	49,0
2016 gen.	-4,1	0,2	3,5	-7,9	-0,9	42,1	52,7	48,3	49,1
feb.	-5,6	1,4	3,8	-10,4	-1,4	40,8	52,4	47,6	48,9
mar.	-4,6	0,4	3,8	-9,6	-2,9	41,6	52,5	47,1	49,1
apr.	-2,8	1,6	4,2	-8,9	-2,9	45,2	52,7	47,4	48,7
mag.	-0,7	2,1	6,0	-8,0	-2,3	47,7	55,6	48,8	49,5
giu.	0,7	2,0	3,7	-7,8	-1,3	49,6	54,8	49,3	49,0

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

4.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2012 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ¹⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2013	101,4	1,4	1,5	1,1	1,2	1,9	1,8
2014	102,7	1,3	1,3	1,2	1,4	1,2	1,7
2015	104,3	1,6	1,8	0,7	1,6	1,5	1,5
2015 2° trim.	108,4	1,8	2,2	0,5	1,8	1,6	1,5
3° trim.	101,1	1,2	1,5	0,3	1,3	1,0	1,5
4° trim.	110,3	1,3	1,5	0,7	1,1	1,6	1,5
2016 1° trim.	99,1	1,7	1,8	1,5	1,8	1,6	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 ¹⁾

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

	Totale (indice: 2010 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e 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
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2013	103,8	1,2	-2,3	2,0	0,7	0,9	-1,4	3,4	-2,5	1,3	1,4	2,3
2014	104,8	1,0	-2,6	1,3	0,7	0,4	0,8	1,2	0,6	2,0	1,3	0,5
2015	105,5	0,7	0,5	0,1	0,6	0,8	0,6	-0,3	3,5	1,8	1,1	1,0
2015 2° trim.	105,3	0,8	0,7	0,6	1,3	0,5	0,5	-0,3	3,4	1,5	1,0	1,3
3° trim.	105,6	0,8	0,9	0,1	0,5	0,9	1,5	0,4	3,6	2,1	1,0	1,1
4° trim.	106,0	0,9	0,0	0,3	-0,2	1,8	1,1	-0,3	3,9	1,5	1,4	1,0
2016 1° trim.	106,0	0,9	0,5	0,5	0,2	1,1	0,0	0,8	2,2	2,3	1,4	1,2
Redditi per occupato												
2013	105,2	1,6	2,5	2,6	1,3	0,9	0,8	1,7	0,1	1,3	1,6	1,9
2014	106,5	1,3	0,1	2,1	1,6	1,0	2,0	1,6	1,1	1,4	1,1	0,6
2015	107,9	1,3	0,9	1,7	1,0	1,4	2,4	0,7	2,9	1,6	1,1	1,3
2015 2° trim.	107,8	1,4	0,4	2,1	0,8	1,5	2,8	0,6	2,1	1,4	1,0	1,5
3° trim.	108,1	1,3	0,5	1,5	1,3	1,4	2,5	0,6	2,9	1,8	1,0	1,5
4° trim.	108,5	1,3	1,8	1,3	1,1	1,8	2,1	0,7	3,8	1,4	1,3	1,1
2016 1° trim.	108,8	1,2	1,7	1,3	1,6	1,4	-0,1	1,9	1,5	1,5	1,2	1,0
Produttività del lavoro per occupato												
2013	101,4	0,4	4,9	0,6	0,6	0,0	2,2	-1,6	2,6	0,0	0,1	-0,4
2014	101,7	0,3	2,7	0,8	0,9	0,6	1,2	0,4	0,4	-0,6	-0,2	0,1
2015	102,3	0,6	0,4	1,6	0,4	0,6	1,7	0,9	-0,5	-0,2	0,0	0,3
2015 2° trim.	102,3	0,6	-0,3	1,5	-0,5	1,0	2,3	0,8	-1,2	-0,1	0,0	0,3
3° trim.	102,3	0,5	-0,3	1,4	0,8	0,5	1,0	0,2	-0,7	-0,3	0,0	0,4
4° trim.	102,4	0,4	1,7	1,0	1,3	0,0	1,0	1,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1
2016 1° trim.	102,6	0,3	1,1	0,8	1,4	0,3	-0,1	1,1	-0,6	-0,8	-0,2	-0,2
Redditi per ora lavorata												
2013	107,2	2,3	2,3	2,8	2,8	1,9	0,9	2,3	1,5	2,5	2,0	3,2
2014	108,5	1,2	1,3	1,6	1,4	1,1	1,8	1,6	0,8	1,2	0,8	1,3
2015	109,6	1,0	0,4	1,2	0,3	1,4	1,2	0,9	2,5	1,3	0,9	1,0
2015 2° trim.	109,4	1,1	0,0	1,4	0,3	1,6	1,5	0,7	1,1	1,1	0,8	1,5
3° trim.	109,6	1,0	0,1	0,9	0,6	1,5	1,2	1,0	2,4	1,4	0,7	1,0
4° trim.	110,0	1,0	0,7	0,4	0,3	1,6	1,2	0,6	3,9	1,1	1,4	1,0
2016 1° trim.	110,4	1,1	0,0	1,1	1,5	1,2	-0,5	1,6	1,7	0,7	1,4	1,9
Produttività per ora lavorata												
2013	103,5	1,2	4,7	0,8	2,2	0,8	2,6	-1,0	4,0	1,1	0,7	0,9
2014	103,8	0,4	4,2	0,3	0,8	0,8	1,0	0,5	0,8	-0,6	-0,4	0,8
2015	104,2	0,4	-0,4	1,1	-0,3	0,8	0,8	0,9	-0,9	-0,4	-0,2	0,1
2015 2° trim.	104,3	0,5	-0,7	0,8	-0,9	1,4	1,2	0,9	-1,7	-0,3	-0,1	0,2
3° trim.	104,1	0,2	-1,1	0,8	0,2	0,9	-0,4	0,3	-1,8	-0,9	-0,3	0,0
4° trim.	104,1	0,1	0,5	0,3	0,2	0,0	0,2	0,6	0,2	-0,3	-0,1	0,0
2016 1° trim.	104,5	0,1	-0,4	0,6	0,7	0,2	-0,6	0,8	-0,2	-1,5	0,0	0,6

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5 Moneta e credito

5.1 Aggregati monetari¹⁾

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		3	M2-M1		6	7	8	9	10	11	
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista		Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi								Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
Consistenze												
2013	909,7	4.476,3	5.386,1	1.683,3	2.142,8	3.826,1	9.212,1	121,4	418,1	86,5	626,0	9.838,1
2014	968,5	4.952,3	5.920,9	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	10.837,1
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	10.837,1
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	89,9	642,0	10.999,1
2015 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	10.837,1
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	89,9	642,0	10.999,1
apr.	1.047,5	5.747,6	6.795,1	1.408,6	2.162,6	3.571,2	10.366,3	88,4	470,4	98,4	657,1	11.023,5
mag. ⁽⁹⁾	1.051,2	5.785,9	6.837,2	1.406,7	2.172,1	3.578,8	10.416,0	88,2	476,3	88,2	652,7	11.068,7
Transazioni												
2013	45,6	250,4	295,9	-114,4	45,5	-68,9	227,0	-11,6	-48,7	-63,3	-123,6	103,4
2014	58,2	379,4	437,6	-90,9	3,2	-87,7	349,9	1,0	10,8	12,8	24,6	374,5
2015	64,8	576,3	641,1	-143,3	12,0	-131,3	509,8	-47,8	48,9	-26,2	-25,1	484,7
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	14,9	16,1	175,5
2015 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	1,9	-6,9	50,5
apr.	-4,0	32,5	28,5	-18,4	-1,0	-19,5	9,0	2,8	6,8	8,7	18,4	27,4
mag. ⁽⁹⁾	3,7	33,8	37,4	-3,3	9,4	6,2	43,6	-0,3	5,9	-9,7	-4,1	39,5
Variazioni percentuali												
2013	5,3	5,9	5,8	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-9,2	-10,4	-38,0	-16,1	1,0
2014	6,4	8,4	8,1	-5,4	0,1	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,7	4,0	3,8
2015	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-25,5	-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	24,3	0,6	4,9
3° trim.	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-0,6	0,7	4,9
4° trim.	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-25,5	-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	-2,1	-0,9	5,0
2015 dic.	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-25,5	-3,9	4,7
2016 gen.	6,1	11,4	10,5	-7,4	0,7	-2,7	5,5	-29,3	10,1	-14,3	-0,9	5,1
feb.	5,7	11,2	10,3	-7,4	0,9	-2,6	5,4	-28,1	7,6	-11,0	-2,2	4,9
mar.	5,9	11,0	10,1	-6,8	0,6	-2,4	5,4	-28,9	7,6	-2,1	-0,9	5,0
apr.	4,6	10,7	9,7	-7,3	0,4	-2,8	5,1	-28,4	6,1	-4,1	-2,1	4,6
mag. ⁽⁹⁾	4,5	10,0	9,1	-5,8	0,7	-2,0	5,0	-16,7	8,9	-2,3	2,8	4,9

Fonte: BCE.

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

5 Moneta e credito

5.2 Depositi di M3¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ²⁾	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche ⁴⁾
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
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 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.	2.009,0	1.561,8	322,9	115,7	8,6	5.849,0	3.158,7	693,0	1.994,0	3,3	957,9	213,8	377,5
mag. ^(b)	2.011,3	1.567,6	319,2	116,4	8,1	5.878,1	3.184,3	691,2	1.998,9	3,7	974,2	214,7	374,8
Transazioni													
2013	98,2	90,1	-6,9	9,1	5,9	107,9	182,4	-100,1	31,9	-6,2	-15,1	-13,3	-7,8
2014	69,2	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.	64,6	58,2	4,9	-0,5	2,0	84,2	80,7	1,0	2,5	0,1	-3,8	-4,1	13,3
2015 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	14,3	16,7	0,6	-4,0	1,0	-3,8	-0,4	15,0
feb.	10,7	9,4	1,0	0,4	-0,2	30,6	25,4	-1,0	6,8	-0,6	-6,8	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.	22,3	26,7	-2,6	-0,2	-1,5	17,0	19,2	-1,4	-1,5	0,7	-19,6	-6,4	2,6
mag. ^(b)	0,1	4,1	-4,2	0,8	-0,6	28,2	24,9	-2,0	4,9	0,4	13,6	0,7	-2,9
Variazioni percentuali													
2013	6,1	8,2	-1,7	8,9	56,4	2,0	7,7	-10,3	1,6	-56,7	-1,9	-6,4	-2,5
2014	4,0	7,6	-6,5	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	4,0	-3,2	9,8
2015 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	6,8	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	4,0	-3,2	9,8
apr.	8,4	12,0	-3,3	2,4	-23,5	4,3	10,6	-8,1	0,0	-6,6	0,5	-7,3	9,3
mag. ^(b)	8,0	11,1	-2,3	3,6	-33,2	4,6	10,7	-7,0	0,1	-5,3	2,0	-7,2	7,9

Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito	Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari	
					Corretto per cessioni e cartolarizzazioni ²⁾	A società non finanziarie ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾	A imprese di assicurazione e fondi pensione			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
2013	3.404,9	1.096,7	2.308,2	12.709,1	10.544,4	10.929,9	4.353,6	5.222,8	869,2	98,7	1.364,7	800,0
2014	3.608,3	1.132,4	2.473,8	12.562,7	10.510,6	10.921,2	4.271,5	5.200,4	909,8	128,9	1.277,4	774,7
2015	3.896,5	1.110,0	2.784,1	12.680,5	10.591,3	10.989,2	4.273,1	5.307,3	887,3	123,6	1.301,7	787,5
2015 2° trim.	3.683,4	1.137,9	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	1.127,6	2.689,0	12.653,1	10.564,8	10.963,1	4.274,9	5.277,6	891,1	121,2	1.310,9	777,3
4° trim.	3.896,5	1.110,0	2.784,1	12.680,5	10.591,3	10.989,2	4.273,1	5.307,3	887,3	123,6	1.301,7	787,5
2016 1° trim.	4.049,0	1.115,0	2.920,9	12.708,9	10.645,2	11.029,0	4.290,2	5.338,3	908,1	108,6	1.312,3	751,4
2015 dic.	3.896,5	1.110,0	2.784,1	12.680,5	10.591,3	10.989,2	4.273,1	5.307,3	887,3	123,6	1.301,7	787,5
2016 gen.	3.967,5	1.117,0	2.848,1	12.689,3	10.616,8	11.013,0	4.288,7	5.311,7	890,8	125,5	1.306,1	766,4
feb.	4.007,2	1.117,5	2.887,4	12.728,5	10.658,6	11.043,9	4.301,9	5.329,9	900,4	126,4	1.309,1	760,8
mar.	4.049,0	1.115,0	2.920,9	12.708,9	10.645,2	11.029,0	4.290,2	5.338,3	908,1	108,6	1.312,3	751,4
apr.	4.096,2	1.125,8	2.973,3	12.705,6	10.639,8	11.023,3	4.290,3	5.343,4	892,6	113,6	1.317,9	748,0
mag. ^(p)	4.146,3	1.127,2	3.005,9	12.741,4	10.656,8	11.048,6	4.307,5	5.346,5	891,6	111,2	1.330,8	753,8
Transazioni												
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	72,0	15,9	56,1	-104,0	-50,3	-33,9	-60,9	-15,4	14,3	11,7	-90,0	36,2
2015	284,2	-20,8	304,6	99,9	71,1	51,1	3,1	98,1	-24,7	-5,5	24,5	4,3
2015 2° trim.	58,1	-10,7	68,6	2,7	10,2	5,0	1,5	31,5	-23,8	1,0	-14,1	6,7
3° trim.	112,2	-10,2	122,4	54,9	-7,9	-3,7	-5,9	24,7	-12,3	-14,4	64,4	-1,6
4° trim.	73,5	-16,4	89,8	7,8	23,4	18,0	-0,9	22,7	-1,0	2,6	-22,4	6,8
2016 1° trim.	123,2	2,7	120,5	68,5	84,2	74,7	38,6	36,0	24,5	-14,9	14,2	-29,9
2015 dic.	26,9	-7,1	33,9	-27,0	-39,2	-38,6	-20,2	-0,7	-17,8	-0,5	17,1	-4,9
2016 gen.	61,2	5,1	56,2	25,8	35,4	32,6	22,0	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	-2,3	5,2	1,0	1,0	11,3	10,7	-17,7	3,2	-10,6
apr.	49,3	5,9	43,3	9,6	7,7	6,4	6,3	5,8	-9,4	5,0	5,1	-3,2
mag. ^(p)	40,0	1,4	38,6	30,5	12,2	18,2	13,0	2,9	-1,3	-2,4	11,3	7,0
Variazioni percentuali												
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,3	10,9	-5,1	1,9
2014	2,1	1,4	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	-2,4
2015 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.	8,6	-2,5	13,7	0,9	0,8	0,6	0,5	1,9	-2,5	-9,6	2,5	-0,3
feb.	10,1	-2,4	15,8	1,2	1,2	0,9	0,7	2,2	-1,4	-6,9	3,1	-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	-2,4
apr.	10,3	-2,6	16,2	1,1	1,0	0,8	0,9	2,2	-2,2	-16,4	4,1	-2,4
mag. ^(p)	11,1	-1,9	16,9	1,3	1,1	1,0	1,2	2,1	-1,3	-21,0	5,1	-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 ¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Corretto per cessioni e cartolarizzazioni ⁴⁾				2	Corretto per cessioni e cartolarizzazioni ⁴⁾			
Consistenze										
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	4.271,5	4.330,8	1.080,7	720,5	2.470,3	5.200,4	5.546,2	563,3	3.861,1	776,0
2015	4.273,1	4.333,5	1.038,5	758,2	2.476,5	5.307,3	5.639,0	595,6	3.948,0	763,6
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.	4.273,1	4.333,5	1.038,5	758,2	2.476,5	5.307,3	5.639,0	595,6	3.948,0	763,6
2016 1° trim.	4.290,2	4.352,3	1.045,2	767,8	2.477,3	5.338,3	5.657,0	603,4	3.972,9	762,0
2015 dic.	4.273,1	4.333,5	1.038,5	758,2	2.476,5	5.307,3	5.639,0	595,6	3.948,0	763,6
2016 gen.	4.288,7	4.351,8	1.048,9	765,6	2.474,2	5.311,7	5.642,8	596,5	3.953,2	762,0
feb.	4.301,9	4.361,1	1.049,4	774,0	2.478,4	5.329,9	5.650,5	601,4	3.966,7	761,8
mar.	4.290,2	4.352,3	1.045,2	767,8	2.477,3	5.338,3	5.657,0	603,4	3.972,9	762,0
apr.	4.290,3	4.353,9	1.043,4	772,3	2.474,5	5.343,4	5.662,2	604,5	3.979,9	759,0
mag. ^(p)	4.307,5	4.369,3	1.051,1	771,1	2.485,4	5.346,5	5.672,5	601,5	3.986,2	758,8
Transazioni										
2013	-132,9	-144,0	-44,3	-44,6	-44,0	-4,0	-17,2	-18,2	27,4	-13,2
2014	-60,9	-64,4	-14,2	2,3	-49,0	-15,4	4,7	-3,0	-3,4	-9,0
2015	3,1	8,6	-44,9	32,6	15,4	98,1	75,9	21,8	80,0	-3,6
2015 2° trim.	1,5	3,6	-2,7	7,7	-3,6	31,5	21,6	9,4	22,8	-0,7
3° trim.	-5,9	-0,7	-19,1	4,0	9,2	24,7	25,7	5,2	19,8	-0,3
4° trim.	-0,9	1,0	-22,1	13,4	7,8	22,7	18,1	5,1	20,0	-2,4
2016 1° trim.	38,6	43,6	15,5	12,7	10,4	36,0	23,0	9,1	27,0	-0,1
2015 dic.	-20,2	-18,3	-32,0	5,9	5,9	-0,7	1,5	-0,6	3,9	-4,0
2016 gen.	22,0	23,8	13,2	6,4	2,4	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.	1,0	1,2	0,9	-3,8	3,8	11,3	8,4	2,8	7,5	1,0
apr.	6,3	7,2	0,4	5,0	1,0	5,8	5,6	0,9	7,0	-2,2
mag. ^(p)	13,0	9,4	5,5	-1,0	8,4	2,9	9,6	-3,2	6,1	0,0
Variazioni percentuali										
2013	-2,9	-3,2	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,5	-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	5,1	1,0	2,2	1,6	5,1	2,3	-0,5
2015 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	4,7	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	5,1	1,0	2,2	1,6	5,1	2,3	-0,5
apr.	0,9	1,2	-2,8	5,6	1,1	2,2	1,5	5,3	2,3	-0,8
mag. ^(p)	1,2	1,4	-2,0	4,9	1,5	2,1	1,6	4,4	2,3	-0,7

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

5.5 Contropartite di M3 diverse dal credito a residenti nell'area dell'euro ¹⁾

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

	Passività delle IFM					Attività delle IFM				
	Detenuti dalle amministrazioni centrali ²⁾	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro					Attività nette sull'estero	Altre		
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni	Capitali e riserve		Totale	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali ³⁾	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali ³⁾
Consistenze in essere										
2013	261,7	7.311,0	2.371,2	91,5	2.507,2	2.341,1	1.146,5	150,2	183,8	121,9
2014	264,6	7.187,7	2.248,9	92,2	2.380,9	2.465,8	1.378,2	225,0	184,5	139,7
2015	278,6	7.066,0	2.184,2	79,8	2.253,1	2.549,0	1.324,9	279,7	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	240,6	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	7.066,0	2.184,2	79,8	2.253,1	2.549,0	1.324,9	279,7	205,9	135,6
2016 1° trim.	318,8	7.027,0	2.182,9	76,8	2.174,7	2.592,6	1.279,7	307,4	247,1	152,1
2015 dic.	278,6	7.066,0	2.184,2	79,8	2.253,1	2.549,0	1.324,9	279,7	205,9	135,6
2016 gen.	306,1	7.046,6	2.174,2	78,6	2.221,8	2.571,9	1.313,7	298,2	215,0	141,7
feb.	294,6	7.073,5	2.185,7	77,6	2.193,4	2.616,8	1.288,1	304,6	246,6	142,5
mar.	318,8	7.027,0	2.182,9	76,8	2.174,7	2.592,6	1.279,7	307,4	247,1	152,1
apr.	316,8	7.048,9	2.184,1	75,4	2.173,1	2.616,3	1.273,9	313,4	237,0	140,0
mag. ^(p)	292,1	7.054,9	2.182,2	75,2	2.185,9	2.611,6	1.238,3	289,7	227,0	138,6
Transazioni										
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	238,5	1,0	0,7	17,8
2015	7,8	-218,8	-104,0	-13,5	-203,8	102,4	-98,5	-11,8	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	-64,7	0,9	-11,0	-7,1
4° trim.	-11,7	-58,0	-47,5	-3,9	-42,3	35,7	-37,0	10,9	-7,7	-4,3
2016 1° trim.	40,1	-61,6	1,4	-2,9	-49,9	-10,2	-70,9	33,1	41,3	17,3
2015 dic.	-17,9	-12,9	-3,0	-0,5	-18,5	9,1	-32,5	-3,1	-11,7	-10,4
2016 gen.	27,6	-33,9	-9,3	-1,1	-22,5	-1,0	-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	8,7	0,7	9,5
apr.	-2,2	9,6	1,3	-2,0	-3,9	14,2	-22,6	-1,4	-10,1	-12,0
mag. ^(p)	-24,9	6,2	-3,2	-0,1	2,4	7,1	-27,6	-22,2	-10,1	-1,5
Variazioni percentuali										
2013	-14,7	-1,1	-0,8	-13,5	-5,1	3,8	-	-	10,3	23,3
2014	-2,3	-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.	-6,1	-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	1,8	-	-	4,6	-4,8
2015 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	1,8	-	-	4,6	-4,8
apr.	17,4	-2,7	-2,6	-15,9	-7,8	2,4	-	-	12,0	4,7
mag. ^(p)	6,1	-2,5	-2,6	-14,8	-6,9	2,2	-	-	1,8	-1,5

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

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

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

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

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

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno ²⁾					Vita residua media ³⁾	Rendimento nominale medio ⁴⁾						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere					Transazioni	
		Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso		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	13,0	4,5	2,0	0,5	6,5	3,1	1,3	0,3	3,5	2,9	0,6	1,7
2° trim.	15,0	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
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.	15,1	13,2	4,3	1,9	0,5	6,7	2,7	1,2	0,0	3,2	2,9	0,3	1,3
mag.	15,2	13,3	4,5	1,9	0,5	6,7	2,7	1,1	-0,1	3,2	2,9	0,4	1,2
giu.	15,3	13,5	5,0	1,8	0,5	6,7	2,7	1,1	0,0	3,1	2,9	0,3	1,1

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio 1	Germania 2	Estonia 3	Irlanda ¹⁾ 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.

1) Si possono riscontrare differenze tra i rapporti riferiti al trimestre e quelli riferiti all'anno a seconda dei dati disponibili. Per maggiori informazioni, si veda la nota esplicativa di Eurostat (http://ec.europa.eu/eurostat/documents/24987/6390465/Irish_GDP_communication.pdf).

© European Central Bank / © European Systemic Risk Board

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

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 21 luglio 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

